

이 자료의 내용은 각 집필자들의 개인
의견으로서 한국증권연구원이나 집필
자들이 소속된 기관의 공식견해를 나
타내는 것은 아닙니다.

M&A 시장의 과제와 전망 (1)

김건식 · 김화진 · 빈기범 · 송종준
왕윤중 · 윤정선 · 정윤모 · 조병주 · 주정일

한 국 증 권 연 구 원
Korea Securities Research Institute

序 言

기업경영에서 M&A의 전략적 중요성이 점차 커짐에 따라, 전세계적으로 M&A 시장의 규모가 급속도로 증가하고 있습니다. 2006년 상반기에도 세계 M&A 시장의 규모는 전년 동기대비 41%나 급증한 1조 8천억 달러로, 세계 주식시가총액 대비 6%에 달하는 것으로 나타났습니다. 지역적으로 보아도 서유럽과 북미지역에서 M&A는 2002년 이후 최근까지 2배 정도 증가했고, 아시아·태평양 지역에서도 비슷한 양상을 보이고 있습니다.

이에 비해 한국은 그 동안 특이하게도 M&A 열풍에서 벗어나 있었습니다. 2005년 국내 주식시가총액 대비 M&A 비율이 2.9%로 영국(9.9%), 프랑스(7.4%), 미국(6.9%) 등에 비해 크게 낮았습니다. 또한 국내 총생산(GDP) 대비 M&A 비율도 영미권 국가들이 9~14%에 달하는 것과 비교하여 한국은 3%도 되지 않았습니다. 이는 세계 29개국의 평균인 6%에도 크게 밑도는 수치입니다. 이러한 배경에는 기업 자체를 하나의 거래대상 상품으로 사고파는 M&A에 대한 국내 기업 경영자들의 막연한 거부감과 부정적인 시각이 깔려 있었다고 판단됩니다.

최근 들어 한국의 M&A 시장도 달라진 모습을 보이기 시작했습니다. 지난해 국내 M&A 규모는 34조 5천억대로 전년 대비 80% 정도 증가했으며, 거래건수도 482건으로 3년 전보다 95건이 늘었습니다. 2005년부터 2006년 사이에 스탠다드 차타드의 제일은행 인수, 신한은행과 조흥은행의 합병, 상하이자동차의 쌍용자동차 인수, 금호아시아나그룹의 대우건설 인수, 신한금융지주의 LG카드 인수 등의 대형 M&A가 성사되었습니다. 또한 2007년에는 현대건설, 하이닉스, 대한통운 등 그 어느 때보다 재계 판도를 흔들어 놓을 M&A가 활발할 전망입니다. 이에 따라 한국에서도 M&A 시장의 중요성은 점차 증가할 것으로 보입니다.

이와 같은 국내·외적인 M&A 시장의 변화에 대비하여, 한국증권연구원에서는 M&A와 관련된 각계의 전문가들간에 종합적이고 체계적인 연구활동을 통하여, M&A 관련 Knowledge Hub를 구축하는 한편, M&A 제도의 선진화를 위한 대안을 제시함으로써 자본시장 및 M&A 시장의 발전에 기여하고자 'M&A 연구회'를 발족하였습니다.

그 동안 M&A 연구회에서는 M&A와 관련하여 국내외에서 이슈가 되고 있는 사안들을 중심으로 활발한 논의를 진행하였으며, 한국 M&A 시장 및 제도의 발전방향을 제시하려는 노력도 기울여 왔습니다. 본 보고서는 M&A 연구회가 발족한 2006년 10월부터 지난 2007년 1월까지 연구회에서 발표하고 토론했던 자료들을 모아서 작성된 것입니다. 향후에도 연구결과가 축적되는 대로 지속적으로 보고서를 발간할 예정입니다. 이 지면을 빌어 귀한 연구자료를 발표하고 함께 토론해 주신 연구회 회원 여러분들에게 감사드리며 앞으로도 연구회 활동에 적극적인 참여와 관심을 기대합니다.

2007년 5월

한국증권연구원

원장 최도성

목 차

序言	i
----------	---

발표자료

1. 적대적 기업인수에 관한 논점	김건식/3
2. 글로벌 M&A 시장 현황과 시사점	김화진/19
3. 외환위기 이후 외국자본의 국내진출 및 해외펀드 활동실태	왕윤중/53
4. LG-Nortel JV Case Study	조병주/89 (지명토론 강희주)
5. 상법상 M&A법제의 변화와 과제	송종준/113 (지명토론 이승철)
6. Managerial Entrenchment and the Valuation Effects of Toehold Acquisitions	윤정선·빈기범/163 (지명토론 신진영)
7. 우리나라 M&A세계의 현황과 전망	주정일/231
서울선언 전문	/263
부록. M&A연구회 회원 명단	271

발표자료 1: 적대적 기업인수에 관한 논점

(발표: 김건식/서울대학교 법과대학 교수)

적대적 기업 인수에 관한 논점

김건식

서울대 법대 교수

서설

- 최근 M&A 방어수단에 관한 관심이 높아짐
- 우리 현실을 고려한 학문적 논의는 부족
- M&A는 여러 이해관계가 얽힌 복잡한 현상으로 논의도 복잡하고 혼란스러움
- 실증적 논의와 규범적 논의의 구분
- 어떠한 가치를 추구하는지에 따라 처방이 달라질 수 있음: ex. 효율성과 형평성

사례: 삼성전자에 대한 적대적 M&A

- 현실적으로 적대적 M&A가 가능한가?
- M&A가 가능하다면 그것을 방지하는 것이 바람직한가?
- 적대적 M&A에 대한 방어수단이 필요하다면 그것은 무엇 때문인가?
- 방어수단으로는 어떤 것이 적합한가?

적대적 기업인수의 공과

- -효용
 - 무능하고 부정직한 경영진의 제거
 - 방만한 투자의 억제
 - 자원의 효율적 배분
- -폐해
 - 단기적 시야
 - Stakeholder interest: 특히 종업원이익
 - 남용적인 사례 (그린메일, 초토화경영 등)

공과의 배경에 깔린 가치

- 효율성: 주로 주주가치와 관련
- 형평성: stakeholder interest
- 형평성에 관한 논의는 현실적으로 곤란
- stakeholder에 관한 영향도 실증적으로 검증할 필요 있음
- 효율성만 고려하는 경우에도 적대적 기업인수가 항상 주주가치의 향상을 가져오는 것은 아님

주주가치 보호의 주체

- 주주: 이해관계 vs 정보 및 능력부족
- 이사회: 전문성 vs 이익충돌
- 외부전문가: 전문성 vs 인센티브
- 법원: 중립성 vs 전문성부족
- 이틀 주체가 함께 참여하기도 함
- 영국: 주주 (방어금지 + 전부매수의무)
- 미국: 이사회 + 법원
- 일본: 주주 + 이사회 + 법원

주주결정시의 비효율

- 공개매수의 강압성
- 주주의 정보부족과 불합리
- 주주 이외의 이해관계자의 이익침해:
행위성

공개매수의 강압성

- 인수되지 않는 경우의 가치 100
- 공개매수가격 80
- 인수성공 시 소수주식의 가치 60
- 개별주주는 공개매수에 응할 수 밖에 없으므로 기업가치를 하락시키는 인수도 가능함
- Bebchuk: 주주총회에서 결정하면 해결. 이 경우 100이 넘는 가치를 실현할 수 있는 자만이 공개매수성공

주주의 정보부족과 불합리

- 주주에게 말할 수 없는 근거로 정보부족과 불합리를 제시
- 장기적인 기업가치에 관해서는 경영진이 가장 정보가 많지만 주주에게 충분히 전달하기 어려움 - 단기적 시각에 기울기 쉬움
- 그러나 이사회와 의견표명을 통해서 주주의 정보부족은 어느 정도 해소
- 주주의 불합리는 기관투자자에 대해서는 적 용하기 어려움 - 이사회는 합리적인가?

경영진 및 이사회 결정

- 전문성이 있지만 이익상충이 있음
- Poison pill은 이사회주도 모델
- 주주에 의한 간섭을 어느 범위에서 인정할 것인가?
- 미국: 주주간섭 미약
- 일본, EU지침: 주주간섭 강조
- 영국: 주주결정. 방어금지. 전부매수의무

법원의 역할

- 적법한 방어수단과 무적법한 방어수단의 구별
- 테라웨어주법원의 특수성
- 이론: 법원의 전문성을 보완하기 위하여 방어수단에 관한 지침을 마련

현재 우리의 방어장치

- 계열회사를 통한 주식보유
- 정부의 압력
- 자금의 부족
- 기존의 방어장치는 점차 약화되고 있음
- 방어장치가 무너지면 비효율적인 M&A에도 노출

방어장치의 평가

- 다양한 방어장치의 활용을 고려할 수 있음
- 평가기준: 채택비용, 부작용가능성
- 기존 방어수단(자기주식취득, 신주의 제3자 배정, 황금낙하산 등)은 모두 고비용일 뿐 아니라 경영권방어 외에 다른 효과(재무구조변경)를 발생시키므로 비효율적임
- 황금주, 차등의결권주식: 참호구축효과

대안으로서의 Poison pill

- 미국과 달리 주주에 의한 간섭이 가능하도록 설계하는 것이 전제 (일본과 동일)
- 비용저렴
- 강력하고 부작용 적음
- 의문: 계열회사를 통한 주식보유가 사라질 것인가?

발표자료 2: 글로벌 M&A 시장 현황과 시사점

(발표: 김화진/서울대학교 법과대학 교수)

글로벌 M&A 시장 현황과 시사점



2006. 11. 22.

서울대학교 법과대학

김 화 진

M&A

2005년 동향 일반

- 2005년은 세계 M&A 시장이 가장 활발이었던 2000년의 3조 3,300억 달러 규모 다음 가는 기록인 2조 9천억 달러 규모의 M&A 시장으로 기록됨 → 2004년에 비해 40% 성장.
- 산업별로는, 에너지 부문이 전년 대비 40.7% 증가한 4,160억 달러로 1위, 금융과 통신이 각각 2위와 3위를 차지.
- 소비자 제품 및 서비스 분야는 전년 대비 91.6% 증가한 1,520억 달러 규모로 가장 빠르게 성장하는 분야로 기록됨.
- 반면, 제약 분야에서는 M&A의 규모가 감소되었음.

M&A

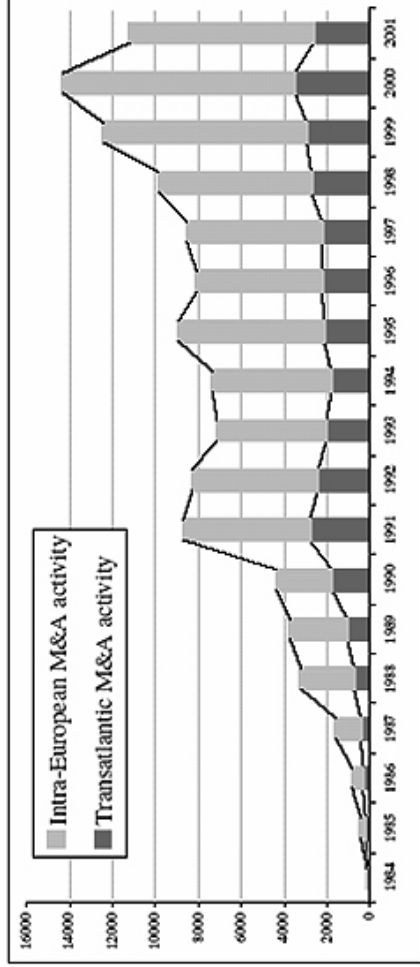
2005년 세계 각 지역별 M&A 규모

지역	규모 (백만달러)	건수
글로벌	2,703,274.8	32,568
미주 (미국)	1,283,271.3 (1,131,292.2)	11,706 42% (9,045)
아프리카 / 중동	25,304.4	540
유럽 (프랑스)	1,012,622.6 (109,526.1)	38% 10,142 (1,054)
(독일)	(111,169.0)	(1,308)
(영국)	(294,367.2)	(2,425)
아시아	214,503.4	8% 8,258
일본	167,573.1	7% 2,552

• 자료: Thomson Financial

M&A

유럽 M&A 시장 현황



• 자료: Thomson Financial

M&A

국제 M&A 시장 활성화의 직접적 원인

- M&A 시장이 급속히 성장세를 보인 것은 세계의 많은 기업들이 현금 유동성을 풍부하게 보유하고 있고 그를 활용하라는 내외의 압박을 받고 있기 때문. 또, 많은 M&A 거래가 현금이 아닌 증권을 사용하여 이루어지고 있으며 헤지펀드들이 그러한 거래를 촉진하고 있음. 2005년 글로벌 M&A 시장에서의 현금 사용 비율은 약 71%를 기록. M&A 금융 비용이 낮아진 것도 M&A 활성화에 보탬이 되었음.
- 국제 M&A의 증가세는 선도 시장인 미국 경기의 회복세와 증권시장의 활성화에 힘입은바 큼. 또, 2001년에 발생한 미국 기업들의 대규모 회계부정 사건과 그에 이은 2002년의 회계개혁입법(Sarbanes-Oxley Act)의 영향으로 미국 기업들의 재무와 회계, 지배구조 정비 작업이 어느 정도 궤도에 올라선 것도 미국에서의 M&A 증가와 관련을 가지는 것으로 여겨지고 있음.

국제 M&A 시장 발달의 중장기적 원인 (1) – Professor Bernard Black

1. 저실업: 서구에서는 실업률이 지속적으로 낮은 수준을 유지하여 M&A가 노동시장에 미치는 영향이 미미. 이는 정부가 M&A 장려 정책을 시행할 수 있는 정치적 기반이 됨.
2. 노동시장의 유연성 증가: 서구에서 M&A는 노조의 파워가 약하고 고용기회가 많은 분야를 중심으로 성행. 성장산업인 IT산업이 좋은 사례. 산업 자체가 고도로 성장하는 경우 고용문제가 없으므로 M&A의 가장 큰 장애요인이 제거됨.
3. 스톡옵션의 확산: 스톡옵션의 확산으로 경영진과 직원, 주주간의 이해충돌이 줄어들어 M&A로 인한 주가 상승이 모든 관계자들에게 이익을 가져다 주게 되었음.
4. 유럽시장의 통합: EU의 시장 통합으로 역내 M&A가 증가하여 국제 M&A시장에서 차지하는 비중이 높아지는 동시에 국제시장의 규모를 증대시켰음. 실제로 역사상 최대의 적대적 M&A가 유럽에서 발생(2000년 보다폰의 만네스만 인수).

M&A

국제 M&A 시장 발달의 중장기적 원인 (2)

5. 적대적 기업인수에 대한 제도의 변화: 적대적 M&A에 대한 규제의 강도가 전반적으로 낮아졌음. 이 때문에 제도상의 제약으로 인해 M&A가 무산되거나 포기되는 빈도가 낮아지고 있음. EU는 적대적 M&A를 활성화시키기 위한 입법조치를 지속적으로 추진.
6. 조세제도: 자본이득에 대한 과세가 약화되어 M&A를 통한 주식거래에 부담이 감소. 독일의 경우 2002년부터 금융기관 보유 주식의 처분에 비과세하는 특별 입법조치가 취해지기도 하였음.
7. 세계화: 전반적으로 국제거래와 자본이동이 촉진되었음. 정보의 국제적 교류도 인터넷을 통해 증가. 이는 국제 M&A시장의 활성화에 도움이 되었음.
8. 회계기준의 통일: 미국 회계기준(US-GAAP)과 국제회계기준(IAS)을 중심으로 세계적인 회계기준의 수렴현상 발생. 이는 국제 M&A에 필수적인 외국기업에 대한 평가를 용이하게 함.

M&A

국제 M&A 시장 발달의 중장기적 원인 (3)

9. 저 인플레이: 인플레이율은 1979-1981년 무렵의 피크 이후 지속적으로 감소. 이자율이 낮아지면서 투자자금이 주식시장으로 이동하여 M&A의 활성화에 필수적인 주식시장의 유동성을 풍부하게 하였음.
10. 경제력 집중에 대한 경제심 약화: 전반적으로 경제력집중에 대한 경제심이 약화되었음. 거대기업의 폐해가 옛날처럼 심각하게 느껴지지 않고 있으며 이는 공정거래당국의 기업결합 승인을 유연하게 하여 M&A시장의 활성화에 기여.
11. 구소련 및 동유럽 시장의 등장: 종래 계획경제국가들이 대거 자본주의 시장경제체제를 채택함으로써 시장의 규모가 증가하였고 따라서 M&A시장도 규모가 증가. 다수의 국유화 거래가 M&A시장의 확대에 크게 기여.
12. IT 산업의 개화: IT를 중심으로 한 벤처기업들이 성공, IPO와 M&A가 증가.
13. 기업 의사결정의 신속화: 기업들간의 경쟁이 심화되어 신규 사업진출에 있어서 신속한 결과를 보장하는 M&A가 각광을 받게 되었음.

M&A

2005년 아시아 지역 10대 M&A

공표일	현황	대상기업	인수기업	규모(백만달러)
2005. 8. 22	완료	Petrokazakhstan Inc	CNPC International Ltd	3,956.9
2005. 6. 3	완료	Jinro Ltd	Hite Brewery Co Ltd	3,382.7
2005. 1. 10	완료	Korea First Bank	Standard Chartered PLC	3,277.6
2005. 9. 2	진행중	Inchon Oil Refinery Co Ltd	SK Corp	3,116.8
2005. 8. 18	진행중	Bank of China Ltd	Investor Group	3,100.0
2005. 8. 31	진행중	Bank of China Ltd	Asia Finl Hldgs Pte Ltd	3,100.0
2005. 3. 9	완료	Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	Philip Morris Indonesia PT	3,091.2
2005. 6. 19	진행중	Pakistan Telecom Co Ltd	ETISALAT	2,599.0
2005. 6. 16	완료	China Construction Bank Corp	Bank of America Corp	2,500.0
2005. 6. 22	진행중	Kuokwang Petrochemical Co Ltd	IPIC	2,359.3

• 자료: Thomson Financial

M&A

일본 M&A 시장 현황

- 2005년 일본 M&A 시장도 사상 최대 규모를 기록. 2005년 한 해 동안 일본 기업들이 국내외에서 진행한 M&A는 총 2,552건으로 2004년에 비해 23% 증가. 그러나 규모면에서는 1,676억 달러로 109%가 증가했는데 이는 일본에서도 M&A가 기업의 성장 전략으로 각광 받기 시작했기 때문임.
- 특히, 국제적 M&A는 117%의 증가세를 보였으며 일본기업의 외국기업 인수도 399건으로 전년 대비 26% 증가. 영국 기업들이 가장 많이 목표가 되었고 Nippon Sheet Glass 는 영국의 Pilkington에 대해 적대적 M&A를 시도하기도 함(39억 달러).
- 일본에서는 Tokyo Financial 의 UFJ Holdings 인수(414억 달러)와 일본방송 적대적 인수전이 가장 큰 관심을 끌었음.

M&A

2005년 일본 10대 M&A

공표일	현황	대상기업	인수기업	규모 (백만달러)
2005. 2. 18	완료	UFJ Holdings Inc	Mitsubishi Tokyo Financial Grp	41,431.0
2005. 4. 20	완료	Seven-Eleven Japan Co Ltd	Ito-Yokado Co Ltd	12,483.1
2005. 2. 4	진행중	Seibu Railway Co Ltd	M&A Consulting	11,324.4
2005. 8. 23	진행중	Mizuho Financial Group Inc	Mizuho Financial Group Inc	6,303.1
2005. 2. 25	완료	Daiichi Pharmaceutical Co Ltd	Sankyo Co Ltd	6,289.9
2005. 9. 5	완료	Nippon Telegraph & Tele Corp	Nippon Telegraph & Tele Corp	4,942.4
2005. 10. 28	진행중	Tomen Corp	Toyota Tsusho Corp	4,628.9
2005. 11. 1	진행중	Pilkington PLC	Nippon Sheet Glass Co Ltd	3,929.5
2005. 12. 16	진행중	Kanebo Cosmetics Inc	Kao Corp	3,540.1
2005. 11. 5	진행중	Teikoku Oil Co Ltd	INPEX Corp	3,038.5

• 자료: Thomson Financial

M&A

도요타자동차 적대적 M&A?

- 도요타자동차는 시가총액 기준 세계 18위, 일본 1위 기업, 시가총액 기준 세계 최대의 자동차업체. 동사의 시가총액은 삼성전자의 약 2배, GM, 포드자동차, 다이클러-크라이슬러 세 회사의 시가총액의 합계액을 초과.
- 도요타자동차의 지분 5.41%를 보유한 그룹계열사 도요타직기(Toyota Industries Corporation)를 인수하면 도요타그룹 전체의 경영권을 장악할 수 있다는 분석이 나옴.
- 이로 인해 2005년 2월 초부터 3월말까지 불과 한달 반 남짓한 기간에 도요타직기의 주가가 20% 상승. 도요타직기는 실제로 1987년에 그린메일을 당한 경향이 있음. 당시 그린메일을 의도한 투기세력은 도요타직기의 주식 7.13%를 매집하였고 그에 대해 도요타그룹 계열사들이 연합하여 동 주식을 300억엔 이상의 가격으로 재매집.
- 도요타그룹은 도요타직기에 대한 그룹계열회사들의 지분율을 현재의 45%에서 50% 이상으로 높이기로 함.

M&A

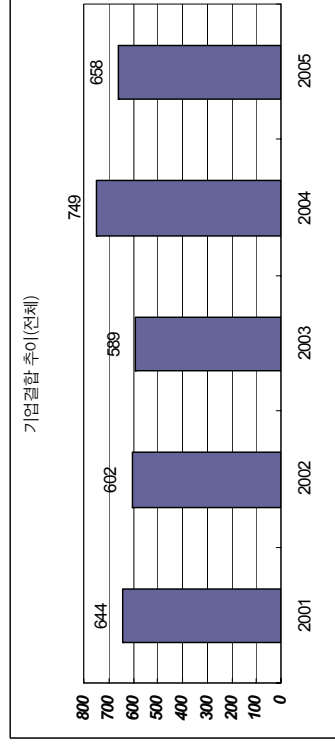
중국 M&A 시장의 성장

- 국제 M&A 시장에서 중국 기업들은 사냥감(pre)에서 사냥꾼(predator)으로 변신하고 있음(FT). 중국 통신장비업체들의 급성장이 2006년 4월 프랑스 알카텔과 미국 루슨트테크놀로지간 합병 합의를 촉발시킴.
- 중국 M&A 시장의 대다수 거래는 국영기업 민영화와 민영화된 전 국영기업들의 구조조정, 소비자 제조업에서의 기업합병, 은행산업에서의 IPO 전 사전투자 등이 차지하고 있음.
- 중국에서는 2004년에 최초의 적대적 M&A가 금융산업 분야에서 발생. 2004년 9월 CITIC Securities가 Guangfa Securities 지분의 51%를 2억 1,700만 달러에 인수하려고 시도, 이에 대해 Guangfa의 주주들과 종업원들이 반대 입장을 공표하고 우호지분을 증가시키자 CITIC는 공개매수를 철회.

M&A

2005년 국내 동향

- ▶ 공정거래위원회의 자료에 의하면 2005년 우리 나라에서의 기업결합은 건수면에서는 12% 감소했고(658건) 금액면에서는 18% 증가했다고 함(18.7조원). 1건 평균 규모는 461억원.
- ▶ 스탠다드차타드의 제일은행 인수(3조 4천억원), 신한은행과 조흥은행의 합병, 상하이자동차의 쌍용자동차 인수 등의 대형 M&A가 기록됨.



M&A

비우호적 M&A의 최근 유형과 사례

- 대주주 간 경영권 분쟁
 - 연합철강, HK상호저축은행, 대림통상
- 기업간의 적대적 M&A
 - 골라LNG v. 대한해운, KCC v. 현대엘리베이터
 - 국일제지 v. 신호제지
- 펀드의 경영간섭과 구조조정 요구
 - 소버린(Sovereign) v. SK, **칼아이칸 v. KT&G**
- 정리회사 M&A
 - 국제상사, 충남방직

M&A

높은 외국인 지분율

보유목적별 5%보고 현황 (2005.12.31)

(단위 : 명)

구분	경영권에 영향을 주기 위한 목적인 경우	경영권에 영향을 주기 위한 목적인 아닌 경우	계
내국인	1,509	692	2,142
외국인	82	192	267
계	1,591 (66%)	884	2,409

• 자료: 금융감독원

M&A

위임장경쟁

의결권 경쟁 목적 위임장 권유 대상회사 주총 결과

구분	2004	2005
회사 측 안 가결	13	7
경쟁자 측 의도 관철	2	1
기타 *	2	1
계	17	9

• 자료: 금융감독원

• 회사 측 안 중 일부가 부결된 경우, 회사 측과 경쟁자 측이 주총을 각각 개최하여 안건을 가결시킨 경우

M&A

사모펀드와 바이아웃의 급증

- 최근의 국제 M&A 시장은 사모펀드(Private Equity Fund)들의 활약으로 특징지어짐. 사모펀드들은 M&A 시장 침체기 동안 축적된 거대한 투자자금을 사용하여 바이아웃(Buyout) 시장을 급속히 성장시키고 있음
- 2005년에는 113억 달러 규모의 SunGard 거래를 포함하여 사모펀드들에 의한 바이아웃거래가 전체 M&A의 약 17%인 4,000억 달러 규모를 차지, 역사상 가장 큰 5 대 바이아웃 거래들 중 4 건이 발생
- 사모펀드의 비중 증가는 LBO도 활성화 시키고 있음. 2005년 덴마크의 통신 회사 TDC에 대한 5개 사모펀드 연합의 LBO는 153억 달러 규모를 기록하여 유럽 역사상 최대의 바이아웃 거래로 기록되었음
- 국내에서도 론스타, 칼라일, 뉴브리지 등 사모펀드들의 (우호적) M&A 시장에서 차지하는 비중이 큼

M&A

대형 사모펀드의 아시아 진출

http://www.kkr.com/news/press_releases/2005/09-13-05.html

- 전통적으로 가장 규모가 작은 것으로 알려진 아시아 M&A 시장에서도 사모펀드들의 활동이 두드러짐. 현재 글로벌 시장에서 움직이는 사모펀드들이 아시아 지역에서 투자한 금액은 총 75억 달러에 달하는 것으로 집계되는데 그 중 CVC Asia가 24%, UBS Capital Asia가 20%의 순서로 시장을 주도하고 있음.
- 투자 대상 지역은 우리 나라가 50%로 가장 큰 비중. 그러나, 아시아 지역에서는 저평가 된 부실기업들의 수가 감소하고 있어서 아시아 지역에서의 PEF 투자는 다소 소강상태에 있음.
- KKR, Blackstone Group 등 초대형 사모펀드들의 아시아 지역 진출 움직임이 보임.

M&A

국내 PEF 현황 - 이데일리

◆ 사모투자전문회사(PEF) 등록 현황(2006년 5월 31일 현재)

구분	등록일	GP	LP	출자액정액	출자이행액
미래 제1호	04.12.27	웹스자산운용	8인	1400억원	1400억원
우리 제1호	04.12.27	우리은행	-	05.10.7해산	-
데본서	05.02.15	데본서코리아	4인	300억원	-
마르스 제1호	05.03.07	우리투자증권	1인	490억원	-
칸서스 제1호	05.03.29	칸서스운용	-	06.03.14 해산	-
KOB 제1호	05.05.09	산업은행	4인	3000억원	1548억원
기업은행 KTB	05.05.31	기업은행·KTB네트	6인	1200억원	240억원
보고	05.09.02	보고인베스트먼트	14인	5110억원	801.1억원
신한-국민연금 제1호	05.09.08	신한PE	7인	3000억원	-
MBK파트너스	05.09.08	MBK파트너스	1인	5500억원	60.82억원
맥쿼리·오퍼튜니티즈	05.09.26	맥쿼리·오퍼튜니티즈	13인	2367.56억원	1530.5억원
칸서스 제3호	05.09.26	칸서스운용·칸서스파트너스	9인	1505억원	683.56억원
KT2005	05.09.29	KBT네트·KTB자산운용	9인	1500억원	270억원
미래에셋파트너스 제2호	05.09.29	웹스자산운용	1인	400.1억원	400억원
H&Q-국민연금 제1호	05.11.02	한국 H&Q AP	5인	3000억원	-
에프지틴	05.12.27	파이낸스그룹틴	6인	363억원	363억원
기은-기보	06.03.07	기업은행·기보캐피탈	1인	510억원	51억원
KTB-SB	06.04.06	KTB자산운용	3인	125억원	-
총계		20인	92인	2조 9770억원	7347억원

M&A

헤지펀드의 부상 I

- 헤지펀드들은 우량기업의 상대적으로 실적이 저조한 사업부문을 분할하는 거래를 촉진하고 있음. 대표적인 사례가 다이올러-클라이슬러의 소형차 부문. 헤지펀드들은 다이올러크라이슬러(DCX) 지분의 20% 가량을 확보하고 있는 것으로 알려지는데 적자 사업부문인 소형차 스마트의 구조조정이 성공하지 못할 경우 공세를 취할 것으로 예상됨
- 사모펀드와 헤지펀드들이 DCX를 완전히 인수하는 것은 불가능하지만 펀드들은 DCX그룹이 해체되거나 일부가 분리되는 경우에 대비하는데 필요한 영향력을 확보하고자 함
- 이 사례는 헤지펀드들이 적대적 M&A에 필요한 만큼의 지분을 확보하지 못하였어도 경영진에 대한 다양한 압력을 행사함으로써 회사의 소유지배구조에 변화를 일으키고 그로부터 이익을 취할 수 있다는 것을 보여주며 DCX와 같은 거대 기업도 그로부터 안전하지 않다는 것을 보여줌

M&A

헤지펀드의 부상 II

- 헤지펀드의 공격은 전통적 적대적 M&A 시도의 경우보다 훨씬 더 현 경영진에 대한 개인적인 비판과 비난을 그 속성으로 함 → 경영진의 과도한 반응과 전략적 실수 발생 가능성이 높음
- 헤지펀드의 공격은 본질적으로 반드시 적대적인 것이 아니므로 경우에 따라서는 대화의 필요성도 고려하여야 함
- 헤지펀드에 의해 촉발된 경영권분쟁은 법률적 공방과 주주총회에서의 표결을 통해서 보다는 미디어를 통한 홍보전, 기관투자자와 소액주주들에 대한 설득작업 등을 통한 현실적인 결과(여론의 향배)에 의해 마무리 되는 경우가 많음
- **대주주 경영자가 아닌 전문경영인과 이사회가 경영하는 회사는 헤지펀드에 대해 어떻게 행동해야 하는가? - KT&G 사건과 자사주를 통한 경영권 방어**

M&A

헤지펀드의 부상 III

- 최근 국제 M&A 시장에서는 헤지펀드의 위상이 높아지고 있음. 헤지펀드의 수가 증가하였을 뿐 아니라 기업들도 주주로서의 헤지펀드에 대해 새로운 인식을 시작.
- 글로벌 대기업들의 경우 주주들의 진정한 신원을 알 수 없게 되는 현상이 심화되어 경영자들이 헤지펀드와의 진지한 대화를 개시. 헤지펀드는 경우에 따라서는 장기적인 기관투자자들보다 회사에 대해 더 많은 정보와 지식을 보유하고 있어서 M&A 시장에서는 헤지펀드들이 경영진의 우군이 될 수도 있다는 인식이 확산되고 있음.
- 헤지펀드들은 투자대상 회사가 다른 회사에 대해 적대적 M&A를 시도할 경우 그에 대해 신속히 평가하고 주식을 매도하는 결정을 내리기도 하므로 M&A를 시도하는 경영진의 입장에서는 무시할 수 없는 주주들로 등장.

M&A

성장전략으로서의 M&A와 보호자본주의

- 최근의 M&A는 상당 부분 기업들이 준비한 성장전략에 기초하여 이루어지고 있음. 이는 기업들의 실적 상승으로 인해 주주들의 경영진에 대한 신뢰가 높아진 것과도 무관하지 않음. 성장전략으로서의 M&A는 외국 회사에 대한 것이 많기 때문에 국제적(Cross-border) M&A 시장이 팽창하는 한 요인이 됨.
- 또, 성장전략으로서의 M&A는 시장의 판도에 변화를 초래하는 경우가 많아 흔히 경쟁업체들간의 M&A 전쟁으로도 발전함. 정보통신, 에너지, 해운, 금융 등과 같이 한 국가의 기간산업에 속하는 기업의 인수에 대해서는 각국의 정부가 관심을 가지기 때문에 국제적 M&A의 전략에는 정치적 고려가 강하게 반영됨.
- 신흥시장에 대해서는 지속적으로 개방을 요구하면서 정작 자기 나라는 철통 같이 감싸는 강대국들의 2중 잣대가 이른바 보호자본주의(Financial Protectionism)라는 말을 만들어내고 있음.

M&A

신보호주의 - 조선일보

유럽·미국의 M&A
넘버 원상



대상기업(국적)	공격기업(국적)	인수 대상기업 속 정부대응
수에즈(프랑스)	에넬(이탈리아)	- 프랑스 기업 가스더프랑스(Gaz de France)와 합병추진 - 외국인에 의한 M&A 금지되는 11개 산업센터 지정
아셀로 (독일·프랑스 등 다국적 기업)	미탈스틸 (대표 인도인)	- M&A 방어 위한 '포이즌필'적용 쉽도록 조치 - 프랑스 정부는 "관례에 반하는 적대적 인수" 불쾌감 표명
엔데사(스페인)	에온(독일)	- 정부 "엔데사는 국가의 전략적 섹터 산업" - 적대적 M&A에 거부권 가지는 '항금주' 활용 검토
P&O (영국·미국 6개항만 운영권 보유)	두바이포트월드 (아랍에미리트)	- 미국 의회 "안보에 위협이 될 수 있다"며 반대, 무산됨
유노컬(미국)	시누크(중국)	- 미국 의회 "에너지 안보 우려된다"며 반대, 무산됨

M&A

주요 사례 - 유노칼

<http://www.unocal.com>

- 2005년 1월 6일 중국해양석유총공사(CNOOC)는 외국의 석유회사 인수협상을 진행 중임을 발표. 그러자 4월 4일 미국 2위의 석유회사 셰브론(Chevron)이 미국 9대 기업이자 미국 3위의 석유회사인 유노칼(Unocal)을 약 164억 달러에 인수하기로 했다고 발표. 6월 22일 중국의 CNOOC는 유노칼에 대해 주당 67달러, 총 185억 달러의 현금인수를 제안. 6월 30일 미국연방하원은 부시 대통령이 이 거래를 승인하지 못하게 하는 결의를 채택, 7월 1일 CNOOC는 미국 정부에 이 거래를 심의할 위원회의 구성을 신청.
- 7월 20일 셰브론은 170억 달러로 인수 금액을 상향 조정하고 유노칼은 그에 동의. 8월 2일 CNOOC는 유노칼 인수계획을 폐기한다고 발표. 8월 10일 유노칼 주주들은 셰브론과의 합병을 승인.

M&A

주요 사례 - 다농

- 2005년 7월 19일 미국의 펄시가 에비앙 생수를 제조하는 세계 1위의 요구르트 회사 프랑스 다농(Danone)을 인수할 것으로 알려지자 다농의 주가는 14% 급등. 다농은 정관에 독약조항(Poison Pill)을 가지고 있는 것으로 알려짐.
- 프랑스에서는 대통령, 총리, 장관들까지 나서서 외국 회사들의 다농에 대한 적대적 인수 저지를 공표. 이에 대해 유럽연합 집행부는 프랑스 정부에 대해 외국인의 프랑스 기업 인수를 프랑스 정부가 법령을 통해 저지하지 말도록 경고.
- 펄시는 7월 25일 다농 인수계획이 없음을 공표하고 다농의 주가는 8% 급락. 다농은 적대적 M&A에 대비하기 위해 아그리콜은행에 백기사 역할을 요청한 것으로 알려짐. 그로부터 약 1개월 후 프랑스 정부는 10개 산업 분야에서 외국인의 M&A를 규제하려는 계획을 가지고 있음을 공표, 그에는 카지노, 생명공학, 방위산업 등이 포함됨.

M&A

두바이 포트(Dubai Ports) 사건 - FT



M&A

전략적 제휴의 증가 (I)

- M&A 보다는 전략적 제휴(Strategic Alliance)를 선호하는 것이 최근 국제 시장에서의 경향.
- 전략적 제휴의 건 수는 2000년에 M&A 건 수와 거의 같은 수준에 도달하였으며 전략적 제휴의 증가율은 M&A의 증가율을 훨씬 상회.
- 전략적 제휴의 약 50%는 경쟁업체와의 제휴라는 보고가 있음.
- 특히, 최근에는 에너지 분야에서의 M&A와 더불어 에너지 분야에서의 전략적 제휴가 크게 증가. 2005년 10월, 영국의 BP가 인도의 반국영기업인 Hindustan Petroleum과의 전략적 제휴를 맺고 인도에서의 정유, 주유 시설 건설에 협력하기로 한바 있고, 2006년 1월에는 쉘이 인도의 최대기업인 Oil and Natural Gas Corporation과의 전면적인 전략적 제휴에 돌입.

M&A

전략적 제휴의 증가 (II)

- 전략적 제휴가 참가 회사의 매출에서 차지하는 비중도 급상승. 예컨대 1980년의 경우 미국에서 발생한 전략적 제휴가 참가 회사 매출의 1% 미만을 차지하였던 데 반해 2005년에는 이 수치가 33%에 이르렀음. IBM은 전략적 제휴에서 발생하는 매출의 비중이 2009년경에는 50%에 이를 것으로 전망하고 있음.
- 전략적 제휴는 참가 회사의 재무지표에도 기여하는 바가 큼. 지난 10년의 기간 동안 미국에서는 Fortune 500 회사들 중 가장 활발하게 전략적 제휴를 활용하는 25개 회사의 ROE가 평균 17%를 기록하였는데 이는 전체 회사 평균보다 5% 정도 높은 것임. Booz Allen Hamilton 이 전 세계 5,000개의 기업들을 대상으로 조사한 결과도 이와 유사한 것으로 나타남.
- **전략적 제휴와 우호적 M&A의 증가는 적대적 M&A 위험을 증가시킴.**

M&A

시사점 (1)

- 우리 나라에서는 외환위기 이후 기업구조조정과 기업지배구조개선에 경제 정책의 초점이 맞추어져 온 관계로 M&A가 그 본래의 목적인 성장전략의 측면에서는 큰 관심을 끌지 못하였고 그 본래의 목적에 활용되는 비중도 서구에서보다 훨씬 낮은 것으로 보임.
- 그러나, 최근 기업의 성장전략으로서의 M&A에 대한 관심은 국내에서도 해외에서와 마찬가지로 점차 증가. 우리 나라 기업들은 시장 개방 이후 수세적 입장에서 경영권 방어에 치중하는 모습을 보여왔으나 향후 세계적인 조류에 동참하여 적극적 M&A를 통한 해외 진출전략을 마련하여야 할 것임.
- 글로벌 M&A 시장에서의 사모펀드 비중 증가에 비추어 볼 때 국내 사모펀드의 활성화도 절실한 과제임. 사모펀드의 역할이 제고되고 바이-아웃이 활성화 되면 전략적 동기에 의한 M&A의 비중이 증가할 것이고 전문경영인들의 차세대 성장산업 소속 유망 기업 인수가 늘어날 것임.

M&A

시사점 (2)

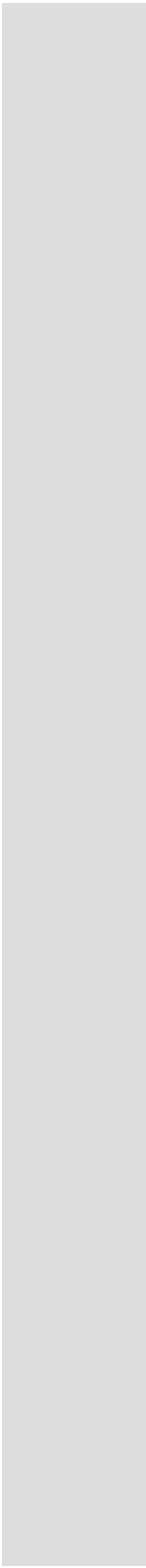
- 전략적 M&A의 증가는 미국에서 보는 바와 같이 우호적 M&A와 적대적 M&A의 구별을 모호하게 할 것임. 이에 따라 기업들의 경영권방어 노력이 가속화할 것이고 이사회가 M&A의 성부에 대한 최종적인 결정권을 가지게 될 것임.
- 이에 따라 경영권방어 장치에 대한 평가와 이사회와 행동 가이드라인 개발이 중요한 과제로 부각됨.
- 공세적인 M&A 전략은 해당 기업의 경영권이 안정적이어야 효과적일 수 있으므로 경쟁상대인 외국 기업들이 가지는 행동의 자유를 우리 기업들도 누릴 수 있도록 **이사회**의 독립성 제고를 전제로 **경영권** 관련 제도가 개선되어야 할 것임.
- IPO 기업들에 대한 지속적인 배려가 필요함 → 지배구조, M&A, 증권시장 등 모든 측면

발표자료 3: 외환위기 이후 외국자본의 국내
진출 및 해외펀드 활동실태
(발표: 왕윤종/SK 경영경제연구소 상무)



외환위기 이후 외국자본의 국내진출 및 해외펀드 활동실태

November 2006



I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향

II. 국제투기자본의 정의 및 동향

III. 국제 투기자본의 M&A 특징 및 사례

IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기

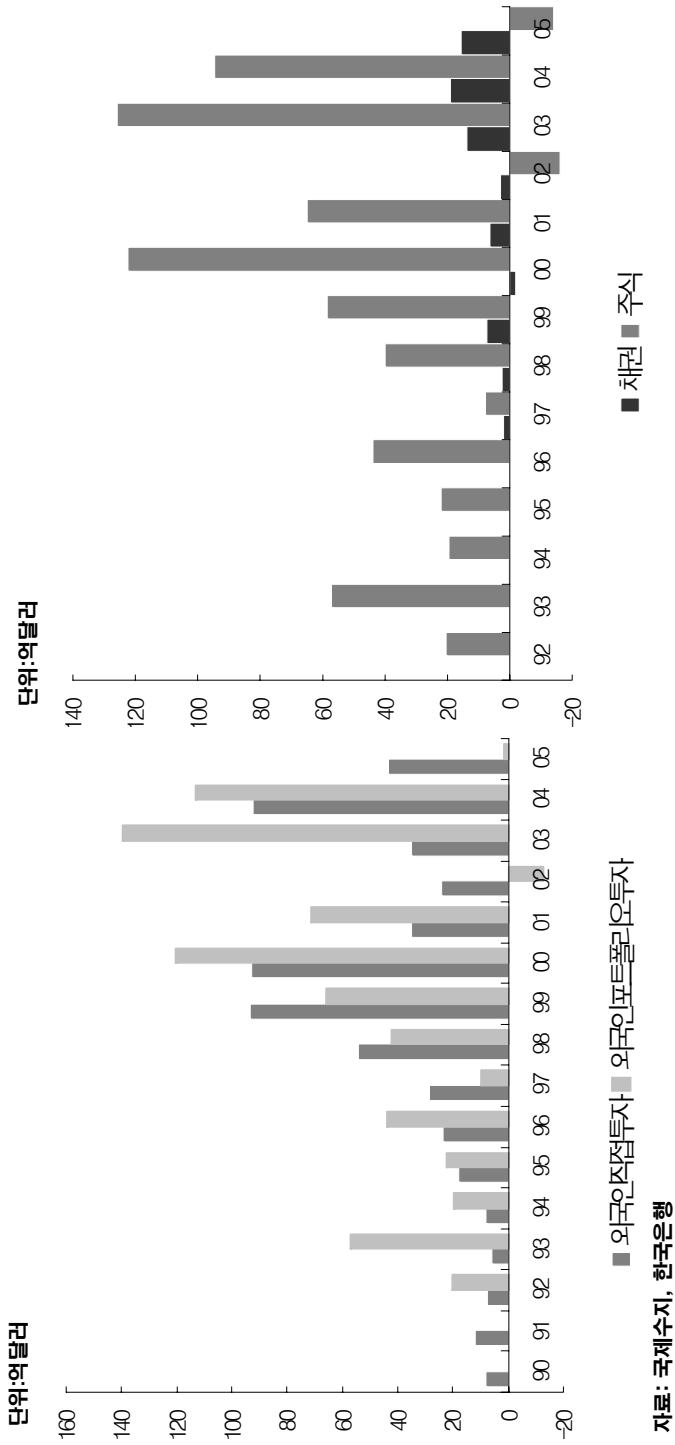
V. M&A 관련제도 개선 방안

VI. 향후 입법 추진 방향

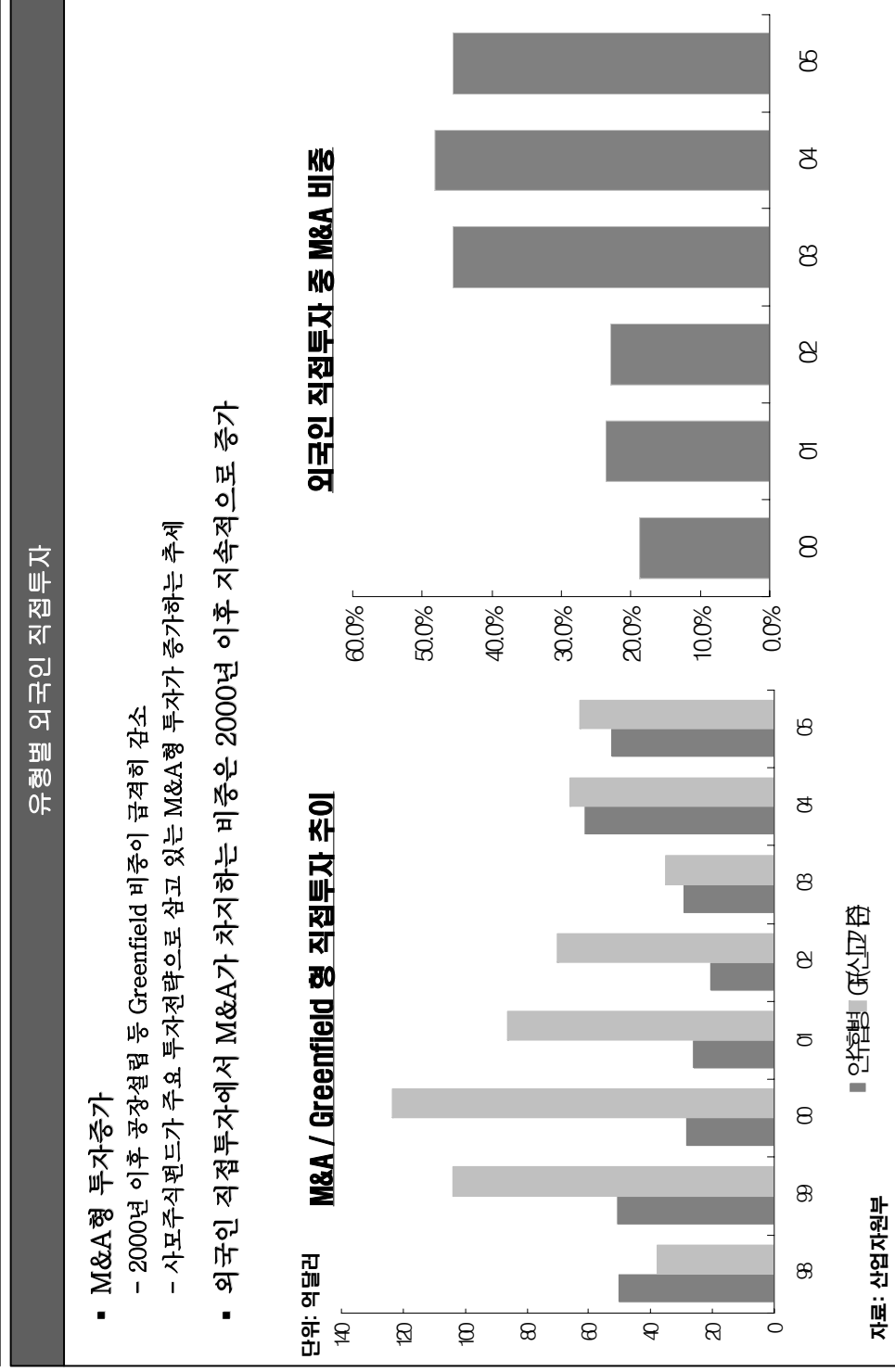
I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향

자본시장 자유화로 인한 외국자본 유입

- 1992년 외국인 국내 상장주식 거래 허용
 - 1998년 5월 채권시장 완전자유화
- 외국인 국내자본 유입은 주식시장을 중심으로 이루어지고 있음



I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향

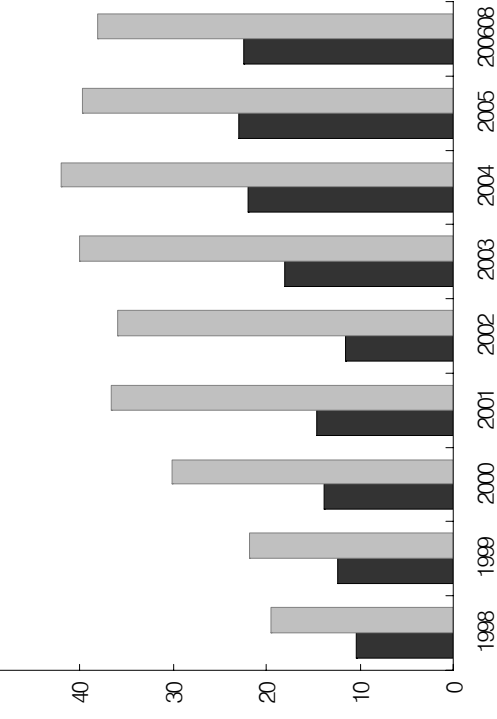


I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향

주식시장 중심의 외국인 자본유입 지속

- 외국인 주식투자 비중(시가총액대비) 증가
 - 2003년 이후 약 40%수준을 유지
 - 형가리(72.6%), 펀란드(55.7%), 멕시코(46.4%) 보다는 낮지만 미국(10.3%), 일본(17.7%), 프랑스(38.8%)에 비하면 높은 수준: 국제금융센터(2003)
- 시가총액기준 5대 기업의 외국인 지분율은 97년 이후 두 배 이상으로 증가

단위: %
주식시장에서 외국인 투자자 비중



주: 1) () 안은 2004년 12월 현재 시가총액 순위임.

2) 현대전자는 하인릭스로 변화

자료: 증권거래소

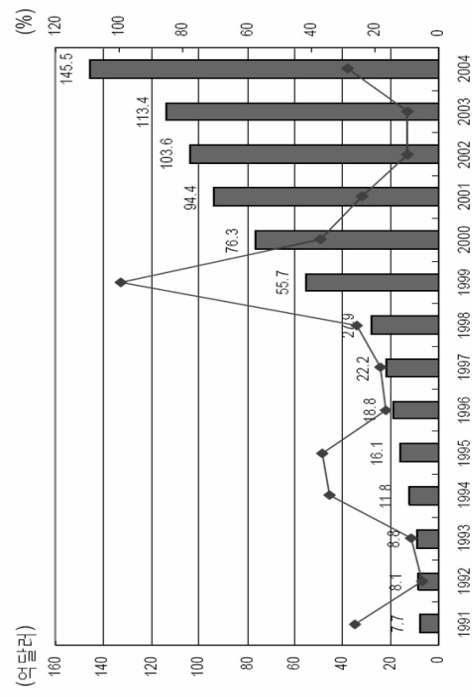
자료: 산업자원부

I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향

금융기관으로의 외국자본 유입

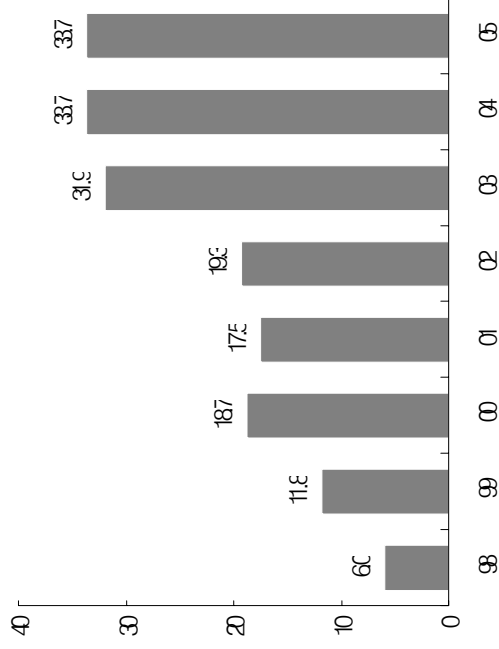
- 외환위기 이후 국내 금융업에 대한 투자증가
 - 96년 말 18.3억달러에서 2004년 말 145.5억달러수준으로 증가
 - 2005년 10월 말 현재, SC제일은행(100%), 외환은행(74.0%), 한국씨티은행(99.9%)의 외국인 지분율이 가장 높음
 - 국민(85.2%), 신한(64.3%), 하나(76.4%) 은행도 모두 60%이상의 외국인 지분율 수준
- 외국자본의 은행업 진출로 외국계은행의 은행산업 점유율은 34%수준(2005년 6월)

외국인의 금융/보험업 직접투자 누적 금액 추이

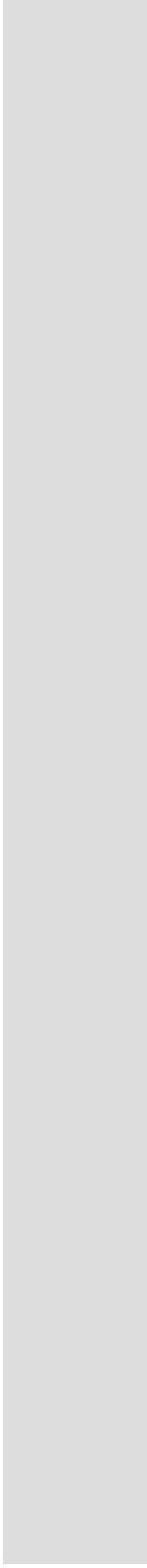


주 : 1) 막대그래프는 금액, 꺾은 선 그래프는 증가율을 표시
자료 : 산업자원부

외국계은행의 국내 은행시장 점유율



자료: 금융감독원, 일반은행(시중은행+지방은행) 기준



I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향

II. 국제투기자본의 정의 및 동향

III. 국제 투기자본의 M&A 특징 및 사례

IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기

V. M&A 관련제도 개선 방안

VI. 향후 입법 추진 방향

II. 국제 투기자본 정의 및 동향

정의 및 규모

국제 투기자본의 국제 금융시장에 미치는 영향력 증대	
투기자본의 정의 • 투기와 투자를 구별하기 쉽지는 않음. • 국제적인 유동 자금 중 High Risk, High Return을 지향하며 단기 이익을 추구하는 Hedge Fund와 PEF(사모주식펀드)로 정의	국제 투기자본의 규모 • 2005년 말 기준 전세계 Hedge Fund 자산규모는 약 1조 5,000억 달러로 추정 • PEF 펀드 규모는 약 7,000억 달러로 추정되며, PEF의 한 형태인 구조조정 전문(Buy-Out) 펀드의 규모는 약 5,000억달러로 추정 • 국제 투기자본의 규모는 전세계 금융자산 규모의 (약 130조 달러)의 2% 정도에 불과하나 Leverage를 활용, 금융시장에 막강한 영향력을 행사하고 있는 것으로 나타남. (ex. 미국과 영국 주식시장의 1일 거래량 중 헤지펀드가 45~50% 비중을 차지)
투기자본 유형	

II. 국제 투기자본 정의 및 동향

투자환경 변화 및 전략 다변화

국제 투기자본의 투자환경 변화로 특히 아시아 지역의 위험 확대

투기자본의 투자환경 변화

- Hedge Fund 업계의 전반적 수익률 하락, 경쟁 격화, 연기금 등의 고객 수익률 압력 강화로 투자환경 급속 악화
- 전통적 투자대상이 아닌 비유동 자산, M&A 시장 등으로 투자를 다변화 해야 하는 상황

투기자본 활동력 강화 및 아시아 지역 시장 확대 전망

- 헤지펀드 규모의 대형화, 국제 투기자본의 감시 강화 등으로 단순 Hedge Fund 보다는 PEF 형태로 변모
- 신흥국에 투자하는 Hedge Fund로의 자금 유입이 지속되고, 아시아 지역으로 영역을 확대. 그 이유는
 - 선진국에 비해 Hedge Fund 규제가 비교적 자유로움
 - 기존 투기자본의 운용 방법 및 전략에 대해 외부에 거의 노출이 되어 있지 않음.
 - 선진국 투기자본들 간의 치열한 경쟁에서 탈피
 - 수익성 및 자산가치에 비해 저평가 된 기업이 선진국에 비해 다수
 - Buy-Out 펀드들이 활동하기 좋은 상대적으로 약한 M&A 방어수단 채택(일본은 제외)
 - 해외자본 유치 전략으로 상대적으로 우월한 지위 취득 가능

국제 투기자본 중 PEF의 성장 속도가 더욱 가속화되고 있고,
특히 아시아 Hedge Fund 시장은 2000년부터 연평균 35% 이상 고속성장하고 있어
국제 투기자본에 대한 노출 위험이 급격히 증가

II. 국제 투기자본 정의 및 동향

최근 Global M&A 시장 동향 및 전망

Global M&A 확대 전망, 특히 국경을 뛰어넘는 Cross-Border M&A 급증	
Global M&A 시장 동향 및 전망 • 2005년 Global M&A 시장 규모는 전년대비 1% 증가한 2조 1,630억달러 • 2006년 상반기(1~9월) 현재 3조4,000억달러로 사상 최대치 돌파 • 신흥시장 관심 증가, 기업이익 급증으로 잉여현금 확대, 원자재값 급등으로 관련기업 잉여현금 풍부, Petro-Dollar의 국제금융시장 유입, Hedge Fund의 투자다변화, PEF 인기로 자금 유입 급증 Global M&A 시장 규모 지속적으로 확대 전망	
Global Cross-Border M&A 확대 • Globalization이 진행: 재화와 서비스의 거래뿐만 아니라 기업 자체에 대한 매매가 국경을 가로지르며 확대 • 최근 Cross-Border M&A 시장의 특징 - 여전히 선진국간 사업영역의 확대 전략에 기반을 둔 M&A가 주류 - 2007년 EU 에너지시장 개방을 앞두고 국가간 에너지 기업 시장 확대를 위한 M&A 확대 - 고유가 위기를 돌파하기 위한 전세계적 에너지 확보 차원에서 M&A - 소재산업(철강, 비철금속 등) 관련 기업들이 대규모 M&A를 통한 생산량 확대 도모 - 중국, 인도 등의 신흥시장 국가들이 Cross-Border M&A를 통한 사업 다각화 또는 선진국 시장 확보 전략 추구 (ex. Mittal Steel의 Arcelor 합병이 대표적인 예)	

I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향

헤지펀드 국내 유입												
- 우리나라에서 활동중인 헤지펀드는 '05.11월말 현재 3개이며 전세계적 비중은 0.5% - 우리나라에 운용자산의 50%이상을 투자하는 헤지펀드는 10개, 운용자산 규모는 3조원 내외(Clarium Capital, 2006.5) - 월평균 수익률은 '05년~'06.4간 2.93%로 아시아전체 수익률 1.16%의 두 배에 이름												
아시아에 집중 투자하는 헤지펀드의 국가별 분포												
	영 국	중 국 ²⁾	호 주	미 국	일 본	싱가 포르	말레 이지 아	대 만	한 국	태 국	기 타	합계
펀드수	121	105	86	84	61	60	6	4	3	3	26	559
비중	21.6	18.8	15.4	15.0	10.9	10.7	1.1	0.7	0.5	0.5	4.7	100.0
주 : 1) 2005.11월말 현재 2) 홍콩 및 상하이에 주로 소재 자료 : Hedgeweek special report, "Asian Hedge Funds 2006", 2006.2												

II. 국제 투기자본 정의 및 동향

아시아 기업에 눈독을 들이는 Global Hedge Fund

Why Asian Companies ?

아시아 기업의 변화

- 아시아 주요국가는 1990년대 말 외환위기를 거치면서 기업의 투명성과 해외자본에 대한 개방성 증가
- 사회적으로 기업지배구조에 대한 눈높이가 높아 주주행동주의가 활동할 여지가 높음
- 특히 한국기업은 외환위기 이후, 무(無)차입경영 등 '재무건전성'을 지나치게 중시
- 부채비율이 낮고 현금성 자산이 높으면 인수비용이 적고, 높은 배당, 자사주 매입, 자산 매각 등으로 짧은 시간에 높은 수익을 올릴 수 있음

한국기업의 부채비율 추이: 390% ('97) → 202%('01) → 86%('05)

→ "한국기업은 재무적으로는 안정적이지만 경영권 방어는 외환위기 때보다 어려워졌다"

- 최근 한국판 엑스-플로리오 법안 추진 등 국내기관산업 보호를 위한 공감대가 확산되고 있으나 기업 경영권 방어장치는 미약

주주행동주의

- 소액주주의 이익을 대변해 경영진에 주가를 올릴 수 있는 현금배당, 자사주 매입, 자원의 효율적 배분 등을 요구하는 것.
- 소외되기 쉬운 소액주주의 이익을 높인다는 긍정적 측면과 함께 주로 기업의 단기적 경영성과에 치중한다는 비판도 제기

I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향

II. 국제투기자본의 정의 및 동향

III. 국제 투기자본의 M&A 특징 및 사례

IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기

V. M&A 관련제도 개선 방안

VI. 향후 입법 추진 방향

III. 국제 투기자본에 의한 M&A 특징 및 사례

투기자본 M&A 특징

최근 투기자본에 의한 M&A의 특징

2005년 이후 투기자본(Hedge Fund + PEF)의 활동 특징

- 국가라는 영역과 선호 업종이라는 구분 없이 다양
- 모집 규모도 100억달러 이상에서 3억달러에 이르기까지 다양
- 모집 방식도 단일 방식에서 권소시엄 구성까지 정형화된 형태가 없이 다양
- 위험성이 높다고 판단되는 기업이나 자산에 대해서도 공격적인 M&A 진행



투기자본을 주된 활동 분야인 사모펀드는
투자회사에 대한 철학과 영업의 지속성에 관심이 있기 보다는
단순한 수익창출을 위한
재무적 투자

(참고) 적대적 M&A폐해와 사례

유상감자 단행

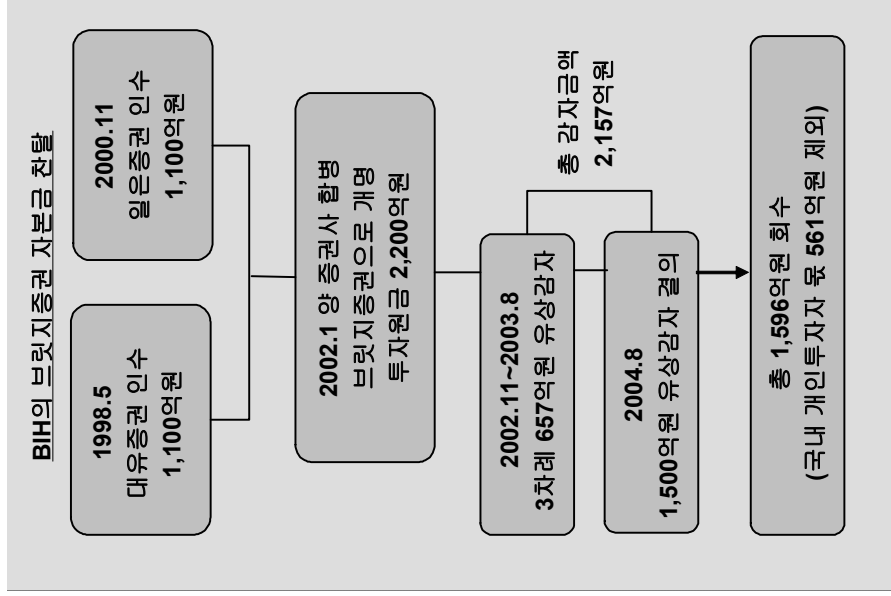
- 영국계 투자회사인 **BIH**가 대주주로 있는 브릿지증권은 2002년 말부터 지난해까지 세 차례에 걸쳐 회사의 자본금을 빼 가는 유상감자를 단행, **BIH**는 브릿지증권을 인수하는 데 들어간 2,200억원의 투자 원금 중 1,596억원 (72.6%)을 유상감자를 통해 회수
- (취만도의 지분 76%를 보유하고 있는 JP모건은 2003년 말 회사자본금의 33.5%를 액면가(1만원)의 3배에 가까운 29,200원에 유상감자하는 방식으로 577억원을 회수
- **OB맥주**의 대주주인 벨기에계 인터브루도 이 회사의 자본금 60%를 감자해 1,677억원의 현금과 538억원 상당의 주식을 가졌던 사례가 있음

고배당 요구

- 호주계 파마펀드가 대주주인 메리츠증권은 2003년 순이익은 3억원에 불과하였으나 배당금은 순이익의 15배인 50억원이나 지급
- 외국인주주의 비중이 상대적으로 높은 국내 은행들은 2003년에 당기순이익의 42% 정도를 주주들에게 배당금으로 지급하였으며, 이는 전년대비 14%p 증가한 것임
- 한국은행에 따르면, 2003년 외국인에게 지급된 배당금은 33억 8,000만 달러이며, 이는 1998년(5억 달러)에 비해 6배 정도 늘어난 규모임

- 기업이 이익을 내 배당을 지급하는 것은 당연하나 주주들의 과도한 압력에 의해 미래 성장을 위해 투자할 자본마저 배당금으로 지급되는 것은 기업의 재무건전성 악화와 장기 성장 저해를 초래
- 더욱이 자본금을 빼가는 유상감자는 기업의 존립을 위태롭게 해 기업이나 일반 투자자들에게 큰 피해

(참고) 외국인 인수기업의 폐해 - 브릿지증권 사례



월 값에 사들이기

- BIH의 전신인 KOL(Korea Online Limited)은 IMF위기를 이용하여 98.2월 대유증권을 매입, 이후 공개입찰을 통해 2000.11월 일은증권을 매입
- 매입당시 대유증권, 일은증권의 자본총액은 각각 1,730억원, 2,677억원, 인수에 들어간 투자금액은 2,200억원으로 절반 가격에 회사 경영권을 인수(대유증권 지분 42.7%, 일은증권 지분 48.8%)

고배당

- 대유증권은 2000.3월 주주총회를 통해 한 주에 700원(액면가 1,000원) 배당 결의 → 이때 KOL은 204억원의 배당수익을 챙김

자사주 매입과 소각 → 지분 늘리기

- 일은증권은 2001년 한 해 동안 46만주(28억원)의 자사주를 매입, 또한 2002년 양 증권사 합병 당시 167억원을 투입하여 주식을 매입한 후 2003.7월 자사주 모두 소각
- BIH 자본율: 2002년 49.7% → 2004년 5월 70.9%로 상승

지분 늘린 후 유상감자로 자본금 빼먹기

- 2002.1월 합병 이후 2003년 8월까지 3차례 유상감자 실시
- 2004.5월 주주총회를 통해 무상증자, 유상감자 결의 → 무상증자를 통해 자본금을 늘린 후 유상감자로 투자금을 회수하겠다는 전략

자산 매각

- 2004.4월 을지로와 여의도 사옥 매각(714억원) → 무상증자 자금 마련 목적 → 결국 자산마저도 투자금 회수 대상

결과

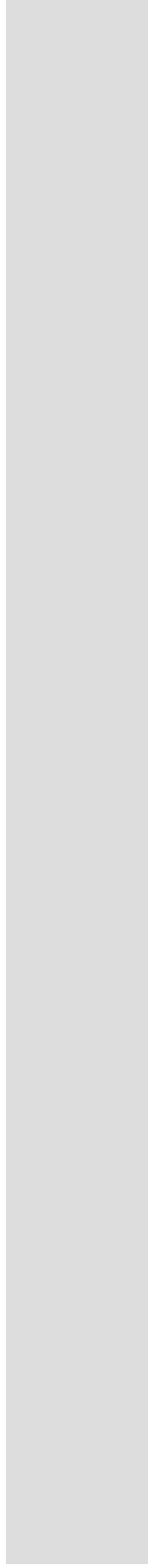
자본금 : 4,478억원 → 2,400억원(예상)
지점 : 39개 → 29개, 직원 : 814명 → 620명(현재 퇴직예정 60%)

III. 국제 투기자본에 의한 M&A 특징 및 사례

국내 M&A에서 나타나는 공통점

국제 투기자본의 목적은 시세차익	
(1) 대주주 지분이 낮고 외국인 비중이 높은 기업 • KT&G, 삼성물산 등 • 향후 POSCO, 국민은행, 신한지주, 대구은행, 제일모직, 대신증권, NHN 등 한국 대표기업도 M&A 가능성에 노출	(5) 분할하기 쉬운 사업구조를 가진 기업 • KT&G, 오리온전기 등 • 부실 사업부문의 매각 등 단순한 구조조정만으로도 매각을 통한 이윤 창출이 가능
(2) 자산가치에 비해 저평가된 기업 • KT&G, 하나로텔레콤, 극동건설 등 • 한국 기업의 대부분이 PBR 1배 이하의 기업임을 감안한다면 향후 M&A 가능성 농후	(6) 성장성에 비해 저평가된 기업 • 성장 잠재력은 뛰어나나 자금이 부족한 코스닥 기업들의 경우에는 직접 지분매입 방식보다는 실패의 위험을 줄이기 위해 신주인수권부 사채(BW) 등을 활용
(3) 경영권이 취약한 기업 • 두산, 흥아해운 등 • 경영진의 부정, 경영권 분쟁, 장기간 법정관리 등으로 경영권 불안 사태를 틈타 단기 평가차익을 목적으로 할 경우에도 '경영참여'로 공시	
(4) 시정점유율 상위 기업 • KT&G, 만도, 현대상선 등 • 시정점유율 상위 기업은 재무구조가 불안하더라도 경영참여를 목적으로 구조조정을 단행할 경우 단계에 높은 수익률을 얻을 수 있다고 판단	

공통점은 기업의 경쟁력 강화를 위한
경영권 확보 차원이 아니라,
경영권 확보 후 구조조정을 통한
시세차익을 얻는 것이 주목적



- I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향
- II. 국제투기자본의 정의 및 동향
- III. 국제 투기자본의 M&A 특징 및 사례
- IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기
- V. M&A 관련제도 개선 방안
- VI. 향후 입법 추진 방향

IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기

M&A 시장 형성의 문제점

1. 국제 투기자본의 M&A 시장의 형성은 바람직한가?

실증 분석

- 공개매수 후 피인수 기업의 주가는 공개매수 공시 후 평균 20~30% 상승

- 기업가치가 저평가된 기업을 인수함으로써 피인수 기업 주주의 **wealth(shareholders' wealth)**를 제고시키는 효과

- 공개기업의 경우 무능한 경영진을 퇴출시키는 시장 메커니즘으로서 적대적 M&A 시장의 순기능 인정

- 단, 기업지배권 시장(market for corporate control) 형성이 필요

문제점

: 적대적 M&A의 순기능에도 불구하고, 기업의 장기적 성장잠재력이 훼손되는 경우가 비일비재

IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기

대응책 마련의 필요성

2. 국제 투기자본의 대응책 마련이 필요한 이유?

기업의 장기 성장 잠재력 훼손

- 적대적 M&A의 전성기였던 미국의 1980년대
: 기업사냥꾼의 target이 된 기업들 대부분 파산
- 적대적 M&A가 지나친 기업구조조정을 통해 고용
감소를 초래
- 사모펀드 등 투기자본에 의한 적대적 M&A
: 기업 경영의 효율화를 통한 기업가치 제고보다는
단기적인 투자이익에만 관심

적대적 M&A의 순기능을 훼손하지
않으면서 펀드자본에 의한
투기적 행동에 대응할 수 있는
적정 수준의 방어수단이 필요

IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기

3. 적대적 M&A가 투자의사 결정에 영향을 미치는가?

경영권 보호장치가 있는 기업

→ 그 기업의 투자전략을 따라 투자

적대적 M&A의 경우

→ 인수대상 기업의 CEO에게 충분한 보상
이 없는 경우

→ 인수를 피하기 위해 Underinvestment

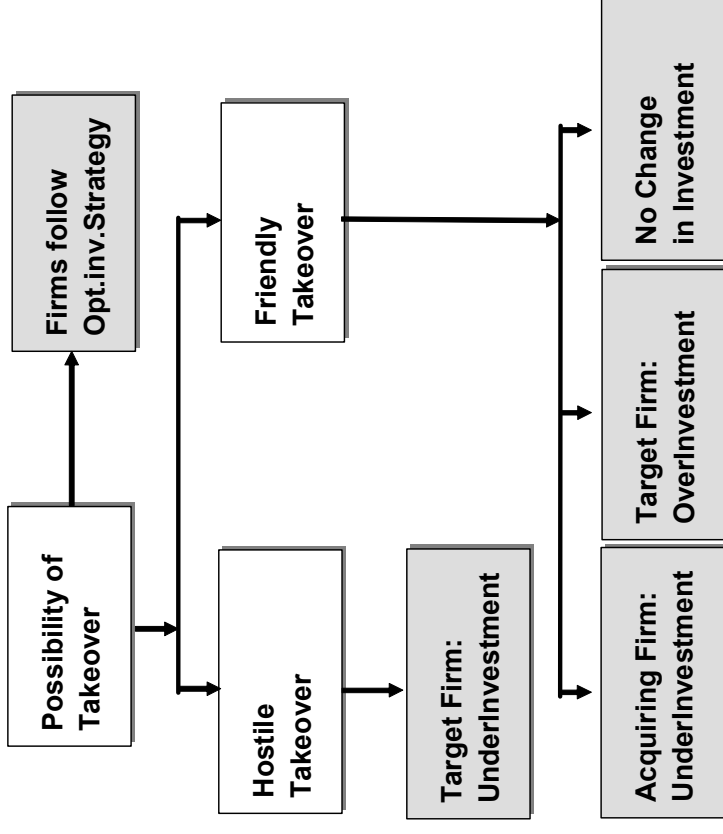
→ **Short-Termism Theory: M&A위협**
을 당하는 기업의 CEO는 장기투자를 피
하고 단기투자를 통해 성과를 보여 기업
성과가 좋음을 시장에 알림
→ UnderInvestment

우호적 M&A의 경우

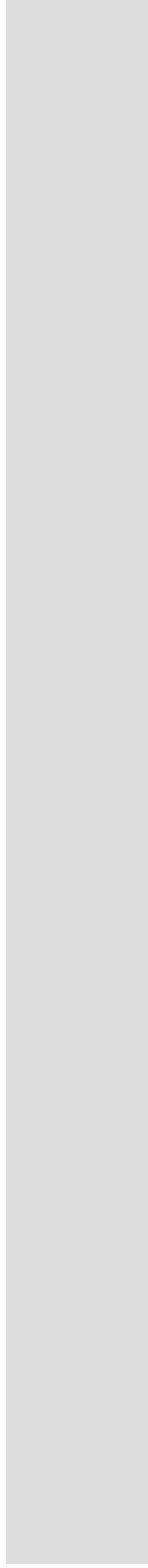
→ Under or Overinvestment are possible

→ 인수 당하는 경우의 이익이 인수하는 경
우보다 크다면 인수하는 기업에게 매력
적으로 보이기 위해 Overinvestment

→ 반대의 경우, 인수하는 경우의 이익이 더
크다면, 인수를 위한 자금 마련을 위해서
Underinvestment



Canoy et al, Corporate Takeovers, Bargaining and Manager's Incentives to Invest, 2000, Managerial and Decision Economics



- I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향
- II. 국제투기자본의 정의 및 동향
- III. 국제 투기자본의 M&A 특징 및 사례
- IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기
- V. M&A 관련제도 개선 방안
- VI. 향후 입법 추진 방향

V. M&A 관련제도 개선 방안

주요국의 M&A 제도

1. 영국	2. 미국
• 19세기 말까지 가족지배기업이 대부분 • 1900~1930년 소유지분 분산 가속화 • 1953년 첫 적대적 M&A 시도 : 차등의결권 등 경영권 방어장치 도입 • 1959년 증권발행자협회의 준칙 제정 : 의무공개매수, 대량주식취득제한, 3% 공시 의무 등을 제외한 여타 보호장치 제한 - M&A 공격이 이루어지기 전 예방적 차원의 경영권 방어 행위는 주주승인을 통해 가능 (차등의결권, 제3자 주식발행, 자사주 매입) 실질적인 대주주의 존재가 사라져 적대적 M&A에 대해 이사회가 철저히 중립적인 입장을 취하는 편	• 20세기 초반 대규모 가족기업과 금융자본 지배가 보편적 • 1910~1930년 지주회사 붕괴, 소유분산 확대 • 1950년대 적대적 M&A의 부정적 폐해 발생 : 5% 공시의무 규정 도입 • 1970년 후 금융공학 발달로 대기업 공격 가능 : 독약조항 개발 등 대부분 기업들 방어조치 채택 “경영판단의 자율원칙”에 입각해 기존 경영진에 의한 경영권 방어장치(defense tactics) 발달이 비교적 자유롭게 허용 M&A 관련제도는 증권거래법과 같은 연방법의 관할 영역뿐만 아니라 주에서 관할하는 회사법에 의해 개별 주마다 차이를 보이는 특징

V. M&A 관련제도 개선 방안

주요국의 M&A 제도

3. 독일	4. 일본
• 1차 대전 후 기업결합 활발히 진행 : 가족기업 지분 급속히 감소 • 2차 대전 후 상호출자로 기업간 주식보유 확대 • 1990년 이후 금융사에 의한 산업자본 지배 확산 : 은행은 의결권 대리, 이사겸직 등으로 기업 통제 • 기업지배권 시장의 미발달, M&A 시장 비활성 : 공개매수 규제를 위한 고유법률도 미비 2001년 기업인수법 제정 시 의무공개매수조항을 추가하고 주총 특별결의에 의한 방어장치 도입을 허용 EU 회사법 및 금융시장 통합법의 추진에 따라 영미식 기업지배구조를 도입하기 시작	• 미 군정기 재벌(Zaibatsu) 해체정책을 추진 : 지분제한(25%)을 통해 사실상 지주회사제 금지 • 이후 전문경영인 중심으로 재벌계열사들이 자생적으로 상호출자를 통해 기업집단인 Keiretsu 형성 • 적대적 M&A를 부도덕한 행위로 인식 : M&A 시장 미발달. 2003년 이후 관심 고조 (스틸파트너스(2003), 라이브도어(2005) 사건) - 적대적 M&A에 대해 기존 회사법으로는 경영권 방어가 인정이 되지 못하자, 이에 대한 대응책을 모색하여 신회사법(2006년 5월 시행) 개정 신회사법은 경영자의 권한을 강화하여 기업의 폐해를 시정하기 위한 개혁. 정관변경을 통해 시구 기업들이 할 수 있는 다양한 방어수단 도입이 가능

V. M&A 관련제도 개선 방안

각국의 Cross-Border M&A 규제

1. Cross-border M&A에 대한 규제	
특정 업종 규제 • OECD 자본자유화 규약 : 국경간 M&A 제한 (금지 또는 부분 허용)업종 열거	세계화의 진행과 관련하여 무역자유화에 환성의 입장을 보이는 경제학자들도 자본자유화 및 금융자유화에 대해서는 경계론을 피력
진입 유형별 제한 조치 • 호주 : AU\$ 5천만 이상 호주기업 인수 제한 • 캐나다 : C\$ 5백만 이상 회사의 직접인수, C\$ 5천만 이상 간접 인수 • 멕시코 : US\$ 5천만 이상을 초과하는 멕시코 기업의 49% 이상 주식 매입 규제 • 뉴질랜드 : NZ\$ 1천만 이상인 뉴질랜드 기업의 25% 이상 지분취득 규제	아시아 국가 중 일본과 한국이 유일하게 외국인에 의한 적대적 M&A의 법적 제한이 없었으나, 일본은 신회사법 개정을 통해 경영권 방어장치 도입
완전 금지 • 중국, 인도, 태국, 말레이시아, 대만 등 : 외국인에 대한 적대적 M&A가 제도적 불가	

V. M&A 관련제도 개선 방안

각국의 Cross-Border M&A 규제

2. 미국의 Exon-Florio 법안 및 자국 산업 보호

제정 배경

1980년대 자국 기업이 일본 등 외국자본에 의해 M&A 사례가 빈번히 발생하자 이를 저지하기 위해 1988년 Exon-Florio Act 제정

주요 내용 및 특징

- 동 법에 의해 외국인에 의한 미국기업 인수 합병이 국가 안보에 위해를 가할 수 있다고 판단될 경우, 이를 저지할 수 있는 절차적 권한을 부여
- 개별법에 근거하여 외국인투자가 제한되는 업종이 명시되지 않은 경우라도 국가안보라는 명분으로 제재조치를 취할 수 있도록 법적 근거를 마련한 국가는 미국이 유일

우리나라의 경우 외국인투자촉진법 제4조에서

- 1) 국가안전, 공공질서유지
- 2) 국민보건위생, 미풍양속 부합
- 3) 대한민국법령준수 등

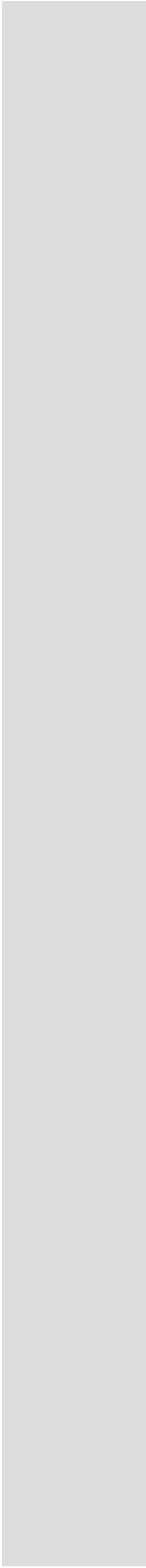
포괄적 제재조치의 근거가 마련되어 있으나, 실제 적용은 열거주의 방식

V. M&A 관련제도 개선 방안

각국의 Cross-Border M&A 규제

3. 최근 일고 있는 각국의 Cross-border M&A에 대한 규제(경제에 국주의 도래)

미국	중국
• CNOOC vs. Unocal 사건 : 미 의회는 Exxon-Florio 법안과는 별도로 120일간 조사가 필요하다는 에너지 법안 제시 • UAE DPW vs. P&O 항만운용권 인수 사건 : 미 의회는 안보문제를 우려, 미국내 항만운용권 인수를 지지하는 법안을 발의하기로 결의 • 미 상원 Banking Committee : 국가안보와 관련 있는 중요 기간산업에 대한 국경간 M&A 승인절차에 관한 개정 법안을 통과	• CNOOC vs. Unocal 사건에서 미국 정부가 나서 적극 지지하자, 중국 정부 역시 외국계 기업에 의한 M&A 경계론 대두 • 중 상무부는 외국기업의 독점적 지위를 제한하는 반독점법의 시행을 계획 중 • 경쟁법의 적용을 통해 외국기업에 의한 중국기업 인수합병을 지지할 수 있도록 법적 기반 마련
유럽	향후 M&A 관련제도의 개선 방안 1) 공격자와 방어자의 균형 있는 M&A 제도 개선 2) 국경간 M&A 관련 제한 조치 마련 • 이탈리아 Enel vs. 프랑스 Suez 사건 : 프랑스 국영에너지 기업과 Suez의 합병 계획 발표 • 독일 E.On vs. 스페인 Endesa 사건 : 스페인 정부 차원에서 자국기업 보호 의사를 표명, 황금주 제도를 통해 M&A를 무산 시키는 방법 검토 중 • 인도 Mittal Steel vs. 다국적 철강회사 Arcelo 사건 : 본점을 둔 룩셈부르크 정부는 미탈스틸의 M&A에 반대 의사 표명, M&A 방어수단으로 독약처방 도입 검토 중 • 프랑스 정부 역시 자국 일자리 문제를 언급하며 룩셈부르크 정부의 입장을 지지



- I. 외환위기 이후 외국자본의 국내투자 동향
- II. 국제투기자본의 정의 및 동향
- III. 국제 투기자본의 M&A 특징 및 사례
- IV. 국제 투기자본에 대한 문제제기
- V. M&A 관련제도 개선 방안
- VI. 향후 입법 추진 방향

VI. 향후 입법 추진 방안

Cross-Border M&A 규제 개선

1. 국경간 M&A 관련 제한 조치

국경간 M&A 관련 제한 조치로는 **Positive List** 방식과 법적 절차규정을 통한 규제가 가능할 것

Positive List

- 제한업종 추가의 경우 OECD자본자유화 규약의 위반이 될 소지가 있음에 주의
- 이상경 의원이 대표 발의한 증권거래법 개정안도 제한업종 추가
- 공공적 법인의 지정과 관련하여 구체적 업종과 기업단위로 국경간 M&A를 제한하는 결과

법적 절차 규정

- 외국인투자촉진법의 개정을 통한 법적 절차 규정 (예: 심상정 의원 발의 법안)

심상정 의원 발의 법안 내용

- 산자부 장관이 국경간 M&A가 외측법 제 4조의 위반사항이 있는지 여부를 법률이 정하는 심의기구에서 충분히 심의할 수 있도록 규정
- 이 경우 국경간 M&A를 시도하고자 하는 외국인 또는 외국법인은 동 국경간 M&A가 외측법 제 4조의 위반이 안된다는 소명자료를 제출
- 국가안전과 공공질서의 유지를 포괄적으로 해석하는 것이 필요

법적 절차 규정의 문제점

- 기업결합심사의 대상이 되는 지분 15%미만으로 외국계 펀드가 경영권 도전을 할 경우
- 외국계 펀드가 개별지분으로 15%미만일 경우에도 명백한 공동행위로 판단되는 경우 심의요청을 할 수 있도록 운용할 필요
- KT&G의 경우 스틸 파트너스에 의한 공개매수 행위는 심의대상이 될 수 있음
- 이러한 모든 판단은 정치적 판단을 수반하므로 매우 조심스러울 수 밖에 없음

VI. 향후 입법 추진 방안

의무공개매수 제도

2. 국내 M&A제도의 정비 - 의무공개매수제도

현행

- 25%이상 주식을 매수하고자 하는 자는 의무적으로 50%+1주까지 의무적으로 공개매수
- 공격자의 입장에서 인수비용을 상승시켜 적대적 M&A를 실질적으로 어렵게 하는 측면
- 우리나라는 98년 2월 폐지

영국 사례

- 영국에서 의무공개매수제도가 유지되는 이유는 주주가치우선원칙(소수주주의 이익 보호)
- 특정 주식에 대한 지분을 30% 이상 취득할 경우 모든 잔여주식에 대해 공개매수 오퍼를 내도록 함으로써 잔여주식 보유자들에게 매각 기회를 공평하게 부여하도록 함

미국 사례

- 부분공개매수는 드물고 전량공개매수가 관행으로 일반화 되어 있음

개선 방안

- 영국식 의무 공개매수 제도의 도입을 통해 기존 주주, 특히 소수주주의 이익이 훼손되지 않도록 하는 것이 바람직

VI. 향후 입법 추진 방안

제3자 신주인수권 부여

3. 국내 M&A제도의 정비 - 제3자 신주인수권 부여

현행

- 신기술 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위한 경우
- 반면, 적대적 M&A에 대한 방어수단으로서 제3자 신주배정은 근거 조항이 없음
- 현대엘리베이터의 경영권분쟁 과정에서 법원은 제3자에 대한 신주발행이 아닌 일반공모의 경우에도 적법성에 문제를 제기
- 제 3자에 대한 신주인수권 금지 조항 없음 → 적대적 M&A 시 이사회 결의로 종권발행이 가능
- 정관에 명시되지 않은 경우, 신주인수권과 관련한 계약의 효력을 다루는 판단기준으로 경영판단 원칙과 이사의 충실의무를 기준(예: Time 社의 판결사례)

미국 사례

일본 사례

제3자 신주인수권 부여가 인정되는 M&A유형

- 그린메일의 경우
- 초토화 경영 목적으로 주식을 매수하는 경우
- 회사의 자산을 매수자나 그룹회사의 채무담보나 변제재원으로 유용할 목적
- 회사자산(부동산, 유가증권)을 매각하여 고배당 혹은 추가급등으로 인한 시세차익 목적으로 주식매수를 하는 경우

개선 방안

- 경영권 방어 목적으로 제3자 신주인수권 발행을 원천적으로 금지시키는 것은 바람직하지 않으며, 적대적 M&A 상황에서 이사회의 결의로 발행 가능하도록 해야 할 것임
- 제3자 신주인수권 배정이 과잉방어수단의 부여에 의한 기업가치를 훼손하지 않는다는 판단기준에 입각해서 적대적 M&A에 대한 정당한 방어수단으로 활용될 수 있는 법적 근거마련이 필요

VI. 향후 입법 추진 방안

공개매수 기간 중 의결권 관련 증권 발행

4. 국내 M&A제도의 정비 - 공개매수 기간 중 의결권 관련 증권 발행

현행

- 주식공개매수 기간 중에는 의결권과 관련된 유가증권 발행 금지
- 독약조항이 포함된 증권 발행이 원천적으로 금지
- 공개매수 기간 중 독약조항이 포함된 증권을 비롯하여 다양한 형태의 유가증권 발행 가능
- 미국의 상장기업 1,500개를 대상으로 조사한 결과 50% 이상의 기업이 독약조항이 포함된 증권을 발행 [S&P500기업의 경우 2/3가 독약조항증권을 보유]

미국 사례

< 예: Hershey Inc.社의 신규우선주 매수 Option발행, GE社의 독약조항 활용 근거 확보 >

- 독약증권의 독성이 강화되는 경향 (예: dead-hand, no-hand* 등이 주 법원에서 인정)
- 사회사법에 의해 공개매수 기간 중 의결권 관련 증권 발행 가능
- 독약증권 발행 허용('06.5). 마쓰시다 전기 등을 필두로 광범위하게 도입될 전망

일본 사례

- 포이즌 필은 매수자 이외의 기존 주주 모두에게 신주인수권을 배정하는 것이므로 기존 주주의 이익을 훼손하지 않고 주주평등원칙에 위배되지 않는다는 점에서 주총결의가 필요 없고 이사회결의결의만으로 가능
- 사전적 방어조치라는 점에서 투명성을 확보할 수 있으며 주총을 통해 없앨 수 있어 주주이익의 훼손을 방지할 수 있는 안전장치가 존재

개선 방안

- 공개매수 기간뿐만 아니라 적대적 M&A가 발생할 경우 의결권과 관련된 다양한 증권발행을 통해 경영권 방어가 가능하도록 허용해야 할 것임
- 우선주의 보통주 전환이나 독약조항이 포함된 증권 발행 허용
- 단, 미국과 같이 dead-hand나 no-hand 등의 도입은 바람직 하지 않음

* dead-hand: 독약조항을 도입한 이사회가 독약조항을 변경하거나 없앨 수 있다는 조항
no-hand: 독약조항의 만기가 도래할 때까지는 아무도 이를 없앨 수 없다는 조항

VI. 향후 입법 추진 방안

차등의결권 도입

5. 국내 M&A제도의 정비 - 차등의결권의 도입

현행

- 무의결권주의 발행을 통해 이미 도입
- 의결권이 있는 주식의 경우 차등화되지 못하고 있는 상황
- 포드사의 경우 최대주주 및 특수관계인이 5%의 주식으로 40%의 의결권 확보
- Berkshire Hathaway(보형)은 A주와 B주간의 의결권 배수를 1/200으로 규정
- Google 역시 1/10의 비율로 차등의결권 도입('04.8)
- Viacom Inc., Comcast Corp., Cox Communication, 등 통신업종 5개 회사가 도입
- 스웨덴 발렌베리家は 지주회사인 인베스트사의 지분 중 19%만 보유하나 41%의 의결권 확보

미국 사례

- 차등의결권 도입 현황은 미국 11.5%, 영국 23.9%, 독일 17.6%, 스웨덴 55.4%
- 일본에서도 2006년부터 일본항공을 필두로 도입 준비 중.
- 기관투자자의 압력으로 차등의결권 제도를 도입하는 기업의 비중은 줄고 있으나 Global Standard는 기업 자율에 맡기는 것.

개선 방안

- 차등의결권 제도의 도입은 기업의 자율에 맡기는 것이 바람직
- 종류주식의 발행은 경영권 방어제도 이상으로 기업의 자금조달 편이성 제고와 주주의 선택 범위 확대 측면에서 바람직
- 차등의결권 제도의 허용은 기존 상장기업에게는 해당되지 않는 사항
- 향후 IPO를 할 기업들에게 차등의결권 도입을 자유롭게 허용하고 시장에서 평가 받을 수 있도록 하는 것이 바람직 (IPO를 통한 지분감소로 인한 적대적 M&A 가능성에 대비)

발표자료 4: LG-Nortel JV Case Study

(발표: 조병주/우리투자증권 M&A1팀 팀장

지명토론: 강희주/법무법인 광장 변호사)

Strictly Private & Confidential

LG-Nortel JV Case Study

2006. 12. 20

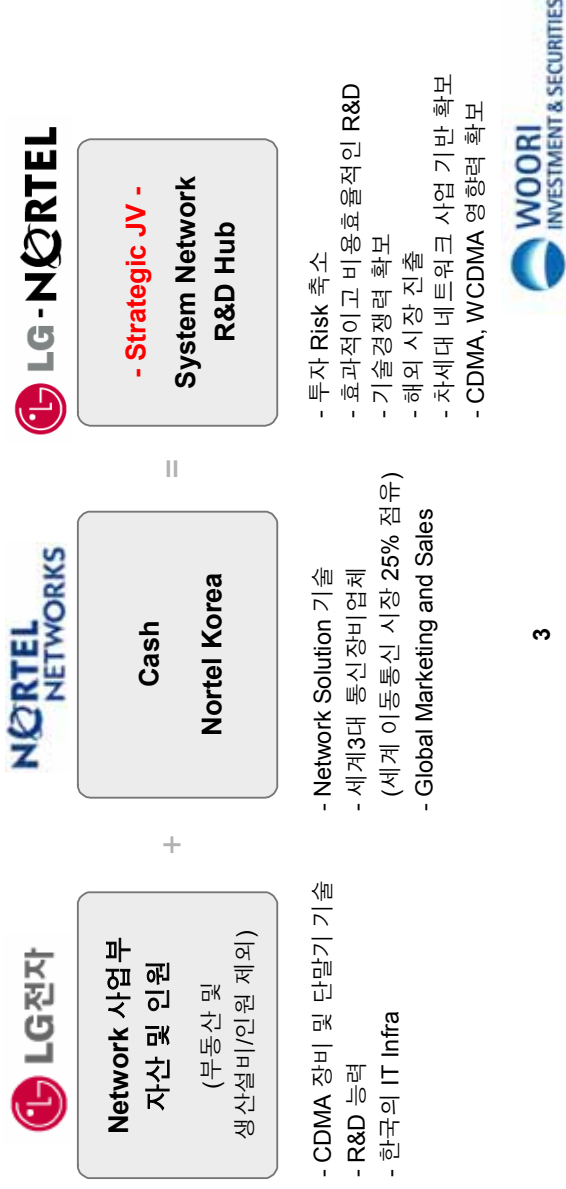


Table of Contents

1.	Overview
2.	Transaction Background
3.	Transaction Objectives
4.	Synergy Analysis
5.	Transaction Structure
6.	Corporate Governance
7.	Action Item by Stage
8.	Pro-forma Financial Statement
9.	Financial Modeling
10.	Valuation
11.	Key Parameters & Issues
12.	Woori IS' Scope of Work
13.	Timetable
14.	Woori IS' Track Record

1. Overview

- LG-Nortel JV : LG전자와 캐나다 소재 네트워크 장비업체인 Nortel Networks 간의 한국내 시스템 사업 합작법인
- 설립 일자 : 2005년 11월 2일
- LG-Nortel 지분율 구조 : LG전자 50%-1주, Nortel Networks 50%+1주
- Board of Directors : CEO 이재령, COO Paul House, CFO Peter Dans, CTO 황춘하, Chairman Peter McKinnon
- Location : 본사 - GS강남타워, 연구소 - 안양, 생산 - 청주 (생산은 LG전자 외주형태)



2. Transaction Background



LG전자는 당시 통신 시스템 사업의 재편을 위해 다양한 방법 (Strategic Alternatives) 모색중

- 통신시스템 국내 시장의 성장력 둔화 (Saturation), 해외진출의 어려움, 수익성 약화등
- LG전자의 전사적 핵심사업에 선택과 집중
- 통신장비 사업 구조조정 필요성 : (a)독자성장, (b) 전략적 제휴, (c)사업부 재편 및 구조조정 고려



Neo는 과거 2년동안 실시되었던 전사규모의 조직개편 및 구조조정을 완료한 후 대외 확장 정책 모색중

- 아시아 지역 사업 강화 필요
- Global Production 거점 (Hub) 재구축 필요성
- 전략적 Test-bed 시장과 R&D 거점 확보의 중요성
- 단말기 사업 미보유 : 단말기 (Handset/Terminal)에의 간접 Access 및 Synergy 확보 필요

통신서비스업계 재편이 장비 업계 M&A 촉발

경쟁압박에 따른 장비 가격 하락, 중국업체들의 저가 공략, 성숙단계에 접어든 산업 Cycle, 기술발달에 따른 소비자 요구 사항 증대 → **규모의 경제에 따른 원가절감, M&A**

- Sprint의 Nextel 인수
- SBC의 AT&T 인수 (160억달러 규모) - 410억달러 규모 무선사업부 인수 후 전체 합병
- Verizon의 MCI 인수 (67.5억달러 규모)
- AT&T의 Bell South 주식 인수 (670억달러 규모)
- Spain Telecom의 Czech Telecom (27억유로규모, 51.1%인수) 및 영국이동통신업체 O2 인수 (117억파운드규모)
- France Telecom의 Spain 이동통신 업체 Amena 인수 (64억유로규모, 80% 인수)
- Alcatel의 Lucent Technology 인수



3. Transaction Objectives



Global Operation/Network를 보유한 사업자와 전략적 제휴로 해외시장 진출 본격화

- 국내시장의 성장력 둔화, 해외진출의 어려움

기술력 및 상품 경쟁력 강화

- 효율적인 구조개편/사업조정으로 통신시스템사업 경쟁력 강화 및 수익성 개선

무선시스템 부문(Wireless)의 주도권 확보 및 단말기 (Handset) 부문의 각종 시너지 유지

LGE의 전사적 핵심사업에 선택과 집중 가능 (Optimal restructuring of non-core businesses)



주요지역별 R&D / Production 거점 구축

- 아시아 지역의 Hub로 활용가능
- 한국시장의 높은 Test-bed Market 활용 효과
- 차세대 제품의 집중적 개발 가능

Global Production Portfolio의 강화

- 아시아 지역 Operation의 비약적인 강화로 주요 경쟁업체와의 차별화 달성

과거 2년간 Restructuring 완료 후, 확대/성장정책 추진을 위한 핵심기반 확보

Joint Venture Positioning

- 특정 차세대 전략 제품군에 대한 Global R&D 및 Production Hub

- 한국시장의 Test-bed 활용으로 차세대 제품시장 선점
- 향후 다양한 Convergence 제품 (wireless-wireline, telecom-media)의 공동 개발

- World-Class Telecommunication system solution supplier

- 해외 시장 진출 교두보 역할

- LG전자 Handset 부문의 전략적 제휴 강화

- Neo의 기존 고객군에 대한 Laputa 단말기 채택 지원
- 차세대 단말기의 R&D 및 조기 상용화



4. Synergy Analysis

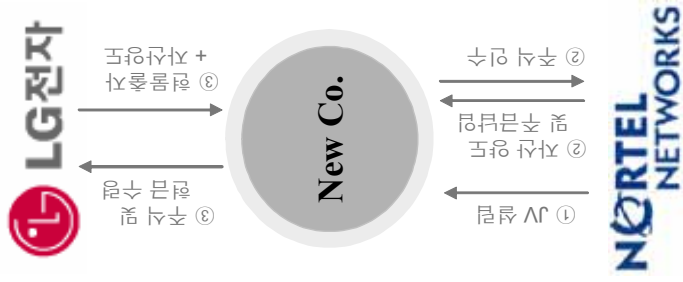
(N: Nortel, L: LGE)

구분	Wireless	Wireline	Enterprise	Handset	Home Networking
마켓/ 마케팅	N→L L→N	•Global 시장 •EV-DV, HPI 선행시장	•Global 시장 •한국/해외 유통망	•Global Infra 시장 •Global 단말 시장	•Global 시장 •홈 넷 선행시장
제품/ 생산	N→L L→N	•플랫폼 및 Core N/W •EV-DV	•Optic, Router •대용량 PBX/IP •SME	N/A •단말	N/A •Consumer side 제품
R&D	N→L L→N	•선행투자 •선행개발 및 생산성	•Core N/W •Access N/W •SME	•Priority IOT •공동 기획/개발	N/A •Consumer side 제품
Bundling L→N	N→L L→N	•Product mix	•Network Infra •Product mix •RGW 번들링	•Network Infra •다양한 단말	•Network Infra •홈넷 제품

■ Synergy Effect

- 중국 등지에서 Nortel의 3G 통신장비망 테스트에 LG전자의 Handset을 사용
- 국내 WCDMA 시스템 시장의 경우 SK Telecom과 KTF의 장비공급자로 선정 → SK Telecom에 최초로 장비(HSDPA) 공급
- LG전자가 후발주자로 참여해 온 WiBro 연구개발 사업 가속화 및 4G의 MIMO와 OFDM 기술 개발 본격화
- 일본최초로 UMTS/HSDPA Wireless Broadband 전송 (1.7GHz) 시연 성공 (2005년 초)
- 2005.10월 일본에서 음성, 비디오, 데이터 서비스를 동시에 제공하는 'Triple Play'를 끊임 없이 연결하는 'Handover' 서비스 시연 성공
- LG-Nortel nPower Partner Program을 통해 채널 강화를 통한 음성 및 데이터 분야의 국내 기업통신 시장 공략
- 국내 R&D Center의 높은 생산성, 업무 Process 등을 benchmark하여 Nortel의 세계 R&D Center에 적용

5. Transaction Structure



- 1) Nortel Networks가 초기 자본금 5천만원(10,000주) 납입하여 JV 설립
- 2) Nortel Networks는 JV에 Nortel Korea 자산을 이전하고 5천만원을 차감한 USD145Mil 지급하고 JV 보통주 990,001주 인수
- 3) LGE는 시스템사업부를 분리, 그중 일부자산("Contributed Asset")을 현물출자 방식으로 JV에 이전하여 JV 보통주 999,999주와 우선주 4주 인수

LGE 시스템사업부 중 현물출자된 Contributed Asset외의 잔여자산("Purchased Asset")은 USD145Mil에 JV로 매각

우선주 발행을 통한 Earn-out program

- JV가 설립 후 첫번째 해에 일정 수준의 매출 실적을 초과할 경우 JV는 Nortel에 우선주 1주를 최대 USD 40Mil 가격으로 발행하고 LG전자가 보유하고 있는 우선주 1주를 동일한 가격으로 매입 소각
- JV가 설립 후 첫번째 해에 일정 수준의 매출 실적을 초과할 경우 JV는 Nortel에 우선주 1주를 최대 USD 40Mil 가격으로 발행하고 LG전자가 보유하고 있는 우선주 1주를 동일한 가격으로 매입 소각
- JV의 설립 후 2년간 매출실적이 일정수준에 못미칠 경우 LG전자는 Nortel에 보유하고 있는 우선주 중 일부를 양도하여 결과적으로 각사가 2주씩 보유

6. Corporate Governance

Borad Of Directors

- 구성 : 3명은 Nortel, 2명은 LG전자가 선임하여 5명으로 구성
(2 executive & 4 non-executive directors)
- Chairman : Nortel 선임 이사 중 한명을 Nortel이 지명
- Joint Representative Director (JRD) : 각사가 선임한 이사 중 각각
1명씩 2인을 JRD로 선임 (초기 JRD는 CEO 와 COO)

Management Team

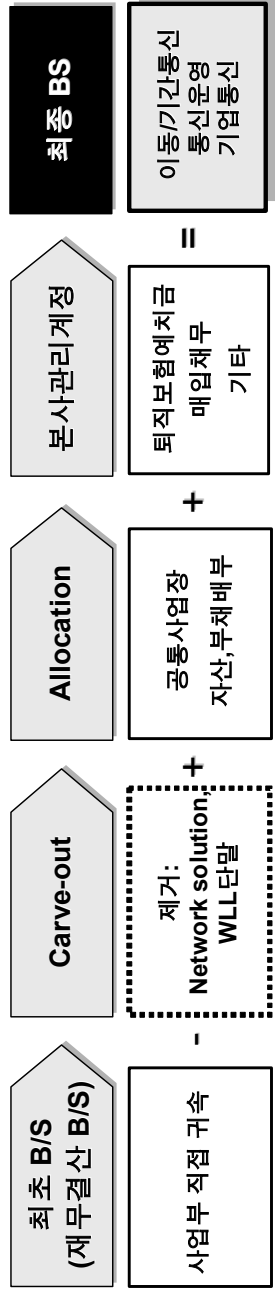
- LGE : CEO/JRD, CTO
- Nortel : Chairman, COO/JRD, CFO

7. Action Item by Stage

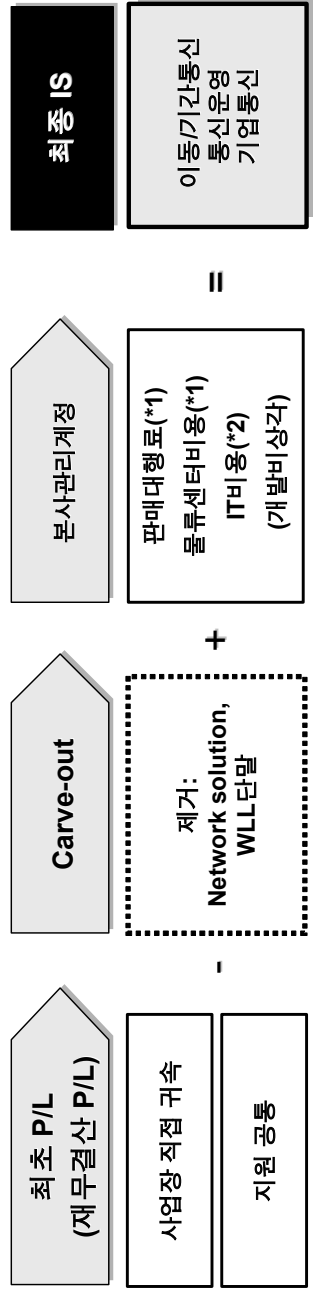
▪ Kick-off / 팀구성(Team Composition)	
▪ Neo와의 투자/제휴 위한 전략 및 계획수립 (Transaction Strategy & Structuring)	- 일정표 (Timetable)작성 - 실행계획(Action Plan) 수립
▪ 분리 시스템 사업 부문 Business Plan의 준비	- 관련사업, 내부 경쟁부문 조정 - 단독 BP 작성
▪ IM (Investment Memorandum) 준비	- 사업전략/영업/재무/법률/기술 관련 자료
▪ 단독 추정 재무제표(Pro-forma Financials)	
▪ 실사 준비(Due Diligence)	- Management Presentation - 실사 자료 및 서류 준비 - Dataroom 준비
▪ IM 전달	
▪ Due Diligence 실행	- Management Presentation - 실사 자료 및 서류 (사업전략/영업/재무/법률/기술) - Data Room - Site Visit
▪ 협상 (Negotiation)	
▪ 각종 법률 계약서 및 협약 작성	- Share Purchase Agreement, JV Agreement, Intellectual Property License Agreement, etc.
▪ Signing / Announcement	
▪ IR	
▪ Closing	

8. Pro-forma Financial Statements

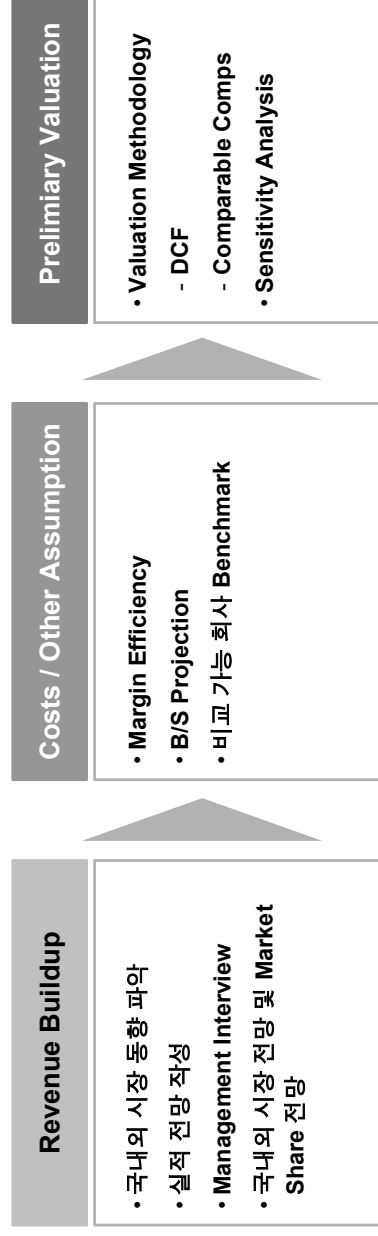
▪ 대차대조표 산출방식



▪ 손익계산서 산출방식



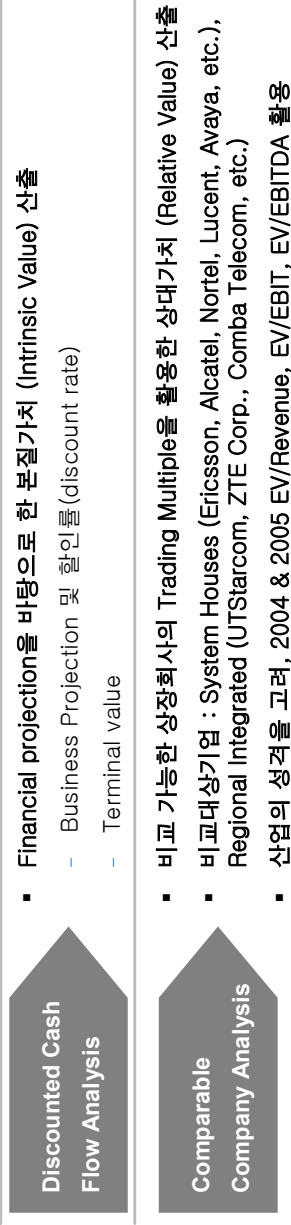
9. Financial Medeling



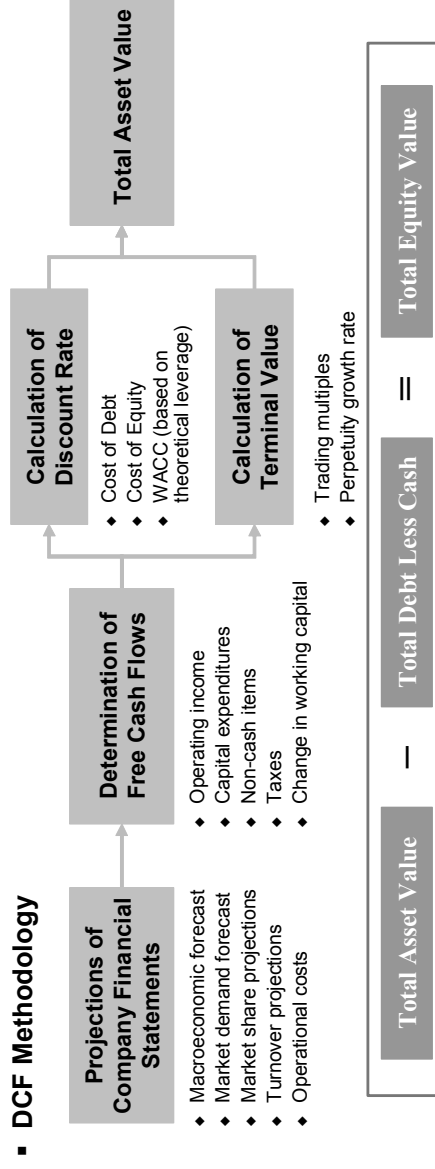
- Market 정보 수집 : Research 취합, Industry Experts Interview, etc.
- Projection 작성 : 실무자 Meeting (System Business Team, Enterprise Business Team, Strategy & Planning Team, Accounting Team, Cost Structure Team, Finance Team, Marketing & Sales Team, etc.), Key growth driver 및 Assumption 설정
- Projection 검증 : 실무자 2nd round Meeting, Management Interview 등을 통한 Projection 완성
- Valuation : Projection을 바탕으로 한 Valuation (DCF, 상대가치비교분석)
- Management Presentation 준비 : Presentation 자료 작성, Rehearsal 등

10. Valuation

Valuation Methodologies Applied



DCF Methodology



11. Key Parameters & Issues

투자구조 (Transaction Structure)	- 전략적 합작회사 (Strategic Joint Venture) 설립과 제휴 (Alliance) - Asset Contribution vs. Cash Contribution - 해당 사업부문 매각 (Asset Disposal) 및 구조조정
범위 / 대상자산 (Scope & Target Assets)	- 통신시스템 사업부 전체 제휴 (Wireless, Enterprise, Carrier, Service) 또는 일부 부문 분할 (Spin-off) - Neo의 전체사업부 또는 아시아 지역 관련 사업부와의 제휴 - Neo 2003년 시스템사업 매출US\$93.9억. Laputa의 약 12~13배 규모 - LG전자 이동통신 단말기 부문 (Handset) 과의 전략적 유대관계 유지
소유지분 (Ownership)	50%:50% 동일지분 (Equal Partnership) 51%:49% 단독과반수 (Single Majority) 70%:30% (Significant Minority)
의사결정 / 경영 (Corporate Governance)	- 이사회 및 경영진 구성 방법 및 비율 - 경영위원회 (Management Committee)등 기타 기구의 설립 여부 - 주요 역할 분담 (Marketing, R&D, 지역전략등)
가치평가 (Valuation)	- 기업 가치평가 방법 (Valuation Methodology) - 자산 및 인적자원의 가치평가 - 보유 특허/기술/지적재산 (IPR)의 가치평가 및 이전

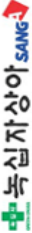
12. Woori IS' Scope of Work

담당역할	작업내용
기업가치 평가 (Valuation)	• 시스템 사업부 Pro-forma Business Plan의 작성 • Neo와의 각종 통합/사업조정 시너지의 측정 및 반영 • Neo와의 결합 기업가치 평가
매각/투자구조 작성 (Transaction Structuring)	• 시스템 사업부 분리 및 매각 Action Plan 수립. • Transaction Structuring (법률적, 회계적, 기업가치 평가 등 각종 관련 효과분석)
각종 준비작업의 통합 관리 (Process Coordination)	• 외자유치 위한 각종 준비작업의 통합 관리 • Neo측과의 원활한 Process Coordination
IM 작성 / DD 준비와 실행 (Investment Memorandum & Due Diligence)	• Investment Memorandum 작성 및 전달 • Due Diligence의 준비와 실행: (a) Management Presentation, (b) Q&A, (c) Dataroom, (d) Site Visit, (e) 각종 관련자료 준비
외자와의 교섭/협상 (Negotiation)	• Neo와의 단계별 교섭 및 협상 • 관련 계약서 및 협약의 작성 (Shareholders' Agreement, Share Purchase Agreement, Strategic Alliance Agreement 등)
IR (Investor Relations)	• 투자유치 발표 및 기관투자자가, 정부 관련부처 등에 설명 • IR Presentation 작성
각종 정보수집 및 분석 (Information Analysis)	• 산업동향 및 기업정보 분석 • 국내외의 주요 통신산업 통합 안전 소개 및 기타 관련 정보 수집

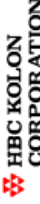
13. Timetable

Date	Event
2004년 3월 2일 ~ 5일	Synergy Analysis
2004년 4월 6일	Kick-Off Meeting
2004년 4월 8일	Exclusivity Agreement
2004년 5월 12일 ~ 18일	In-Depth Synergy Analysis
2004년 5월 25일 ~ 31일	Corporate Due Diligence at LGE
2004년 6월 7일 ~ 11일	Corporate Due Diligence at Nortel
2004년 6월 23일	Management Presentation
2005년 1월 24일	MOU Signing
2005년 2월 28일 ~ 3월 18일	Phase II LGE Due Diligence
2005년 3월 7일 ~ 3월 11일	Phase II Nortel Korea Due Diligence
2005년 8월 17일	Joint Venture Agreement
2005년 11월 2일	LG-Nortel Launching

14. Woori IS' Track Record

조일제지 인수자문 2003년~2004년  채무 재조정 및 정리계획안 변경, 인수자인 금호피엔비화학건소사업 자문 매각 규모 : 730억원	평화프라스틱 매각자문 2002년  매각 주권사 매각규모 145억원	삼립식품 매각자문 2002년  삼립식품 매각 주권사 파리크라상에서 인수 매각 규모 : 880억원
쌍방울 인수자문 2002년  에드엑셋 컨소시엄 인수자문 및 Debt Financing, 공동 투자 매각 규모 : 2,500억원	상아제약 인수자문 2001년~2002년  상아제약 인수를 위한 독심자 인수자문 매각 규모 : 481억원	현대금속 인수자문 2001년~2003년  CRC를 통한 현대 금속 인수자문 구조조정조합설립 및 공동투자 매각 규모 : 250억원
		

14. Woori IS' Track Record

LG전자 Nortel Networks 2005  합작법인 설립 LG전자 Financial Advisor	목션 4,476억원  공개매수 eBay의 현금공개매수 Agent	로커스 2003  기업분할 자문 존속법인: 로커스 신설법인: 로커스 테크놀로지스
농심 올촌화학 814억원  주식 자문 공개매수	LG 생명과학, LG 전자 17,413억원  주식 자문 공개매수	Expan Electronics 207억원  M&A Buy-side 자문
Growell Metal Inc. 2002  기업분할 자문 존속법인: 그로웰 전자 신설법인: 그로웰메탈	HBC Kolon 2002  M&A Buy-side 자문	KDM 185억원   Johnson Controls, Inc. 의 현금공개매수 자문
		

14. Woori IS' Track Record

PKL 141억원  Photonics, Inc.의 현금공개매수 자문	동우 ALT 50억원  M&A Buy-side 자문	Cor Info. System 82억원  M&A Buy-side 자문
삼양 600만달러  M&A Sell-side 자문	대림수산 1,520억원  M&A Sell-side 자문	

Appendix – Nortel Networks 기업개요

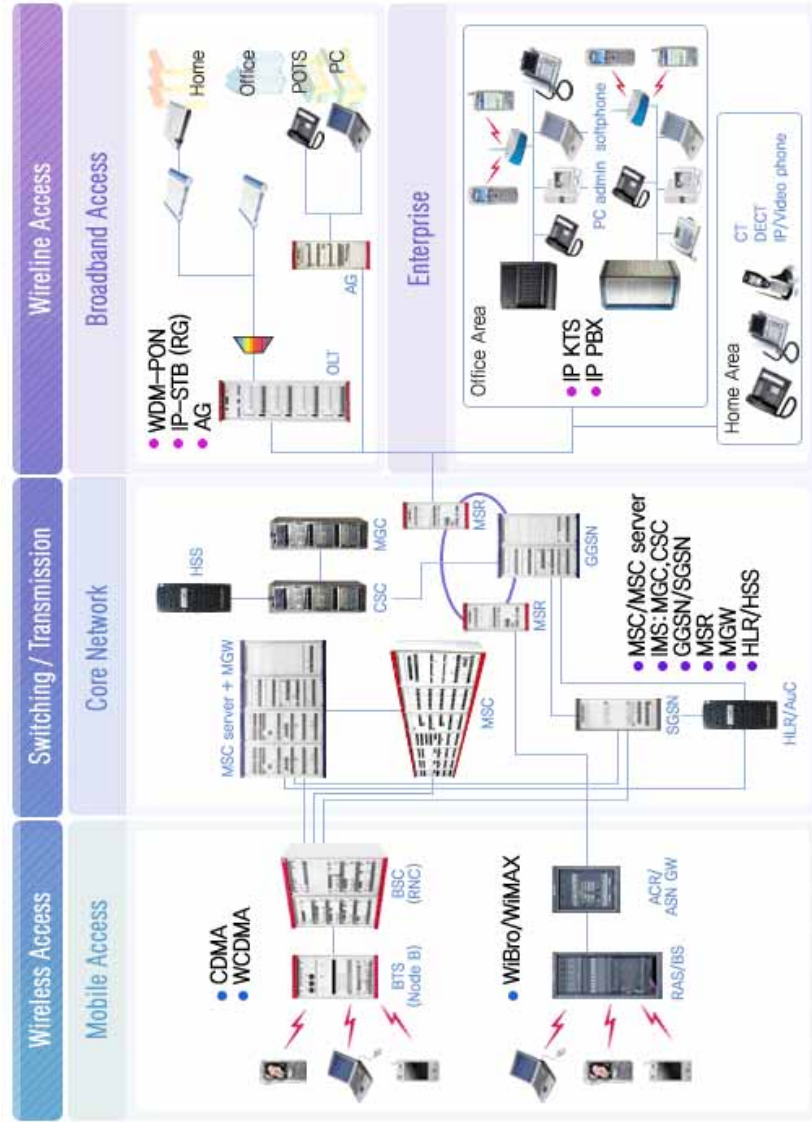
구분	내용
사업영역	• 유무선 통신장비업체 • MCI, Verizon, Vodafone, Orange, Deutsche Telekom, Hutchison 등 세계 주요 통신회사의 무선 장비업체로 지정 • 미국 Sprint사 Network의 과반수, AT&T Wireless사의 약 40% 공급. 최근 Verizon의 전국 IP Network 수주 성공 및 Vodafone, Orange사의 UMTS 장비 공급업체로 선정 • 전문 시스템 장비업체로서 높은 기술력으로 경쟁업체와 차별화 진행 • 과거 2년간 대규모 조직개편 및 구조조정 완료 후 적극적 대외확장 및 성장전략 실행 - Wireless, Enterprise, Wireline, Optical의 핵심사업에 선택과 집중 (12개 사업부문 → 4개 사업부문) • 합작법인(JV) 설립 및 Global Alliance의 적극적 활용을 통한 성장정책 전개 - 지역 R&D : Matra(프랑스) 및 다수 연구소 (중국), Market Access : 광동 노텔 (GDNT), DASA(독일), Netas(터키), Supply Chain : Flextronics (EMS Vendor), 상품진입/상품 포트폴리오 확보를 위한 인수: Bay, Altheon • R&D 위주의 경영 : 전체 인원의 38%, 주요 경영진의 65%가 R&D 관련, 연평균 매출의 약 20% R&D 투자 - 영업 실적 (2003) : 매출 USD9,807M, 영업이익의 USD726M, 순이익의 USD732M, R&D투자 USD1,993M
사업현황	• Wireless, Wireline, Enterprise, Optical 4개 사업부문으로 구성 • 주요 제품 : Core switches, routers, wireless and optical systems, wireline and enterprise network equipment, wireless networking products 등 • 전체 35,160명 ('03년말 기준) - 지역별 : 미국 37%, 캐나다 27%, 유럽/중동/아프리카 22%, 아시아 8%, 중남미 6% - 기능별 : R&D 38% • 시가총액 ('04. 3. 11 기준) : USD28.9B(약 35조원)

Appendix – Nortel JV 운영 현황

■ LG-Nortel JV는 Matra JV에 가까운 형태로 JV는 전략적 기술 및 제품에 대한 Global R&D 및 생산 Hub

구 분	Matra JV	GDNT JV	Netas JV
년도, 위치	1993년, 프랑스 Chateaufort	1994년, 중국 廣東市	1967, 터키
		14명 이사회 멤버	
사업운영	- CEO (Matra), COO (Neo) - R&D인력: 300명(초기) → 2400명 - 대부분 초기 인력이 현재 근무중임 - R&D투자비: 연간 6억\$	8명: Neo (CFO, R&D, 관리이사) 6명: 중국측(1명 신산부 임원) 3개 주요 사업부서로 구성 - R&D(1000명), 판매/마케팅, 생산 - R&D 투자비: Neo 100% 62%(Neo) 38%(4개 중국통신사, 1개 제조사)	- CEO, CFO (Neo) 7명 이사회 멤버 - A급 4명 - 2 Neo, 2 터키 - B급 3명 - 1 Neo, 2 터키 - 이사회 의장 Neo, 부의장 터키 - R&D 인원 530명 (한때 1500명) 53%(Neo, 초기 51%)
주주 및 지분관계	- 최초 프랑스Matra(방산업체)와 JV형태 50:50 → 70:30 → 83:17 → 100:0 (2001년)		
사업목표	- GSM 시장 진입 및 유럽사업확대 - Neo의 Global UMTS/GSM Hub	- DMS(교환기), SDMS - GSM, CDMA 장비	터키 시장에 통신장비공급
사업성과	- 매출확대: 1억\$(초기) → 40억\$ - 시장진입: C&W/영국, CHT/대만, Bouygues/프랑스, Singtel - France Telecom 사업 확대	중국시장항 제품 개발 및 Neo Networks의 O&M 장비 개발	- 최근 인접국으로 시장확대 - Cyprus, Kazakhstan, Russia 등 - 매출: 1억27백만\$ ('03년) - 지난 10년간 이익실현
Culture	초기 문화적 차이가 있었으나 점차 극복	Neo의 관리방법을 그대로 적용	터키 토착화, 고용안정 유지

Appendix – Nortel JV Products



발표자료 5: 상법상 M&A법제의 변화와 과제

(발표: 송종준/충북대학교 법과대학 교수

지명토론: 이승철/전경련 경제조사본부 상무)

상법상 M&A법제의 변화와 과제**

-2006년 회사법 개정안을 중심으로-

송 중준*

1. 서론

법무부는 2005년 7월부터 회사법 개정 특별분과위원회를 구성하여 회사법 개정작업을 추진해 왔으며, 2006년 10월 4일 최종적인 개정안을 입법예고하였다. 이번의 개정안은 상법 제정 이후 가장 방대한 분량을 개정한 것이었으며, 개정작업의 근본목표는 기업하기 좋은 법환경을 조성하고 주주 등 이해관계자의 권익을 보호하는 것으로 설정하였다.

개정안은 크게 기업지배구조관련사항, 재무활동관련사항 그리고 새로운 기업형태의 도입 등으로 나눌 수 있다. 이 중에는 M&A와 관련된 중요한 사항도 포함되어 있다. 이번의 개정으로 현행 상법상 M&A법제에 상당한 변화가 있게 되었다. M&A와 관련한 법제도를 개편하는 것이 세계적인 보편적인 현상임을 감안할 때에 이번의 회사법 개정작업은 그러한 추세에 부합하는 측면이 있다.

일반적으로 M&A법제는 크게 미국형과 유럽형의 두 가지의 입법 모델 속에서 큰 틀이 형성되고 있다. 미국형 M&A법제는 연방법과 주회사법이라는 2원화된 법구조 속에서 입법의 틀이 형성되고 있다. 먼저 매수법 분야에 있어서 연방법은 외국인에 의한 M&A를 제외하고는 M&A를 직접적으로 억제하거나 규제하기 위하여 개입하지 않는 중립적인 태도를 취하고 있지만¹⁾, 주회사법은 연방법과는 달리 기업매수에 의한 지배권

* 충북대학교 법과대학 교수, 법학박사

이전을 직접적으로 규제하는 것이 일반적이다²⁾. 방어법제에 있어서는 연방 증권거래법은 방어를 제한하거나 허용하는 규정을 명시하고 있지 않지만, 주회사법은 명문으로 방어를 허용하는 입법태도를 취하고 있다³⁾.

반면에 유럽형 M&A법제는 매수법제에 있어서는 공개매수에 의하여 기업을 매수하는 경우에는 발행주식총수의 30% 이상을 취득하고자 할 경우에는 전부매수(full acquisition)가 의무화되어 있다(강제공개매수, mandatory bids). 방어법제에 있어서는 공개매수가 진행되고 있는 동안에는 대상회사의 이사회에 대하여 원칙적으로 방어를 금지하고 방어의 허용여부는 주주총회의 승인에 의하여 결정되도록 하는 입법태도를 취하고 있다. 미국형과 유럽형을 비교하면 미국형 M&A법제는 매수와 방어의 양면에서 적대적 M&A에 대하여 우호적이지 않는 법정책이 투영되고 있는 반면, 유럽형 M&A법제는 매수의 면에서 적대적 공개매수에 대한 비우호적인 법정책이 반영되어 있다고 할 수 있다.

** 이 논문은 2006년 12월 20일 한국증권연구원 M&A연구회에서 발표한 내용을 수정·보완한 것이다.

- 1) 김건식/송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, 2001, 263면
- 2) 이에 해당하는 주회사법을 통틀어 반기업인수법(anti-takeover statutes)이라고 한다. 제1세대 주법부터 제3세대 주법까지가 여기에 속한다. 제1세대주법은 연방증권법상의 공개매수규제보다 강화된 규제를 내용으로 하는 일리노이주 회사법을 말한다. 제1세대주법이 Edgar v. MITE Corp. 판결(457 U.S. 624, 1982)에서 위헌으로 선언되자 제2세대주법이 탄생하였다. 제2세대주법은 2단계공개매수나 부분공개매수가 갖는 위압적 성격으로부터 회사와 주주를 보호하기 위한 일련의 주법을 통칭한다. 여기에는 지배주식 취득 자체를 억제하는 주법, 지배주식취득 이후의결권을 제한하는 주법, 지배주식 취득 이후 기업결합을 제한하는 주법 등이 있다. 제3세대주법은 지배주식 취득 이후 일정기간 기업결합을 제한하는 주법을 일컫는다. 그밖에도 주식매수청구권법, 의결권채감법, 비구성원이익고려법, 시차이사회법, 종업원해고수당지급법 등이 있다. 상세한 설명은 정동윤/이문성/송종준, 적대적 M&A와 법적 대응, 전국경제인연합회, 1996.8, 210면 이하 참조
- 3) 이에 해당하는 주회사법을 제4세대주법이라고 부르기도 한다(Ronald J. Gilson/Bernard S. Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions(2nd ed.), Foundation Press, 1995, pp. 1359-1397). 대표적으로 인디애나주 회사법상 구성원 확장조항(expanded constituencies provisions)에서와 같이 제4세대주법의 특징은 대상회사의 이사회에 적대적 기업인수를 저지할 수 있는 권한을 부여하되, 주주의 이익을 희생하면서까지도 방어권을 행사하는 것을 허용한다는 점이다(정동윤/이문성/송종준, 상계보고서, 217-218면).

우리나라의 M&A법제는 일반적으로 미국형 M&A법제의 유형에 속하는 것으로 풀이되어왔지만, 엄밀히 말하면 두 가지 입법 모델 중 어느 쪽에도 해당하지 않는다고 보는 것이 옳다고 본다. 중요한 것은 어느 입법모델에 속하는가하는 문제가 아니라 왜 어느 입법모델을 선택해야 하는가 하는 것일 것이다. 전세계의 M&A법제에 있어서 가장 중요한 핵심적인 쟁점은 투기적이고 강압적이며 파탄적인 적대적 M&A를 어떻게 합리적으로 규율할 것인가에 있다⁴⁾. 미국의 주회사법은 매수법에서 지배주식취득의 제한, 의결권행사의 제한, 단기간내의 기업결합제한 등의 규제를 가하고 방어법에서는 이사회에 방어권한을 확대하고, 유럽형 입법은 전부의무공개매수제도를 적용하여 이러한 문제를 해결하고자 하고 있다. 이러한 관점에서 보면 우리나라의 M&A법제는 매수법과 방어법의 양자에서 앞으로 입법이든 기업의 자치적 기능이든 어느 방법으로든 해결해야 할 과제가 적지 않다고 본다.

이번의 회사법 개정안은 매수법제에 있어서는 교환공개매수의 법적 장애를 제거하고, 현금합병을 허용하며, 소수과주주를 퇴출시킬 수 있는 법적 근거의 도입 등 주로 매수의 원활화를 위한 법개정에 치우쳐 있다고 할 수 있다. 방어법제에 있어서는 의결권제한주식, 거부권부주식, 양도제한주식, 임원임면권부주식, 강제전환 및 상환주식 등 다양한 방어적 주식제도의 도입, 배당이익범위 내 자기주식의 자유로운 취득 등 방어수단을 확대해 주고 있지만 여전히 적대적 기업인수의 국면에서 이사회가 방어를 할 수 있는 재량권이 있는 지에 대한 근본적인 문제를 안고 있고 자기주식의 임의처분을 제한함에 따라 상법상 방어법의 태도가 무엇인지 확실하지 않다. 특히 외국에서 중요한 문제로서 논의되고 입법에 의한 해결을 시도하고 있는 투기적, 파탄적 M&A에 대한 규제와 이에 대한 방어를 위한 입법적인 대응에 대하여는 논의조차 이루어지지 않은

4) 송종준, 의무공개매수의 법정정책 함의와 그 도입 가능성, BFL, 서울대 금융법센터, 2005.7, 57면

것은 안타까운 일이라고 본다.

그밖에도 이번 개정안은 M&A법제의 분야에서 추가적으로 검토하고 보완해야 할 과제도 적지 않다고 본다. 대표적으로 매수법제에서는 소수 파주주의 퇴출과 관련하여 그 적정한 보상 문제에 대한 심도있는 논의가 필요하다. 소수파주주의 퇴출은 단기간 내에 이루어지는 투기적이고 파탄적인 적대적 M&A의 경우에 빈발하고 있다는 점에서 이에 대한 합리적인 규제책이 필요하기 때문이다. 방어법제에 있어서는 자기주식의 임의처분을 제한하는 것에 대한 깊은 연구가 따라야 할 것이고, 폐쇄회사만을 대상으로 하는 경우에는 차등의결권주식, 신주예약권 등의 주식제도를 도입하는 것이 필요한 것은 아닌지에 대한 논의도 있어야 할 것이다. 개정안상으로는 방어수단이 다양해진 만큼 그 남용으로 인한 지배권거래질서의 안정화를 위한 합리적인 방ерж침을 마련하는 등의 과제도 있다고 본다.

아래에서는 개정안을 매수법제와 방어법제로 나누어 각각 변화된 내용을 검토한 다음, 개정안이 안고 있는 몇 가지 문제에 대한 대책방안을 모색하고자 한다.

2. 매수법제의 변화

가. 개정안의 특징

이번 회사법개정안에 있어서 매수법제의 특징은 M&A의 활성화를 더욱 촉진하는 효과를 가져올 수 있게 되었다는 점이다. 이것은 전통적

인 매수법제에 중대한 변화를 가져온 것이라고 할 수 있다. 교환공개매수에 있어서 대상회사 주식의 현물출자에 대한 가액평가규제를 완화한 것, 다른 회사의 영업의 전부 또는 일부를 양수하더라도 양수회사의 영업에 중대한 영향을 미치지 않는 경우에는 양수회사의 주주총회의 특별결의절차를 면제한 것, 합병대가를 존속회사 또는 신설회사의 신주 이외에도 현금, 기타 재산으로 유연화함으로써 미국의 합병법제의 특징이라 할 수 있는 현금지급합병을 허용하고 합병대가를 모회사의 주식으로 지급할 수 있게 하여 삼각합병이 가능해지게 된 것 등은 M&A의 활성화에 크게 기여할 수 있다고 평가된다. 그리고 지배주주에 의한 소수주식 전부취득제를 도입함에 따라 지금까지의 사업재편형 M&A와는 다른 형태로서 회사내의 주주재구성을 목적으로 하는 새로운 개념의 M&A가 출현하게 될 가능성이 커지게 되었다고 본다.

나. 현금지급합병 및 삼각합병의 허용

1) 현금지급합병

이번 회사법 개정안은 합병 당사회사인 존속회사가 소멸회사의 주주에게 대가의 전부 또는 일부를 주식 이외에 금전 기타 재산으로 지급할 수 있도록 규정하고 있다(개정안제523조제4호). 이와 같이 합병대가를 존속회사의 주식이 아닌 현금으로 지급하여 이루어지는 합병을 현금지급합병(cash-out merger)라고 하며, 교부금합병이라고도 한다. 현금지급합병은 미국 회사법에 특유한 제도이었고⁵⁾, 일본은 2005년 신회사법의

5) 미국에서도 원래는 현금지급합병이 금지되었으나 1968년 뉴저지주 회사법에서 최초로 신설되었고, 그 후 모범회사법에 명문화되었으며(RMBCA §11.01(b)(3)), 오늘날에는 대부분의 주법에서 규정하고 있다(대표적으로 Del. Gen. Corp. L. §252(b) ; Cal. Corp. Code §1101)

제정시에 이를 도입하였다⁶⁾. 독일 등 유럽에서는 현금지급합병이 인정되고 있지 않다.

우리나라에서는 합병교부금을 합병비율의 단수조정 뿐만 아니라 이익배당을 위한 교부금이 지급되는 경우, 실질적인 감자환급에 해당하는 교부금이 지급되는 경우 등을 포함하여 소멸회사의 주주에게 지급되는 금전을 합병교부금으로 파악하는 견해가 다수설이라고 보여진다. 따라서 미국형 현금합병에서와 같이 소멸회사의 주주에게 금전을 지급하는 것은 현행법상으로는 허용되지 않는 것으로 인식되어 왔다고 본다. 전통적인 회사법제에서 현금지급합병 또는 교부금합병이 허용되는 것인가에 관하여는 다양한 논거가 제시된 바 있다.

일본의 통설적 견해에 따르면 합병교부금은 합병비율의 단수조정에 필요한 최소한도의 범위 내에서만 그것도 소멸회사의 최종영업년도의 이익배당금 내에서만 지급이 허용된다는 것이다⁷⁾. 따라서 통설에 의하면 현금지급합병이나 교부금합병은 이론상 불가능하다. 통설에서 제시하는 논거는 합병은 소멸회사를 수용하는 것인데, 소멸회사의 주주 중 합병신주를 소수파주주에게만 교부하지 않는 것은 주주평등의 원칙에 반한다거나, 소수파주주에게 금전을 지급하는 것은 사실상 자본충실의 원칙의 하나인 출자환급금지의 원칙에 반한다는 것이었다. 이러한 전통적인 통설에 대하여 일본에서는 상법의 해석상 합병대가가 주식으로 한정된다고 할 수 없고, 그 대가를 주식으로 한정시켜야 할 실익도 없으며, 합병대가의 문제는 정책판단의 문제라거나⁸⁾, 교부금합병을 금지하여도 종속회사의 영업양도 후의 해산을 일률적으로 금지할 수 없는 것이므로 현금지급에 의한 소수파주주의 퇴출을 완전히 저지하기란 불가능하다⁹⁾

6) 일본 회사법 제749조 제1항 제2호, 제753조 제1항 제3호

7) 田中誠二, 會社法詳論(上)(再全訂), 勁草書房, 1982, 1103면 ; 竹田省, 會社の合併について, 民商法雜誌 제16권 제6호, 599면 이하

8) 柴田和史, 合併法理の再構成(6.完成), 民商法雜誌, 제107권 제1호 58면 이하

는 등의 이유에서 현금지급합병도 가능하다는 논거가 제시된 바 있다.

우리나라에서도 교부금은 주주의 병합이라는 사단법적인 계기만을 침해하지 않는 한 자유이므로 소멸회사의 주주에게 합병신주를 최소한 1주씩만 발행해 주고 나머지를 금전으로 지급하는 것도 가능하다고 하여 사실상 합병신주의 대가전액을 금전으로 지급할 수 있음을 주장한 견해¹⁰⁾도 있었다. 최근에는 현금지급합병의 도입 문제는 입법정책의 문제로서 파악하여 교부금의 지급목적이나 한도에 제한을 두지 아니하는 형식으로 그 도입의 필요성을 강조하는 견해¹¹⁾도 제기된 바 있다.

이번의 개정안은 교부금합병의 적법성을 둘러싼 전통적인 해석론상의 다툼의 소지를 없애는 효과가 있기도 하지만, 현금에 의한 합병대가의 지급을 허용함으로써 합병을 통한 기업결합의 유연화를 도모해 주고자 하는 법정정책적인 의지가 반영된 것이라고 본다. 보다 중요한 것은 현금합병의 도입으로 합병을 통하여 소멸회사의 소수파주주가 존속회사의 사원관계로부터 강제로 퇴출되는 효과가 발생한다는 점이다. 이 문제는 합병대가를 현금으로 지급할 수 있는지에 관한 논의와는 다른 차원의 문제로서 후술하는 지배주주에 의한 소수주식 전부취득제에서 함께 검토하기로 한다.

9) 江頭憲治郎, 結合企業の立法と解釋, 有斐閣, 1995, 295면 이하

10) 홍진기, '주식회사의 합병에 있어서 교부금', 법학의 제문제(유민 홍진기 선생 화갑기념 논문집), 중앙일보사, 1977, 385면

11) 송종준, '폐쇄기업화거래의 공정요건과 소수파주주의 보호', 상사법연구 제19권 제1호, 한국상사법학회, 2000, 211면 이하 ; 김재형, 'M&A대가의 유연화와 현금 지불합병', 비교사법 제10권 제4호, 한국비교사법학회, 2003.12, 357면 이하.

2) 삼각합병

회사법 개정안에서는 합병대가가 모회사 주식인 경우에는 존속회사는 모회사 주식을 취득할 수 있다는 특칙을 두었다(개정안제523조의2). 이 규정은 현금지급합병에서 소멸회사의 주주에게 지급되는 합병대가에 대한 제한이 없어졌더라도, 그 대가를 모회사의 주식으로 지급하고자 하는 경우에는 자회사에 의한 모회사 주식의 취득금지 규정(제342조의2)에 위반하여 불가능하기 때문에 따로 특칙을 두어 이러한 문제를 해소해 주기 위한 것이다.

이러한 특칙으로 인하여 회사법 개정안이 시행되는 경우에는 우리나라에서도 이른바 삼각합병이 가능하게 된 셈이다. 삼각합병(triangular merger)이란 T(대상회사)를 인수할 목적으로 P(모회사)가 S(완전자회사, acquisition subsidiary)를 설립하고 그 자회사 S가 공개매수 등으로 대상회사 T의 주식을 취득한 다음 T를 흡수합병하는 과정에서 합병의 대가로서 자회사의 주식을 대상회사 T의 주주에게 교부하는 것이 아니라, 모회사 P의 주식을 교부함으로써 사실상으로 모회사가 대상회사를 흡수합병한 것과 동일한 효과를 얻는 방식이다. 이것은 정식합병의 경우에 요구되는 모회사의 주주총회의 합병결의절차를 회피하고자 하는 목적에서 이루어지는 변형적인 합병에 해당한다. 이 삼각합병은 미국의 모범회사법이 현금지급합병을 허용한 이후 미국의 M&A환경에서는 매우 흔한 현상으로 나타나고 있다¹²⁾.

이번의 회사법 개정안이 유럽에서는 허용되지 않는 현금지급합병을 새로이 도입함에 따라 우리나라의 합병법제는 이제 미국형과 차이가 없게 되었다고 할 수 있다. 개정안상 현금지급합병의 허용은 그동안의 상

12) William J. Carney, *Mergers and Acquisitions-cases and materials*, Foundation Press, 2000, pp. 19-20

법 개정으로 간이합병과 소규모합병, 그리고 주식의 포괄적 교환과 이전을 허용하여 기업구조조정의 원활화를 꾀하고자 하는 법정책의 연장선상에서 취해진 입법적 결단으로서 바람직한 입법이라고 본다.

다. 지배주주에 의한 소수주식 전부취득제의 도입

1) 의의

상법에서는 소수주주의 의사에 반하여 그 보유주식을 강제로 매수하거나 매도할 수 있는 제도가 없다. 소수주식 전부취득제는 주식회사의 지배권을 보유한 다수과주주가 소수과주주의 보유주식을 그들의 의사에 반하여 전부 취득함으로써 소수과주주를 제거하고 단독의 지배주주 또는 지배그룹을 구성하는 주주들만 남게 하는 행위를 말한다. 이는 일반적으로는 소수주주 강제퇴출제도(freeze-out of minority shareholders)라고 불리운다¹³⁾. 이 제도는 미국과 독일에서 시행되고 있으며, 영국도 유사한 제도를 두고 있다. 그러나 일본 회사법에서는 이를 따로 도입하지 않았다¹⁴⁾.

13) 송중준, '소수주주 강제퇴출제도의 국제적 신조류와 그 입법론적 수용가능성-미국, 영국, 독일법의 비교분석을 중심으로-', 증권법연구 제6권 1호, 한국증권법학회, 2005.6, 3면 이하

14) 일본의 2006년 3월 13일 금융상품거래법안에서는 공개매수 후에 주권 등의 소유 비율이 정령에서 정하는 비율(발행주식총수의 2/3)을 하회하지 않은 경우에는 공개매수자에 대하여 응모주권등의 전부를 매수하도록 의무화하는 내용이 포함되어 있다(동법안제27조의13제4항). 金融審議會金融分課 第1部會, 公開買付制度等ワーキング・グループ報告-公開買付制度等のあり方について, 2005.12.21, 9面

소수주식 전부취득제는 지배주주가 주식의 대부분을 보유하는 경우에 주주총회운영 등과 관련하여 소요되는 소수주주관리비용을 절감할 수 있게 하고, 소수주주에게도 출자액을 용이하게 회수할 수 있는 길을 터줄 필요가 있다는 관점에서 필요한 제도이다¹⁵⁾. 그러나 이러한 정책적 필요성 이외에 소수주주의 강제퇴출을 허용할 수 있는 법적 정당성을 어떤 근거로 용인할 수 있을 것인지는 회사법의 근본원칙상 주주의 고유권 또는 기득권과 관련하여 문제될 수 있다. 이에 대하여 미국에서도 과거에는 소수주주의 강제퇴출은 주주로부터 정당한 법의 절차 내지는 재산권을 박탈하는 것으로서 그 법적 정당성을 인정할 수 없다는 법적 인식이 지배하고 있었다¹⁶⁾. 그러나 오늘날에는 기업결합의 유연화 관념 (corporate flexibility)에 따라 소수주주의 강제퇴출에 대한 법적 정당성을 얻게 되었고 전통적인 주주기득권이론은 쇠퇴하고 다수과주주에 의한 소수과주주의 퇴출문제는 주식매수청구권이론과 공정성 평가이론 등에 의하여 주주간 이해조정의 법리로서 접근되고 있다¹⁷⁾.

소수주주 강제퇴출은 현금지급합병을 허용하는 경우에는 불가피하게 제기되는 문제이기도 하지만 개정안과 같이 단일회사내에서 다수과주주가 소수과주주를 직접 퇴출시키는 경우에는 더욱 중요한 문제로 될 수 있다. 미국에서는 어느 경우이든 퇴출되는 소수주주를 공정하고 합리적으로 보호하는 방안이 무엇인지를 둘러싸고 판례와 학설상 다양한 논의가 있어왔다. 개정안은 미국법과 독일법 그리고 영국법의 내용을 조화시킨 것이라 할 수 있다.

15) 김건식, 회사법개정안 주제발표(2), 상법(회사법)개정 공청회, 법무부, 2006.7.4, 54면

16) Arthor M. Borden, *Going Private*, Law Journal Seminars Press, 1990, §1.07

17) 송종준, 전제 '소수주주 강제퇴출법제의 국제적 신조류와 그 입법론적 수용 가능성', 6-13면 참조

2) 외국의 추세

가) 미국법

미국에서는 현금지급합병을 포함한 모든 폐쇄기업화거래에 있어서 소수주주의 강제퇴출이 허용되기 위해서는 일정한 공정요건이 충족되어야 한다. 그런데 판례법상으로는 거래의 공정요건 이외에 소수주주 강제퇴출의 적법요건으로서 적정한 사업목적(proper business purpose)이 존재하여야 하는가에 관한 것이 쟁점이 되었다¹⁸⁾. 이에 관하여는 텔라웨어 주 대법원의 Tanzer판결¹⁹⁾과 Weinberger판결²⁰⁾ 이후 원칙이 형성되었다. 판례법상의 일반원칙은 소수주주의 퇴출이 거래의 유일한 목적인 순수폐쇄기업화거래(pure going private transaction)에서는 복수회사간의 결합이 아닌 단일회사내 다수과주주와 소수주주간의 대립구조를 전제로 하고 있으므로 선의의 사업목적이 있어야 하고, 실제로 다수과주주가 그 사업목적을 증명하기란 용이하지 않다는 것이다²¹⁾. 반면에 2단계합병(two-step merger)과 모자회사간 합병(parent-subsidiary merger)의 경우에는 순수폐쇄기업화거래와는 달리 합병 자체에 중복기능의 제거, 세금 절약, 기업가치의 상승 등의 시너지효과를 가져올 수 있기 때문에 사업목적이 별도로 요구되지 않거나 요구된다 하더라도 실재상 그 목적의

18) 상세한 설명은 송종준, 전제 '폐쇄기업화거래의 공정요건과 소수주주의 보호', 220-222면 참조

19) Tanzer v. Internatinal general Industries, Inc., 379 A. 2d(Del. 1977), on remand 402 A 2d 382(Del. Ch. 1979)

20) Singer v. Magnavox Co., 380 A 2d 969((Del. 1977)

21) Edward Brodsky · M. Patricia Adamski, Law of Corporate Officers and Directors, Rights, Duties and Liabilities, CBC, 1995, §7.06, p. 19. 그러나 대부분의 주판례는 소수주주 퇴출을 유일한 목적으로 하는 합병은 지배주주의 충실 의무위반을 구성하고, 소수주주 퇴출거래에 있어 다수과주주는 선의의 사업목적을 가져야 한다는 태도를 취하고 있다. Gilson/Black, op.cit., p. 1269

증명은 용이한 것으로 보고 있다²²⁾.

이와 함께 소수주주의 강제퇴출이 적법하기 위하여는 지급대가가 공정하여야 한다. 지급대가의 산정방식도 시장가격, 순자산가치, 수익가치 등으로 그 범위가 제한되어 있는 텔라웨어 가중평균방식 이외에도 미래 가치 등도 포함하여 공정한 가치산정을 위하여 필요한 모든 요소를 평가요소로서 고려하여야 한다는 원칙이 적용되고 있다. 그리고 거래의 공정성 판단에 필요한 거래자체에 관련된 정보를 공시하여야하고, 아울러 사외이사에 의한 거래의 승인, 외부의 독립적인 전문가 의견표시 등이 있었는지의 사실에 관한 정보도 공시하여 거래절차의 공정성이 확보되도록 하고 있다.

나) 영국법

영국회사법상 강제매수권(power of compulsory purchase)은 공개회사에 대하여 적용되는데, 소수주주 즉 공개매수의 청약에 응모를 거부한 비응모소수주주의 강제퇴출 또는 억압을 의미한다. 영국 회사법상 강제매수는 대상회사의 기발행주식 전부에 대하여 공개매수의 청약을 하여야 하고, 매수예정주식총수의 90% 이상에 해당하는 주식이 응모되어야 하지만, 일부 주식이 응모되지 않아서 공개매수가 실패로 종료되어야만 하는 경우에 한하여 성립할 수 있다. 아울러 강제매수의 조건은 동종의 주식에 대하여 균일하여야 하고²³⁾, 기응모주주에 대하여 제시한 청약조건과 동일하여야 하며, 매수예정주식총수의 90% 이상을 취득한 공개매수자는 그 청약에 응모하지 않은 잔존주주에게 소유주식의 매수의사를 통지하여야 하고²⁴⁾, 통지를 수령한 주주가 6주간 이내에 법원에 이의신

22) Brodsky/Adamski, op. cit., §7.06, 22-23

23) 영국 회사법 Section 428(3)(4)

청을 하지 않으면 공개매수자는 청약조건에 따라 기응모주식은 물론 잔여비용모주식을 취득할 권리와 의무가 발생한다²⁵⁾.

공개매수자의 강제매수에 반대하는 소수주주는 법원에 강제매수금지 명령을 신청할 수 있다. 그리고 공개매수에 응모하지 않은 소수주주는 공개매수자에 대하여 소유주식의 매수를 청구할 수 있다. 이것을 반대소수주주의 주식매수청구권(appraisal right) 또는 주식매도권(sell-out right of shareholders)이라고 하며 이것은 공개매수자의 강제매수권에 대응하는 개념이다. 공개매수자는 응모주식의 비율이 90%에 달하면 비용모주주에 대하여 소유주식을 매도할 수 있는 권리가 있다는 사실을 90%의 취득시점으로부터 1개월 이내에 통지하여야 한다²⁶⁾. 이상의 요건이 충족되고 반대주주가 주식매도의사를 서면통지하면 공개매수자는 당해 주식을 매수할 의무가 생긴다.

다) 독일법

독일은 2001년 11월 15일 제정된 유가증권취득 및 기업인수법에 따라 주식법에 소수주주 강제퇴출 규정(제327a-f)을 신설하였다. 독일 주식법상 소수주주 강제퇴출은 특별한 경영상 목적이 존재하지 않더라도 상장회사와 비상장회사를 불문하고 자본참여요건으로서 다수과주주가 기본자본의 95% 이상을 소유하기만 하면 된다²⁷⁾. 다만 95% 이상의 주식을 소유한 다수과주주는 퇴출시키려는 소수주주에게 적절한 대가를 보상하여야 한다²⁸⁾. 보상할 대가는 상장회사인 경우에는 거래소 시세를 최

24) 영국 회사법 Section 429(1)(3)

25) 영국 회사법 Section 430(1)(2)

26) 영국 회사법 Section 430 A(3)(5)

27) 독일 주식법 제327b조 제1항

28) 독일 주식법 제327a조 제1항

저보상가격으로 하여야 하고, 거래소 시세는 소수주주의 강제퇴출을 위한 주주총회의 결의일을 기준으로 하여 직전 3개월간의 평균주가에 의하여 산정된다. 그리고 다수과주주가 소수주주를 강제퇴출하기 위해서는 이사회에 의하여 소집된 주주총회의 결의가 있어야 한다. 주주총회의 의안에는 다수과주주에 대한 상황과 확정된 금전보상액이 명시되어야 한다²⁹⁾. 그리고 주주총회에서 다수과주주는 소수주주를 퇴출시키기 위한 요건으로서 95%지분요건, 현금보상의 적정성에 대하여 보고하여야 한다³⁰⁾. 여기서 현금보상액의 적정성에 대한 평가는 전문검사인의 검사에 의하여 이루어지고, 이 검사인은 다수과주주의 신청에 의하여 법원이 선임한다³¹⁾.

이상의 실제적 요건과 절차적 요건이 구비되면 소수주주의 보유주식은 등기시점부터 다수과주주에게 이전되고, 다수과주주는 소수주주에게 그에 대한 반대급부로서 적정한 현금을 지급하여야 할 의무를 부담한다. 그 대가의 계산은 다수과주주가 하게 되며, 다수과주주는 현금지급을 위해 주주총회의 결의 이전에 이사회에 금융기관이 다수과주주의 보상의 무의 이행을 보증하는 보증서를 제출하여야 한다³²⁾.

3) 회사법 개정안

개정안은 단일회사내 소수과주주의 퇴출시에 요구되는 사업목적은 미국법을, 퇴출을 위한 자본참여기준과 절차는 주로 독일 주식법을, 소수주주의 주식매도청구권은 영국 회사법을 수용하였고, 매매가격의 산정

29) 독일 주식법 제327c조 제1항

30) 독일 주식법 제327c조 제2항

31) 독일 주식법 제327c조 제2항

32) 독일 주식법 제327b조 제3항

기준은 주식매수청구권에 적용되는 일반원칙을 반영한 것이라고 할 수 있다.

(1) 지배주주의 매도청구권

개정안에서는 발행주식총수의 95% 이상을 보유한 지배주주에게 소수주주에 대한 보유주식 매도청구권을 부여하되 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우로 제한하고(개정안제360조의24제1항), 주주총회의 승인을 요건으로 한다(개정안제360조의24제3항). 여기서 95%의 주식소유비율은 모회사와 자회사가 보유한 비율을 합산하여 산정하고, 회사 이외의 주주가 발행주식총수의 100분의 50을 초과하는 주식을 가진 회사가 보유한 주식도 그 주주가 보유한 주식과 합산한다(개정안제360조의24제항).

주주총회의 소집을 통지할 때에는 지배주주의 회사주식의 보유현황, 매도청구의 목적, 매수가액의 산정근거와 적정성에 관한 공인된 감정인의 평가 및 매매가액의 지급보증에 관한 사항을 기재하여야 하고 지배주주는 주주총회에서 그 내용을 설명하여야 한다(개정안제360조의24제4항).

매도청구를 받은 소수주주는 매도청구를 받은 날로부터 2월 내에 지배주주에게 그 주식을 매도하여야 한다(개정안제360조의24제5항). 이 경우 주식의 매매가액은 현행 주식매수청구권의 행사에 있어서 적용되는 가격산정원칙(제374조의2제3항 내지 제5항)과 같이 소수주주와 지배주주 간의 협의로 결정하고, 그 매도청구를 받은 날로부터 30일 내에 협의를 이루어지지 아니하는 경우에는 법원에 매수가액의 결정을 청구할 수 있다(개정안제360조의24제7항).

(2) 소수주주의 매수청구권

소수주주는 언제든지 지배주주에 대하여 개별적으로 주식매수를 청구할 수 있다(개정안제360조의25제1항). 매수청구를 받은 지배주주는 그 청구일을 기준으로 2개월 내에 주식을 매수하여야 한다(개정안제360조의25제2항). 이 경우 매수가액의 결정은 매수를 청구한 주주와 지배주주간의 협의로 정하되, 그 협의가 이루어지지 않은 경우에는 법원에 매수가액의 결정을 청구할 수 있다(개정안제360조의25제3항, 제4항).

(3) 주식의 이전 등

소수주식을 취득하는 지배주주는 매매가액을 소수주주에게 지급한 때 주식의 이전이 이루어진 것으로 보고(개정안제360조의26제1항), 매매가액을 지급할 소수주주를 알 수 없는 경우에 지배주주는 그 가액을 공탁하여야 하며, 이 경우 주식은 공탁한 날에 지배주주에게 이전된 것으로 본다(개정안제360조의26제2항). 지배주주는 매도청구의 날 1월 전에 소수주주가 매매가액의 수령과 동시에 주권을 지배주주에게 교부하여야 한다는 뜻, 교부하지 않을 경우에 매매가액을 수령하거나 지배주주가 매매가액을 공탁한 날에 주권은 무효가 된다는 뜻을 공고하고, 주주명부에 기재된 주주와 질권자에 대하여 따로 통지하여야 한다(개정안제360조의26제3항).

라. 교환공개매수의 활성화

교환공개매수(exchange tender offer)라 함은 현금지급이 아닌 유가증권과의 교환에 의하여 이루어지는 공개매수를 말한다. 현행 증권거래법

은 교환공개매수의 근거 규정(제21조 제1항, 제3항)을 두고 있지만 교환 공개매수의 절차에 관한 세부규정은 두고 있지 않다. 공개매수자가 교환해야 할 유가증권이 공개매수자가 새로이 발행하는 주식일 경우에는 대상회사의 응모주주가 공개매수자에게 현물출자를 하는 것이므로 이에 대해서는 상법(제416조, 제422조)이 적용된다.

상법상으로는 공개매수자가 교환할 유가증권으로서 신주를 발행하는 경우에 공개매수회사에 대하여는 상법상 현물출자규정이 적용되므로, 출자물에 대한 과대평가를 방지하기 위하여 상법 제416조 제4호에 의하여 정관에 출자목적물의 종류, 수량, 가액 등을 특정하여야 하고, 상법 제422조에 의하여 법원이 선임한 검사인에 의하여 현물출자의 검사가 이루어져야 한다. 그러나 교환공개매수를 청약하는 등 증권거래법상의 공개매수절차를 진행하는 시점에 있어서는 현물출자자, 교환할 주식등 현물의 종류, 가액, 수량 등을 특정할 수 없으므로 현실적으로 이러한 요건을 충족시켜 신속하게 교환공개매수를 실행하기란 용이한 일이 아닐 것이다³³⁾.

이러한 문제 때문에 법원은 교환공개매수에 있어서 상법상의 현물출자에 관한 규정을 유연하게 해석하여 신주발행에 의한 교환공개매수의 길을 터 준 바 있다³⁴⁾. 즉 법원은 상법상 현물출자자와 출자목적물의 수량은 확정적인 것이 아니더라도 이사회에서의 결의가 있으면 특정된 것으로 보고, 현물출자자에게 부여할 주식수의 특정은 구체적이지 않더라도 주식수를 계산할 수 있는 산식의 결의만으로도 특정된 것으로 인정하며, 현물출자의 가액산정에서 매수가격의 프리미엄지급은 과대평가라고 볼 수 없다고 풀이한 바 있다. 그러나 이러한 법원의 결정은 독점규제법상 지주회사의 주식취득제한에 해당하지 아니할 목적으로 현물출자

33) 노혁준, '교환공개매수에 관한 연구', 상사법연구 제23권 제2호(2004), 한국상사법학회, 28면 이하.

34) 서울남부지방법원 2001.11.12, 선고 2001파40 결정.

를 받기 위하여 교환공개매수를 하는 경우에만 관련되는 것이라고 할 수 있다³⁵⁾.

개정안에서는 현물출자에 있어서 출자총액이 정관에 기재된 자본금의 5분의 1을 초과하지 않고 대통령령에서 정한 금액을 초과하지 않는 소액출자인 경우, 현물출자의 재산이 거래소의 시세있는 유가증권인 경우, 주주전원의 동의가 있는 경우, 교환공개매수 등의 경우에는 감사인의 조사 또는 감정인의 감정절차를 면제하기로 하였다(개정안제299조제2항). 이에 따라 상법상으로는 교환공개매수의 실행절차상 장애적 요소로 작용하였던 불합리가 해소되어 교환공개매수의 활성화에 촉매적 기능을 발휘할 수 있는 법환경을 조성해 주었다고 볼 수 있다. 그러나 이러한 개정에도 불구하고 교환공개매수신고서와 유가증권증권신고서의 제출에 따르는 증권거래법상의 불합리한 문제가 완전히 해소된 것은 아니다.

마. 영업양수절차의 완화

상법은 영업의 전부 또는 일부를 양도하거나 다른 회사의 영업전부를 양수하는 등의 경우에는 주주총회의 특별결의를 거치도록 하고 있다(제374조제1항). 그런데 후자와 같이 다른 회사의 영업전부 또는 일부를 양수하는 경우에 그 영업이 양수회사의 영업에 중대한 영향을 미치는지의 여부와 관계없이 주주총회의 특별결의를 거치게 하는 것은 영업양수도의 원활성을 해칠 우려가 크다고 할 수 있다.

이번 회사법 개정안에서는 다른 회사의 영업전부 또는 일부를 양수하는 경우에 그 영업이 양수회사의 영업에 중대한 영향을 미치지 아니하는 경우에는 주주총회의 특별결의가 요구되지 않음을 명시하였다(개정

35) 노혁준, 전제논문, 40면.

안제374조제1항제3호). 이와 같은 개정으로 소규모의 영업양수가 촉진될 여지가 커졌다고 볼 수 있다.

다만 무엇을 기준으로 영업에 대한 중대한 영향여부를 평가해야 하는 지에 대하여 해석상의 다툼도 예상되고 이를 둘러싼 소송도 증가할 여지가 커졌다고 본다. 생각건대 그 판단기준은 단순히 양수회사의 자산 중 양수영업의 자산가치가 차지하는 비중과 같은 형식적인 기준만으로 정할 일은 아니라고 본다. 양수하는 영업이 양수회사의 자산 대비해 수량적으로 중요한 비중을 차지하지 않더라도 양수하는 영업이 가지는 시장 점유율, 양수하는 영업이 발생시킬 현재 및 미래의 수익적 가치 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 할 것으로 본다.

3. 방어법제의 변화

가. 개정안의 특징

회사법 개정안은 의결권제한주식, 양도제한주식, 거부권부주식, 임원 임면권부주식 등 다양한 종류주식을 도입하고 자기주식을 용이하게 취득할 수 있게 함으로써 현행 상법에 비하여 적대적 기업인수로부터 경영권을 방어하기 위해 활용할 수 있는 법적 수단을 제공한 것으로 평가할 수 있다. 반면에 자기주식의 임의처분을 제한함에 따라 경영권 방어의 유용한 수단을 잃게 되었고, 제3자에게 신주를 발행하는 경우에 공시 의무를 부과한 것도 경영권 방어에 부정적 영향을 미치는 사실상의 효과가 있다고 볼 수 있다.

특히 개정안 중 자기주식의 임의처분에 대한 규제태도는 자기주식의 임의처분이 매우 보편적인 방어수단으로 활용되어 온 점을 고려하면 경영권의 이전에 대하여 법률이 직접 개입하지 않았던 전통적인 상법의 방어법 체계에 상당한 변화를 가져온 것이라고 할 수 있다. 이것은 자기주식의 처분에 대하여 직접적인 입법규제를 가하고 있지 않는 미국형의 입법과 다른 것이고, 자기주식의 처분에 주주평등의 원칙을 적용하는 독일 주식법과 일본 회사법상의 태도와 동일하다.

나. 방어적 종류주식의 도입

1) 방어적 주식의 종류

가) 의결권의 배제 또는 제한에 관한 종류주식

개정안에서는 의결권이 전혀 부여 되지 않는 주식과 정관이 정하는 사항에 관하여만 의결권이 없는 종류의 주식을 발행할 수 있도록 명시하였다(개정안 제344조의3). 전자를 무의결권주식, 후자를 의결권제한주식이라고 부를 수 있고 양자를 의결권제한주식으로 통칭하기도 한다. 개정안의 취지에 따르면 보통주에 대하여도 의결권을 박탈할 수 있고(의결권없는 보통주), 현행법상 의결권없는 우선주에 대하여 적용되는 의결권 부활규정, 즉 정관에 정한 우선적 배당을 받지 아니한다는 결의가 있는 총회의 다음 총회부터 그 우선적 배당을 받는다는 결의가 있는 총회의 종료시까지의 의결권이 있다(제370조 단서)는 강행규정도 배제할 수 있다. 그러나 기발행주식에 대하여 의결권을 배제하거나 제한하는 것이 허용될 수 있는 지에 대하여는 부정적으로 보아야 할 것이다.

나) 특정한 사항의 거부권에 관한 종류주식

개정안에서는 특정한 사항에 관하여 주주총회의 결의 외에 특정 종류의 주주총회의 결의를 필요로 하는 종류의 주식을 발행할 수 있도록 명시하였다(개정안제344조의4). 이를 거부권부주식이라 할 수 있으며 일반적으로는 황금주에 속하는 종류주식이다. 회사가 이 거부권부주식을 발행할 경우에는 종류주주총회의 결의를 필요로 하는 사항과 결의의 요건과 조건을 정하도록 하였다(개정안제344조의4제1항).

그런데 개정안에서는 거부권부주식의 발행에 일정한 제한을 가하였다. 즉 거부권부주식의 발행은 원시정관 또는 총주주의 동의에 의하여 변경된 정관에 의하도록 한 것이 그것이다(개정안제344조의4제2항). 이것은 거부권부주식의 발행을 통한 경영권방어의 남용을 우려한 것이고, 이러한 종류주식의 발행이 필요하다고 볼 수 있는 벤처기업 등 폐쇄회사에서 이용되는 것을 의도한 때문이다³⁶⁾.

다) 임원임면권에 관한 종류주식

개정안에서는 특정한 종류주식의 주주총회에서 이사 또는 감사를 선임 또는 해임하는 권한을 가진 종류의 주식을 발행할 수 있도록 규정하였다(개정안제344조의5). 이를 임원임면권부주식 또는 임원선해임권부주식이라고 부를 수 있다. 임원임면권부주식은 종류주식을 대표하는 이사

36) 예컨대 벤처기업 등에서 출자비율과 관계없이 경영권은 창업자가 가지고, 다만 중요한 의사결정에 관해서는 투자자의 동의를 얻도록 주주간 약정을 하는 경우와 같이 거부권부주식의 도입은 기업실무에서 이용되고 있는 주주간 계약을 회사법적으로 수용하는 효과가 있는 것으로 풀이되고 있다. 권중호, '적대적 M&A의 일본의 최근 동향', 2006년 한국기업법학회·상사판례학회 공동학술대회발표자료, 2006. 6. 319면

등을 확보하기 위하여 발행되는 것이다. 개정안에서는 거부권부주식의 경우와 같이 임원임면권부주식의 발행은 원시정관 또는 총주주의 동의에 의하여 변경된 정관에 의하도록 하였다.

라) 주식의 양도에 관한 종류주식

상법 제335조는 발행주식 전부에 대하여 이사회가 승인이 필요한 전부양도제한주식을 규정하고 있는 것으로 풀이되고 있으나 개정안에서는 이를 정관이 정하는 바에 따라 주식의 전부의 양도에 관하여 이사회가 승인을 얻도록 할 수 있다고 명시(개정안제335조)함으로써 해석론상 다툼의 소지를 없앴다.

반면에 위의 전부양도제한주식은 한 종류의 주식만이 존재하므로 종류주식은 아닌 것이다. 그리하여 개정안에서는 다양한 종류주식을 발행한 경우에 그 일부의 종류주식에 대하여 양도에 관하여 이사회가 승인을 요하는 형식으로 주식을 발행하는 것을 허용하고 정관에 규정할 사항을 명시하였다(개정안제344조의6). 이것이 종류주식으로서 양도제한주식이다.

마) 상환 및 전환주식

개정안에서는 현행 상법상 상환주식과 전환주식제도의 틀을 유지하면서 상환대가의 유연화와 상환 또는 전환 청구권자의 범위를 확대하였다. 개정된 상환주식은 종류주식(개정안제344조제1항)을 발행하는 경우에 정관이 정하는 바에 따라 이익으로써 소각할 수 있는 조건을 붙여 발행할 수 있다(개정안제345조 1문). 이 경우 상환의 청구권이 회사에게

부여되는 상환주식과 주주에게 부여된 상환주식으로 발행할 수 있다(개정안제345조제2항1문). 전자를 상환사유부주식(일본의 취득조항부 종류주식에 해당)이라 할 수 있고, 후자를 상환청구권부주식(일본의 취득청구권부 종류주식에 해당)이라 부를 수 있다. 개정안에서 전환주식은 수종의 주식을 발행한 경우에 정관으로 주주가 인수한 주식을 다른 종류의 주식으로 전환할 수 있는 조건을 붙여 발행할 수 있다. 이 경우 전환권은 회사에 부여할 수 있고(개정안제346조제2항1문), 주주에게도 부여할 수 있다(제346조제1항). 전자를 전환사유부주식(일본의 전환조항부 종류주식에 해당), 후자를 전환청구권부주식(일본의 취득청구권부 종류주식에 해당)이라 부를 수 있다.

2) 방어적 주식제도의 실익 평가

이번 회사법개정안에서 도입한 거부권부주식, 의결권제한주식, 양도제한주식, 임원임면권부주식 중 거부권부주식과 임원임면권주식은 경영권유지를 위해 남용의 우려가 큰 주식들이다. 이들 주식이 폐쇄회사, 공개회사를 불문하고 적용되는 것을 전제로 할 때에 그 도입이 바람직한 것인지에 대하여는 의견대립이 적지 않다. 개정안에서 거부권부주식과 임원임면권부주식의 발행요건을 엄격히 한 것은 상장회사를 염두에 둔 것이라 할 수 있다. 이들 주식의 발행이 어렵게 되었다더라도 벤처회사나 합작법인과 같은 폐쇄회사에서는 설립시에 이들 주식의 발행이 어렵지 않다는 점에서 개정안은 나름대로 실익이 있다고 본다.

개정안에서는 상환주식과 전환주식제도를 획기적으로 개선하였는데, 회사가 다양한 종류주식에 대하여 강제로 상환하거나 전환할 수 있는 조건을 붙인 경우에는 사실상 미국의 초기 형태의 전형적인 포이슨 필의 기능을 발휘할 수 있다고 본다. 더욱이 개정안에서는 이익배당을 현금,

주식 이외에도 기타 재산으로 지급할 수 있도록 하였고, 여기의 재산에는 전환사채와 신주인수권부사채와 같은 옵션형 잠재주식도 포함되기 때문에 그러한 옵션이 붙은 사채를 배당으로서 주주에게 지급할 수도 있게 되었다. 특히 배당가능이익이 있는 경우에는 이익배당 및 재무제표의 확정기관을 이사회로 할 수 있기 때문에(개정안 제449조의2, 제464조의2) 그러한 배당을 위한 신속한 결정을 내릴 수 있게 된 것도 경영권 방어 기능을 발휘할 수 있는 실익적 효과라고 볼 수 있을 것이다.

반면에 거부권주식, 의결권제한주식, 임원임면권부식의 발행이 허용되더라도 실제로 적대적 기업인수에 직면한 상태에서 이 주식을 방어수단으로 이용하는 경우에 그 적법성이 당연히 인정된다고 볼 수는 없을 것이며, 차등의결권제도를 지배주주에게 인정하는 경우에는 더욱 더 그 위법성 문제가 다투어 질 수 있다. 일본정부가 적대적 기업매수에 대한 방어지침³⁷⁾을 제시하고 있는 것은 특히 거부권부주식, 임원임면권부주식 등과 같은 방어적 주식과 신주예약권제도를 직접적인 방어수단으로 사용하는 경우에 그 남용을 억제하기 위한 것이라고 할 것이다.

일반론적 관점에서 보면 경영권 방어수단의 적법성을 허용하기 위해서는 그 수단이 자금조달 등 기업경영의 일환으로써 이용될 경우에는 방어권 행사의 적법성을 인정하기가 상대적으로 용이할 것이지만, 그러한 경영상 목적이 없이 순전히 경영권을 유지하거나 방어하는 기능만을 가진 방어적 주식은 그 적법성을 인정하기가 어려울 것이라는 점에서 방어적 실익은 상대적으로 적다고 볼 것이다. 더욱이 방어적 주식을 도입한 회사의 경우에는 미국³⁸⁾과 일본³⁹⁾의 예에서 보듯이 주식을 상장할

37) 經濟産業省・法務省, 企業價值・株主共同の利益の確保又に向上のための買収防禦策に関する指針, 2005.5.27

38) 미국의 NYSE, AMEX 등의 거래소에서는 1994년부터 기존의 공개기업이 신규로 복수의결권주식을 발행하는 것을 금지하고 있다. 다만 1994년 이전에 도입하였던 기업의 경우에는 그 적용을 제외함에 따라, 이들 기업은 신규공개 시에 복수의결권주식을 발행하는 것도 금지되지 아니한다. 2004년에 신규로 공개한 바 있는 인터넷

수 없거나 엄격하게 제한될 것이기 때문에 경영권보호가 절실한 상장회사의 경우에 이러한 형태의 주식이 경영권 방어에 실익을 줄 수 있다고 판단하기는 어려울 것이다.

다. 자기주식의 취득 및 처분규제의 개편

개정안은 현행의 자기주식취득을 특정목적에 의한 자기주식취득이라 명명하여 존치시키고, 배당가능이익 범위 내에서는 아무런 제한없이 자기주식을 취득할 수 있도록 허용하였다. 그리고 자기주식의 처분에는 신주발행절차가 준용되도록 하였다.

검색회사인 구글(Google)사에서는 의결권이 다른 2종류의 주식을 발행하여 창업자 2인 및 경영진은 강력한 의결권(1주당 10표)을 보유하고 일반주주는 1주1개의 의결권만이 있는 우선주를 배정하는 형식으로 공개한 바 있다고 한다. 企業價值研究會, 企業價值報告書-公正な企業社會のルール形成に向けた提言, 2005.5.27, 66면, 주94-95.

- 39) 일본의 동경증권거래소는 2006년 3월부터 포이슨 필의 하나인 라이트 플랜(right plan)으로서 행사가격이 주식의 시가 보다 현저하게 낮은 신주예약권을 도입 시점의 주주에게 배정해 두는 경우, 주주총회에서 이사의 과반수가 교체된 경우에도 여전히 폐지할 수 없도록 한 데드 핸드형 라이트 플랜(dead hand right plan), 사업목적, 발행목적, 배정대상자의 속성, 기타 권리내용 등에 비추어 주주의 권리내용과 그 행사를 부당하게 제한하는 거부권부종류주식 등 방어적 주식은 상장을 금지하거나 폐지하기로 하였다. 다만 회사의 사업목적, 거부권종류주식의 발행목적, 배정대상자의 속성 및 권리내용 기타 조건에 비추어 주주 및 투자자의 이익을 침해할 우려가 적다고 판단되는 경우에는 예외로 하고 있다. 따라서 민영화기업이 국가정책에 따라 국가(정부)에게 거부권부종류주식을 배정하는 경우가 이에 해당할 수 있을 것이다. 그러나 기존의 상장회사가 새로이 거부권종류주식을 발행하는 경우에는 이와 같은 예외적인 취급에는 신중할 것이라고 한다(매수방어책의 도입에 관한 상장제도의 정비등에 관한 요강개정안, 2005.11.22).

1) 자기주식의 취득

개정안은 증권거래법과 같이 배당가능이익의 범위(제462조 제1항) 내에서는 취득목적과 수량에 아무런 제한 없이 자기주식을 취득하는 것을 허용하되(개정안 제341조), 다만 매수방법을 제한하였다. 이 경우 거래소의 시세있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하는 방법(공개매수와 시장매수)에 따라 자기주식을 취득하여야 하고(1호), 상환주식(제344조제1항)을 제외하고 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 매수하는 것으로서 대통령령이 정하는 방법에 따라(2호) 자기주식을 취득하여야 한다. 이것은 주주평등의 원칙을 실현하기 위한 것이다.

이 경우 자기주식을 취득하고자 하는 회사는 미리 주주총회의 결의로 취득할 수 있는 주식의 종류와 수, 취득가액 총액의 한도, 1년을 초과하지 않는 범위에서 자기주식을 취득할 수 있는 기간을 결정하여야 한다. 다만 정관에서 이사회결의로 이익배당을 할 수 있다고 정하고 있는 경우에는 이사회결의로 주주총회의 결의에 갈음할 수 있다(개정안 제341조제2항). 그리고 당해 영업연도의 결산기에 배당가능이익이 발생하지 않을 우려가 있는 때에는 자기주식을 매수해서는 아니되고, 이를 위반하여 자기주식을 매수하여 소각한 이사는 회사에 대하여 연대하여 부족금액을 배상할 책임을 진다(개정안 제341조제3항·제4항).

이와 같이 자기주식을 배당가능이익 범위 내에서 자유로이 취득할 수 있게 한 것은 바람직한 입법이라고 본다. 이에 따라 적대적 기업인수에 대비한 유용한 방어수단이 제공된 셈이다.

2) 자기주식의 처분

회사법 개정안은 자기주식을 처분하는 경우에 정관에 규정이 없으면 이사회가 처분할 주식의 종류와 수, 처분할 주식의 처분가액과 납입기일에 관한 사항을 결정하도록 규정하고 있다(개정안제342조제1항). 그리고 자기주식의 처분에는 상법상 신주발행절차를 준용함을 명시하고 있다(개정안제342조제2항). 개정안이 자기주식 처분에 신주발행절차를 준용하도록 한 것은 자기주식의 처분에 따라 기존 주주의 회사에 대한 지배력의 균형에 변동이 생길 우려를 해소하고 궁극적으로는 주주평등의 원칙을 실현하고자 하는 데에 그 취지가 있다고 보여진다⁴⁰⁾. 이것은 일본 회사법의 입법례를 따른 것이다⁴¹⁾.

개정안에 따르면 액면미달금액의 자기주식을 처분하는 경우에는 주주총회의 결의와 법원의 인가를 얻어야 하고(제417조), 주주에게 자기주식을 처분하는 경우에는 자기주식 양수권자의 기준일을 정하고 주주에게 최고하는 절차를 이행하여야 한다(제418조제1항, 제3항, 제419조). 제3자에게 처분하기 위하여는 정관에 정한 바에 따르거나 주주총회의 특별결의를 거치고, 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우이어야 하며, 이 경우 제3자의 범위는 정관에 특정되어야 한다(제418조제2항). 그리고 자기주식의 처분대가가 현물인 경우에는 법원이 선임한 검사인의 검사 또는 공인감정인의 감정을 받아야 하고(제422조) 납입기일에 납입 또는 현물을 교부하지 않으면

40) 대림통상 사건에서 법원은 이러한 취지의 판결을 내린 바 있다. 서울 서부지방법원 2006. 3. 24, 선고 2006 카합393결정 ; 동법원 2006.6.29. 2005가합826판결

41) 일본 회사법상 자기주식을 처분하기 위해서는 법이 그 처분방법을 인정하는 경우를 제외하고는 주식의 발행과 같이 모집절차에 따라야 한다. 이것은 공개회사의 경우에는 납입금액의 공정을 도모하기 위한 것이고, 전주식양도제한회사에 있어서는 주주간 지주비율의 유지를 기하기 위한 것이다. 江頭憲治郎, 株式會社法, 有斐閣, 2006, 253면.

자기주식을 양수할 수 있는 권리를 상실하며(제423조제2항, 제3항), 자기주식의 처분이 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정할 경우에는 주주는 자기주식처분의 유지청구권을 행사할 수 있다(제424조). 그밖에 자기주식 처분에 대하여는 무효의 소를 제기할 수 있고(제429조, 제430조, 제432조, 제427조), 자기주식의 처분 후에 아직 처분되지 아니한 자기주식이 있거나 자기주식의 양수가 취소된 때에는 이사가 공동으로 인수한 것으로 본다(제428조).

따라서 자기주식의 처분절차를 제한하게 됨에 따라 우호적인 제3자에게 임의처분하여 경영권을 방어하는 것은 종전에 비하여 훨씬 어려워졌다고 볼 수 있다.

라. 신주의 제3자배정시 사전공시제의 도입

개정안에서는 신주발행에 따른 주금의 납입기일의 2주전에 신주의 종류와 수, 발행가액이나 그 산정방법, 모집방법 등(제416조제1호 내지 제4호)을 공고하거나 주주에게 통지 또는 공고하도록 하는 사전공시제도를 신설하였다(개정안 제418조제4항). 이러한 사전공시는 전환사채와 신주인수권부사채를 발행하는 경우에도 준용된다.

상법은 주주 이외의 자에게 신주를 발행할 경우에 사전에 신주발행사항에 관하여 공시하도록 하는 절차를 규정하고 있지 않았다. 제3자에 대한 신주발행의 경우에는 발행조건의 여하에 따라서는 기존 주주의 이익이 침해될 소지가 있다. 불공정한 제3자 신주발행이라도 주주가 사전에 그 발행사항을 알지 못하면 신주발행유지청구권을 행사하기란 사실상 어렵다는 문제가 있다. 그리고 신주의 제3자배정으로 경영권을 방어하고자 하는 경우에 현행법상으로는 정관에 정함이 있는 경우에는 경영

상의 필요성이 충족되는 경우에는 이사회 결의만 있으면 경영권을 공격하는 매수자에 대한 아무런 통지가 없어도 제3자배정이 가능하였는데, 이것은 매수와 방어간의 공평한 취급이라는 상법의 원칙에 부합하지 않는 문제가 있었다.

이번의 개정안은 은밀하게 신주를 제3자에게 배정하는 행태를 투명화함으로써 신주발행의 공정성을 확보할 수 있는 계기가 되었다고 본다. 이것은 지배권거래의 투명성원칙에도 부합하는 것이며 바람직한 입법이라고 본다.

4. M&A법제의 과제

M&A법제는 상법 이외에 증권거래법 등 다양한 특별법이 그 구성요소로 되어 있지만, 이하에서는 상법상의 매수법제와 방어법제에 대하여만 검토하고자 한다.

가. 매수법제상의 과제

1) 소수주식 전부취득제와 소수주주에 대한 정당한 보상 문제

회사법 개정안은 단일회사 내에서는 물론이고, 합병과정에 있어서도 소수과주주를 퇴출시킬 수 있게 함으로써, 자칫 소수과주주의 강제퇴출이 남용될 여지가 있다고 본다. 이에 따라 소수과주주의 법적 지위가 위협을 받을 수 있게 된 셈이다. 소수과주주의 퇴출을 허용함에 따라 기업

경영의 유연화에 이바지할 수 있게 되었지만, 이 제도는 퇴출되는 주주에 대하여 지급되는 대가가 공정한 가액임을 전제로 하여 인정되는 것이다. 소수과주주의 퇴출은 일반적으로 적대적 M&A에 의하여 기업을 인수한 후에 벌어지는 것이 보통이고 특히 기업인수후 기업을 해체하여 단기간내에 수익을 추구하는 파탄적 M&A(bust-up M&A)의 경우에 이러한 현상이 자주 발생한다.

개정안은 퇴출되는 소수과주주에게 지급하는 대가산정기준에 주식매수청구권이 행사된 경우에 적용되는 매매가격산정기준을 적용하도록 규정하고 있다. 그러나 주식매수청구권을 행사한 경우에 지급되는 대가는 반대주주의 의사에 의하여 이루어지는 사원관계로부터의 자발적 탈퇴에 대한 보상인 반면에, 소수주식 전부취득제와 현금합병에서 지급되는 대가는 소수과주주의 의사에 반하는 강제제명이라는 점에서 양자를 동일하게 취급하는 것이 공평의 관념에 부합한 지는 의문이다. 이러한 관점에서 강제퇴출되는 소수과주주에 대하여 지급되는 대가는 공정하게 산정되어야 할 뿐만 아니라 충분하게 보상이 되어야 한다는 점을 간과해서는 아니될 것이다.

일반적으로 기업을 인수하기 위해서는 경영권 프리미엄을 가산한 매수가격이 형성되는 것이 보통이고, 이와 같은 프리미엄부 매수로 지배권을 취득한 자는 2단계에서 단일회사 내의 소수과주주를 퇴출시키거나, 인수회사와의 합병단계에서 소수과주주를 퇴출시키는 것이 보통이다. 1차적으로 지배권을 확보하는 단계에서 주식을 매도한 주주들은 그 프리미엄을 배분받는 셈이다. 1단계의 지배권취득은 사적 교섭매수 또는 공개매수에 의하는 것이 보통인데 어느 경우에나 지배권프리엄은 분배되는 것이다. 그러나 1단계에서 매도하지 않은 주주들은 2단계에서 퇴출되고, 이 과정에서의 대가산정은 주식매수청구권을 행사한 경우와 동일하게 적용되며 여기에서는 경영권 프리미엄의 분배는 전혀 고려되지 않는다.

따라서 퇴출되는 소수과주주를 실질적으로 보호하기 위해서는 지급 대가의 산정에 지배권 프리미엄의 요소가 고려될 필요가 있다. 이러한 문제는 미국의 경우에 흔히 2단계 공개매수 또는 2단계 합병(two-step merger)의 경우에 중요한 쟁점으로 다루어진 바 있다⁴²⁾. 유럽형 매수법제에서는 전부의무공개매수제도를 시행함으로써 이러한 문제가 존재하지 않지만, 부분매수를 원칙으로 하는 우리의 매수법제에서는 당면하는 문제라고 할 수 있다.

이러한 문제를 해소할 수 있는 방안으로서는 1단계에서 지배주식을 취득할 당시의 매수가격 중 지배권 프리미엄에 해당하는 가액을 2단계의 퇴출주주에게 분배하는 방안을 검토할 수 있을 것이다. 구체적으로는 시장매수 또는 협상매수에 의한 경우에는 그 매수가격 또는 일정한 기간내의 평균매수가격, 공개매수에 의한 경우에는 공개매수가격 중에서 프리미엄에 상당하는 금액만을 주식매수청구권 행사에 따라 산정된 매매가격에 포함시켜 강제퇴출되는 주주에게 보상하는 것이다. 다만 이러한 보상원칙이 소수과주주의 퇴출이 발생하는 모든 경우에 획일적으로 적용되는 것은 이러한 퇴출제도를 도입하여 경영의 유연화를 도모하기 위한 법정책의 취지에 부합하지 않으므로, 그 적용대상을 합리적으로 제한할 필요가 있을 것이다.

소수과주주의 퇴출의 정당성은 정상적인 회사경영을 전제로 하는 것이다. 그러나 1단계의 지배권 취득 후 소수과주주의 퇴출만을 목적으로 하거나 투기적인 목적으로 단기간 내(예컨대 2-3년)에 2단계에서 소수과주주를 퇴출시키는 행위는 이러한 법정책의 취지와 부합하지 않는 것이다. 따라서 지배권의 취득 후 단기간 내에 행하여지는 소수과주주의 퇴출행위는 법정책적으로 투기적 M&A로 간주할 필요가 있고, 아울러 이에 해당하는 경우에는 지배권 프리미엄을 주식매수청구권의 행사가격에 가산하

42) 이에 대하여는 송종준, 2단계 합병과 소수과주주의 보호, 법학연구 제7권 2호, 충북대 법학연구소, 1995 참조.

여 소수과주주에게 지급하도록 규제하는 방안을 검토할 필요가 있다.

2) 파탄적 M&A의 자율적 규율 문제

회사법 개정안에 따르면 소수과주주의 퇴출만을 목적으로 기업인수 또는 기업결합이 추진될 수 있고, 기업인수 후 남용적인 자산매각 등 투기적이고 파탄적인 M&A가 발생할 수 있다. 이러한 경우에 대상회사가 일반합병에서 요구되는 특별결의요건을 가중한 형태의 초다수결요건(super majority requirement)을 설정할 수 있도록 상법이 이를 명시적으로 허용하여 기업 스스로 이러한 우려가 있는 적대적 기업인수를 사전에 저지할 수 있도록 하는 방안도 검토할 수 있을 것이다.

현행 상법의 정신에 비추어 볼 때에 주주총회의 특별결의요건을 예컨대 주주전원일치로 가중하는 것과 같이 무제한적으로 허용할 수 있는가 하는 해석상의 문제가 있다. 이에 대하여는 보통결의요건을 정관에 의하여 가중할 수 있다는 상법의 규정(제368조제1항)과의 균형을 기한다거나 소수과주주의 거부권 확보차원에서 특별결의요건을 가중하는 것을 긍정하는 견해가 통설이다⁴³⁾. 그러나 보통결의와는 달리 특별결의에 있어서는 정관에 의하여 달리 정할 수 있다는 근거가 없고, 가중을 허용하는 경우 소수과주주에 의한 다수과주주의 억압이 가능하여 회사가 교착상태에 빠지는 것을 막을 수 없다는 점에서 상법의 해석상으로는 보통결의의 경우와는 달리 취급하는 것이 타당하다고 본다⁴⁴⁾.

43) 대표적으로 정동윤, 회사법, 법문사, 2001, 354-355면 ; 손주찬, 상법(상), 박영사, 2004, 730면 ; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2006, 763면 ; 최기원, 신회사법론, 박영사, 2004, 426면 ; 최준선, 회사법, 삼영사, 2004, 353면 등. 통설은 주주전원의 동의를 요하는 것도 가능하다고 한다.

44) 이에 대한 분석은 송종준, '경영권방어수단 도입의 전제조건', 기업법연구 제19권 4호, 한국기업법학회, 2005.12, 219-221면 참조

그러나 주주총회에서의 결의요건은 현행 상법상의 다수결 원칙을 존중하는 것이 중요하지만, 초다수결의요건의 허용 여부는 입법정책의 문제이기 때문에 보통결의에서와 같이 특별결의에서도 제한없는 가중의 정책적 필요성은 인정된다고 본다. 미국의 경우에는 적대적인 경영권 탈취를 방지하기 위하여 합병, 영업양도 등에서와 같은 정관변경결의를 예컨대 발행주식총수의 75%, 80%, 90%, 100%의 동의와 같이 초다수결요건으로 정하는 경우가 많다. 2005년 6월 제정한 일본 회사법에서는 합병, 이사의 선임 및 해임, 영업양도 등을 위한 주주총회의 결의요건을 정관으로 가중할 있음을 명시한 바 있다⁴⁵⁾.

이와 같은 특별결의요건의 가중을 입법으로 명시하는 것이 필요한 이유는 현행 상법의 해석으로는 그 가중에는 일정한 한도가 있기 때문에 적대적 기업인수에 의한 투기적이고 파탄적인 기업결합을 방지하기 위하여 그 기업결합을 위한 결의요건을 가중하는 방법을 활용하여 회사가 자치적인 매수억제조치를 취할 수 없기 때문이다. 주주총회 특별결의요건의 가중을 입법으로 허용하면 미국의 반기업인수법 중 공정가격지급조항(2단계합병에서 합병대가를 1단계의 공개매수가격 이상을 지급하도록 하는 조항), 사업결합제한조항(지배권의 취득 이후 일정기간 동안 이사회에 승인, 또는 주주총회의 승인이 없으면 대상회사와의 합병, 대상회사의 해산, 주요자산의 처분 등을 금지하는 조항), 지배주식취득제한조항(일정비율 이상의 주식을 취득하거나 취득 후 의결권을 행사하려는 경우 이해관계자 이외의 주주의 과반수의 승인을 얻어야 한다는 조항) 등과 같은 방법으로 정관 자치에 의하여 적대적 기업인수를 제한하는 효과를 거둘 수 있다.

45) 일본 회사법 제309조 제2항.

나. 방어법제상의 과제

1) 방어권의 명시 문제

방어책이 이사회에 권한범위 내의 사항인 경우에 근본적인 문제는 현행 회사법의 해석상 경영판단원칙에 의하여 이사회의 방어권이 도출될 수 있을 것인지에 관한 것이다. 그러나 유럽연합이 공개매수 이외의 경우에는 매수와 방어에 대하여 개입하지 않는 것과 같이 현행 M&A법제가 매수행위를 제한하지 아니하는 입법시스템을 견지하고 있는 이상 공정경쟁정신(level playing field)의 원칙에서 이사회에 방어도 원칙적으로 자유롭게 허용하는 것이 합당할 것이다. 이 문제를 둘러싼 해석론상의 다툼을 해소하기 위해서 상법에는 원칙적으로 이사회에 방어의 권한을 허용하되, 그 남용을 금지하는 방식으로 명시하여 입법적인 해결이 요구된다고 본다.⁴⁶⁾ 이 경우 방어권의 남용이 우려될 수 있지만, 이 문제는 후술하는 방어지침상의 기준에 따라 남용문제를 합리적으로 규율할 수 있을 것이다.

46) 법경제학적 관점에서 볼 때에 지배주주가 존재하는 기업의 경우에는 경영권 방어는 지배주주의 사적 이익을 증대하는 방향으로 회사의 지배권이 이전된다고 보아 이사회의 방어를 부정하여야 한다고 하고 이 경우 사적 이익추구를 방지하기 위해서는 경영권 방어를 부정해야 한다는 견해가 있다. 송옥렬, 기업경영권에 관한 연구-실증분석과 제도정비방안을 중심으로(연태훈편, 2005-07연구보고서), 한국개발연구원, 2005.12, 416면.

2) 자기주식의 처분절차규제의 문제

가) 자기주식의 처분과 주주평등원칙의 관계

자기주식의 처분에 신주발행절차를 준용하는 것은 자기주식의 처분이 회사법이라는 단체법적 규율의 대상인가의 문제와 관련이 있다. 자기주식의 취득은 주주가 보유한 주식을 회사가 취득하고 그 대가를 지급하지만 이것은 실질적으로 자본의 환급과 같은 것이기 때문에 모든 주주를 평등하게 취급해야 할 단체법적인 요청이 있는 것이다. 자기주식의 취득방법을 증권시장에서의 매입 또는 공개매수에 의한 매입, 또는 지주 비율에 따른 균등한 매입으로 강제하는 것도 주주평등의 원칙을 실현하기 위한 것이다.

그러나 회사가 취득한 자기주식은 그 처분에 있어서는 더 이상 주주평등의 원칙이 적용될 수 없는 손익거래에 속한다고 보아야 한다⁴⁷⁾. 대법원도 상법상 자본감소절차의 일환으로서 자기주식을 취득하여 소각하거나 회사합병으로 인하여 자기주식을 취득하여 처분하는 것은 회사의 자본의 증감에 관련된 거래로서 자본의 환급 또는 납입의 성질을 가지므로 자본거래로 보는 것이 상당하고, 그 외의 자기주식의 취득과 처분은 회사의 순자산을 증감시키는 거래임에 틀림이 없고, 그것은 법인세법상 과세대상으로서 자산의 손익거래에 해당하는 것임을 확인한 바 있다⁴⁸⁾. 자기주식의 처분으로 인하여 주주의 회사에 대한 지배적 이익의 침해와 같은 부분적인 피해를 시정하기 위하여 여기에 주주평등의 원칙과 같은 단체법사상의 적용을 일반화하는 것은 자기주식처분의 재무전략적 이익

47) 같은 취지 : 이철송, '불공정한 자기주식거래의 효력', 증권법연구 제7권 제2호, 한국증권법학회, 2006. 12, 18면

48) 대법원 1995.4.11, 선고 94누21583판결. 다만 이 판결은 과세대상으로서의 자산의 개념을 파악한 것이므로 상법 등 실체법에서의 접근방식과는 차이가 있을 수 있다.

등과 같은 다양한 순기능까지도 억제하는 과잉입법의 여지가 크다⁴⁹⁾.

나) 자기주식의 처분에 신주발행절차의 준용에 따르는 문제점

자기주식의 처분은 유용한 재무전략적 수단으로서의 효용을 가지나, 여기에 신주발행절차를 준용하는 경우에는 주주 또는 제3자에 대한 처분을 위한 엄격한 절차이행으로 회사의 재무관리상 효용을 극대화하는데 중요한 적시성을 잃게 되어 효율적인 재무관리를 기하지 못하는 문제가 발생할 수 있다. 그리고 자기주식의 처분에 신주발행절차를 적용하는 경우에는 주주에 대한 청약을 받아 처분하여야 하므로 실제로 주가 관리의 효용을 기할 수 없다. 그리고 자기주식 처분에 신주발행절차를 적용하는 경우 자기주식의 증권시장에서의 처분도 법적 근거가 없이는 불가능하게 됨에 따라⁵⁰⁾ 자기주식의 취득과 처분을 통한 증권시장의 안정화 기능은

49) 송종준, '자기주식 처분절차규제에 관한 소고', 법률신문, 2006.11.9 참조

50) 일본 회사법상으로 자기주식의 처분은 신주발행절차를 따라야 하므로 시장가격있는 자기주식을 증권시장에서 매각하는 것은 허용되지 아니한다. 이는 내부자거래를 방지하고자 하는 데에 그 이유가 있다고 한다(原田晃治/泰田啓太/郡谷大輔, 自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説(上), 商事法務 1607호, 2001, 19면). 일본 회사법의 제정시 소량을 처분하는 경우에 한하여 시장에서의 매각을 인정하는 규정이 법안에 들어갔었으나 중의원에서 법안의 일부수정으로 삭제된 바 있다(江頭憲治郎, 전거서, 253면). 그러나 법이 처분방법을 달리 정한 경우에는 신주발행절차를 따르지 아니하고 그 처분방법에 따라야 한다. 법이 별도의 처분방법을 인정한 경우로는 (1) 취득청구권부주식, 취득조항부주식, 전부취득조항부종류주식을 회사가 취득할 경우에 교부하는 다른 종류의 주식으로서 자기주식을 이용하는 경우(회사법제108조제2항, 제171조제1항), (2) 주식의 무상배정으로 자기주식을 이용하는 경우(회사법제185조), (3) 단원주 미만주주의 매도청구에 대하여 회사가 단원주미만 자기주식을 매도하는 경우(회사법제194조제3항), (4) 신주예약권의 행사에 의하여 회사가 자기주식을 교부하는 경우(회사법제282조), (5) 흡수합병, 흡수분할, 주식교환의 경우에 존속회사등이 자기주식을 교부하는 경우(회사법제749조제1항, 제758조, 제768조제1항), (6) 증권예약결제기관등이 소각의무를 이행하는 경우(사채주식대체법제145조, 제146조) 등이 있다.

발휘될 수 없게 된다. 그밖에 자기주식의 처분을 신주발행절차에 따르도록 강제하는 경우에는 자기주식 처분을 통하여 경영권의 안정화를 기하고자 하는 사회경제적 필요성에 역행하는 결과를 낳게 된다.

다) 자기주식의 임의처분의 위법성 판단

자기주식을 제3자에 임의로 처분하여 기존주주의 지배권 또는 경영권의 강화 또는 변경이 초래되는 경우에 이 문제의 해결을 위하여 적용할 수 있는 상법상의 명백한 규정은 없다. 그러나 최근에는 자기주식의 처분을 포함한 다양한 방어수단을 경영권의 강화 또는 방어에 이용하는 경우에 그 적법성 문제의 해결을 위하여 적용될 수 있는 해석론상의 법리가 판례와 학설에 의하여 형성되고 있다. 2003년 현대엘리베이터 사건에서 법원은 경영권 분쟁 중에 자기주식을 취득하거나 주요자산 등을 처분하여 경영권을 강화하거나 방어하는 경우에는 방어행위의 동기나 목적, 방어수단의 합리성 등을 종합하여 그 허용여부를 결정하여야 하고, 경영권 방어를 위하여 사회경제적으로 필요한 경우에는 경영권 방어에 주된 목적을 가진 행위라도 일정한 실체적 요건과 절차적 요건을 갖추면 적법하다는 원칙을 제시한 바 있다⁵¹⁾.

이 사건의 판결원칙은 방어행위의 적법성 여부를 판단함에 있어서 합리적인 기준으로 평가받고 있으며, 자기주식의 처분방법에 대한 법적 규제를 가지고 있지 않은 미국의 판례 취지와 거의 동일한 것으로서 우리나라 학계에서 최근의 방어법리를 구성함에 있어서 근간을 이루고 있다고 할 수 있다⁵²⁾. 이 판결원칙에 의할 경우 자기주식의 처분이 경영권

51) 수원지법 여주지원 2003. 12.12 선고, 2003카합369결정

52) 송종준, 경영권분쟁 중 방어권남용의 판단기준, 인권과 정의 제351호, 대한변호사협회, 2005.11 ; 정순섭, 적대적 M&A와 기업방어전략-포이슨 필의 현행법상 가능성과 타당성을 중심으로, 기업경영권에 관한 연구-실증분석과 제도정비를 중심으로(연태

방어목적으로 이용되었더라도 방어행위를 용인할 만한 합리성과 상당성이 충족되었는가의 여부를 가지고 그 위법성을 판단하여야 할 것이다⁵³⁾.

요컨대 자기주식의 처분이 이사회 결의라는 절차적 요건을 충족하고 처분가격이 부당하게 저가로 책정되는 등 불공정의 요소가 없다면, 자기주식의 처분절차가 신주발행절차를 거치지 않아 그 자체로서 위법하다거나 주주평등의 원칙에 반하여 위법하다고 판단하는 것은 성급한 판단이라고 할 수 있다. 오히려 자기주식을 처분한 결과 정당한 경영권 방어로 인정될 수 있는 제반 요건이 충족되지 못하였을 경우에 한하여 비로소 그 처분이 위법하다고 해석하는 것이 방어법리의 일반원칙에도 부합한다고 본다.

3) 차등의결권주식 등의 도입 문제

이번의 회사법 개정에서는 몇 가지 방어적 종류주식제도가 도입되긴 하였지만 사실상 기존기업, 특히 상장회사의 경우 경영권 방어의 목적으로 이러한 주식제도를 활용하는 것은 쉽지 않다고 평가할 수 있다. 의결권에 명백한 차별을 두는 차등의결권주식은 방어의 목적에는 유용할지 모르지만 지배권의 영속화를 법률이 조장하는 효과를 가져올 수 있기 때문에 이는 신중하게 판단해야 할 문제이다. 개정안이 거부권부부주식과 임원임면권부주식을 원시정관 또는 총주주의 동의에 의한 정관변경으로 발행할 수 있도록 제한한 것도 그 같은 점이 고려된 것이라고 본다.

한편 지배주주의 지배권을 법적으로 존중하고 보호할 수 있기 위해

훈 편, 2005-07 연구보고서), 한국개발연구원, 2005.12 ; 정대, 적대적 M&A에 대한 대상회사의 방어행위의 적법성 판단기준에 관한 고찰, 기업법연구 제20권 제2호, 한국기업법학회, 2006.6 등 참조

53) 같은 취지 : 강희주, '적대적 M&A의 방어수단-자기주식의 제3자에 대한 처분을 중심으로', 한국증권법학회 제120회 세미나, 2006.6.24, 15면 이하

서는 지배주주에게도 회사와 주주에 대한 충실의무가 균형적으로 부과되어야 하는데, 지배권의 영속화를 가져오는 방어수단들은 지배주주에게 권한은 과다하게 배분하고 의무와 책임은 부과하지 않는 불균형적인 지배구조를 고착시키는 문제를 안고 있다. 따라서 지배권의 영속화를 초래할 수 있는 방어수단들은 지배주주와 이사에 대해 회사와 주주에 대한 충실의무를 명시적으로 인정하고 있는 회사법제에서는 나름대로 그 도입의 합리성이 인정될 수 있다는 점에 유의하여야 할 것이다.

요컨대 지배주주의 충실의무 개념이 존재하지 않는 현행 회사법제 하에서는 주식의 의결권을 사적 자치라는 명분하에 임의로 조정하여 지배주주의 지배권을 고착화시킬 수 있는 방어적 주식을 도입하는 것은 불합리하다고 본다. 따라서 상법상으로 차등의결권주식과 거부권부주식 등 소위 황금주를 발행할 수 있도록 하기 위하여는 지배주주에게 충실의무를 부과하고 그것도 폐쇄회사에 대하여 적용되는 것을 전제로 하는 경우에 한하여 검토되는 것이 바람직하다고 본다.

4) 경영권방어모범지침의 제정 문제

기업이익을 해하는 적대적 기업인수에 대하여 이사회가 방어책을 행사함에 있어서 지켜야 할 합리적인 방어원칙을 제시함으로써 적대적 기업인수에 대한 방어의 남용을 방지함과 동시에 방어책의 합리성을 높이고 기업경영권시장에서의 공정한 거래질서를 형성하기 위하여 기업경영권 방어를 위한 모범지침을 제정할 필요가 있다. 적대적 기업인수가 보편화되어 있는 미국에서는 이미 1980년대에 경영권 방어를 위한 합리적인 기준이 판례에 의하여 확정된 바 있고 그 기준은 다른 나라의 공정한 경영권이전질서의 형성에 큰 영향을 미치고 있다. 일본은 2005년 신 회사법을 제정하면서 기업에게 다양한 방어수단을 선택할 수 있도록 하

는 입법을 보완해 왔고, 그 결과 경영권 방어에 남용을 제한하기 위하여 경제산업성과 법무성은 2005년 5월 27일 '기업가치·주주 공동의 이익의 확보 또는 향상을 위한 매수방어책에 관한 지침'을 발표한 바 있다. 이 지침은 방어권 남용의 규제 이외에도 투기적이고 강압적인 기업인수에 대한 정당한 방어권을 허용하고자 하는 데에 중요한 의미가 있다. 이 지침에서는 기업가치와 주주공동의 이익을 명백히 침해하는 매수형태로서 그린메일형 기업매수, 초토화 목적의 기업매수, 차입매수 등 파탄적 기업매수, 2단계 기업매수 등을 예시하고 있지만, 이러한 기업매수를 억제하거나 제한하는 직접적인 규제는 가하고 있지 않다. 다만 이러한 형태의 기업매수는 반기업가치적이고 반주주공동이익적인 것으로 취급하여 해당 기업 스스로가 자치적 재량으로 적법하게 방어할 수 있음을 시사하고 있는 것으로 평가된다.

우리나라도 이번 회사법 개정으로 적대적 기업인수로부터 기업의 경영권을 스스로 방어할 수 있도록 비교적 다양한 방어책을 새로이 도입함에 따라 앞으로 적대적 기업인수가 발생하는 경우에 방어가 단순히 경영권의 보전을 위해서만 남용될 수도 있음을 우려하지 않을 수 없다. 방어의 남용을 방임하면 기업경영권시장의 기능이 왜곡되어 적대적 기업인수를 허용한 법과 제도의 취지가 상실될 수 있다. 따라서 우리의 회사법 정신에 부합하는 방어지침을 제시함으로써 경영권시장의 법적 안정을 기하고 방어에 대한 사법적 판단에 있어서 위법성에 대한 예측가능성을 확보해 줄 필요가 있다.

5. 결 론

이번의 회사법 개정으로 M&A법제에서 필요한 개정수요가 모두 해소된 것은 아니다. 투기적이고 파탄적인 M&A를 합리적으로 규율할 수 있는 방안에 대한 심층적인 논의가 필요하다. 뿐만 아니라 상법 이외에도 증권거래법 기타 특별법과의 관련 속에서 M&A법제에 대한 후속적인 개편 필요성은 상존하고 있다고 본다. 상법 이외의 영역에서 검토해야 할 과제는 다음과 같다.

매수법제의 영역에서는 개정안에서 현물출자에 대한 검사인의 가액평가를 면제시켰지만, 교환공개매수가 활성화되기 위해서는 증권거래법상 유가증권신고서와 공개매수신고서를 동시에 제출하도록 하여 유가증권신고서의 심사에 필요한 기간을 단축해 주어야 할 필요가 있다. 그리고 공개매수에 의하여 취득한 주식수와 합하여 발행주식총수의 90%에 해당할 경우에는 영국과 같이 강제매수제도를 도입하는 문제도 검토해야 할 과제이다. 그리고 일본의 1/3 의무공개매수제도를 도입하여 주식의 소유 집중으로 인한 폐해도 격감시키고, 지배권취득에 따르는 비용을 무리하게 강제하지 않고, 또 지배권을 확보한 후에도 향후에 지배권거래의 여지를 남김으로써 M&A의 활성화도 기할 수 있도록 해야 할 것이다.

방어법제의 영역에서는 증권거래법상 공공적 법인의 범위에 특별법상 외국인에 의한 주식취득이 제한되지 않는 산업으로서 국민경제에 중대한 영향을 미치는 기간산업이 모두 포함될 수 있도록 범위를 확장함과 함께 그 적용대상을 미리 지정하는 법인으로 제한하지 않는 등 포괄적인 법운용이 가능하도록 조정되어야 한다. 그리고 이들 공공적 법인에 속하는 기업의 경우에는 상장, 비상장 여부를 불문하고 차등의결권주식, 거부권부 주식, 의결권제한 주식, 포이슨 필 등 다양한 방어책들을 당해 기업의 정관의 규정에 의하거나, 또는 이사회결의에 의하여 채용할

수 있게 하는 방안이 검토될 필요가 있다. 그리고 외국인으로부터 경영권을 보호하여야 할 필요가 있는 산업의 경우에도 공공적 법인과 같은 차원의 방어책이 제공될 요청이 있다고 본다.

<참고문헌>

- 강희주, 2006, 『적대적 M&A의 방어수단-자기주식의 제3자에 대한 처분을 중심으로』, 한국증권법학회 제120회 세미나
- 권중호, 2006, 『적대적 M&A의 일본의 최근 동향』, 2006년 한국기업법학회 · 상사판례학회 공동학술대회발표자료
- 김건식, 2006, 『회사법개정안 주제발표(2)』, 『상법(회사법)』 개정 공청회, 법무부
- 김건식 · 송옥렬, 2001, 『미국의 증권규제』, 홍문사
- 김재형, 2003, M&A대가의 유연화와 현금지불합병, 『한국비교사법학회』, 비교사법 제10권 제4호
- 노혁준, 2004, 교환공개매수에 관한 연구, 『한국상사법학회』, 상사법연구 제23권 제2호
- 송옥렬, 2005, 『기업경영권에 관한 연구- 실증분석과 제도정비방안을 중심으로(연태훈편, 2005-07연구보고서)』, 한국개발연구원
- 송종준, 2005, 『의무공개매수의 법정책적 함의와 그 도입 가능성』, BFL, 서울대 금융법센터
- _____, 1995, 2단계 합병과 소수파주주의 보호, 충북대 법학연구소, 『법학연구』 제7권 2호
- _____, 2000, 폐쇄기업화거래의 공정요건과 소수파주주의 보호, 한국상사법학회, 『상사법연구』 제19권 제1호
- _____, 2005, 소수주주 강제퇴출제도의 국제적 신조류와 그 입법론적 수용가능성-미국, 영국, 독일법의 비교분석을 중심으로-, 한국증권

법학회, 『증권법연구』 제6권 1호

_____, 2005, 경영권방어수단 도입의 전제조건, 한국기업법학회, 『기업법연구』 제19권 4호

_____, 2005, 경영권분쟁 중 방어권남용의 판단기준, 대한변호사협회, 『인권과 정의』 제351호,

_____, 자기주식 처분절차규제에 관한 소고, 법률신문, 2006 (11. 9).

손주찬, 2004, 『상법(상)』, 박영사,

이철송, 2006, 불공정한 자기주식거래의 효력, 한국증권법학회, 『증권법연구』 제7권 제2호

정대, 2006, 적대적 M&A에 대한 대상회사의 방어행위의 적법성 판단기준에 관한 고찰, 한국기업법학회, 『기업법연구』 제20권 제2호,

정동윤, 2001, 『회사법』, 법문사

정동윤 · 이문성 · 송종준, 1996, 『적대적 M&A와 법적 대응』, 전국경제인연합회

정순섭, 2005, 『적대적 M&A와 기업방어전략-포이슨 필의 현행법상 가능성과 타당성을 중심으로, 기업경영권에 관한 연구-실증분석과 제도정비를 중심으로(연태훈 편, 2005-07 연구보고서)』, 한국개발연구원

정찬형, 2006, 『상법강의(상)』, 박영사

최기원, 2004, 『신회사법론』, 박영사

최준선, 2004, 『회사법』, 삼영사

홍진기, 1977, 『주식회사의 합병에 있어서 교부금』, 법학의 제문제(유민 홍진기선생 화갑기념논문집), 중앙일보사

Arthor M., Borden, 1990, *Going Private*, *Law Journal Seminars Press*

Edward Brodsky · M., Patricia Adamski, 1995, *Law of Corporate Officers and Directors, Rights, Duties and Liabilities*, CBC

William J., Carney, 2000, *Mergers and Acquisitions-cases and Materials*, *Foundation Press*

田中誠二, 1982, 『會社法詳論(上)(再全訂)』, 勁草書房

竹田省, 會社の合併について, 『民商法雜誌』, 제16권 제6호

柴田和史, 合併法理の再構成(6.完成), 『民商法雜誌』, 제107권 제1호

江頭憲治郎, 1995, 『結合企業の立法と解釋』, 有斐閣

金融審議會金融分課 第1部會, 2005, 公開買付制度等ワーキング・グループ報告-公開買付制度等のあり方について一,

經濟産業省・法務省, 2005, 『企業價值・株主共同の利益の確保又に向
上のための買収防禦策に關する指針』

企業價值研究會, 2006, 『公正な企業社會のルール形成に向けた提言』, 企業價值報告書

江頭憲治郎, 2006, 『株式會社法』, 有斐閣

原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔, 2001, 自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説(上), 『商事法務』 1607호

<Abstract>

The Changing Structure of M&A Law and Some Problems
- Centering on the 2006 Commercial Law Revising Draft -

Jong-Joon Song

The legal structure of M&A has been significantly changed in the 2006 Commercial Law Revising Draft. First, in the field of Acquisition Law the rigid existing estimating procedures against the investment in kind relating to the exchange offer are significantly mitigated, the acquisition company is not required to be subject to the special majority rule of shareholders meeting in case where the acquired all, or substantially all of assets do not give a substantial effect to the acquirer's existing business, the cash-out merger and triangular merger are introduced, and freezing out minority shareholders by controlling shareholders holding more than 95% of all stocks in a company is permitted. Generally speaking, the legal structure of acquisitions is going to be changed to facilitate the target's control acquisition.

Second, in the field of Defense Law some new kinds of stocks such as stocks without any voting right, stocks with voting right conferred only in a certain event provided in the corporate articles, non-transferable stocks, stocks with right of veto and class voting stocks. Moreover a company can buy-out voluntarily its own stocks to the extent of the surplus. These changes make the defense more

substantially useful than before against hostile M&A. Nevertheless sale of its own stocks is required to be subject to the existing subscription procedures of new shares, which makes the defense more difficult than before. This draft is same as in the Japanese Company Act and is very similar to the German Stock Corporation Act.

Finally, this revising draft doesn't give the final answers to the new revising needs suggested since long in the field of M&A Law. In the near future we have to find out the legislative solutions for the reasonable regulation of the short-term speculative takeovers in the Commercial Law and the continuing revising efforts have to be also given in the relating lots of special acts like the Stock Exchange Act, the Promotion of Foreign Investment Act etc.

key words

M&A, cash-out merger, triangular merger, freeze-out of minority shares, defensive stocks, company's own stock, hostile M&A, speculative takeovers

발표자료 6: Managerial Entrenchment and the
Valuation Effects of Toehold Acquisitions
(발표: 윤정선 · 빈기범/증권연구원 연구위원
지명토론: 신진영/연세대학교 경영대학 교수)

Managerial Entrenchment and the Valuation Effects of Toehold Acquisitions

Jeongsun Yun*, Ki Beom Binh**

Abstract

This paper examines the market reactions to toehold acquisitions to determine whether and under what circumstances the formation of a new large outside shareholder contributes to the shareholder value of the firm. We argue that although toehold acquisitions signal imminent challenges to the control of the management of the target firms, the challenges do not necessarily contribute to the shareholder value if the management is likely to resist ferociously. We find that while voting premium increases in response to toehold acquisitions for the entire sample, it depends on firm characteristics such as dual class stocks and the asset size whether shareholder value increases. Dual class targets exhibit a positive market reaction only if the controlling shareholders do not have sufficient corporate resources under their control, whereas single class targets show a significantly positive cumulative abnormal return regardless of the asset size. The results are consistent with the hypothesis that dual-class stocks are an outcome of the managerial incentives for entrenchment.

JEL classification: G32, G34

Keywords: event study; toehold acquisitions; agency theory; entrenchment; voting premium; control transfer; managerial resistance; dual-class stocks; preferred stocks

* Corresponding author. Research Fellow, Korea Securities Research Institute, 45-2 Yoido-dong, Youngdeungpo-gu, Seoul, 150-974, Korea; Tel: +82-2-3771-0693; Fax: +82-2-786-7572; E-mail: jyun@ksri.org

** Research Fellow, Korea Securities Research Institute, 45-2 Yoido-dong, Youngdeungpo-gu, Seoul, 150-974, Korea; Tel: +82-2-3771-0624; Fax: +82-2-786-7572; E-mail: binkl@ksri.org

I. Introduction

A dual class firm is featured by i) a lower stock price relative to a single class firm given earnings and sales (Smart and Zutter, 2003) and ii) the voting premium of its high voting shares relative to the low voting shares. (Zingales, 1995) Agency theory considers both the discount of the stock price of the dual class firm and the voting premium as evidence that the management attempts to secure its private benefits by maintaining sufficient control rights without corresponding capital investment. (DeAngelo and DeAngelo, 1985; Jarrell and Poulsen, 1988)

This paper provides empirical analyses on the market reactions to the formation of a new large outside block to determine the effects of the changes in the ownership structure on the voting premium and the shareholder value. The baseline assumption is that the management enjoys private benefits as a consequence of imperfect investor protection. Toeholders are expected to enhance the shareholder protection by challenging the managerial control rights. It is more likely that the inefficient management is ousted and that the managerial private benefits are purchased. (Bulow, Huang, and Klemperer, 1999; Burkart, 1995; Choi, 1991; Rydqvist, 1996; Singh 1998)

We examine whether the likelihood of the control contests is affected by ownership structure and under what circumstances the anticipation of subsequent control contests increases the shareholder value. We expect that toehold events will increase the voting premium if they are a precursor of imminent challenges to the managerial control rights, whereas comparative analyses are required to determine their effects on the stock price. We argue that dual class targets may not exhibit the same market reactions as single class targets if issuing low voting shares represent the managerial incentives for

entrenchment. Since dual-class stocks are an outcome of the managerial incentives for entrenchment, the management issuing dual-class stocks are expected to resist in the control contest more ferociously. We investigate whether and under what circumstances the market reactions to toehold acquisitions depend on the managerial incentives for entrenchment.

Our tests are based on the analyses of responses of the stock price and the voting premium to the formation of a large outside shareholder with activism purpose. The analyses proceed in three steps. First, we compute cumulative abnormal returns of the target stocks during the period around disclosure of the acquisition of 5% or more of the ownership of a firm to determine whether toehold acquisitions by activist acquirers have any effects on the stock price. For the second step, we investigate whether there is any change in the voting premium during the same period to determine the effect of changes in the ownership structure on the anticipation of the control contests. Finally, we provide comparative analyses to examine whether and how the stock market reactions to toehold acquisitions depend on the target characteristics.

The principal observation of our paper is that toehold acquisitions increase the likelihood of control contests, whereas it depends on firm characteristics regarding managerial resistance whether the voting premium changes are associated with an increase in the shareholder value. The positive response of the voting premium to toehold acquisitions provides a dynamic extension to Rydqvist (1996), who finds that the voting premium increases as the ownership is concentrated among a few competing large investors. It is also consistent with Choi (1991) who suggests that positive market reactions to toehold acquisitions are a consequence of the anticipation of the subsequent

control-related events.

First of all, we find a substantial increase in the voting premium during the period around toehold acquisitions. The positive response of the voting premium to toehold acquisitions is consistent with the hypothesis that takeovers are more likely to take place in the presence of toeholders. We find, however, that dual class targets fail to exhibit a positive cumulative abnormal return if the controlling shareholders have large assets under its control while single class targets do exhibit a significantly positive cumulative abnormal return regardless of the asset size. The interaction effect between the asset size and the dual-class stocks on the market reaction to toehold acquisitions remains robust after controlling for other factors such as the ownership of the controlling shareholder and the capital structure of the targets. The interaction effect is consistent with hypothesis that the dual-class stocks are a means for the managerial entrenchment. Since the management with many corporate resources under its control can resist more effectively, the management with incentives for entrenchment is more likely succeed in fending off takeover attempts as it has more corporate resources under its control.¹

Our paper is most closely related with research on market reactions to toehold acquisitions. Choi (1991) and Park, Selvili, and Song (2006) document that toehold acquisitions are followed by positive abnormal increases of the target stock price. The former emphasizes that the positive market reactions are the consequence of the anticipation of the subsequent control-related events, while the latter focus on the comparative analyses on how the target characteristics such as the managerial

¹ An example of the use of the corporate resources for a value-destroying defense is the payment of greenmails.

ownership are related with market reactions to determine the effects of the monitoring of a large shareholder on the shareholder value.

An innovation of our research is to take into consideration agency costs approaches to the dual-class stocks in analyzing the market reactions to toehold acquisitions. In section IV, we argue that the positive response of the voting premium to toehold acquisitions is the consequence of an increase in the probability of the control contests. The interaction effect between the asset size and the dual-class stocks suggests that the managerial incentives for entrenchment deter value-enhancing control transfers if the management has sufficient resources under its control.

We depend on models of how the ownership distribution of target firms affects the outcome of the control contests to argue that the voting premium and the shareholder value are the consequence of the anticipation of the subsequent control-related events. Grossman and Hart (1980) show that toeholds enable the bidders to profitably acquire the target company even if the free-riding by atomic shareholders prevent them from profitably acquiring the rest of shares needed to get the control rights.² It is because the costs of takeovers are compensated by the gains from the shares that they have already acquired. Bulow, Huang, and Klemperer (1999), Burkart (1995) and Singh (1998) show that toeholders tend to bid more aggressively than non-toeholders since a part or all of the loss from having to acquire the firm at a higher price is compensated by the higher selling price when they lose the contest. Rydqvist (1996) documents that the presence of a large outside shareholder tends to increase voting premium since the contests for

² The property of the free-rider problem in takeover contests is that the costs of corporate takeovers cannot be compensated by the synergy of acquisition, since atomic shareholders will not tender their shares until they are paid the same amount as their shares will be worth once acquisition is completed.

control are more likely. Our analyses of the voting premium provide a dynamic extension to the hypothesis that the voting rights will be more expensive as the concentration of corporate ownership among a few large shareholders will enhance the anticipation of control contests.

Finally, our specification of the voting premium is based on Zingales (1995), who suggests that the voting premium is a function of the managerial private benefits and the probability that the private benefits are traded in the control market. On the basis of this specification of the voting premium, we argue that toehold acquisitions tend to increase the voting premium since the control transfers are more likely to take place in the presence of a large outside block.

The rest of the paper is organized as follows. Section II discusses the principal hypotheses that we test and section III provides the description of the sample data. Section IV reports the results of the empirical analyses. Section V concludes the paper.

II. Hypotheses

We consider a management of a firm issuing preferred stocks without voting rights to consolidate control rights in its hand without corresponding capital investment. The baseline assumption is that it is not in the best interest of the incumbent management or the controlling shareholder to maximize the shareholder value of the firm. We focus on analyzing the influences of toehold acquisitions on the shareholder value and the voting premium to determine whether and under what circumstances the challenges to the

managerial control rights imposed by toehold acquisitions contribute to the shareholder value.

We follow earlier works to define voting premium in terms of the managerial private benefits and the likelihood of control contests. Rydqvist (1996) assumes that the cash flow of a firm is composed of the fundamental value that the management cannot steal and the private benefits obtainable only by the controlling management. While the price of a non-voting share is determined only by the fundamental value, that of a voting share reflects the value of the managerial private benefits as well as the fundamental value. Zingales (1995) considers the size of the voting premium as a function of the probability that a vote is pivotal in a control contest and the magnitude of the managerial private benefits. More specifically, the voting premium increases as the probability of the control contests increases for given private benefits.

We expect that the voting premium will increase in response to toehold acquisitions since control contests are expected more likely to occur. Models of takeover contests emphasize that toehold strategies facilitate value-enhancing takeovers. Grossman and Hart (1980) show that toeholders are compensated for a part of or all takeover costs by the increase in the stock price for the shares that they have already acquired. As a consequence, takeovers may take place even if free-riding by atomic shareholders prevents the bidder from acquiring the rest of shares to take over the control of the target firms in a profitable manner. Furthermore, Burkart (1995), Singh (1998) and Bulow, Huang, and Klemperer (1999) show that toeholders are prone to bidding aggressively in the control contest relative to non-toeholders since the loss from an increase in the takeover price is at least partially compensated by an increase in the

selling price in the event that the firm is acquired by a competing bidder. The aggressive bidding by toeholders increases the likelihood that the managerial private benefits are purchased or that an inefficient management is ousted. As a consequence, the presence of a large shareholder tends to increase the voting premium for given managerial private benefits as well as the stock price at which the firm is traded.

We furthermore examine whether and under what circumstances the managerial incentives for entrenchment affect the market reactions to toehold acquisitions. We expect that dual class firms will exhibit different market reactions to toehold acquisitions from single class firms as long as the managerial incentives for entrenchment can deter control transfers. Since agency costs approaches to the dual class stocks suggests that the management uses the dual class stocks to protect its private benefits, the management of a dual class firm is expected to resist takeover attempts more ferociously. We first compare CARs for targets with vs. without dual class stocks. Then, we proceed to take into consideration other factors that may affect the managerial resistance. In particular, we focus on the analysis an interaction effect between the dual-class stocks and the asset size on the market reaction to toehold acquisitions, since the managerial resistance may be more effective as the corporate resources under the control of the management increase. Models of control contests emphasize that the managerial resistance may incur a trade-off for the share price at which the firm is traded in the market for control. While the managerial resistance makes takeovers less likely to take place, the takeover premium that the target shareholders can capture as the managerial bargaining power increases.³ We expect an interference interaction effect between the asset size and the dual class stocks if the

³ See Jarrell and Poulsen (1988) for a detailed description of the trade-off.

managerial resistance reduces the stock price.⁴

III. Data and Methodology

A. The Sample of Toehold Acquisitions

Our analyses are based on the sample of toehold acquisitions reported to the Korea Financial Supervisory Service (hereafter KFSS) according to the requirement of the disclosure of the acquisition of a block ownership of 5% or more for a listed firm.⁵ The data we use was collected by the KFSS. It covers all toehold acquisitions of the firms listed in the Korea Exchange (hereafter KRX) since January 2001. Although KRX is composed of Korea Stock Market Division and Korea Kosdaq Market Division, we only use data on the firms listed in the Korea Stock Market Division since firms listed in the Korea Kosdaq Market Division do not have dual-class stocks outstanding. Furthermore, we confine our analyses to the events for the years from 2003 to 2006.⁶

The following sample selection criteria are applied: (i) targets of common stock acquisitions with initial 5% disclosure filings, not the additional disclosure due to the change over 1% following initial disclosure; (ii) targets whose common stock prices and old style preferred stock prices, if dual-class stocks issued, are available for the

⁴ The interference interaction effect between two variables means that the effect of one variable decreases for higher level of the other variable.

⁵ A purchaser of a block ownership of 5% or more for a listed firm is required to report to KFSS within 5 days following the acquisitions.

⁶ The rationale for our choice of this period for the analyses is based on the fact that the use of the toehold strategy by Sovereign fund to impose a credible threat on the control rights of the incumbent management of SK group and SK corp. in 2003 brought home the importance of the toehold strategy to the Korean market for the control.

event window [-100, 100]; (iii) targets whose stock prices and old style preferred stock prices, if dual-class stocks issued, are available for at least 30 days prior to the event window.⁷ Common stock prices and preferred stock prices used in our study are from KRX database whose frequency is daily base.

The data is composed of 1,523 observations of toehold acquisitions that satisfy the criteria described above. We classify the sample according to the purpose of toehold acquisitions and the characteristics of the target companies such as the dual-class stocks and the asset size. Table I shows that among 1,523 observations of toehold acquisitions, 238 targets have dual-class stocks outstanding and 1,285 targets do not. Only the observations with dual-class stocks can be used in the analyses of voting premium. Table I also shows that 720 of total observations are for investment purpose and 166 for activism purpose. The purpose of acquisitions of the remaining 637 observations is unknown. Another characteristic of the target firms that we consider is the size of the assets under the control of the incumbent management or the controlling shareholder.

The targets affiliated with a conglomerate with assets worth 2 trillion Korean won or more and controlled by family owner are classified to the Large Group and the rest to the Small Group.⁸ Table I shows that of the 166 observations of activism purpose, 13 belong to Large Group and 135 to Small Group in target without dual-class stock sample. It also shows that of 18 targets with dual-class stocks outstanding, 7 belong to Large Group and 11 to Small Group.

⁷ We use the common stock price and the old style stock price data in the voting premium analyses. By an old style preferred stock, we mean a preferred stock which provides only dividend rights.

⁸ Two trillion Korean won is the threshold level of the asset size employed by the Korean Fair Trade Commission (hereafter KFTC) to determine various regulations for so-called chaebols.

Table I
Classification of 1,523 toehold acquisition observations

The table classifies the observations of toehold acquisitions on the basis of the purpose of toehold acquisitions, the size of the assets under the control of the management or the controlling shareholder, and whether target has the dual-class stocks outstanding.

	Targets with dual-class stocks		Targets without dual-class stocks		Total
	Large Group	Small Group	Large Group	Small Group	
Investment purpose	65	71	115	469	720
Activism purpose	7	11	13	135	166
Unknown purpose	47	37	110	443	637
Total	119	119	238	1,047	1,523

B. Stock price response analysis

We use an event study methodology for the analyses. The event day is the date on which the acquisition of a block ownership of 5% or more is reported to KFSS. We compute the abnormal return of a target stock in terms of the residual defined by the actual rate of return less than the rate of return predicted by the market model:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{Mt}, \quad (1)$$

where AR_{it} denotes the daily abnormal return of stock i at date t relative to the event date, R_{it} and R_{Mt} the logarithmic daily return of stock i and KOSPI index, respectively. $\hat{\alpha}_i$ and $\hat{\beta}_i$ denote OLS estimates of the market model of stock i over the period of 250 trading days prior to the event window.⁹ The cumulative abnormal

⁹ For the observations whose lengths of the stock price data for the pre-event period are less

return for stock i over the subinterval $[\tau_1, \tau_2]$ in the event window is the sum of the abnormal returns over that interval:

$$CAR_i[\tau_1, \tau_2] = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it} . \quad (2)$$

The standard errors of the above abnormal return and cumulative abnormal return can be computed based on Campbell, Lo, and MacKinlay (1997).

C. Voting premium response analysis

We compute abnormal changes in the voting premium to analyze the responses of the voting premium to the formation of a new outside large block. We define the voting premium to be the logarithmic difference between the common stock price and the preferred stock price without voting rights:

$$VP_{it} = 100 \times [\ln(P_{it}^{\text{common}}) - \ln(P_{it}^{\text{preferred}})] , \quad (3)$$

where VP_{it} denotes the voting premium of stock i at date t and P_{it}^{common} and $P_{it}^{\text{preferred}}$ the common stock price and the old style preferred stock price, respectively.

Let ΔVP_{it} denote the daily change of the voting premium for stock i at date t given by

than 250 days, the market models are estimated with only available data. Those observations with the length of less than 30 days are removed by sample selection criteria.

$$\Delta VP_{it} = VP_{it} - VP_{it-1}. \quad (4)$$

We define the abnormal daily change of the voting premium to be the daily change of the voting premium less than average daily change of the voting premium over the estimation period:¹⁰

$$\Delta VP_{it}^* = \Delta VP_{it} - \overline{\Delta VP_t}, \quad (5)$$

where ΔVP_{it}^* denotes the abnormal daily change of the voting premium of firm i at date t , and $\overline{\Delta VP_t}$ the average voting premium change over the period of 250 trading days prior to the event window.¹¹ Furthermore, we define the cumulative abnormal change of voting premium for stock i over the interval $[\tau_1, \tau_2]$ within the event window to be the sum of the daily abnormal change of the voting premium over the interval:

$$C\Delta VP_i^*[\tau_1, \tau_2] = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} \Delta VP_{it}^*. \quad (6)$$

The standard error of $C\Delta VP_i^*[\tau_1, \tau_2]$ is computed with the modification of Campbell, Lo, and MacKinlay (1997).

¹⁰ Note that the unit of the abnormal change of the voting premium is % point, not %.

¹¹ The average is taken over available data if the changes in voting premium are available only for the period with less than 250 days but more than 30 days.

IV. Empirical Results

A. Market reactions to toehold acquisitions

Figure 1 exhibits average cumulative abnormal return (ACAR, hereafter) for the window $[-100, t]$ for the samples of investment purpose and activism purpose, respectively. Targets of investment purpose toehold acquisitions fail to exhibit a significant cumulative abnormal return for the entire period, although there are some periods within which ACAR looks significant. To the contrary, targets of activism purpose toehold acquisitions exhibit significantly positive cumulative abnormal returns for the most of the period. The ACAR steadily increases until 10 days after the disclosure and reaches a plateau thereafter. The ACAR for the entire period in event window amounts to about 28%.



Figure 1. ACARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose and investment purpose. The figure presents the average cumulative abnormal returns (ACAR) of targets for activism purpose and investment purpose, respectively.

Table II investigates the ACARs for the pre-event, around the event, and post-event periods as well as the entire period of the event window. ACARs of the targets of the activism purpose acquisitions are found significantly positive for the pre-event and the around event periods. The results reinforce the findings by Choi (1991) and Park, Selvili, and Song (2006), who report positive market reactions to toehold acquisitions with an activism purpose.¹²

¹² Unlike Choi (1991), who reports a negative pre-toehold abnormal return, we find positive abnormal returns for the pre-event periods.

Table II

ACARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose and investment purpose for various periods

The table presents the ACARs for targets of toehold acquisition for the pre-event period, around event period, and post-event period as well as for the entire period. t-values are in parentheses. ***, **, and * denote the statistical significance at the two-sided 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Time period	ACAR for Activism Purpose Sample (%) [Sample Size=166]	ACAR for Investment Purpose Sample (%) [Sample Size=720]
<i>Panel A. Pre-event period</i>		
[-100, -10]	***15.98 (4.56)	***5.45 (4.05)
[-10, -1]	***5.92 (5.85)	***2.24 (5.77)
[-100, -1]	***21.77 (5.84)	***7.55 (5.28)
<i>Panel B. Around event period</i>		
[-1, 0]	***1.74 (3.91)	*0.33 (1.91)
[0, 0]	***0.91 (2.89)	0.04 (0.31)
[0, 1]	***2.32 (5.22)	0.04 (0.21)
[-1, 1]	***3.16 (5.78)	0.33 (1.55)
<i>Panel C. Post-event period</i>		
[1, 10]	***2.85 (2.82)	*-0.74 (-1.91)
[10, 100]	1.84 (0.52)	***-11.66 (-8.65)
[1, 100]	5.30 (1.42)	***-12.18 (-8.51)
<i>Panel D. Entire period</i>		
[-100, 100]	***27.98 (4.65)	** -4.60 (-1.99)
[-50, 50]	***15.10 (4.02)	-0.27 (-0.19)

Figure 2 and Table III examine whether the voting premium exhibit abnormal changes in response to toehold acquisitions. The average cumulative abnormal changes in the voting premium (ACAΔVP, hereafter) of the targets in the activism sample increases steadily during the entire period of the event window, while that of the targets

in the investment sample remains unchanged. For the activism sample, the ACAΔVP for the window $[-100, 100]$ reaches about 30 % p and is significant at 5% level.



Figure 2. ACAΔVP of targets of toehold acquisitions for activism purpose and investment purpose. The figure presents the average cumulative abnormal voting premium change (ACAΔVP) of targets for activism purpose and investment purpose, respectively. The ACAΔVP can be computed only for the firms with dual-class stocks outstanding.

Table III

ACAΔVPs of targets of toehold acquisitions for activism purpose and investment purpose for various periods

The table presents the ACAΔVPs for targets of toehold acquisition for the pre-event period, around the event period, the post-event period as well as for the entire period. t-values are in parentheses. ***, **, and * denote the statistical significance at the two-sided 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Time Period	ACAΔVP of Activist Purpose Sample (% p) [sample size=18]	ACAΔVP of Investment Purpose Sample (% p) [sample size=136]
<i>Panel A. Pre-event period</i>		
[-100, -10]	12.29 (1.47)	2.53 (0.87)
[-10, -1]	0.77 (0.32)	-0.61 (-0.72)
[-100, -1]	13.24 (1.49)	1.87 (0.60)
<i>Panel B. Around event period</i>		
[-1, 0]	0.22 (0.21)	0.27 (0.71)
[0, 0]	-0.33 (-0.44)	0.23 (0.86)
[0, 1]	-0.63 (-0.59)	0.30 (0.82)
[-1, 1]	-0.08 (-0.06)	0.34 (0.75)
<i>Panel C. Post-event period</i>		
[1, 10]	-0.57 (-0.23)	0.89 (1.05)
[10, 100]	*15.89 (1.90)	-2.49 (-0.85)
[1, 100]	*17.11 (1.92)	-1.87 (-0.60)
<i>Panel D. Entire period</i>		
[-100, 100]	**30.02 (2.10)	0.23 (0.05)
[-50, 50]	10.71 (1.20)	2.24 (0.72)

The positive response of the voting premium to toehold acquisitions suggests that the formation of a new large outside investor increases the likelihood that the firm will undergo control-related events such as proxy fights. The results provide a dynamic extension to Rydqvist (1996), who shows that the voting premium increases as the ownership is concentrated among a few large shareholders. The results are also

consistent with Choi (1991), who argues that positive market reactions to toehold acquisitions reflect the anticipation of the subsequent control-related events.

B. Firm characteristics and the valuation effects of toehold acquisitions

This subsection analyzes whether target characteristics related with the managerial entrenchment affect the market reactions to toehold acquisitions. We first examine whether the valuation effects of toehold acquisitions depend on the asset size, the dual class stocks and their interaction effects. In the following subsection, we proceed to provide a regression analysis to examine whether the results remain unchanged after controlling for other factors that might affect the valuation effects of toehold acquisitions.

Figure 3 presents ACARs for targets of activism purpose acquisitions according to the size of assets, i.e., Large vs. Small Group. They show that ACARs are significantly positive for most sub-periods in the event window for both groups. Although the targets in the Small Group appear to have a slightly greater ACAR than those in the Large Group, the difference between two ACARs over the period $[-100, 100]$ is not statistically significant at 10% level.

Figure 4 exhibits the ACARs of the targets with vs. without preferred stocks outstanding, respectively. Again, we do not find a statistically meaningful difference between the two groups.



Figure 3. ACARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose in Large Group vs. Small Group. The figure presents the ACARs of targets for activism purpose in Large Group vs. Small Group, respectively.



Figure 4. ACARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose with vs. without preferred stocks. The figure presents the ACARs of targets for activism purpose with vs. without preferred stocks, respectively.

Figures 5 and 6 investigate the interaction effects between the size of the asset under the control of management or controlling shareholder and the dual-class stocks. They present a drastic difference in the market reactions depending on the size of the corporate assets between targets with vs. without preferred stocks outstanding. Figure 5 shows that the stock price response does not depend on the size of the assets if target companies do not have preferred stocks outstanding. On the other hand, Figure 6 shows the asset size makes a drastic difference in the market reactions to toehold acquisitions of targets with preferred stocks outstanding. That is, while the stock prices of the targets in Large Group do not respond to toehold acquisitions, those of the targets in Small Group exhibit an immediate surge in response to the toehold acquisition announcement.

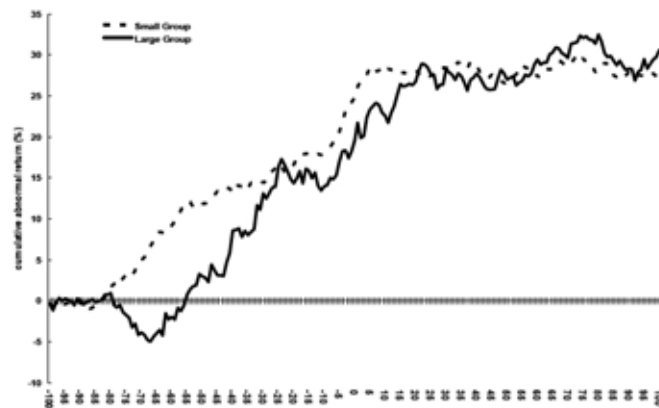


Figure 5. ACARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose in Large Group vs. Small Group: targets without preferred stocks. The figure presents the ACARs of targets for activism purpose in Large Group vs. Small Group, respectively, that do not have preferred stocks outstanding.



Figure 6. ACARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose in Large Group vs. Small Group: targets with preferred stocks. The figure presents the ACARs of targets for activism purpose in Large Group vs. Small Group, respectively, that have preferred stocks outstanding.

Table IV provides more detailed analyses on the interaction effects between the dual class stocks and the asset size. Panel A in the table shows that while dual class targets in Small Group exhibit an immediate surge in ACARs following the disclosure of toehold acquisitions, those in Large Group fail to exhibit a significant abnormal return for any period. Panel B in the table, on the other hand, shows that targets in both exhibit significantly positive cumulative abnormal returns and their difference do not appear meaningful.

Table IV

ACARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose in Large vs. Small Group and with vs. without preferred stocks

The table summarizes the ACARs for subintervals within the event window for the targets in Large vs. Small Group and with vs. without preferred stocks outstanding. t-values are in the parentheses. ***, **, and * denote the statistical significance at the two-sided 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

	Large Group	Small Group
<i>Panel A. Targets with Preferred Stocks</i>		
ACAR[-100, -10]	2.76 (0.25)	1.87 (0.19)
ACAR[-10, 10]	5.46 (1.15)	4.82 (1.13)
ACAR[10, 100]	-8.55 (-0.77)	***44.34 (4.44)
ACAR[-100, 100]	-0.07 (-0.00)	***55.32 (3.25)
Sample Size	7	11
<i>Panel B. Targets without Preferred Stocks</i>		
ACAR [-100, -10]	13.97 (1.43)	***18.01 (4.40)
ACAR [-10, 10]	**9.15 (2.19)	***10.34 (5.93)
ACAR [10, 100]	7.69 (0.78)	-1.65 (-0.40)
ACAR [-100, 100]	*30.61 (1.83)	***26.95 (3.84)
Sample Size	13	135

C. Regression Analyses

This subsection provides regression analyses on the market reactions to control for other target characteristics such as the managerial ownership and the capital structure that may affect the valuation consequences of toehold acquisitions. We show that the interaction effects between the asset size and the dual class stocks remain valid after controlling for those factors. The analyses are based on the following regression models:

$$\text{Model I: } \text{CAR}[\tau_1, \tau_2] = \alpha + \beta D_{\text{large}} + \gamma D_{\text{preferred stock}} + \delta(D_{\text{large}} \times D_{\text{preferred stock}}) + \xi \quad (7)$$

$$\text{Model II: } \text{CAR}[\tau_1, \tau_2] = \alpha + \beta D_{\text{large}} + \gamma D_{\text{preferred stock}} + \delta(D_{\text{large}} \times D_{\text{preferred stock}}) + \phi' z + \eta \quad (8)$$

where D_{large} and $D_{\text{preferred stock}}$ are dummy variables that take 1 if the target is in Large Group and if the target has the preferred stock, respectively, and 0 otherwise. z denotes control variables. It includes the cross product of the dummy variable for the preferred stock and the proportion of preferred stock, the ownership under the control of the controlling shareholder, the logarithm of the target asset, and the leverage ratio(=(total debt)/(total asset)).¹³ ξ and η are the disturbance terms.

The main focus of the regression analysis is whether the coefficient δ is significant. It reflects the interaction effect between the asset size and the dual-class stocks on the market reactions to toehold acquisitions. We use the weighted least squares (WLS) to estimate the models (7) and (8) considering the difference of the precision of CAR of each firm. Model I specifies the interaction effects without controlling for other factors that are potentially relevant while Model II takes into consideration them.

¹³ The data for these control variables are available at the DART(Data Analysis, Retrieval and Transfer) System in KFSS.

Table V

Regression results using weighted least squares

This table provides the estimation results of the regression (7) and (8). We use the weighted least squares (WLS) technique since the standard errors of the CARs of individual targets may be different. t-values are in the parentheses. *, **, and *** denote the statistical significance at the two-sided 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

Dependent variable	CAR[10, 100]		CAR[-100, 100]	
	Model I	Model II	Model I	Model II
D_{large}	9.62 (1.19)	***22.89 (2.69)	-8.41 (-0.61)	18.62 (1.28)
$D_{preferred\ stock}$	***133.62 (15.37)	***160.20 (11.12)	***130.62 (8.80)	***167.83 (6.82)
$D_{large} \times D_{preferred\ stock}$	***-149.28 (-9.70)	***-165.74 (-10.24)	***-152.37 (-5.79)	***-177.20 (-6.40)
$D_{preferred\ stock} \times$ (preferred share proportion)	—	-1.86 (-1.46)	—	-2.30 (-1.06)
ownership under the control of the controlling shareholder	—	***-0.60 (-3.34)	—	***-1.00 (-3.22)
$\ln(asset)$	—	***-3.83 (-4.82)	—	***-8.63 (-6.35)
Leverage	—	-22.64 (-1.63)	—	*-43.60 (-1.84)
Sample size	166	166	166	166

Table V provides the regression results. The coefficient δ , which represents the interaction effect between the asset size and the dual-class stocks, is found negative and statistically highly significant in both Model I and Model II for both CAR from 10 to 100 and CAR in the entire period. These results suggest that the managerial incentives for entrenchment tend to reduce the likelihood for the takeover to take place if the management has sufficient assets under its control. The results are consistent with the agency costs approach to the dual class stocks. Since dual class stocks are an outcome of the managerial incentives for entrenchment, the management issuing dual class stocks is expected to resist more ferociously against control transfers. The managerial resistance is more successful as the corporate resources under the control of the

management or the controlling shareholder increase only for the targets with preferred stocks outstanding.

The results also have an implication for controversies regarding the effects of the managerial resistance against takeover attempts on the shareholder value. Models of takeover contests argue that the managerial resistance causes a trade-off for the expected value of the takeover premium that target shareholders can capture. The property of the trade-off is that the managerial resistance reduces the likelihood for the takeover to take place on the one hand and increases the takeover premium that the target shareholders can capture on the other hand. As a consequence, the effect of the managerial resistance on the expected value of the takeover premium remains indeterminate *ex ante* and, as a result, it is a matter of empirical investigation whether the managerial resistance contributes to the shareholder value. Our empirical results, however, are not consistent with the trade-off hypothesis. Rather, the surge of the stock price of the dual class targets in Small Group in contrast to a meager response of that of the dual class targets in Large Group may be considered as evidence that the managerial resistance proves harmful to the shareholder value.

It is also worth noting that the stock price does not exhibit a significant increase for targets in Large Group if they have preferred stocks outstanding while their voting premium does increase.¹⁴ This implies that the management is expected to use the corporate resources to defend its control rights through the value-destroying defensive tactics such as, for example, the payment of greenmails.

¹⁴ We find that the voting premium increases regardless of the size of assets although we do not report the results.

V. Summary and Conclusion

Previous studies on toehold acquisitions emphasize that a large outside block provides challenges to the managerial control rights and more efficient monitoring. As a consequence, toehold acquisitions are followed by substantial increases in the shareholder value. This paper extends previous studies by examining whether the likelihood of the control contests is affected by ownership structure and under what circumstances the anticipation of subsequent control contests increases the shareholder value of the target company.

We first find that the voting premium increases in response to toehold acquisitions, which is consistent with the hypothesis that toehold acquisitions signal imminent challenges to the control of the management of the target firms. To the contrary, the stock price exhibits an interaction effect between the asset size and the dual class stocks. The property of the interaction effect is that the valuation effects of toehold acquisitions of dual class targets negatively depend on the size of assets under the control of the controlling shareholders, whereas those of single class targets remain independent of the asset size. In particular, it turns out that dual class targets fail to exhibit a positive cumulative abnormal returns if the controlling shareholders have sufficient corporate resources for resistance. The interaction effect remains valid after controlling for other factors that may affect the valuation consequences of toehold acquisitions.

We claim that the interference interaction effects suggest that it depends on the managerial resistance whether the challenges to the managerial control rights contribute to the shareholder value. Although the anticipation of takeover increases the voting premium, it does not necessarily lead to an increase in the shareholder value for fear of

the value-destroying takeover defensive tactics such as the payment of greenmails. The negative effect of the managerial resistance on the probability of control transfer is consistent with the hypothesis that takeover defensive mechanisms such as poison pills and the payment of greenmails result in significant wealth losses to target shareholders.

References

- Bulow, Jeremy, Ming Huang and Paul Klemperer, 1999, Toeholds and Takeovers, *Journal of Political Economy* 107, 427-454.
- Burkart, Mike, 1995, Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests, *Journal of Finance* 50, 1491-1515.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and A. Craig Mackinlay, 1997, *The Econometrics of Financial Markets* (Princeton university press, Princeton, New Jersey).
- Choi, Dosoung, 1991, Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial and Qualitative Analysis* 26, 391-407.
- DeAngelo, Harry and Linda DeAngelo, 1985, Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock, *Journal of Financial Economics* 14, 33-69.
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, 1980, Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics* 11, 42-64.

- Jarrell, Gregg A. and Annette Poulsen, 1988, Dual-class Recapitalization as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence, *Journal of Financial Economics* 20, 129-152.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 2002, Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Maury, Benjamin and Anete Pajuste, 2005, Multiple Large Shareholders and Firm Value, *Journal of Banking and Finance* 29, 1813-1834.
- Park, Yun W., Zekiye Selvili and Moon H. Song, 2006, Large Outside Blockholders as Monitors: Evidence from Partial Acquisitions, Working paper, California State University, Fullerton.
- Rydqvist, Kristian, 1996, Takeover Bids and the Relative Prices of Shares that Differ in Their Voting Rights, *Journal of Banking and Finance* 20, 1407-1425.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Singh, Rajdeep, 1998, Takeover Bidding with Toeholds: The Case of the Owner's Curse, *Review of Financial Studies* 11, 679-704.
- Smart, Scott B. and Chad J. Zutter, 2003, Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual and Single-class IPOs, *Journal of Financial Economics* 69, 85-110.
- Zingales, Luigi, 1995, What Determines the Value of Corporate Votes, *Quarterly Journal of Economics* 110, 1047-1073.

Managerial Entrenchment and the Valuation Effects of Toehold Acquisitions

Jeongsun Yun

Ki Beom Binh

2007. 1. 24



한국증권연구원 KOREA SECURITIES
RESEARCH INSTITUTE

— Contents —

I . Motivation

II . Objectives

III . Hypotheses

IV . Data

V . Methodology

VI . Findings

VII . Conclusion

I. Motivation

Motivation I - Agency Theory Approaches to Dual-class Stocks

Motivation II - Determinants of the Price of Corporate Votes

Motivation I - Agency Theory Approaches to Dual-class Stocks

Free-riding in monitoring and managerial private benefits

- Dispersed ownership and control and lack of incentives for monitoring enable the management to enjoy private benefits
- Management with concentrated voting power without equivalent cash flow rights finds it less costly to waste corporate resources (Dimitrov and Jain, 2006)

Dual-class stocks for the managerial entrenchment

- Use of the dual-class stocks is a means to maintain control rights without corresponding capital investment (Jarrell and Poulsen, 1988)
- Negative market reactions to the issuance of preferred stocks

Motivation II – Determinants of the Price of Corporate Votes

The price of a corporate vote is measured by voting premium

- A voting share is traded at a premium relative to a non-voting share
- The voting premium increases (Zingales, 1995)
 - ◆ As private benefits increase
 - ◆ As the probability of control contests increases

Motivation II – Determinants of the Price of Corporate Votes

● The ownership structure affects voting premium

- Probability that takeovers take place increases in the size of toeholds (Bulow et al. 1999; Burkart. 1995; Singh ,1998)
- Voting premium increases in the relative size of the ownership of the competing large shareholder (Rydqvist, 1996)

II. Objectives

***Objectives** I. Analyses on Response of the Voting Premium to Toehold
Acquisitions*

***Objectives** II. Comparative Analyses on Market Reactions Depending on
Target Characteristics Related with Managerial Entrenchment*

Objectives I. Analyses on Response of the Voting Premium to Toehold

Acquisitions

Provide a dynamic extension to the literature of the effect of ownership structure on voting premium

- Voting premium will increase if toehold acquisitions increase the likelihood of control contests
- Establish that the likelihood of control contests increases in response to toehold acquisitions

Objectives *I. Analyses on Response of the Voting Premium to Toehold*

Acquisitions

Provide an extension to the study of the market reaction to toehold acquisitions

- The existing studies report positive market reactions to toehold acquisitions (Choi, 1991; Park et al. 2006)
- Provide an empirical evidence that the valuation consequences of toehold acquisitions reflect anticipation of imminent challenges to control rights of the management

Objectives II. Comparative Analyses on Market Reactions Depending on *Target Characteristics Related with Managerial Entrenchment*

Target characteristics related with managerial entrenchment

- Agency theory approaches imply that the management of the firms with dual-class stocks outstanding is expected to resist against takeover attempts more ferociously
- Corporate resources under the control of the management or the controlling shareholders may be utilized to fend off takeover attempts

Objectives II. Comparative Analyses on Market Reactions Depending on Target Characteristics Related with Managerial Entrenchment

Establish that market reactions to toehold acquisitions depend on target characteristics such as dual-class stocks and asset size

- Examine both direct and interaction effects
- An interpretation of the interaction effects
 - ◆ A target with dual-class stocks outstanding is more likely to utilize its corporate resources to defend its control rights
 - ◆ Corporate resources are more useful for targets with preferred stocks than for those without preferred stocks in defending its control rights

III. Hypotheses

Hypothesis I. *Voting Premium Increases in Response to Toehold Acquisitions*

Hypothesis II. *Targets with Dual-class Stocks Outstanding Experience More Positive Market Reactions as They have Less Assets*

Hypothesis I. Voting Premium Increases in Response to Toehold Acquisitions

- Toehold acquisitions are a precursor of the challenge to the management
- Voting premium as well as the shareholder value increases since toehold acquisitions increase the likelihood of control contests

Hypothesis II. Targets with Dual-class Stocks Outstanding Experience More Positive Market Reactions as They have Less Assets

- Management of targets with preferred stocks has more incentives for entrenchment
- Managerial resistance is more effective as the size of the asset increases

IV. Data

Data

● Toehold acquisitions reported to KFSS according to the disclosure requirement of the acquisition of 5% or more ownership of a listed firm

■ Data covers toehold acquisitions reported during the period of

2001 ? 2006

■ Focus on analyzing toehold acquisitions after 2003

◆ The confrontation between Sovereign fund and the controlling shareholder of SK group

◆ The importance of the toehold strategy in control contests was brought home to the Korean market for control

Data				
Summary Statistics				
	Targets with dual-class stocks		Targets without dual-class stocks	
	Large Group	Small Group	Large Group	Small Group
Investment purpose	65	71	115	469
Activism purpose	7	11	13	135
Unknown purpose	47	37	110	443
Total	119	119	238	1,047

V. Methodology

Methodology I. Market Reactions

Methodology II. Voting Premium

Methodology I. Market Reactions

Use event study methodology to measure market reactions to toehold acquisitions

- Define abnormal returns by the actual daily return net of the daily return predicted by the market model

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{M\tau})$$

- Sum abnormal returns over appropriate event windows to compute cumulative abnormal returns

$$CAR_i[\tau_1, \tau_2] = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau}$$

Methodology II. Voting Premium

Use deviations from the daily average change of the voting premium to measure the response of the voting premium to toehold acquisitions

- Define abnormal changes of voting premium by the actual daily change in voting premium net of the average daily change

$$\Delta VP_{i\tau}^* = \Delta VP_{i\tau} - \overline{\Delta VP_i}$$

- Sum abnormal changes in voting premium over appropriate event windows to compute cumulative abnormal voting premium changes

$$C\Delta VP_i^*[\tau_1, \tau_2] = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \Delta VP_{i\tau}^*$$

VI. Findings

Findings I. Market Reactions

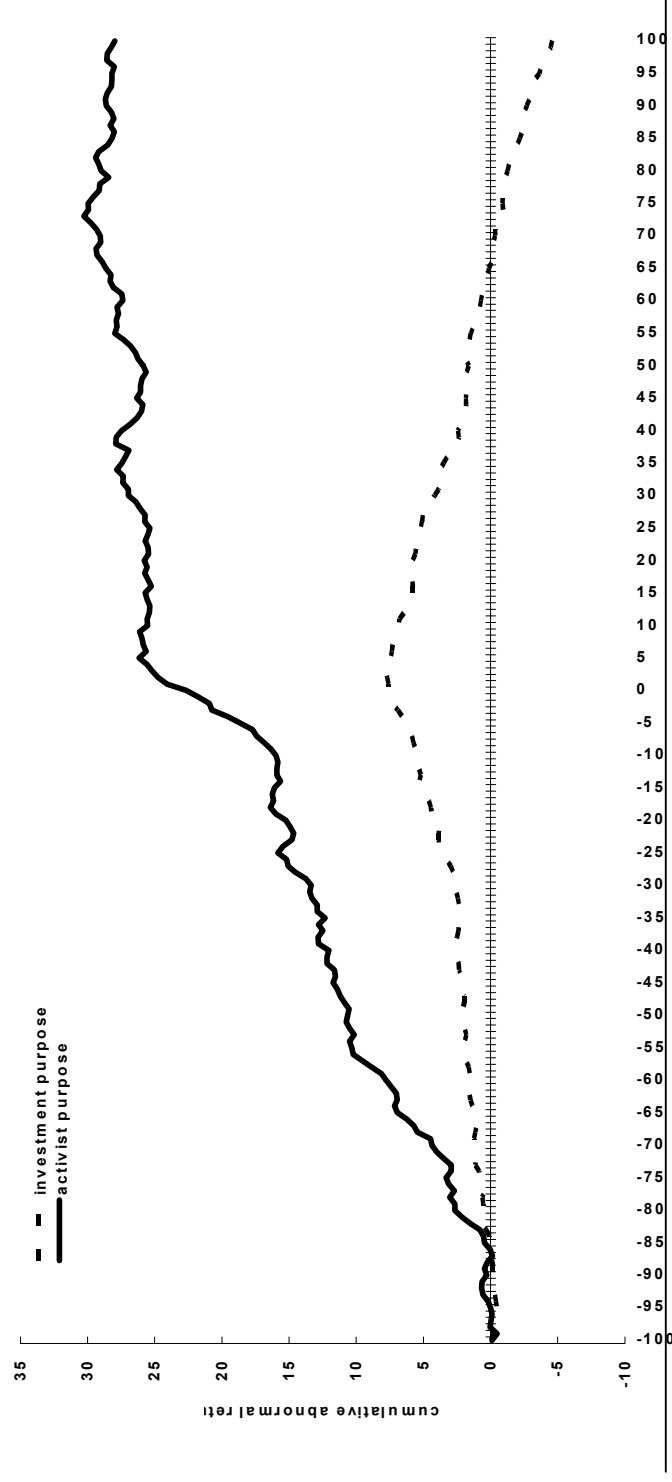
Findings II. Voting Premium

Findings III. Agency Theory Approach to Dual-Class Stocks

Findings I. Market Reactions

Target firms exhibit positive market reactions to toehold acquisitions

CARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose and investment purpose



Findings I . Market Reactions

Time period	CAR for Activism	CAR for Investment
	Purpose Sample (%) [Event Sample Size= 166]	Purpose Sample (%) [Event Sample Size= 720]
<i>Panel A . Pre-event period</i>		
[-100, -10]	***15.98 (4.56)	***5.45 (4.05)
[-10, -1]	***5.92 (5.85)	***2.24 (5.77)
[-100, -1]	***21.77 (5.84)	***7.55 (5.28)
<i>Panel B . Around event period</i>		
[-1, 0]	***1.74 (3.91)	*0.33 (1.91)
[0, 0]	***0.91 (2.89)	0.04 (0.31)
[0, 1]	***2.32 (5.22)	0.04 (0.21)
[-1, 1]	***3.16 (5.78)	0.33 (1.55)
<i>Panel C . Post-event period</i>		
[1, 10]	***2.85 (2.82)	*-0.74 (-1.91)
[10, 100]	1.84 (0.52)	***-11.66 (-8.65)
[1, 100]	5.30 (1.42)	***-12.18 (-8.51)
<i>Panel D . Entire period</i>		
[-100, 100]	***27.98 (4.65)	** -4.60 (-1.99)
[-50, 50]	***15.10 (4.02)	-0.27 (-0.19)

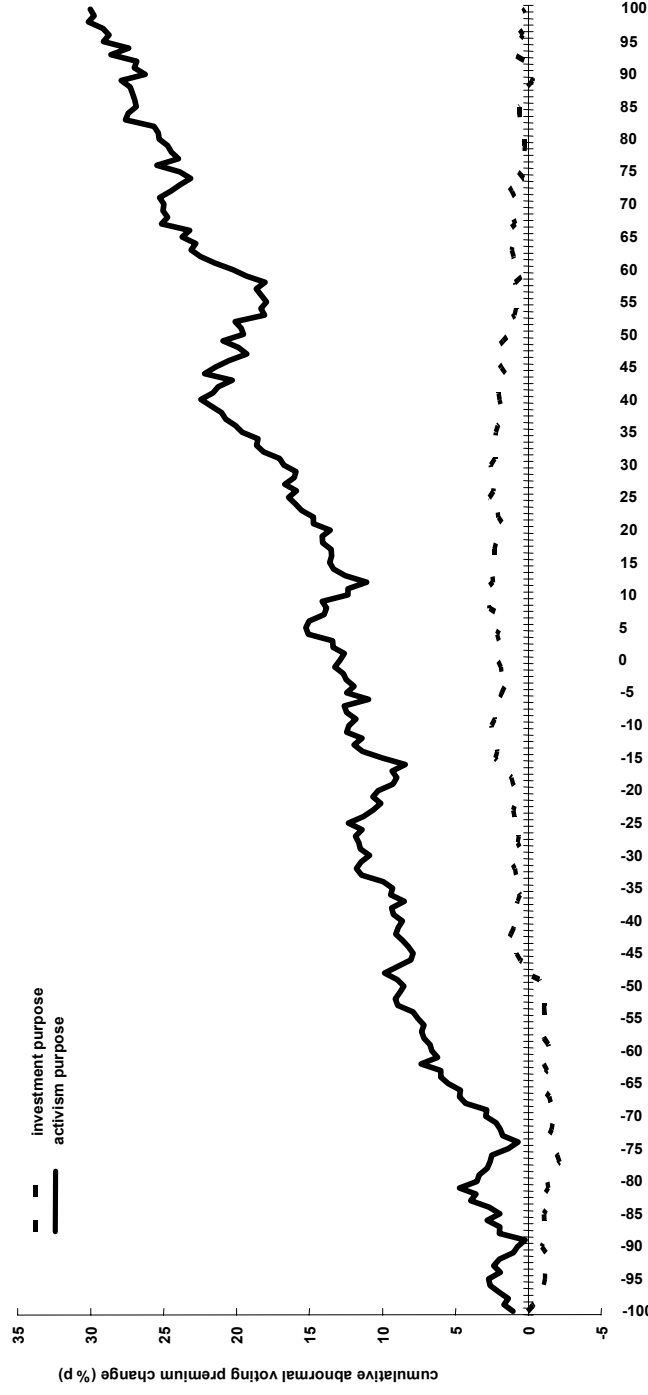
Findings I . Market Reactions

- Reproduce previous empirical analyses that emphasize toehold acquisitions have positive effects on the shareholder value (Choi, 1991; Park et al., 2006)
- Consistent with the hypothesis that toehold acquisitions facilitate value-increasing control transfers (Choi, 1991)

Findings II. Voting Premium

Voting premium increases in response to toehold acquisitions

CAVP of targets of toehold acquisitions for activism purpose and investment purpose



Findings II. Voting Premium

Time Period	CAVP of Activism Purpose Sample (% p) [event sample size= 18]	CAVP of Investment Purpose Sample (% p) [event sample size= 136]
<u>Panel A. Pre-event period</u>		
[-100, -10]	12.29 (1.47)	2.53 (0.87)
[-10, -1]	0.77 (0.32)	-0.61 (-0.72)
[-100, -1]	13.24 (1.49)	1.87 (0.60)
<u>Panel B. Around event period</u>		
[-1, 0]	0.22 (0.21)	0.27 (0.71)
[0, 0]	-0.33 (-0.44)	0.23 (0.86)
[0, 1]	-0.63 (-0.59)	0.30 (0.82)
[-1, 1]	-0.08 (-0.06)	0.34 (0.75)
<u>Panel C. Post-event period</u>		
[1, 10]	-0.57 (-0.23)	0.89 (1.05)
[10, 100]	*15.89 (1.90)	-2.49 (-0.85)
[1, 100]	*17.11 (1.92)	-1.87 (-0.60)
<u>Panel D. Entire period</u>		
[-100, 100]	**30.02 (2.10)	0.23 (0.05)
[-50, 50]	10.71 (1.20)	2.24 (0.72)

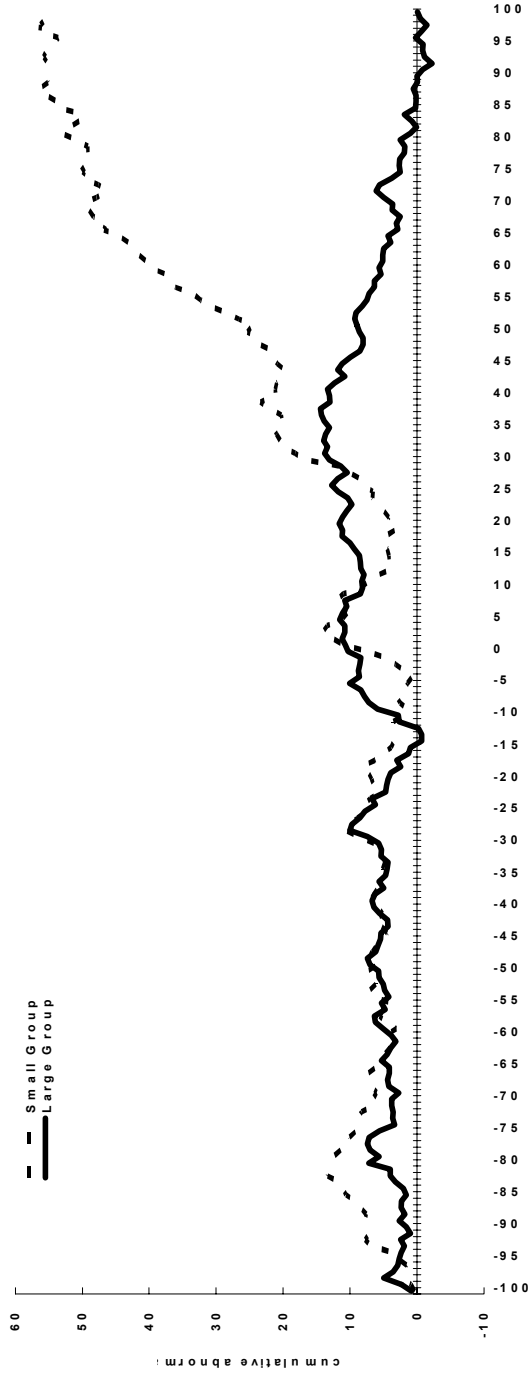
Findings II. Voting Premium

- Support the hypothesis that toehold acquisitions increase the likelihood of control contests
- Provide a dynamic extension to Rydqvist (1996)

Findings III . Agency Theory Approach to Dual-Class Stocks

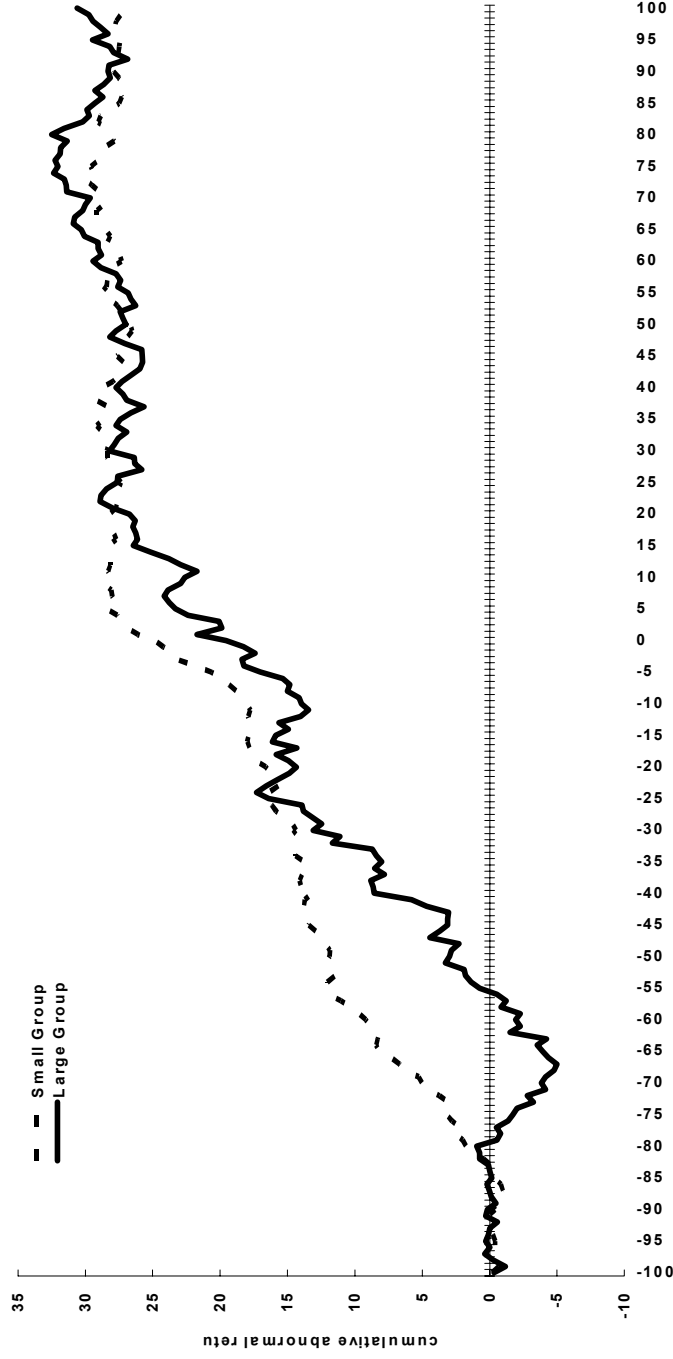
The valuation effects of toehold acquisitions depend on target characteristics related with managerial entrenchment

CAR of targets of toehold acquisitions for activism purpose in Large Group vs. Small Group: targets with preferred stocks



Findings III . Agency Theory Approach to Dual-Class Stocks

CAR of targets of toehold acquisitions for activism purpose in Large Group vs. Small Group: targets without preferred stocks



Findings III . Agency Theory Approach to Dual-Class Stocks

	Large Group	Small Group
<i>Panel A. Targets with Preferred Stocks</i>		
CAR [-100, -10]	2.76 (0.25)	1.87 (0.19)
CAR [-10, 10]	5.46 (1.15)	4.82 (1.13)
CAR [10, 100]	-8.55 (-0.77)	***44.34 (4.44)
CAR [-100, 100]	-0.07 (-0.00)	***55.32 (3.25)
Sample Size	7	11
<i>Panel B. Targets without Preferred Stocks</i>		
CAR [-100, -10]	13.97 (1.43)	***18.01 (4.40)
CAR [-10, 10]	*9.15 (2.19)	***10.34 (5.93)
CAR [10, 100]	7.69 (0.78)	-1.65 (-0.40)
CAR [-100, 100]	*30.61 (1.83)	***26.95 (3.84)
Sample Size	13	135

Findings III . Agency Theory Approach to Dual-Class Stocks

- Targets with dual-class stocks outstanding
 - ◆ do not exhibit significant market reactions to toehold acquisitions if they have sufficient corporate resources
 - ◆ experience an increase in the shareholder value otherwise
- Targets without dual-class stocks outstanding experience significant increases in the shareholder value regardless of the size of asset

VII. Conclusion

Conclusion

Consistent with the control transfer hypothesis

- An increase in voting premium seems to reflect imminent control contests
- Positive market reactions associated with an increase in voting premium
imply that value-increasing control transfers are expected to be facilitated

Consistent with the agency hypothesis that dual-class stocks are an outcome of the managerial incentives for entrenchment

- Non-positive market reactions of targets with preferred stocks in Large
Group seem to reflect the possibility that corporate resources be
used for managerial entrenchment

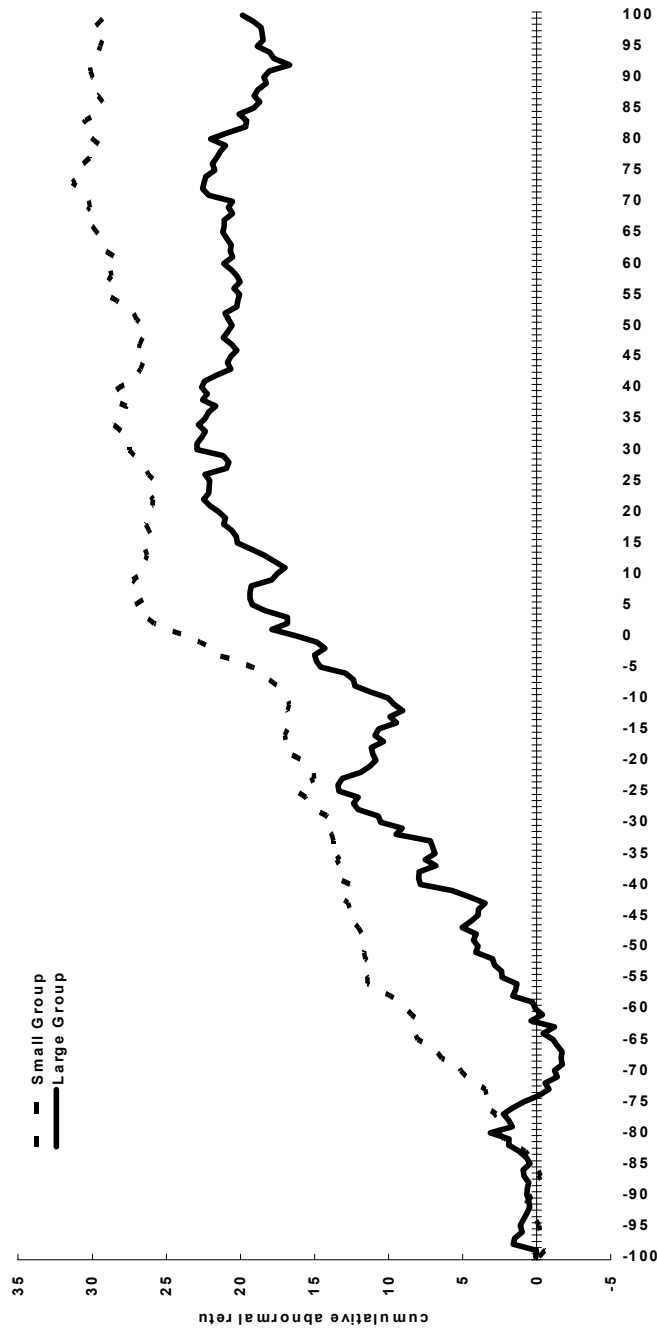


Figure 3. CARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose in Large Group vs. Small Group

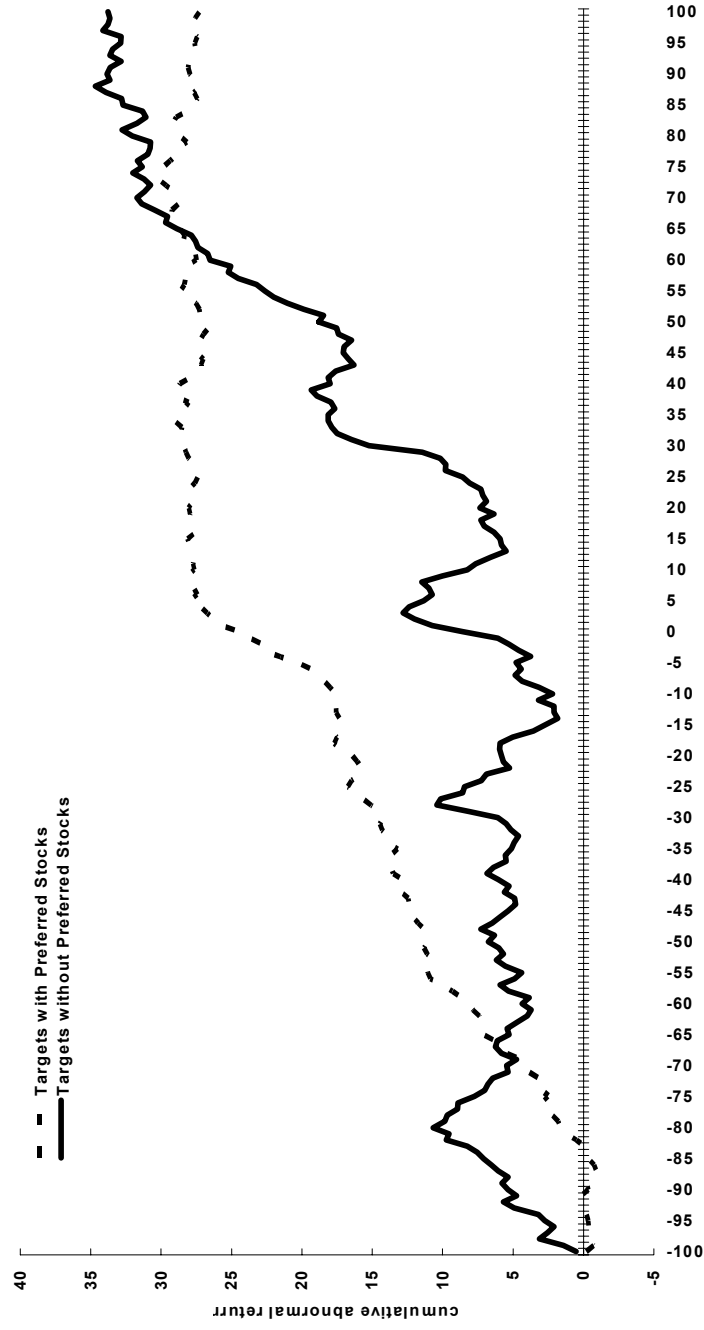


Figure 4. CARs of targets of toehold acquisitions for activism purpose with vs. without preferred stocks

발표자료 7: 우리나라 M&A세제의 현황과 전망/
서울선언 전문
(발표: 주정일/삼일회계법인 상무)

우리나라 M&A세계의 현황과 전망

M&A 연구회



2007. 1. 24
삼일회계법인
주 정 일

목 차

M&A시장의 현황

Acquisition

Reorganizations (Merger, De-merger)

Disposal

실무에서의 주요 이슈

최근 동향과 전망

Acquisition : Stock vs. Asset Deal

- 주식취득

과점주주취득세 : 51% 이상 취득시, 대상회사(*)의 부동산을 취득하는

것으로 간주하여 취득자(신주주)에게 취득세 부과

(*) 거래소 상장회사는 제외.

- 자산(사업)양수

부동산취득세 : 2.2% - 11% (농특세 포함)

부동산등특세 : 1.2% - 5% (교육세포함)

(자본등특세 : 0.48% - 1.44% (수도권))

- Stock or Asset

세금(S), 실사비용(A), 우발채무(A), 허가등특(S), 이월결손금활용(S)

거래비용 Deduct(A)



M&A시장의 현황

Acquisition

Reorganizations, Merger

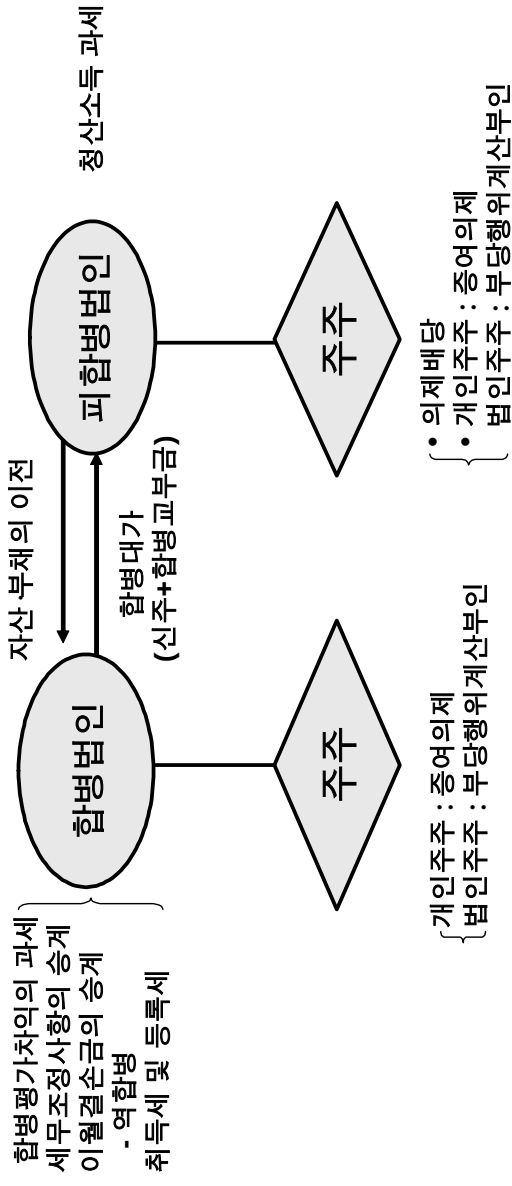
Disposal

실무에서의 주요 이슈

최근 동향과 전망

Reorganization, Merger

● 합병과세관계 개요



➤ 기본적으로 합병을 TAXABLE EVENT로 봄

Reorganization, Merger, 계속

● 합병법인의 과세관계

합병평가차익의 과세	• 합병차익 중 자산의 평가증(합병평가차익)으로 인한 부분은 익금산입 • 합병평가차익 = 피합병법인에서 승계한 자산가액 ? [피합병법인의 장부가액 + (합병대가의 총합계액 ? 피합병법인의 순자산가액)] • 과세특례 : 일정요건 충족시 합병평가차익 과세이연
세무조정사항의 승계	• 손익의 귀속사업연도가 도래하지 아니하여 발생된 세무조정사항 및 기타 유보사항(유가증권의 평가, 퇴직급여충당금 및 대손충당금의 적립과 관련된 세무조정사항 등)의 경우 이를 승계 • 감가상각 및 자산과 부채의 평가와 관련한 세무조정사항은 승계할 수 없음
이월결손금의 승계	• 과세특례 : 일정요건충족시, 피합병법인의 이월결손금을 합병법인이 승계 받은 사업에서 공제 가능 • 역합병 : 이월결손금이 많은 회사를 합병법인으로 하는 경우, 일정요건에 해당하면 이월결손금 인정 아니함.
취득세 및 등록세	• 취득세 : 형식적인 취득으로 보아 비과세 • 등록세 : 1년 이상 사업영위법인간의 영위한 법인간 합병의 경우 비과세 (소비성서비스업 제외).

Reorganization, Merger, 계속

● 피합병법인의 과세관계

청산소득 과세	- 청산소득 = 합병대가(*) ? 합병등기일 현재 자기자본 이때 합병대가는 합병교부주식가액(*), 합병교부금, 포합주식의 취득가액의 합계임. (*) 과세특례: 일정요건 충족시 액면가액 평가
의제사업연도 소득세 과세	사업연도 개시일부터 합병등기일까지의 의제 사업연도에 대한 법인 세 납부의무 있음.

● 합병당사법인 주주의 과세관계

의제배당 (피합병법인 주주)	의제배당 = 합병교부주식가액(*) + 합병교부금 ? 주식취득가액 (*) 과세특례: 일정요건 충족시 액면가액 평가
중여의제, 부당행위계 산부인(합병당사법인 주주)	- 이익을 받은 주주 : 증여세(개인), 자산수증이의(법인) - 이익을 분여한 주주 : 부당행위계산부인(법인) ✓ 불공정합병: 특수관계자인 법인간의 합병에 있어서 합병비율을 시가와 다르게 산정하여 주주 등이 특수관계자인 다른 주주에게 이익을 분여한 것으로 인정되는 경우

Reorganization, Merger, 계속

● 합병세제 주요연혁(2005년 이전)

과세대상	구분	관련 규정	최초 규정 (*1)	과세특례연혁				
				'98(주1)	'99	'00	'01	'02~
합병법인	합병평가차익의 익금산입	법법 17조	-	√				
	합병평가차익의 과세유예	법법 44조	-	√				
	세무조정사항 승계	법법 49조	-	√		√	√	
	세액공제 감면 승계	법법 59조	-	√				
피합병법인	청산소득	법법 80조	-	√	√(주2)		√	
합병과세특례(이월결손금)		법법 45조	-	√			√(주3)	√(주4)
합병당사법 인 주주	합병시 의제배당	법법 16조	-	√		√(주2)		
	합병으로 인한 주주간 이익 과세	법법 16조	1990(주5)	√		√		√

(주1) 합병관련 과세특례 규정은 1998년 신설되었음

(주2) 청산소득, 의제배당 계산시 피합병법인의 주주가 받은 합병대가 중 신주가액은 액면가액으로 평가하되, 액면

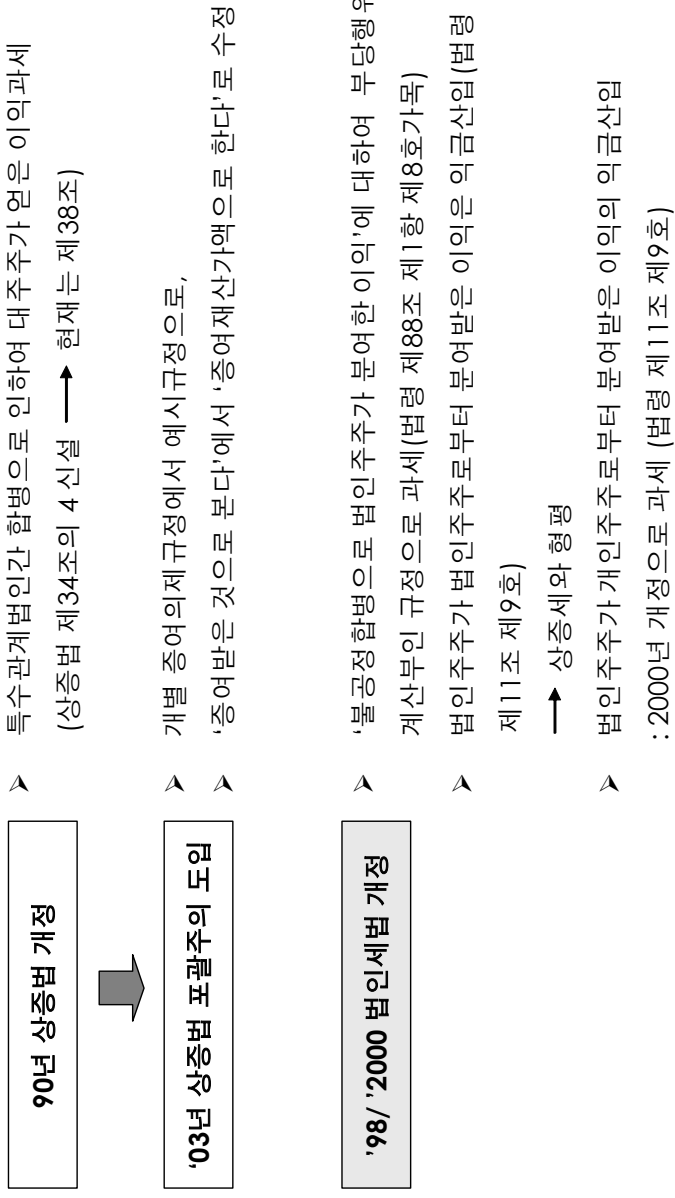
가액이 시가보다 큰 경우에는 시가로 평가토록 개정

(주3) 특수관계 법인간 합병시에도 이월결손금 승계 허용

(주4) 이월결손금 공제가 배제되는 역합병의 범위 확대

Reorganization, Merger, 계속

(주5) 합병으로 인한 주주간 이익 과세



Reorganization, Merger, 계속

● 합병세제 관련 2005년 주요 개정내용

- ✓ 합병평가차익에 대한 과세이연 대상자산 확대
 - 토지 및 건축물의 평가차익만 과세이연 허용했으나, 모든 사업용 고정자산으로 확대
- ✓ 합병시 이월결손금 승계요건 완화
 - 동일업종 법인간 또는 중소기업간 합병시에는 구분경리 하지 않아도 이월결손금 승계 가능
- ✓ 이월결손금 공제가 배제되는 역합병의 범위 확대
 - 합병후 2년내 존속법인 상호 변경 => 5년내로 변경
 - 존속법인의 ①합병계약당시 주가가 소멸법인보다 낮은 경우 ② 소득금액 및 순자산가액이 소멸법인보다 적은 경우 ③ 최근 3년간 결손금 합계액이 소득금액 합계액 초과시 ④ 이월결손금 차이가 50% 초과시, 상기 4요건 모두 충족시 역합병에 해당됨
- ✓ 증권거래법에 의한 합병시 부당행위계산부인 배제
- ✓ 합병에 따른 중복자산 처분시 법인세 분할과세제도 신설

Reorganization, Merger, 계속

● 과세 특례 요건

과세 특례 요건	적용
■ 과세 특례 기본요건(법인세법 제 44조 제1항) (1) 합병등기일 현재 1년 이상 사업을 영위하던 내국법인간의 합병 (2) 피합병법인의 주주 등이 합병법인으로부터 합병대가를 받은 경우에도 합병대가의 총합계액 중 주식등의 가액이 100분의 95 이상일 것 (3) 합병법인이 합병등기일에 속하는 사업연도의 종료일까지 피합병법인으로부터 승계받은 사업을 계속 영위할 것	(1),(2),(3) 요건 충족시 - 합병평가차익의 과세이연 (1),(2) 요건 충족시 - 피합병법인 청산소득 계산시 합병대가로 받는 주식을 액면가액으로 평가 - 피합병법인 주주 의제배당 과세시 합병대가로 받는 주식을 액면가액으로 평가
■ 이월결손금 승계특례(법인세법 제 45조 제1항) (1) 법인세법 제 44조 제1항 각호에 해당할 것 (2) 피합병법인의 자산을 장부가액으로 승계할 것 (3) 피합병법인의 주주가 합병법인으로부터 받은 주식이 합병후 합병법인의 발행주식총수의 100분의 10 이상일 것 (4) 합병법인이 구분경리 할 것	(1),(2),(3),(4) 요건 충족시 - 피합병법인의 이월결손금 승계 가능

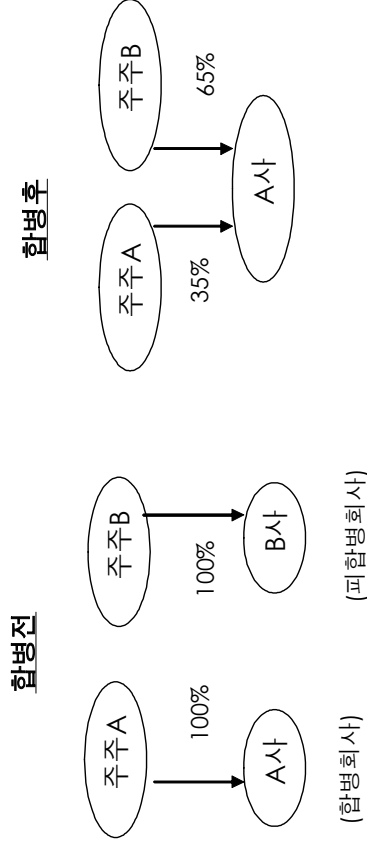
(참고) 회계상 역합병과 세법상의 역합병

◆ 세법상의 역합병

이월결손금이 많은 회사를 합병법인으로 하여 합병을 실시하고 합병완료후에 상호를 피합병법인의 상호로 변경함으로써 과세절감 효과를 향유하기 위한 목적의 합병

◆ 회계상의 역합병

피합병법인의 주주가 합병의 대가로 받은 주식의 수가 기존 합병법인 주주의 주식수를 초과하여 실질적으로 합병을 통하여 피합병법인의 주주가 합병법인을 지배하게 되는 경우의 합병



회계처리: 법률관계에 상관없이 B사 입장에서 합병회계처리를 하여야 함.
(기업인수합병등에 관한 회계처리준칙 (4-1))

(참고) 합병회계처리

구 분	매 수 법	지분통합법	지배종속회사간
적용대상	일반적인 경우	매우 제한적임(주1)	지배종속회사간의 합병
피합병법인의 자산과 부채	공정가액으로 평가후 승계	장부가액 승계	연결재무제표상의 장부가액(주2)으로 승계
순자산가액 초과하는 합병대가	영업권 또는 부의 영업권 발생	발생하지 아니함	발생할 수도 있음
잉여금의 승계	승계되지 아니함	그대로 승계됨	승계됨
당기순이익	승계되지 아니함	그대로 승계됨	승계됨
합병비용	비용성격에 따라 자산 또는 비용처리	합병법인의 당기비용 처리	당기비용처리

(주1) 다음의 조건을 모두 충족하여야 함.

- 합병대가는 90%이상이 주식으로 교부되어야 함.
- 당사회사간 순자산의 공정가액 차이가 중요하지 않아야 함
- 주주들간의 결합전 상대적 의결권이 결함으로 인하여 변동되지 아니하여야 함.

(주2) 피합병회사의 장부가액과 일치할 수도 있고, 일치하지 아니할 수도 있음.

(CASE) K은행

- ✓ K은행이 자회사(약74%)인 신용카드사를 흡수합병
- ✓ 합병비율에 따라 피합병회사 외부주주에 대한 신주발행비율은 약 2%
- ✓ 합병시점에 자회사의 세무상 이월결손금 추정액 1조 이상

(이월결손금 승계요건 中) 피합병법인의 주주등이 합병법인으로부터 받은 주식등이 합병법인의 합병등기일 현재 발행주식총수 또는 출자총액의 100분의 10 이상일 것. 자산부채를 장부가액으로 승계할 것.

→ 이월결손금 승계요건 불충족

● 이월결손금 승계요건 미 충족에 대한 K은행의 처리

합병시 회계처리	합병의 효과(Tax 상 처리)
피합병회사인 자회사의 대손충당금을 환입 => K은행이 합병시점에 대손충당금 1.4조원 비용처리 함(대손충당금은 결산조정 사항)	대손충당금 1.4조원은 세무상 100% 손금 인정됨(이월결손금 승계 효과) => 절세효과 약 3,000억원↑

M&A세제의 현황

Acquisition

Reorganizations, De-merger/기타

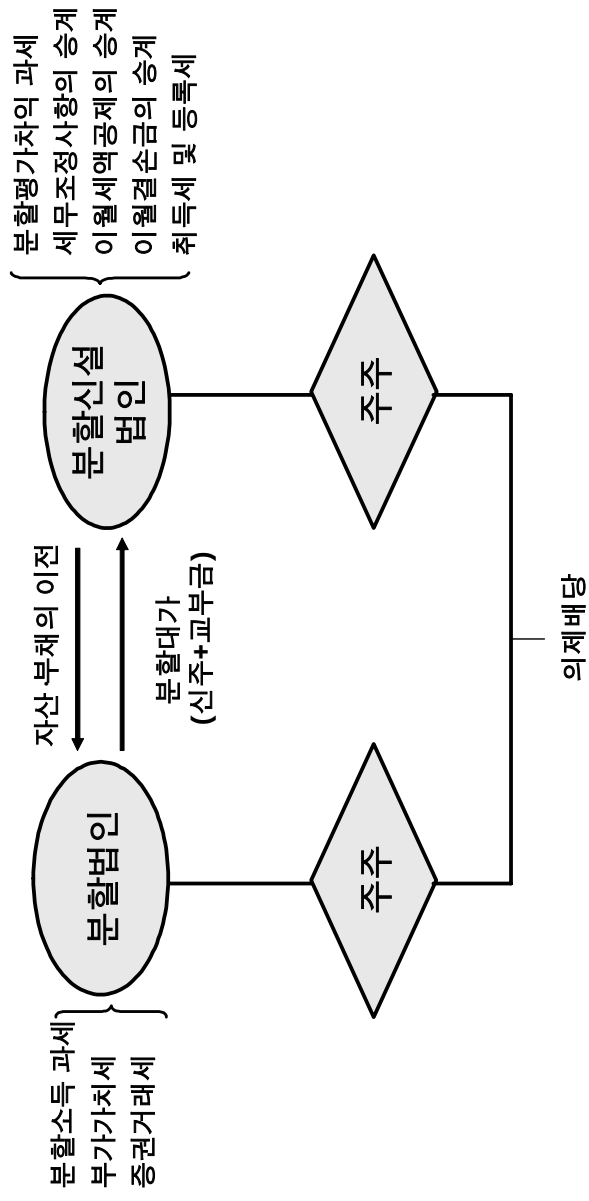
Disposal

실무에서의 주요 이슈

최근 동향과 전망

Reorganization, De-merger

● 기업분할관련 과세관계 개요



Reorganization, De-merger, 계속

- 기업분할 과세 특례 요건
 - ✓ 분할회사가 분할등기일 현재 5년 이상 사업을 계속 영위한 내국법인일 것
 - ✓ 분리하여 사업이 가능한 독립된 사업부문을 분할하는 것일 것
 - ✓ 분할사업부문의 자산·부채가 포괄승계될 것
 - ✓ 분할회사만의 출자에 의하여 분할하는 것일 것
 - ✓ 분할대가의 전액이 분할신설법인의 주식이고(분할합병의 경우에는 95%) 분할교부금이 지급되지 아니할 것(*)
 - ✓ 분할신설법인이 분할등기일이 속하는 사업연도 종료일까지 승계사업을 계속 영위할 것

(*) 주식매수청구권 행사에 따라 지급한 대가는 합병대가 또는 분할대가로 보지 아니함.

Reorganization, De-merger, 계속

● 기업분할 관련 주요 세제연혁

구분	관련규정	신설	개정연혁			
			1999	2000	2001	2005
분할평가차의 익금산입	법법 17조	1998				
분할평가차의 과세유예	법법 46조	1998				(주5)
청산소득	법법 48,81	1998	√	(주1)		
분할시 의제배당	법법 16조	1998		(주1)		
분할차의 의제배당	법법 16조	1998				
자산 취득가액	법령 72조	1998			(주4)	
세무조정사항 승계	법법 49조	1998		√	√	
세액공제 · 감면 승계	법법 59조	1998				√
자산양도 차익 과세유예	법법 47조	1998				√
분할과세특별요건 (인적분할)	법법 46조	1998		(주2)	(주3)	
분할과세특별요건 (물적분할)	법법 47조	1998			(주3)	
분할시 이월결손금 승계	법법 48의2	2005				(주6)

Reorganization, De-merger, 계속

- (주1) 청산소득·의제배당 계산시 분할법인의 주주가 받은 분할대가중 신주가액은 액면가액으로 평가하되 액면가액이 시가보다 큰 경우에는 시가로 평가토록 개정 (법령 제14조)
- (주2) 분할시 세제지원 요건 중 자산 및 부채의 포괄승계 요건을 완화하여 기업의 분할을 통한 구조조정 지원 (법령 82조)
- (주3) 기존 규정은 분할 신설에 대한 특례만을 규정했으나, 분할합병도 포함하도록 개정
- (주4) 현행기업회계기준(기업인수합병 등에 관한 회계처리준칙)에 따라 금융기관이 분할시 분할법인 등이 보유하던 금전채권을 평가하여 승계하는 경우 발생하는 분할평가차익 과세문제를 해결하기 위해 금전채권 취득가액 특례규정을 신설 (법령 72조)
- (주5) 인적분할의 경우 과세이연 대상을 토지·건물에서 모든 사업용 유형고정자산으로 확대
- (주6) 분할법인의 이월결손금을 분할 신설법인·분할합병상대법인의 승계사업에서 발생한 소득에서 공제 허용 (합병과 동일하게 규정)

Reorganization, 기타 (조세특례제한법)

중소기업통합에 따른 양도소득세의 이원과세	31조	
법인전환에 따른 양도소득세의 이월과세	32조	
사업전환중소기업에 대한 과세특례	38조	2008년
현물출자에 대한 과세특례	38조	
주식의 현물출자 또는 교환에 의한 지주회사 설립에 관한 과세특례	38조의2	
내국법인의 외국자회사주식등의 현물출자에 대한 과세특례	38조의3	
보증채무의 인수변제등에 대한 과세특례	49조	1999년
주주등의 자산양도에 따른 양도소득세감면	40조	1999년
중소기업주주등의 자산증에 대한 법인세 과세특례	41조	2007년
위탁기업체주주의 자산증여에 대한 과세특례	41조의2	2000년
구조조정대상부동산의 취득자에 대한 양도소득세등의 감면	43조 43조의2	1999년 2008년
회생계획인가등의 결정을 받은 법인의 채무면제익에 대한 과세특례	44조	
기업개선택업에 대한 과세특례	45조	1999년
기업개선택업에 의한 분할에 대한 과세특례	45조의2	2002년
기업간주식교환에 대한 과세특례	46조	1999년
벤처기업의 전략적 제휴를 위한 주식교환에 대한 과세특례	46조의2	2006년

Reorganization, 기타 (조세특례제한법), 계속

물류기업의 전략적 재휴를 위한 주식교환에 대한 과세특례	46조의3	2006년
벤처기업의 합병시 이월결손금의 승계에 대한 과세특례	47조의3	
합병에 따른 중복자산양도에 대한 과세특례	47조의4	2007년
금융기관합병에 대한 법인세 과세특례	49조	1999년
금융기관의 자산부채인수에 대한 법인세과세특례	52조	
금융지주회사의 설립등에 대한 과세특례	52조의2	2007년
기업구조조정증권투자회사등에 대한 과세특례	54조	
기업구조조정전문회사등에 대한 과세특례	55조	
자기관리 부동산투자회사등에 대한 과세특례	55조의2	
지방세감면(취득세/등록세)	119/120조	

[참고] 일본의 과세특례

M&A 관련 기업법제 개정	1997 : 합병절차 간소화 1998 : 자기 주식 취득/소각요건 간소화 1999 : 주식교환/주식이동제도 도입 2000 : 회사분할제도 도입 => 2001년 세제개편
2001 세제개편	폭넓은 신고조정 인정
적격조직 재편성	기업그룹내 조직재편성(100%, 50% 초과 100% 미만) 공동사업영위 조직재편성
양도손익의 취급	원칙 : 시가에 의해 양도하는 것으로 계상 특례 : 장부가액 양도 인정 또는 양도차익의 이연
간주배당	금전교부 없는 경우의 간주배당 폐지
청산소득 개념 폐지	합병시 청산소득 개념 폐지 간주사업연도의 자산양도소득으로 보아 과세

[참고] 일본의 과세특례, 계속

● 적격합병요건

1. 교부대가가 100% 주식일 것
(단주처리 및 주식매수선택권 행사의 경우 예외인정)

2. 지배관계 또는 공동사업 영위목적

기업그룹내 합병	완전지배관계 합병 : 100% 직간접지배
	지배관계 합병 : 직간접 50% 초과지분 보유 피합병법인의 임직원 80%이상 피합병법인의 주요사업 계속 영위
공동사업영위 합병	사업의 상호연관성 규모기준 5배미만(매출/종업원수/자본 등), 특정임원 승계 피합병법인의 임직원 80% 이상 피합병법인의 주요사업 계속영위 피합병법인 주주의 80%이상 이 계속지분보유(주주 50인 이상은 예외)

M&A시장의 현황

Acquisition

Reorganizations (Merger, De-merger)

Disposal

실무에서의 주요 이슈

최근 동향과 전망

Disposal (capital gain tax)

- 거주자 : 국내세법(소득세법/법인세법)에 따라 과세
- 비거주자 : 원천징수(내국세법 vs 조세조약)
 - 국내세법: 상장주식의 지분 25%미만 소유 주식의 양도차익 비과세.
이외, MIN (양도가액의 11%, 양도차익의 27.5%)
 - 조세조약

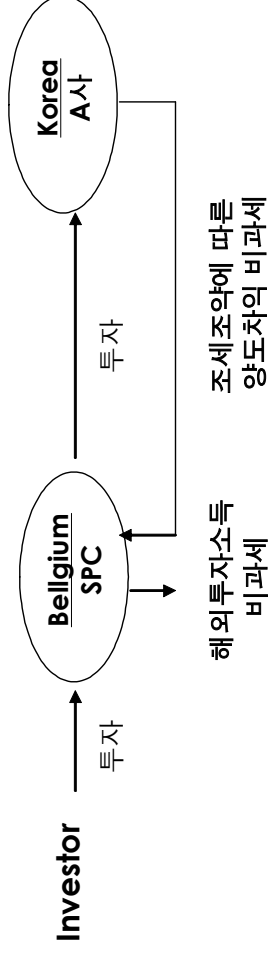
거주지국과세	양도자의 거주지국과세	덴마크, 벨지움, 네덜란드, 스위스, 인도, 터어키, 말레이시아 등등
부동산주식	법인소재지국 (원천지국) 과세	일본, 미국, 프랑스, 영국 (*), 독일, 중국, 베트남, 스페인 등등
경영권양도과세	일정지분(**)이상 보유지분 매각 시 원천지국과세	오스트리아, 파키스탄, 스페인, 멕시코, 일본, 독일

(*) 비상장부동산주식에 대하여만 적용.

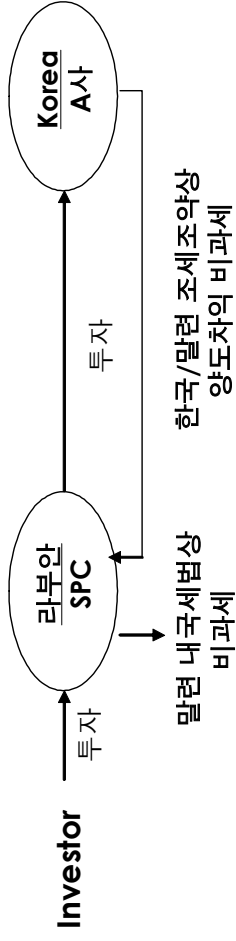
(**) 25%기준

[Case study] 벨지움과 라부안을 통한 Planning

- 벨지움을 통한 투자



- 라부안을 통한 투자



M&A세제의 현황

Acquisition

Reorganizations (Merger, De-merger)

Disposal

실무에서의 주요 이슈

최근 동향과 전망

최근동향과 전망

- Acquisition

- 과점주주 취득세

- Restructuring

- 회계처리와는 별도의 폭넓은 신고조정 인정 필요
- 조특법상의 기타 구조조정 특례의 정비 및 개별세법에의 반영

최근동향 및 전망, 계속

- Disposal (Capital Gain)

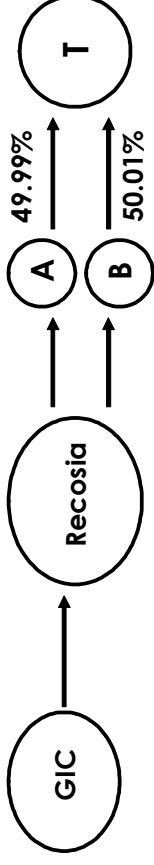
- Tax Authorities 동향

- ✓ 서울선언(OECD 국제청장 회의, 2006.9) : 국제적 조세회피에 대처
- ✓ 공격적 조세회피 (**Aggressive Tax Planning : ATP**) 정책토론회 (2006.11)
: 국제청과 한국조세연구원 공동 'ATP사례와 대응방안' 정책토론회 개최
- ✓ OECD 모델협약 Commentaries(2003) : 조세조약남용행위에 대해 실질과세 원칙을 엄격히 적용할 것을 권장.

최근동향 및 전망, 계속

➤ 최근과세사례

싱가폴투자청(GIC)에의 과점 주주취득세 과세



엔스왑예금 이자소득과세(2007.1.11 과세방침 결정)

원화를 엔화로 바꾸어 예금하고 만기시 다시 원화로 환전하는 예금
예금이자율은 약 0.1% (엔화예금 이자율 상당), 나머지는 선물환약정에 따른
마진으로 외화환산이익으로 처리함.
(NTS) 2001년 세법개정으로 이자소득에 대하여 열거주의에서 유형별 포괄주으로
개정, 엔스왑예금에 따른 선물환마진은 이자소득의 일부.

론스타과세

스타빌딩 CASE(실질과세원칙 vs. PE 과세)
외환은행 ?

최근동향 및 전망, 계속

➤ 세법개정

- ✓ 국제조세조정에 관한 법률(국조법)에 실질과세 원칙규정 신설.

제2조의2 (국제거래에 관한 실질과세)

- ① 국제거래에 있어서 과세의 대상이 되는 소득, 수익, 재산, 행위 또는 거래의 귀속에 관하여 명의자와 사실상 귀속되는 자가 다른 경우에는 사실상 귀속되는 자를 납세의무자로 하여 **조세조약을 적용**한다.
- ② 국제거래에 있어서 ...거래의 명칭이나 형식에 불구하고 그 실질내용에 따라 조세조약을 적용한다.
- ③ 국제거래에 있어 제 3 자를 통한 간접적인 방법이나 20이상의 행위 또는 거래를 ...경제적 실질에 따라 직접 거래한 것으로 보거나 하나의 거래로 보아 조세조약 및 이 법을 적용한다.

- ✓ 자본차익에 대한 원천징수절차 특례적용지정 (법인세법 98조의5신설)
(2006.6.30지정고시 : 말레이시아의 라부안)
- ✓ 해외투자펀드에 대한 이중과세 방지(외국납부세액공제, 양도소득 비과세

최근동향 및 전망, 계속

➤ 재정부의 capital gain 관련 조세조약 정책방향

- ✓ 이자, 배당, 사용료 조항에 anti-abuse provision을 적용(투자소득에 대한 발생지국 과세권 확보)
- ✓ LOB 조항의 포함 : 조약상대국이 제3국 거주자에게 조세상 특혜를 주는 경우 그 거주자에게는 조약상 혜택을 부인하는 등 (말레이시아 라부안과 같은 사태의 재현을 막기 위한) 일종의 선언적 LOB (Limitation of Benefits) 포함
- ✓ 양도차익 관련: 부동산 주식 및 과점주주 주식에 대한 소득발생지국 과세 확보 (지금까지는 개도국과의 조약체결시에는 별로 강하게 주장을 안 해옴)
- ✓ 정보교환의 강화 : 현행 OECD 모델을 대체로 반영 (상대국이 요구시 자료 협조+금융정보 교환)

실질과세원칙의 적용과 관련하여 상당한 조세마찰 예상됨

제3차 OECD 국세청장 회의 성공적 개최

회의사상 최초로 '서울선언'을 채택하여
국제적 조세회피에 대한 공동 대처 결의



서울선언 전문

서울선언 전문

서울선언 (Seoul Declaration)

OECD FTA(Forum on Tax Administration) 주관 하에 34개국 국세청장 등 과세당국 대표는 지난 이틀간 대한민국 서울에서 21세기 조세 행정 기관이 직면한 두가지 당면과제에 대하여 의견을 교환하고 경험을 공유하였다.

(i) 효과적인 세정 운영을 위한 조직혁신

국세청에 대한 역할기대가 높아지고 있으며 우리는 이에 부응하기 위해 조직 개혁을 지속적으로 추진해야 한다. 그럼에도 불구하고, 모든 조세 행정기관의 핵심적 역할은 세법의 효과적 집행이다. 이는 납세자의 권리를 철저히 존중하는 가운데 세법이 규정한 정확한 세금을 징수하는 것이다. 과세당국은 조세격차 (tax gap, 법적으로 징수해야 할 세액과 실제 징수된 세액의 차이)를 축소하라는 압력을 지속적으로 받고 있다. 이를 위해 과세당국은 효율적으로 세정을 운영하고 납세자에게 고품격 서비스를 제공하는 동시에 공공 서비스 제공에 필요한 국고를 조달해야 한다.

각국의 발표로 진행된 토론을 통해 참가국들은 조세행정에 반영해야 할 대내외적 개혁의 배경을 파악하였다. 이에는 조세정책의 변화, 세금 징수 개선과 서비스 제공의 향상, “적은 자원으로 더 많은 활동의 수

(doing more with less)”을 요구, 비조세기능(non-tax functions) 담당 및 정부 서비스 제공의 통합화 경향 (Whole-of-government), 납세자 부담 경감, 세계화 및 기술 발전에 대처, 종사직원의 급속한 노령화에 따른 신규 직원 채용 등을 들 수 있다.

이런 모든 변화의 동력을 일관되고 실현가능한 개혁 노력으로 집대성하는 것이 우리 모두의 핵심적 과제라는 점에 인식을 같이 하였다. OECD 국제청장회의는 경험적 지식을 교환하고 조세 행정 성공 사례를 공유할 기회를 제공한다는 점에서 개혁 활동에 일조하고 있다. 이러한 맥락에서 참가국은 2006.10월 포럼의 비교정보 시리즈 최신판의 출간을 환영하였다.

(ii) 국제적 조세회피에의 대처

조세부담수준과 구조는 나라마다 다르지만, 고세율 국가이든 저세율 국가이든, 선진국이든 개도국이든 간에, 모든 참여국은 일단 국내세법이 발효되면 집행해야 한다는 사실에 의견을 같이했다. 그러나 무역·자본 자유화와 통신 기술의 발달로 세계 시장이 보다 다양한 납세자들에게 개방됨에 따라 국내세법의 집행은 더욱 어려워졌다. 개방된 경제 환경으로 기업과 국제무대는 긍정적인 발전이 있었지만, 이를 악용한 내국·외국 납세자의 조세회피행위도 증가하였다. 국경을 넘나들며 탈세를 시도하는 납세자들에 대해 세법의 효과적인 집행과 불성실 축소를 위한 예방적 조치를 통해 모든 납세자들이 세법에 따라 신고토록 하는 것이 우리 국제청장의 책무이다.

이번 서울 회의를 통해 각국은 이러한 ‘국제적 조세회피’가 심각한 문제이며 날로 증가하고 있음을 확인하였다. 국제거래를 이용한 탈세행위는 명백한 조세포탈에 이르기까지 다양한 형태를 띤다. 예를 들어, 개인의 경우 역외 은행계좌, 투자신탁, 명목회사를 이용해서 과세 대상인

자산이나 소득을 은닉하거나 제3국에서 발행된 신용카드를 통해 은닉한 자산을 사용하였다. 기업들은 허위 세금계산서 발행이나 특수관계자 거래 가격을 조작하기 위해 외국에 명목회사를 설립하였다. 펀드를 비롯한 일부 다국적 기업의 경우는 보다 복잡한 국제거래 및 투자구조를 통해 조세조약을 악용하고 이전 가격을 조작해서 소득은 세율이 낮은 국가로, 비용은 세율이 높은 국가로 인위적으로 배분하는 등 합법적인 절세 방식을 넘어서고 있다.

이번 회의를 통해 참가국은 기업지배구조(Corporate Governance) 문제와 탈법적인 세금 축소를 조장하는 세무대리인, 금융기관 및 기타기관 등의 역할에 대한 우려를 확인하였다. 우리는 또한 사모펀드(Private equity funds)로 유입되는 자금이 증가하고 이로 인해 과세당국에 야기될 잠재적인 문제에 대해 주목하였다.

우리는 이런 문제 해결 경험을 공유하고, 이런 다각적 문제에 대처하기 위해 국가적 차원 뿐 아니라 국제적 차원의 해결책이 필요하다는 데 공감하였다. 각국 국세청은 자국의 법적, 정치적, 경제적 환경을 고려하여 다양한 해결책을 모색해야 한다. 국가적 차원에서는 다음을 고려해야 한다.

- 조직 및 기능 측면에서 효과적인 세원관리기법을 채용하고, 세무상의 취약분야를 납세자에게 환기시킴
- 조세회피 행위에 대해 민사상 책임을 묻거나 조세범칙으로 처벌하고 국제협력분야 역량 강화
- 국제적 조세회피를 전담하는 조직의 운영
- 조세 회피 목적으로 탈세위장을 조장하는 회계법인, 로펌, 투자은행 및 기타기관의 역할에 대한 대처
- CEO와 이사회와 같은 대기업 최고 경영자 및 감사위원회의 세금 전략에 대한 관심제고 및 책임강화

- 오늘날과 같은 개방적·세계적 환경에서 법집행 기관의 당면 현안 해결을 위한 범정부 차원의 대처방안 수립

효과적인 업무수행을 위해, 위와 같은 국가적 활동은 아래와 같은 국제적 활동에 의해 보완되어야 한다. OECD 재정위원회(Committee on Fiscal Affairs, CFA)와 국제청장회의(Forum on Tax Administration, FTA)는 국제적 협력을 촉진하기 위해 다음과 같은 다양한 방안을 연구 중이다.

- 적절한 법률적 수단을 통해 조세 회피 기법을 적발하고 다른 국가에서 사용된 전략의 확산 방지하기 위한 정보의 공유
- 조세조약상 정보교환의 강화, 정보 교환에 장애가 되는 실무적 어려움 제거, 필요한 경우 역외 금융센터와의 정보교환 협정 체결
- OECD 이전 가격 가이드라인을 갱신하고 일관되게 적용하여 조세 조약 남용 방지를 위한 안전책 마련
- 세법 문란행위 방지를 위한 과세당국과 기타 법집행기관과의 실질적 협력관계의 개선

참가국은 또한 세금납부에 대한 납세자의 인식은 공공재화 및 서비스의 질에 대한 납세자의 평가와 국민과 정부간의 일반적 신뢰관계에 의해 영향을 받는다는 점에 견해를 같이하였다.

우리는 국가적, 지역적, 다국적 이니셔티브를 통해 현재의 양자간 조세조약의 틀 속에서 철저히 세법을 집행할 것이며, 필요할 경우, 국제적 조세회피를 적발하기 위해 새로운 수단을 개발할 것이다. 이러한 맥락에서 참가국은 다음과 같은 네가지 분야의 연구과제를 OECD의 주관하에 집중적으로 진행할 것이다.

- (i) 공격적 조세회피 책략의 유형 및 수단을 파악하기 위하여 유형별 사례를 분류하여 수록한다.
- (ii) 조세회피와 불법적 탈세전략 확산을 조장하는 로펌, 회계법인, 세무대리인, 금융기관 등의 매개자의 역할을 검토하고 2007년말까지 이에 관한 연구를 완료한다.
- (iii) 기업지배구조(Corporate Governance)와 세금의 상관관계를 환기시키기 위해 OECD Corporate Governance Guidelines (2004년판)을 증보한다.
- (iv) 과세당국간 세무공무원을 상호교환하여 파견근무시키는 등의 방법으로 국제조세 분야의 교육훈련을 강화한다.

2007년 말 또는 차기 회의에서 이러한 선도적 작업의 진행상황에 관해 계속 의견을 교환할 것이다.

끝으로 제3차 OECD 국제청장 회의를 주최한 대한민국 정부에게 감사의 뜻을 표한다.

부록. M&A 연구회 회원 명단

부록. M&A 연구회 명단 (가나다 순)

1. 자문위원단

<u>성명</u>	<u>기관명</u>	<u>직책</u>
최도성(위원장)	한국증권연구원	원장
김건식	서울대학교 법과대학	교수
김종욱	우리투자증권	회장
선우석호	홍익대학교 경영대학	교수
이상권	산업은행	이사
이윤우	산업은행	전부총재
전홍렬	금융감독원	부원장
정광선	중앙대학교 경영대학	교수
제갈정웅	대림대학(M&A협회)	이사장

2. 연구회 회원

<u>성명</u>	<u>기관명</u>	<u>직책</u>
정윤모(간사)	한국증권연구원	연구위원
강희주	법무법인 광장	변호사
강희철	법무법인 율촌	변호사

고창현	김앤장 법률사무소	변호사
구본용	KTB Network	상무
권세훈	한국증권연구원	연구위원
권재열	숭실대학교 법과대학	교수
권종호	건국대학교 법과대학	교수
권행민	KT 재무실	전무
김도형	법무법인 율촌	변호사
김병연	건국대학교 법과대학	교수
김선용	충정회계법인	상무
김성배	삼성전자 재경팀	전무
김정수	증권선물거래소 경영지원본부	부장
김화진	서울대학교 법과대학	교수
노희진	한국증권연구원	연구위원
문석록	삼성증권	상무
박경서	고려대학교 경영대학	교수
박기홍	포스코	상무
박상수	경희대학교 국제경영대학	교수
박수근	삼일회계법인	전무

성보경	프론티어 M&A	회장
송종준	충북대학교 법과대학	교수
송치승	중소기업연구원	연구위원
신원정	삼성증권 IB사업본부	팀장
신인석	중앙대학교 경영대학	교수
신진영	연세대학교 경영대학	교수
오창진	금융감독원 공시감독국	팀장
왕윤종	SK 경영경제연구소 경제연구실	상무
유정현	미래애셋맵스자산운용 PEF 투자본부	이사
윤정선	한국증권연구원	연구위원
이성환	금융감독원 공시감독국	변호사
이승철	전경련 경제조사본부	상무
이정수	증권업협회 증권산업지원부	이사
이준봉	법부법인 우현지산	변호사
임경택	산업은행 M&A실	실장
정남성	재경부 금융정책국 증권제도과	팀장

정순섭	홍익대학교 법경대학	교수
정영철	법무법인 율촌	변호사
정유신	굿모닝신한증권 상품운용/개발본부	부사장
정해근	대우증권 OTC파생상품 영업본부	본부장
조병주	우리투자증권 M&A 1팀	팀장
조성욱	서울대학교 경영대학	교수
조성훈	한국증권연구원	연구위원
주성훈	우리투자증권 M&A 1팀	변호사
주정일	삼일회계법인	상무
최성근	한국법제연구원	박사
최원진	재경부 금융정책국 증권제도과	사무관
한대우	산업은행 M&A실	실장
황이석	서울대학교 경영대학	교수