

경영권 방어 전략의 현황과 분석

연구논단 II

신진영 | 연세대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 서론

기업의 인수·합병(merger and acquisition: M&A)은 대상 기업의 자산이나 주식을 취득하여 경영권을 확보하는 인수와 두 개 이상의 기업이 결합하여 법률적으로 하나의 기업이 되는 합병을 의미한다.¹⁾ 최근에는 기업 경영의 의사결정에 대한 권한을 가진 경영권²⁾의 변화를 가져오는 일체의 행위를 포괄하는 것으로 의미가 확장되고 있으며 이를 기업지배권 시장(market for corporate control)으로 부르기도 한다.

인수 기업 입장에서 M&A는 외부 투자로서 기업의 사업 규모와 영역을 확대할 뿐만 아니라 전반적인 사업 전략을 전환하는 것을 가능하게 하는 기능을 한다. M&A는 또한 경제 내의 자원의 재배치가 효율적으로 이루어질 수 있도록 기능하며 다수의 연구들은 인수 및 피인수 기업 주주들의 부를 전반적으로 증가시키는 것을 보이고 있다. 기업지배구조 측면에서 볼 때 경영진에게서 발생할 수 있는 대리인 문제를 제어하고 이들에 대한 견제와 감독 및 통제가 기업 외부에서 이루어지는 주요한 외부 기업지배구조 수단(external corporate governance mechanism)이다.³⁾

M&A가 인수와 피인수 기업 경영진 간에 동의를 통해 이루어질 경우 이를 우호적 인수·합병(friendly takeover)이라 하면 반면에 인수 기업이 피인수 대상 기업 경영진의 의사를 묻지 않거나 이들의 의사에 반하여 진행되는 M&A는 적대적 인수·합병

1) NAVER NEW 경제용어사전 M&A 정의에서 인용

2) 경영권 방어에 대한 국내 논의에 있어 경영권 '보호'라는 용어가 혼재되어 사용되고 있다. 주진형 “연금사회주의, 원조는 미국이다” (한겨레 2019.1.29.)에서 지적한 바와 같이 경영권은 참정권, 재산권 등과 같이 법률이 보장하는 이익과는 다른 개념으로서 기업에 대한 지배권, 즉 기업 경영에 대한 의사결정권을 확보하고 있는지의 여부라 할 수 있다.

3) M&A의 경제적 효과에 대한 기존 연구는 Mulherin, Netter and Poulson(2017)의 서베이 논문 참조.

(hostile takeover)으로 분류한다.⁴⁾ 적대적 인수·합병은 공개매수(tender offer), 위임장 경쟁(proxy fight) 등을 통해 이루어지는데 인수기업의 종국적 목적은 충분한 우호 지분을 확보하여 피인수 기업의 기존 이사회와 경영진을 자신들이 지명한 혹은 우호적인 인사들로 교체하여 경영권을 장악하는 것이라 할 수 있다.

적대적 M&A 시도는 1980년 대 미국에서 M&A 거래가 급증하면서 동시에 증가하기 시작하였고 인수 기업과 피인수 대상 기업들 간의 기업지배권 시장에서의 치열한 경쟁이 유발되었다. 피인수 대상 기업들은 적대적 M&A 시도에 맞서 투자은행과 법무법인의 자문을 받아 다양한 방어전략을 개발하고 적용하게 되었고 이에 따라 현재의 다양한 경영권 방어전략들(anti-takeover defense)이 정착되는 계기가 되었다. 현재 미국 기업들의 대부분은 경영권 방어전략을 보유하고 있는데 Bebchuk, Cohen and Ferrell(2009)에 따르면 2000년대 초반 분석 대상인 1,500개 안팎의 기업들 중 주요 경영권 방어전략 6개 중 1개도 보유하지 않은 기업의 비율은 10% 정도에 머무르고 있다.⁵⁾

경영권 방어전략은 법조계, 학계, 정책 당국자 사이에 많은 논란을 불러일으키고 있다. M&A가 지닌 경제적 유용성과 효율성에도 불구하고 이를 저지하려는 경영진의 시도가 과연 법적 정당성을 지니며 주주를 비롯한 이해당사자들에게 이익이 되는지에 대해서는 현재까지도 다양한 논의가 진행되고 있다. 특히 M&A 이후 기업의 구조조정을 통해 일자리가 줄어들고 기업의 규모가 축소될 경우 지역 경제에 미치는 영향이 심대하므로 경영권 방어는 단순한 기업 간의 문제가 아니라 정치적, 사회적 이슈로까지 번지고 있다.

특히 M&A 거래가 미국 등 선진국을 벗어나 신흥시장으로 확대됨에 따라 경영권 방어와 관련된 논의는 이제 각국의 법률, 규제, 경제 환경에 따라 다양한 양상으로 전개되고 있다. 우리나라의 경우 선진국과 달리 적대적 M&A는 매우 드문 편이나 소버린펀드(Sovereign Fund)의 SK 그룹 경영권 장악을 위한 위임장 경쟁, 엘리엇(Elliott)의 삼성물산과 제일모직 합병 저지 시도 이후 외국 기업에 의한 국내 기업 대상 적대적 M&A 우려가 증가하고 있고 재계를 중심으로 경영권 방어전략의 도입을 촉구하는 요구가 커지고 있다.

본 연구는 경영권 방어에 대한 이해와 향후 경영권 방어전략 도입에 대한 논의에 도움이 되고자 경영권 방어에 대한 기존 연구를 정리하고 현재 진행되는 경영권 방어와 관련된 국내의 경향을 소개하고자 한다. 2절에서는 다양한 경영권 방어전략을 소개하고

4) M&A 과정에 있어 우호적인지 적대적인지 여부가 명확하지 않은 경우도 다수 존재한다. M&A는 인수와 피인수 기업 간의 치열한 협상의 결과로 성사되므로 이 과정에서 표면적으로 드러나는 과정과 실제 마후에서의 협상이 다르기 때문이다.

5) 이들 연구에 대한 논의는 3절 참조

3절에서는 경영권 방어가 M&A 활동과 기업가치에 미치는 다양한 영향에 대한 기존 연구를 정리한다. 4절에서는 경영권 방어에 대한 해외 최근 동향을 소개하고 5절에서는 경영권 방어와 관련하여 현재 진행되고 있는 국내 논의를 정리하면서 정책 방안에 대한 제언을 하고자 한다. 마지막 절에서는 향후 연구 방향을 제시하면서 결론을 맺고자 한다.

II. 경영권 방어전략의 종류

1. 예방적 방어전략

경영권 방어전략은 그 종류가 매우 다양한데 방어전략을 채택한 시기에 따라 예방적 방어전략(preventive anti-takeover defenses)과 적대적 M&A가 시도된 이후 이를 저지하는 적극적 방어전략(active anti-takeover defenses)으로 구분할 수 있다.

예방적 방어전략은 인수자의 기업인수 비용을 높이거나 소요되는 시간을 지연하고 과정을 복잡하게 하여 사전적으로 적대적 M&A 시도 가능성을 낮추는 것을 목적으로 한다. 일반적으로 정관이나 세칙에 사전적으로 명시되는데 Gompers, Ishii and Metrick(2003)⁶⁾은 정관 조항에 포함되는 방어전략과 회사가登記되어 있는 주의 법 (state laws)에 따라 아래 표와 같이 28개로 분류하고 있다.

〈표 1〉 Gompers, Ishii and Metrick(2003) 분류 예방적 방어전략

분류	방어전략
M&A 지연 (delay)	백지위임 우선주(blank check preferred stock), 시차임기제(classified board), 특별주총(special meeting), 서면동의(written consent)
경영진 보호 (protection)	보상계획(compensation plan), 임용계약(contract), 황금낙하산(golden parachute), 비용보상(indemnification), 책임면제(liability), 퇴직금(severance)
의결권(voting)	정관(charter), 세칙(bylaws) 개정 제약, 집중투표제(cumulative voting), 비밀투표(secret ballot), 초다수의결(supermajority), 의결권 제한(unequal voting)
기타	반그린메일(anti-greenmail), 등기이사 의무(directors' duties), 공정가격(fair price), 연금낙하산(pension parachute), 독약조항(poison pill) 은낙하산(silver parachute)
관련 주법(state)	반그린메일법(anti-greenmail law), 기업결합법(business combination law), 현금회법(cash-out law), 등기이사 의무(directors' duties), 공정가격법(fair price), 특별정족수법(control share acquisition law)

6) 각 조항에 대한 자세한 설명은 Gompers et al.(2003)의 부록 참조.

M&A 시도를 지연시킬 목적의 전략으로 특별주총 소집 요건을 강화하거나 주주들의 서면동의를 요구하여 합병 승인을 위한 주총 개최를 어렵게 하거나, 경영진에게 우호적인 제 3자에게 유상증자를 허용하는 백지수표 우선주 조항이 포함된다.

경영진 보호를 위한 조항은 인수·합병 과정에서 발생할 수 있는 경영진의 책임을 면제해주거나 관련 법률 비용을 보상해주는 조항을 포함한다. 황금낙하산을 포함한 경영진 보수 관련 조항들은 기업의 인수·합병이 성사되어 경영진이 퇴직할 경우 이들에게 다양한 방식으로 높은 보상을 지불하는 것을 허용하고 있다. 이들 조항은 인수자의 비용을 증가시켜 M&A 시도를 저지하는 기능이 있는 반면, 기업이 인수될 경우 퇴직하게 되어 가장 큰 손실을 보게 될 경영진이 인수·합병을 저지하려는 참호구축(entrenchment) 동기를 완화시켜 도리어 M&A가 원활하게 진행될 수 있도록 할 가능성 역시 존재하여 경영권 방어전략으로서의 효과에는 논란이 있다.

초다수의결은 의결권 관련 조항 중 가장 대표적인 것으로 인수·합병 승인을 위한 주주 찬성률을 과도하게 높게 설정하여 인수·합병이 주주총회에서 가결된 가능성을 낮추는 기능을 한다. 이 조항이 적용될 경우 기존 경영진은 낮은 비율의 인수·합병 반대 지분만으로도 M&A를 저지시킬 수 있게 된다. 의결권 제한(unequal voting)은 tenure voting이라고도 불리는데 장기간 주식을 보유한 주주에게 더 많은 의결권을 부여하거나 주식 보유 기간이 짧은 주주의 인수·합병 관련 안전에 대한 의결권 행사를 제한하는 조항으로 인수 기업의 의결권 행사를 제약하는 기능을 한다.

이외에 공정가격 조항은 인수자가 현재 주가보다 높은 가격으로 일부 지분을 매입할 경우 인수를 성사시키기 위해서는 모든 주식을 그 가격으로 매입하도록 하여 인수 비용을 높이는 기능을 한다. 등기이사의무는 인수·합병 의사결정 과정에서 경영진과 등기이사는 주주 외의 이해당사자의 이익을 모두 고려하도록 하여 단순히 높은 가격을 지불하는 인수자에게 기업을 매각하는 것을 방지한다.

2. 시차임기제, 독약조항, 차등의결권

예방적 방어전략 중 가장 그 효과가 크며 동시에 논란이 많은 전략으로 시차임기제와 독약조항 그리고 차등의결권을 들 수 있다. 이들 전략들이 단독 혹은 결합하여 활용될 경우 적대적 M&A는 실질적으로 실현 불가능할 수 있다.

시차임기제는 staggered board라고도 불리는데 매년 전체 등기이사 중 일부만을 선임하도록 하여 이사 전체, 혹은 적어도 과반수가 교체되는 시기를 지연시키는 기능을 한다. 예를 들어 등기이사의 임기가 3년이고 매년 1/3만이 임기가 만료될 수 있도록 시차임기제를 설정하는 한편 연 1회 개최되는 정기주총에서만 등기이사를 선임할 경우

과반수 이상이 교체되는 시기는 1년 이상이 걸리게 된다. 이 조항이 적용될 경우 인수자는 과반수 이상의 지분을 확보하여도 실제 기업의 경영권을 확보하는데 상당한 시간이 소요됨으로 인해 인수·합병의 목적을 조기에 달성하기 어려운 상황에 처하게 된다. 한편 시차임기제를 회피하기 위하여 기존 등기이사들을 임기 전에 해임하고 인수자에게 우호적인 인사로 이사회를 구성하는 것을 막기 위해 시차임기제와 더불어 이사해임의결 요건을 강화하는 조항을 같이 설정하는 것이 일반적이다.

독약조항은 경영권 방어전략 중 가장 논란이 많은 조항인 동시에 예방적 방어 효과가 역시 매우 강력하다. 흔히 독약조항은 시차임기제와 결합되어 활용되는데 이 경우 기존 경영진의 동의 없이는 실질적으로 인수·합병은 불가능하게 된다. 독약조항은 주주권리 계획(shareholder right plan)이라고도 불리고 그 종류가 다양한데 적대적 M&A가 시작되어 특정계기(triggering event)가 발생할 경우 인수자를 제외한 기존 주주들이 회사의 신주를 시가보다 현저히 낮은 가격으로 매입할 수 있는 권한을 부여하는 형태로 적용되는 것이 전형적인 형태이다. 이때 특정계기는 인수자가 일정 비율 이상의 지분을 매입한 경우가 가장 일반적이며, 독약조항이 실제 활용된다면 인수자의 지분율을 현저히 낮아지게 되어 인수 자체가 불가능하거나 비용이 매우 높아지게 된다.⁷⁾

독약조항은 1980년대 적대적 M&A가 활발히 진행되는 시기 M&A 전문 변호사인 Martin Lipton에 의해 개발되었다. 독약조항은 인수자를 포함한 주주들을 차별적으로 대우하고 주주들이 현 시가보다 높은 가격으로 주식을 매도할 기회를 막아 경영진과 이사회의 선관주의 의무(fiduciary duty)에 위반된다는 법률적인 반론이 강하게 제기되었다. 그러나 많은 수의 기업들이 등기되어있고 기업 관련 판결을 가장 신속하고 권위 있게 처리하는 Delaware 주 대법원이 경영진이 기존 주주들을 대리하여 인수·합병 관련 의사결정을 내리는데 있어 독약조항의 채택은 경영판단원칙(business judgement rule)에 어긋나지 않는다는 판결을 내림으로 인해 그 정당성을 확보하게 되었다.⁸⁾ 특히 독약조항은 주주총회 의결 없이 이사회 의결만으로 언제나 설정할 수 있어 그 활용도가 매우 높은 방어전략이라 할 수 있다.⁹⁾

차등의결권(dual class shares)은 특정 주식에 대해 다른 주식들에 비해 더 많은 수의 의결권을 부여하는 제도이다. 차등의결권은 ‘1주 1의결권’ 원칙의 예외로서 일반적으로 창업주가 보유한 주식이 다수의 의결권을 지니게 되어 기업의 지배권을 확보하게

7) 다양한 종류의 독약조항에 대한 설명과 그 발전 과정은 선우석호(2008) 참조.

8) 독약조항의 법률적 의미와 관련 판결에 대해서는 Kang(2013) 참조.

9) 독약조항이 정관에 없는 기업도 적대적 M&A 위협에 직면할 경우 언제나 채택이 가능하므로 실질적으로 모든 기업이 독약조항을 잠재적으로 보유하고 있다는 의미로 Shadow pill이라는 용어가 사용되기도 한다.

된다. 예를 들어 Facebook의 Mark Zuckerberg를 포함한 지배주주들이 보유한 Class B shares는 주당 10개의 의결권을 보유한 반면 일반 주주들의 Class A shares는 주당 1개의 의결권을 지니고 있다. 결과적으로 Zuckerberg 등 지배주주는 18% 지분으로 70%의 의결권을 확보하여 절대적인 기업지배권을 지니고 있다.¹⁰⁾ 이와 같이 차등의결권은 다른 방어전략을 압도하는 절대적인 유용성을 지니고 있으며 지배주주들이 이를 통해 50% 이상의 지분율을 확보한 경우 적대적 M&A는 실질적으로 불가능하게 된다.

3. 적극적 방어전략

예방적 방어전략에도 불구하고 적대적 M&A가 시도될 경우 인수 대상 기업의 경영진은 다양한 방식으로 인수 시도를 저지하여 결국 인수 시도를 포기하도록 유도하는 전략을 수행하게 되는데 이를 적극적 방어전략이라 한다.¹¹⁾

그린메일(greenmail)은 인수자가 이미 매입한 인수 대상 기업의 주식을 매입 가격에 프리미엄을 추가하여 재매입하는 전략이다. 일반적으로 인수자가 그린메일을 받아드릴 경우 추후 적대적 M&A를 시도하지 않겠다는 불가침협정(standstill agreement)을 동시에 맺어 향후 재발 가능성을 제거한다. 적대적 M&A를 시도하는 기업사냥꾼(corporate raider)들은 실제 기업을 인수하는 것이 종국적 목적이기보다는 단기 차익 실현을 추구하므로 그린메일은 도리어 다른 기업사냥꾼의 적대적 M&A 시도를 부추길 수 있다. 이 때문에 예방적 방어전략의 하나로 그린메일을 금지하는 조항은 단기차익을 노리는 기업사냥꾼의 시도를 저지하려는 목적으로 정관에 명시되기도 한다.

백기사(white knight)는 적대적 M&A에 직면한 기업이 현 경영진에게 우호적인 인수자를 찾아 이들이 기업을 인수하도록 하는 전략이다. 한편 백지주(white squire)는 기업 전체를 인수하는 대신 인수 대상 기업의 주요 자산이나 지분을 매입하여 적대적 M&A 시도를 무산시키는 전략이다. 이들 전략을 채택할 경우 적대적 M&A는 피할 수 있으나 기업의 경영권은 백기사 혹은 백지주 역할을 담당할 인수자에게 이전되는 결과를 가져온다.

자본구조개편(capital structure change)은 기업의 재무구조를 변경시켜 적대적 M&A에 대응하는 전략이다. 이중 자본재구축(recapitalization)은 부채로 조달한 자금

10) 차등의결권 하에서도 배당은 지분율에 비례해 배분된다. Facebook의 경우에도 Zuckerberg 등 지배주주는 총배당 중 보유지분에 해당하는 18%의 배당을 받게 된다.

11) 예방적 방어전략과 적극적 방어전략의 구분은 선우석호(2008)를 따르고 있으며 이번 절에 소개되는 다양한 방어전략에 대한 자세한 설명은 선우석호(2008) 참조.

으로 주주들에게 초과배당을 지급하고 동시에 주식증서(stock certificate) 발급하게 되는데 이를 통해 인수자의 지분이 희석되고 경영진의 지분율이 상대적으로 증가하는 효과를 거둘 수 있다. 채권 추가 발행은 부채비율을 증가시켜 인수 대상 기업의 매력을 저하시키는 효과를 지닌다. 인수자는 인수에 성공해도 과도한 부채를 감당해야 하므로 이를 회피하기 위해 인수 자체를 포기할 가능성이 높아진다. 그러나 이 전략은 초토화 전략(scorched earth defense)라 불릴 정도로 인수 대상 기업이 과도한 규모의 차입을 했을 경우 도리어 재무적 곤경(financial distress)에 처하고 파산위험에 직면할 수 있어 신중한 판단이 요구된다.

우리사주조합이나 기존 경영진 혹은 우호적인 투자자에게 제3자 배정을 통한 주식의 추가배정은 인수자의 지분율을 희석시킴으로 인해 인수를 어렵게 하는 전략이다. 이 전략의 단점은 기존 주주들의 지분율 역시 희석되고 주가가 하락한다는 점인데 인수 대상 기업이 여유 현금을 보유하고 있을 경우 자사주 매입을 통해 기존 주주에게 대한 피해 없이 유사한 효과를 거둘 수 있다.

이외에도 인수자가 관심이 가지고 있는 기업의 주요 자산(crown jewel)을 매각하여 인수 매력도를 저하시키거나 인수 과정을 문제 삼아 소송을 제기하고 극단적으로 인수 기업에 대한 적대적 M&A를 반격으로 시도하는 역매수 전략(packman defense) 등도 활용된다.

적극적 방어전략은 인수자의 인수 시도를 저지하는 효과를 지니나 그 과정에서 인수 대상 기업 자체에도 불리하게 작용할 수 있으므로 그 적용에 있어서는 매우 신중해야 한다. 실제로 과도한 적극적 방어전략의 후유증으로 재무적 곤경에 처하거나 이후 다른 기업에 의해 인수되는 경우도 적지 않게 발생한다.

III. 경영권 방어전략에 관한 기존 연구

1. 경영권 방어전략에 대한 이론적 배경

경영권 방어전략의 채택이 기업가치와 나아가 경제 내의 효율적 자원배분에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 다양한 이론적 논리가 제시되어왔다.

경영권 방어전략의 부정적인 영향은 경영진 참호구축 가설(managerial entrenchment hypothesis)에 근거하고 있다. Jensen and Meckling(1976)에 따르면 경영진과 주주 간에는 이해상충이 존재하며 경영진은 자신의 이익을 극대화하는 방향으로 경영 관련 의사결

정을 내리게 된다. 경영진에게서 발생할 수 있는 대리인 문제(agency problem)를 제어할 수 체제가 기업지배구조이며 M&A는 경영진에 대한 견제와 감독 및 통제가 기업 외부에서 이루어지는 주요한 외부 기업지배구조 수단(external corporate governance mechanism)이다. 경영권 방어전략은 이러한 외부 기업지배구조 수단인 M&A가 효율적으로 기능하는 것을 저해하여 기업가치와 경제 내의 효율적 자원배분에 부정적인 영향을 미치게 된다는 것이다.

그러나 경영권 방어전략이 기업가치를 제고한다는 반론 역시 제기되고 있다. DeAngelo and Rice(1983)은 주주들의 지분이 분산되어 있고 경영진과 주주 간에 정보의 비대칭성으로 인해 시장효율성(market efficiency)이 성립되지 않는 경우 경영권 방어전략은 M&A 거래에 있어 인수 대상 기업에 유리한 협상력을 제공하는 효율적인 수단이며 따라서 이를 통해 주주의 부를 증가시키는데 기여한다는 논리를 제기하고 있다. 이를 협상 가설(bargaining hypothesis)이라 한다. 주가가 저평가되어 있는 시기 기업은 적대적 M&A에 노출될 가능성이 높는데 Grossman and Hart(1980)가 밝힌 바와 같이 인수자는 M&A 협상 과정에서 지분이 분산되어 있는 주주들의 무임승차 문제(free rider problem)를 활용하여 일부 주주에게만 시가보다는 높으나 내재적 가치보다 낮은 가격을 지불하면서 기업을 인수할 수 있다는 것이다. 경영권 방어전략은 경영진이 주주들을 대리하여 협상력을 확보하는 것을 가능하게 하며 기업이 내재적 가치보다 저가에 매각되는 것을 방지하므로 종국적으로 기업가치 제고에 기여한다는 것이다. 협상력 가설은 이후 법원 판결에서 경영진과 이사회에 경영판단원칙을 인정하는데 주요한 논거로 활용되고 있다.

한편 Stein(1988)은 경영권 방어전략이 경영진의 단기 실적 위주의 경영의사 결정(myopic decision)에서 벗어나 장기적 관점에서 투자 결정을 내릴 수 있도록 기능하여 기업가치 제고와 효율적 자원배분에 기여한다는 장기 실적 가설(long-term benefit hypothesis)을 제기한다. 경영진과 주주 및 시장 간에 정보의 비대칭성이 존재할 때 주가는 기업의 단기 실적에 민감하게 반응하게 되는데 단기 실적 악화는 주가 하락으로 이어져 적대적 M&A를 초래할 가능성이 높아지게 된다. 이 상황에서 경영진은 적대적 M&A를 피하기 위해 단기 실적 위주의 경영 의사결정을 내리고 이는 종국적으로 기업가치를 훼손할 수 있게 되는데 경영권 방어전략은 이러한 근시안적 의사결정에서 경영진을 벗어나게 하는 유용한 기능을 한다는 것이다.¹²⁾

12) 고객이나 다른 기업과의 장기적인 제휴가 중요한 기업들의 경우 경영권 방어는 이들과의 장기적이고 안정적인 관계를 지속시켜주고 이를 통해 기업가치 제고에 기여할 수 있다. 이런 측면을 강조한 가설을 Bonding hypothesis라 하면 장기실적 가설과 연관성을 지닌다.

2. 경영권 방어전략에 대한 실증 연구

경영권 방어전략의 효과가 긍정적인지 부정적인지의 여부와 위의 이론적 가설의 타당성은 결국 실증적인 검증을 통해 확인하려는 것이 현재까지 다양한 관련 실증 연구(empirical studies)의 목표라 할 수 있다.¹³⁾

사건연구(event study) 방법론을 활용한 실증 연구들은 특정 경영권 방어전략의 채택 혹은 포기가 단기 주가 수익률에 미치는 영향을 분석하고 있다. DeAngelo and Rice(1983), Jarrell and Poulson(1987) 등의 연구는 통계적으로 유의미하지 않은 수준의 수익률 반응을 보고하고 있으며 그 외의 연구들 역시 일관된 결과를 보이고 있지는 않다. 그 주요한 이유로는 경영권 방어전략의 채택 혹은 포기 결정이 이루어지는 시점에 기업가치에 영향을 미치는 다른 사건이나 상황이 벌어졌을 가능성이 높으며 이러한 효과들과 경영권 방어전략의 영향이 혼재되기 때문일 것으로 추론된다.

Gompers et al.(2003)는 관련 주법 중 정관 조항과 겹치는 4개를 제외한 24개 전략에 대하여 정관 혹은 관련 주법에 명시되어 있으면 1점을 부과하는 방식으로 경영권 방어전략 지수를 개발하였다. 이를 흔히 GIM Index라고 부르는데 0은 경영권 방어전략을 전혀 채택하지 않는 것을 의미하여 지수가 증가할수록 더욱 강력한 방어전략을 사전적으로 구비하는 것으로 해석할 수 있다. 이 지수는 이후 경영권 방어전략과 관련된 연구에서 경영권 방어전략과 나아가 기업지배구조의 대용치(proxy)로 광범위하게 사용되고 있다.

Gompers et al.(2003)은 1990년 1,500개 기업을 대상으로 한 실증분석을 통해 경영권 방어전략의 최상위 강도를 지닌 기업군의 연평균 수익률은 최하위 강도를 지닌 기업군보다 9% 낮다는 결과를 보고하고 있다. Tobin's Q로 측정되는 기업가치에 있어서도 통계적으로 유의한 수준으로 경영권 방어전략은 부정적인 영향을 미치는 것을 보이고 있다. GIM index 1점 증가는 1990년 대 초에는 Tobin's Q의 2.2% 감소를 초래하는 반면 후반기에는 더욱 증가하여 11.4%에 이르고 있다. Bebchuk et al.(2009)는 GIM index 중 기업가치에 직접적인 영향을 미치는 조항은 시차임기제, 초다수의결, 황금낙하산, 독약조항, 정관과 세칙 개정 제한의 6개이며 GIM index와 같은 방식으로 이들 조항으로 구성된 E-index로 실증분석을 시행하였다. 실증분석 결과는 Gompers et al.(2003)과 유사하게 경영권 방어전략이 강할수록 기업가치에는 부정적으로 작용함을 보이고 있다. 이후 실증연구에서 E-index는 GIM index와 더불어 널리 활용되고 있다.

13) 2010년 초까지의 경영권 방어전략에 대한 연구의 서베이는 Straska and Waller(2014) 참조.

경영권 방어전략이 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구의 한계점은 역인과성(reverse causality)라고도 불리는 내생성(endogeneity)에 있다. 실증분석의 초점인 경영권 방어전략이 기업가치에 미치는 인과성을 밝히는 것인데 기업가치가 하락한 기업들이 적대적 M&A를 방지하기 위해 경영권 방어전략을 채택할 개연성을 배제하지 못한다. 이 경우 경영권 방어전략 채택 이후의 낮은 기업가치는 경영권 방어전략에 의해 초래된 것이라기보다는 경영권 방어전략의 채택이 단순히 저평가된 기업가치를 나타내는 표면적 현상이라 추론될 수 있다.¹⁴⁾

Karpoff, Schonlau and Wehrly(2017)는 도구변수(instrumental variables)를 활용하여 GIM index와 E-index의 내생성 문제를 직접적으로 해결하는 분석방법을 채택하였다. 이들은 경영권 방어전략이 실제로 M&A를 저해하는지를 분석하고 있으며 그 결과는 GIM index와 E-index의 증가로 측정되는 경영권 방어의 강도가 증가할수록 M&A 가능성은 통계적으로 유의하게 감소함을 보이고 있다.¹⁵⁾

Field and Karpoff(2002)은 IPO 기업의 경영권 방어전략 채택이 향후 M&A 가능성과 프리미엄에 미치는 영향을 분석하여 내생성 문제의 제약을 받지 않고 경영권 방어전략의 효과를 분석하고 있다. IPO 당시 경영권 방어전략의 채택은 공모가에 부정적인 영향을 미침에도 불구하고 50% 이상의 기업들이 1개 이상의 방어전략을 지니고 상장된다. Field and Karpoff(2002)은 경영권 방어전략은 이후 M&A 가능성을 감소시키고 동시에 프리미엄에는 별다른 영향을 미치지 않음을 보임으로써 경영진 참호구축 가설을 지지하는 결과를 도출하고 있다. IPO 당시 창업주는 지배주주인 동시에 경영진인데 이들이 누리는 비금전적 이득(non-monetary benefit)을 지키기 위해 방어전략을 채택하게 되고 이는 M&A 가능성을 저하시켜 지배주주 외 다른 주주들의 부를 훼손시키게 되는 것으로 추론된다.

경영권 방어전략 중 가장 강력하면서도 많은 논란을 불러일으키는 전략은 독약조항이다. Cremers and Ferrell(2014)은 1978년부터 2006년까지의 자료를 통해 GIM index 및 E-index와 기업가치 간의 관계를 규명하고 있다. 이들은 *Moran v. Household* 판결로 독약조항의 정당성이 확보되고 많은 기업들이 이를 정관에 채택한 1985년 이후 기간에서만 GIM index 및 E-index의 증가 즉 강화된 경영권 방어전략

14) Bebchuk et al.(2009)은 경영권 방어전략 채택 이후 5년 뒤의 기업가치를 측정하여 내생성 문제를 우회적으로 해결하면서 경영권 방어전략이 지속적으로 기업가치 하락을 초래함을 보이고 있으나 직접적으로 내생성 문제를 계량경제학적으로 해결하지는 못하고 있다. 이는 Gompers et al.(2003)의 경우에도 마찬가지이다.

15) Karpoff et al.(2017)은 경영권 방어전략이 기업가치에 미치는 영향은 직접 분석하지 않으나 M&A가 인수대상 기업 주주들의 부에 미치는 긍정적인 영향을 고려할 때 M&A 가능성의 감소는 주주들의 부를 훼손시킴을 추론할 수 있다.

이 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 통계적으로 유의한 수준에서 부정적 영향을 미침을 보이고 있다. 이는 주주들의 기업 지배구조와 소액주주 권리에 대한 인식이 높아지면서 발생하는 현상으로 해석하고 있다. 특히 각 index에서 독약조항을 분리하여 그 영향을 분석할 때 다른 조항을 압도하는 부정적 효과를 보임으로서 독약조항이 가장 강력한 경영권 방어전략인 동시에 기업가치에 미치는 부정적 영향 역시 매우 높음을 밝히고 있다.¹⁶⁾

독약조항이 모든 기업들에 대해서 부정적인 영향을 미치는 것은 아님을 최근 연구들은 보이고 있다. Bhojraj, Sengupta and Zhang(2017)은 Cremers and Ferrell(2014)와 달리 경영진의 독약조항 채택에 더 많은 재량권을 부여한 Delaware 주 대법원의 판결이 미치는 효과를 분석하고 있다. 그 결과 혁신적인 기업(innovative firms)들은 판결 이후 방어전략이 강화될수록 기업가치가 증가함을 보이고 있다. 이러한 결과는 경영권 방어전략의 장기실적 가설을 지지하는 결과라 해석할 수 있다.

독약조항의 법적 허용은 기업들이 언제나 독약조항을 채택할 수 있는 shadow pill을 부여한 것으로 독약조항의 채택 여부에 상관없이 실질적으로 모든 기업들이 독약조항을 보유한 것과 동일한 효과를 지니게 된다. Cremers, Guernsey, Litov and Sepe(2018)은 Bhojraj et al.(2017)의 분석을 확장하여 미국 35개 주별로 독약조항을 법적으로 허용한 이후 혁신적인 기업들과 고객, 전략적 제휴 기업 등 이해당사자들과 장기적이고 안정적인 관계가 중요한 기업들의 가치가 증가함을 보이고 있다. 이는 Bhojraj et al.(2017)의 결과와 같이 경영권 방어전략의 장기실적 가설을 입증하는 것으로 이해될 수 있다.

경영권 방어전략과 기업가치 간의 관계가 모든 기업들에게 동일하게 적용되지는 않는다는 결과는 Johnson, Karpoff and Yi(2017)에서도 도출되고 있다. 이들은 경영권 방어전략이 IPO 직후에는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치나 이후 그 효과는 점차 감소하여 10년 전후에 도달하면 통계적으로 유의한 수준에서 부정적으로 전환됨을 보이고 있다. 창업 초기인 IPO 직후에는 창업자의 경영 능력, 주요 고객이나 전략적 제휴 관계의 이해당사자와의 안정적인 관계가 기업가치를 제고하나 이후에는 이들 요인들의 중요도가 감소하면서 방어전략이 도리어 기업가치를 훼손하는 방향으로 작용함을 보이고 있다. 이는 기업의 업력에 따라 장기실적 가설과 경영진 참호구축 가설이 시기 별로 성립되는 것으로 이해될 수 있다.

독약조항 못지않게 강력한 방어전략으로 시차임기제를 들 수 있다. 미국의 경우 모든

16) Cremers and Ferrell(2014)는 Moran v. Household 판결이 기업들의 의사결정과는 무관한 외생적 사건인 것으로 분석 상의 내생성을 해결하고 있다.

기업들이 실질적으로 독약조항을 보유한 것과 마찬가지로 시차임기제의 도입은 인수자의 인수 대상 기업 경영권 확보에 소요되는 시간을 현저히 지체시키므로 매우 유효한 방어수단이다. Bebchuk and Cohen(2005)은 시차임기제가 기업가치에 통계적으로 유의한 수준에서 부정적인 영향을 미침을 보이고 있다. 그러나 Cremers, Litov and Sepe(2017)은 혁신적이고 이해당사자들과의 장기적이고 안정적인 관계가 중요한 기업들의 경우 시차임기제 도입이 도리어 기업가치를 제고하는 기능함을 분석하여 Bebchuk and Cohen(2005)의 주장을 반박하고 있다.¹⁷⁾

경영권 방어전략 중 가장 강력한 수단은 차등의결권으로서 지배주주가 이를 통해 50% 이상의 지분율을 확보한 경우 적대적 M&A는 실질적으로 불가능하게 된다.¹⁸⁾ Gompers, Ishii and Metrick(2010)는 도구변수를 적용해 차등의결권 채택에 따른 내생성을 고려하여도 차등의결권은 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 보이고 있다. 이는 차등의결권이 경영진의 참호구축을 가장 강력하게 보장하는 수단으로서 기업가치를 감소시키는 기능을 하는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 Jordan, Kim and Liu(2016)은 차등의결권을 채택한 기업들이 보다 장기적인 관점에서 투자 의사 결정을 내리고 단기 실적에 좌우되는 면이 감소하여 도리어 기업가치를 제고하는 효과를 가져옴을 실증적으로 제시하고 있다. 이는 장기실적 가설과 일관된 결과로 이해될 수 있다.

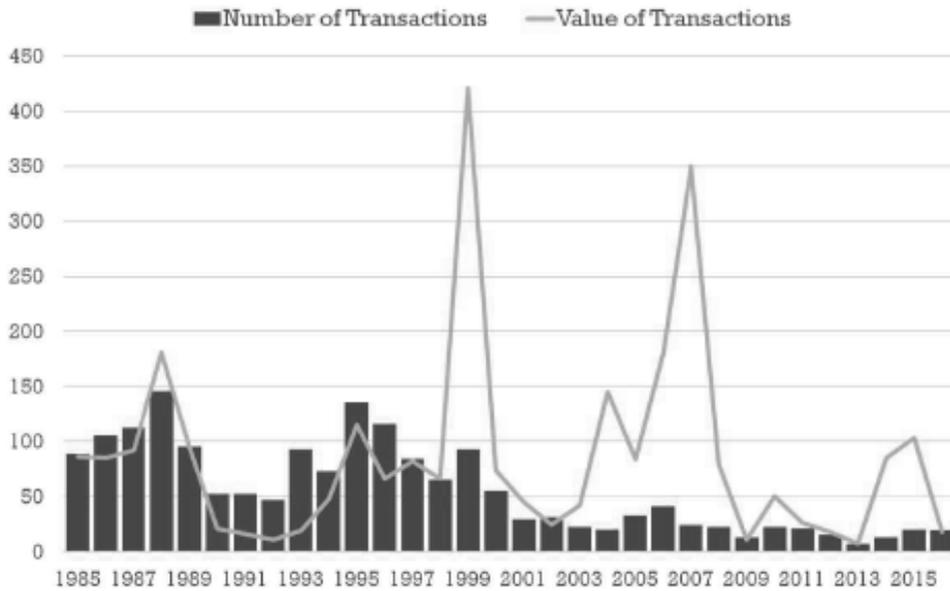
IV. 경영권 방어전략의 최근 동향

1990년 대 이후 경영진에게 독약조항, 초다수의결, 시차임기제 등의 다양한 경영권 방어전략을 채택할 수 있는 광범위한 재량권이 부여되고 있다. 아래 <그림 1>에서 보는 바와 같이 1990년 대 중반이후 적대적 M&A의 빈도는 연 100여건 안팎에서 2010년에 20여건 정도로 급격히 줄어드는 추세를 보이고 있다.

17) Amihud, Schmid and Solomon(2017)은 두 연구를 비교하여 두 연구 모두 계량경제적 분석에서 간과한 점을 지적하며 시차임기제가 기업가치에 별다른 영향을 미치지 않음을 보이고 있다.

18) 차등의결권은 다른 방어전략을 압도하므로 GIM index와 E-index는 포함하지 않고 있다.

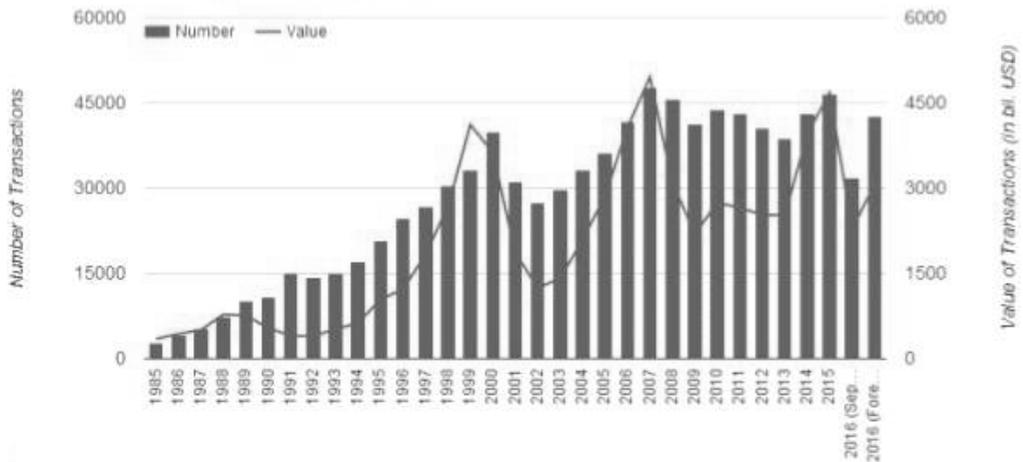
〈그림 1〉 연도 별 적대적 M&A 거래 수와 총 거래 금액



출처: imaa Institute <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>

그러나 〈그림 2〉에서 나타난 바와 전 세계적인 M&A 거래는 경영권 방어전략이 본격적으로 도입된 1980년 중반 이후 상승세를 유지하고 있다.

〈그림 2〉 연도 별 전 세계 M&A 거래 수와 총 거래 금액



출처: imaa Institute <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>

최근에도 공개시장 매수(tender offer)와 같이 공격적인 적대적 M&A 시도가 사라진 것은 아니나 M&A 활동이 증가하면서 적대적 M&A가 줄어든 주 원인을 경영권 방어전략의 광범위한 채택과 더불어 기업 지배권 시장의 변화에서 찾을 수 있다. Kang(2013)이 지적한 바와 같이 우호적 M&A 위주로 M&A 거래 규모가 증가하는 가장 큰 이유는 경영진에 대한 보상 규모와 구조의 변화에서 찾을 수 있다. 2000년 대 이후 미국 최고 경영자의 보수는 급격히 증가하는 동시에 보상체계의 구조도 스톡옵션 등 주식과 연동된 부분의 비중이 현금보상 부분을 압도하고 있다.¹⁹⁾ 황금낙하산이 부여되지 않아도 M&A 과정에서 현 주가에 프리미엄을 추가하여 인수가격이 형성되고 경영진 퇴직 시 과도한 퇴직금이 지급되는 것이 일반화되면서 경영진 입장에서는 이러한 보수가 기업 인수에 따른 퇴직으로 상실할 사적 이득을 보상하기에 충분하다고 판단하게 될 것이다. 이 경우 경영진은 경영권 방어에 적극적이기 보다는 도리어 높은 가격에 기업을 매각하는 것을 선호하게 될 것이다.

최근 경향은 적대적 M&A가 줄어든 반면 주주행동주의(shareholder activism) 헤지펀드의 경영진에 대한 압력은 증가하고 있다.²⁰⁾ 전 세계적으로 주주행동주의 헤지펀드 수와 투자대상 기업의 수는 2012~2013년 150~160개 전후였으나 이후 2014년 203개, 2015년 397개로 급증하고 있으며 이들이 목표로 하는 기업의 수 역시 2010년 75개에서 2014년 344개, 2015년 551개로 증가하고 있다. 이들은 5% 안팎의 지분을 확보한 후 기관투자자를 중심으로 한 소액주주들의 지지를 받아 등기이사, 경영진 교체 등에 있어 의결권을 행사할 뿐 아니라 배당 증가, 기업 구조 개혁 등을 적극적으로 요구하는 있다. 이들은 소액주주들의 무임승차 문제를 해결하면서 기업가치 제고를 경영진에게 강력히 요구하므로 다수의 기관투자자들의 지지를 받으며 활동을 확대하고 있다. 최근 주목할 추세는 이들의 투자 대상이 점차 아시아 지역으로 확대되는 것으로 2015년 삼성물산과 엘리트의 위임장 경쟁의 사례와 같이 이들의 목표가 된 아시아 기업의 수는 2014년 14개에서 2016년 상반기에만 10개에 이르고 있다.²¹⁾ 이러한 주주행동주의 헤지펀드는 독약조항 등과 같은 기존의 경영권 방어전략으로 대처할 수 없는 것으로써 경영진 입장에서는 적대적 M&A 시도와는 다른 대응 방안을 모색할 수 밖에 없다.

경영권 방어전략에서 최근 가장 큰 논란을 불러일으키고 있는 것은 상장기업의 차등 의결권 채택 증가라 할 수 있다. <그림 3>에서 보는 바와 같이 IT 기업을 중심으로 창업

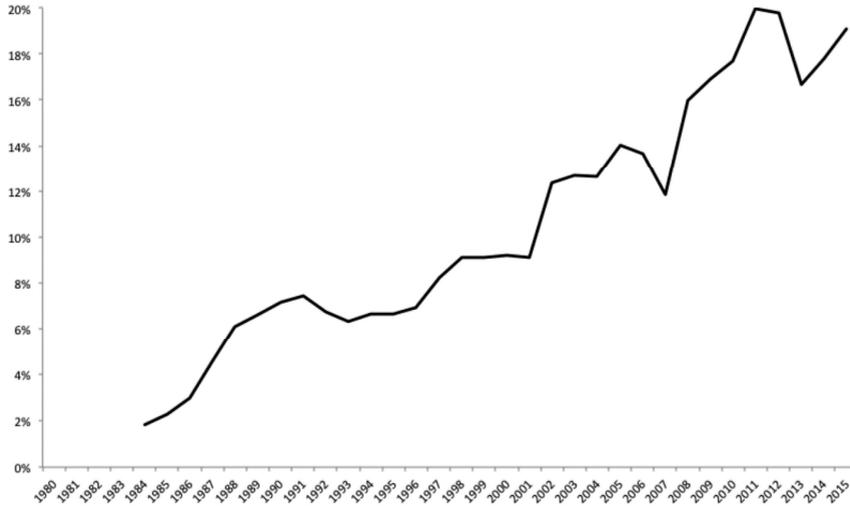
19) 2010년 대 이후 CEO와 종업원 평균 보수 간의 비율은 스톡옵션 실현 금액을 포함할 경우 300배를 초과한다. Economic Policy Institute, <https://www.epi.org/files/pdf/152123.pdf> 참조.

20) 일부 통계에서는 행동주의 헤지펀드의 지분 매입을 적대적 M&A 시도로 분류하기도 한다.

21) 헤지펀드 주주행동주의의 최근 동향에 대한 자세한 논의는 KB 지식 비타민(2015) “주주행동주의와 행동주의 펀드의 성장” 참조

자 등 지배주주에게 차등의결권을 부여하고 IPO에 나서는 기업의 수는 급증하고 있다.

〈그림 3〉 IPO 당시 차등의결권 채택 미국 기업 비율(5년 이동평균)



출처: Recommendation of the Investor as Owner Subcommittee: Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies

이는 기술주 중심으로 심화되고 있는데 2017년 미국 기술주 IPO 중 43.3%가 차등의결권으로 보유하고 상장되었다. 이러한 추세에 대해 기관투자자를 중심으로 한 반대 의견 역시 커지고 있다. State Street은 SEC가 차등의결권을 전면 금지시킬 것을 촉구하였고, Institutional Shareholder Service, Blackrock 역시 차등의결권이 주주권을 심각하게 훼손시킨다고 판단하여 강력한 반대 입장을 견지하고 있다. 한편 S&P Dow Jones는 향후 S&P 1500 지수에 차등의결권 보유 기업을 배제할 것을 발표했고²²⁾ FTSE Russell 역시 유동주식 전체의 의결권 비중이 5% 이하인 기업은 지수에서 배제하기로 했다.²³⁾ 정책당국자로서 SEC 의장인 Robert J. Jackson은 최근 연설을 통해 차등의결권, 특히 일정 기간이 지나거나 특정한 계기가 있으면 소멸될 수 있는 일몰 조항 (sunset clause)가 있는 차등의결권이 아닌 영구적으로 지배주주가 보유하는 차등의결권(perpetual dual class shares)에 대해서는 주주보호, 시장 투명성 확보 차원에서 강력한 반대 의사를 표명했다.²⁴⁾

22) 기존에 지수에 이미 포함된 차등의결권 보유 기업에는 예외 적용.

23) 이에 대한 자세한 논의는 “Recommendation of the Investor as Owner Subcommittee: Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies” 참조.

24) Robert J. Jackson “Perpetual dual class stock: the case against corporate royalty” 참조. 그는 “So perpetual dual-class ownership—forever shares—don’t just ask investors to trust a visionary

기관투자자나 정책당국자가 차등의결권에 대해 반대하는 것은 지배주주의 전횡을 방지할 수 없어 소액주주들의 이익이 침해될 가능성이 높으며 내부 및 외부 지배구조가 효율적으로 작용할 수 없는 상황에서 기업 경영의 투명성이 저하되고 이로 인해 전반적인 자본시장의 신뢰도가 저하될 것을 우려하기 때문이다. 특히 S&P, FTSE Russell 등 주요 지수 산출 기관이 이들 기업들을 지수에서 배제함으로써 차등의결권 채택 기업들의 주주 보유 주식의 유동성이 저하되고 이로 인해 주가에 훼손을 감수하는 결과를 초래하고 있다. 최근 거래소 간의 상장 기업 유치 경쟁이 치열해지면서 홍콩, 싱가포르 거래소가 차등의결권을 허용하여 아시아 지역에서도 차등의결권에 대한 논란이 커지고 있다.²⁵⁾

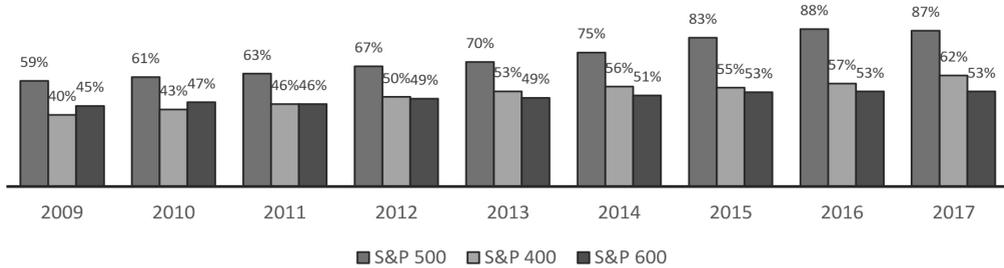
경영권 방어전략이 가장 광범위하게 활용되는 미국의 경우 최근 대기업을 중심으로 자발적으로 방어전략을 포기하는 추세가 늘어나고 있다. 이는 M&A 시장 구조의 변화와 더불어 분식회계 사태, 금융위기를 겪으면서 기업지배구조 개선에 대한 주주들과 정책당국의 강한 요구 등이 결합된 결과로 이해될 수 있다. 특히 주목되는 점은 시차임기제와 독약조항의 감소인데 아래 <그림 4>와 같이 대기업을 속하는 S&P500 기업의 경우 주총에서 매년 등기이사를 선임하여 시차임기제를 포기한 기업의 비중이 2017년 87%에 이르고 있다. 한편 S&P1500 기업 중 실제 적용 가능한 독약조항을 보유한 기업의 비중 역시 2005년 54%에서 2017년 4%로 급감했다.²⁶⁾

founder. It asks them to trust that founder's kids. And their kids' kids. And their grandkid's kids. (Some of whom may, or may not, be visionaries.)” 라며 강력한 반대 의사를 표명했다.

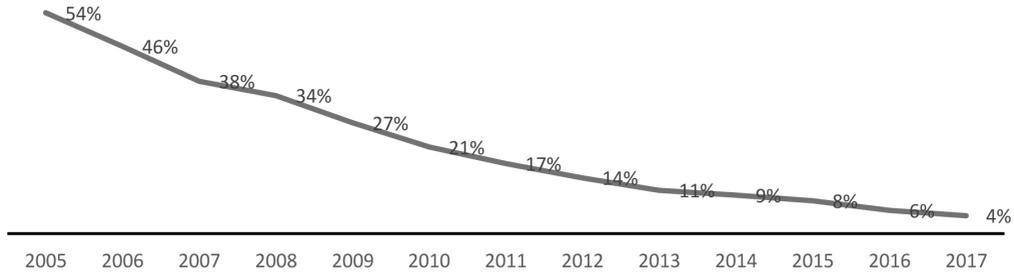
25) Alibaba가 차등의결권을 미국 시장에 상장한 이후 홍콩, 싱가포르 거래소는 중국 기업 유치를 위해 최근 차등의결권을 허용했다. 관련 논란에 대해서는 CFA Institute(2018) “Dual class shares: The good, the bad and the ugly”의 자세한 논의 참조.

26) 자세한 내용은 ISS (2018) “US Board Study” 참조.

〈그림 4-a〉 미국 기업 중 매년 등기이사를 선출하는 기업 비중²⁷⁾



〈그림 4-b〉 미국 기업 중 독약조항 채택 기업 비중



출처: ISS Analytics

V. 경영권 방어전략의 국내 동향

국내의 경우 상법이나 자본시장법 상 선진국과 같이 다양한 종류의 경영권 방어전략을 허용하고 있지는 않다. 그러나 칼 아이칸과 KT&G, 소버린펀드와 SK 간의 위임장 대결, 엘리엇의 삼성물산과 제일모직 합병 반대 등 외국인 투자자, 특히 행동주의 헤지펀드의 위협이 발생하면서 국내 기업들은 ‘기울어진 운동장’을 주장하며 독약조항, 차등의결권 등의 경영권 방어전략의 도입을 요구하고 있다. 이러한 논의를 위해서는 과연 국내 다수 기업들이 적대적 M&A에 노출되어 있는지 여부뿐만 아니라 적대적 M&A 위협으로 인해 기업의 정상적인 경영 활동이 장애를 받아 경제 전반에 부정적인 영향을 미치는지를 확인해 볼 필요가 있다.

임수진(2013)은 2013년 말 기준으로 국내 상장사들이 활용 가능한 경영권 방어전략

27) S&P500은 대기업(large-cap), S&P400 중규모 기업(mid-cap), S&P600은 소규모 기업(small-cap) 지수이며 S&P1500은 이들 기업을 모두 포괄한 지수이다.

10가지를 제시하고 있으며 이중 시차임기제는 전체 1,601개 사 중 87.1%가 채택하고 있다. 일종의 초다수의결에 해당하는 전략으로 임원 해임, 합병 특별의결의 요건 가중이 있으며 황금낙하산 역시 12.6%의 코스닥 상장사들이 채택하고 있다. 그 외 6개는 주식 발행을 통한 경영권 방어전략으로서 최대주주 및 특수관계인에게 제3자 배정 또는 사모 방식 유상증자, 이들에 대한 주식연계채권의 사모발행 등이 포함된다. 따라서 독약조항이나 차등의결권이 허용되지 않을 뿐 다양한 경영권 방어전략은 지배주주와 경영진이 활용 가능하다고 할 수 있다.²⁸⁾

경영권 방어전략을 광범위하게 허용하고 있는 선진국과 달리 우리나라 기업들의 경우 지배주주와 특수관계인의 지분율이 월등히 높은 수준을 유지하고 있어 적대적 M&A가 실현되기는 매우 어려운 것이 현실이다. 스투어드십 코드의 도입과 더불어 국민연금의 국내 기업 보유 지분율의 상승에 대해 재계를 중심으로 기업 경영에 대한 국민연금의 과도한 영향력 행사 가능성을 우려하는 목소리가 커지고 있다. 일부에서는 이를 ‘연금 사회주의’라 하며 국민연금을 통한 정부의 기업 경영 개입 가능성을 제기하고 있다.²⁹⁾

〈표 2〉는 2017년 말 기준으로 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 277개 기업들의 지배주주와 특수관계인의 지분율 분포를 정리하고 있다.

〈표 2〉 지배주주와 특수관계인의 지분율 분포

지분율	50%≤	40%≤ <50%	30%≤ <40%	20%≤ <30%	<20%	총
기업 수	74	64	70	46	23	277

〈표 2〉와 같이 거의 과반수에 이르는 기업들의 지배주주와 지분율이 40%를 초과하고 있어 국민연금을 포함한 기타 주주들의 보유 지분율에 상관없이 안정적인 기업 지배권을 확보하고 있다. 양측의 독려로 주총 참여율이 이례적으로 높았던 2015년 삼성물산과 제일모직 합병 승인을 위한 삼성물산 주총의 참여율이 84%인 점을 고려한다면 40% 이상의 지분율을 확보할 경우 주총에서 지배주주에 반대하는 측이 원하는 방향으로 의결될 가능성은 지극히 낮다고 볼 수 있다. 최근 이슈가 되고 있는 한진칼의 경우 조양호 회장과 특수관계인의 지분율이 31.98%이고, 국민연금의 배당 증가 요구를 거부한 남양유업은 최대주주 개인의 지분율이 51.8%인 점을 고려할 때 국민연금을 포함한 주주들이 지배주주의 뜻에 반하는 안전을 통과시키기가 불가능하거나 매우 어렵다는

28) 선진국의 차등의결권과는 다르나 우리 상법에서는 무의결권주의 발행을 허용하고 있으며 그 수는 발행주식 총수의 1/4을 넘지 못한다(370조 2항)라고 규정하고 있다.

29) ‘연금 사회주의’ 용어의 기원과 정확한 의미에 대해서는 주진형 “연금 사회주의, 원조는 미국이다” (한겨레 2019.1.29.) 참조.

것을 확인할 수 있다.³⁰⁾

우리나라 기업들은 지배주주와 특수관계인의 지분 비중이 높을 뿐 아니라 국민연금 등 연기금을 제외한 기관투자자들의 주총에서의 반대 비율 역시 매우 낮다. 2016년부터 2018년 사이 3년 간 국민연금 등 연기금의 주총 반대 비율은 10%를 상회한 반면 <표 3>에 정리된 바와 같이 국내 운용사 등을 포함한 기관투자자들의 찬성 비율은 95.3%에 이르고 있다. 이와 같이 지배주주들의 높은 지분율과 더불어 이들에게 우호적인 기관투자자들의 존재는 공개시장 매입이나 위임장 대결 등과 같은 선진국 방식의 적대적 M&A는 실현 가능성이 매우 낮음을 확인할 수 있다.

<표 3> 상장기업 정기 주주총회 기관투자자의 의결권 행사 내역

(단위 : 건, %)

시장구분	총 행사 건수	찬성		반대		중립		불행사	기업수
		건수	비율	건수	비율	건수	비율		
2016년	20,998	20,206	96.2%	502	2.4%	290	1.4%	885	649
2017년	19,280	18,462	95.7%	553	2.8%	265	1.4%	1,058	702
2018년	21,230	19,948	93.9%	974	4.6%	308	1.4%	1,788	736
3년간	61,508	58,616	95.3%	2,029	3.3%	863	1.4%	3,731	2,087

출처: 대신지배구조연구소(2018) “스튜어드십 코드 도입 후 기관투자자의 의결권 행사 내역 분석과 제어”에서 재인용

<표 4>이 보이는 바와 같이 2014년 이후 국민연금이 반대 의결권을 행사하여 실제 안건이 부결된 사례는 22건에 불과하다. 이는 총 반대 건수 1,749건 대비 1.26%에 불과하다.

30) 지배주주의 경우 감사선임과 감사선임에서 의결권 제한을 받아 지배권의 제약을 받는다. 감사선임 시 최대주주는 특수관계인과 합산하여 3%까지 의결권을 행사할 수 있고(합산3%), 기타주주는 개별주주 단위로 3%까지 행사할 수 있다. (단순3%). 감사위원선임 시에는 자산2조 이상 회사의 경우 사내이사인 감사위원은 최대주주만 합산3%로 제한되고 기타주주는 의결권 이 제한되지 않는다. 사외이사인 감사위원은 최대주주·기타주주 모두 단순 3%로 보다 완화된 3%율이 적용된다. 자산2조 미만 회사의 경우 사내이사인 감사위원은 자산2조 이상과 동일하나 사외이사인 감사위원은 최대주주·기타주주 모두 단순3%로 제한된다는 해석과 의결권 제한이 아예 적용되지 않는다는 해석이 갈린다. 금융사 지배구조법이 적용되는 금융회사는 사내·사외를 불문하고 감사위원선임 시 최대주주 합산3%·기타주주 단순3%가 적용된다.

〈표 4〉 국민연금이 반대 의결권을 행사하고 부결된 사례〉

의안	2014년		2015년		2016년		2017년		2018년 (1~10월)	
	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)
이사 선임	0	0.0	1	20.0	0	0.0	0	0.0	1	20.0
감사 선임	1	25.0	3	60.0	0	0.0	2	28.6	0	0.0
정관 변경	3	75.0	0	0.0	1	100.0	3	42.9	4	80.0
기타	0	0.0	1	20.0	0	0.0	2	28.6	0	0.0
합계	4	100.0	5	100.0	1	100.0	7	100.0	5	100.0
총반대건수	251		287		303		373		535	
총의결권행사건수	2,775		2,836		3,010		2,899		2,782	

추가적인 경영권 방어전략의 도입이 필요할만큼 적대적 M&A가 활발한지 여부 역시 확인할 필요가 있다. 강정민(2019)이 2010년부터 2018년까지 제출된 공개매수 신고서를 분석한 바에 따르면 총 117건 중 대부분은 지주회사 요건 충족, 상장폐지, 자기주식 취득, 경영권 안정이 목적이었으며 적대적 공개매수로 분류될 수 있는 건은 1건에 불과하다. 이는 지난 9년의 기간 동안 기업들이 적대적 공개매수에 노출될 가능성이 연평균 0.006%에 불과함을 의미한다. 특히 독약조항은 적대적 공개매수에 대응하기 위한 경영권 방어전략인 점을 고려할 때 지극히 낮은 적대적 공개매수로부터 기업들을 보호하기 위한 독약조항의 도입은 설득력이 약하다고 볼 수 있다.

또 다른 적대적 M&A의 유형인 위임장 대결 역시 그 빈도뿐 만 아니라 기존 경영진 반대측의 성공 가능성도 매우 낮았다. 이승희(2019)는 2010년부터 2018년까지 9년 간 주주총회 안건을 분석한 결과 이사회와 이에 반대하는 권유자가 주주총회에서 표 대결을 벌인 기업은 총 154개사의 178건으로서 이는 전체 상장사 중 연평균 0.9%만이 위임장 대결을 벌인다는 것을 나타낸다. 한편 위임장 대결에서 경영진에 반대하는 측이 성공한 비중은 25.5%에 불과하다. 위임장 대결 중 적대적 M&A 시도로 분류될 수 있는 이사회 진입 혹은 장악 시도는 178건 중 74건이고 이중 35건은 이사회 장악 시도였다. 그러나 성공 건수는 22건이며 이중 11건만이 장악 시도에 성공했다. 이는 지난 9년 간 연평균 1건이 조금 넘는 경우에만 위임장 대결을 통해 기존 경영진이 경영권을 빼앗긴 사례라 할 수 있다.

우리나라 기업지배구조의 특성과 M&A 시장의 상황을 고려할 때 기업들이 적대적 M&A에 심각하게 노출되어 있다는 증거는 찾기 어렵다. 즉, 지배주주와 특수관계인의 지분율이 절대적으로 높다는 사실 자체가 이미 상당수의 기업들이 강력한 경영권 방어

수단을 보유하고 있다는 것을 의미하며 매우 미약한 적대적 M&A 활동을 고려할 때 기존에 법적으로 허용된 경영권 방어전략에 추가하여 더욱 강한 방어수단을 허용하는 것 적절한지에 대한 충분한 논의가 있어야 할 것이다.

1990년 대 이후 독약조항 등 강력한 경영권 방어전략이 허용되었음에도 미국 기업들의 M&A 거래가 늘어난 것은 Kang(2013)이 지적한 바와 같이 미국만의 차별화된 특성에서 기인한다. 미국의 경우 앞 절에서 논의된 바와 같이 경영진에 대한 보상이 증가하고 주식 가격과 연동되면서 경영진은 M&A 과정에서 상실하게 될 사적 이익보다 M&A 프리미엄을 통한 금전적 보상이 더 커지면서 M&A를 저지할 유인이 약해졌고 이로 인해 적대적 M&A는 줄어들었지만 우호적 M&A가 이를 대체하기에 충분하였기에 M&A 거래 건수와 금액은 급속히 증가하고 있다. 미국의 경우 상당수의 기업들이登記되어 있는 Delaware주 대법원이 M&A를 포함한 기업 관련 소송 판결을 신속하게 내리고 이는 이후 다른 주의 유사한 사례에서 준거로 활용되면서 법적 분쟁 해결의 예측성을 높이고 있다. 또한 경영진으로부터의 독립성에 대해서는 계속 논란의 여지는 있으나 사외이사가 주를 이루는 이사회가 다른 신흥시장 기업들의 이사회에 비해 주주들에 대한 선관주의 의무에 충실하여 비교적 경영진에 대한 견제와 감독 기능을 원활히 수행하고 있다. 또한 기관투자자들과 행동주의 헤지펀드 등을 중심으로 주주들의 권리를 지키려는 움직임이 확산되고 조직화 되면서 경영진이 주주들의 이익에 반해서 자신들의 사적 이익을 위해서 자신들의 경영권을 무리하게 지키려는 시도는 더욱 어려워지고 있다.³¹⁾

그러나 우리나라를 비롯한 다수의 아시아 국가들의 기업들은 창업자 가족을 중심으로 지배주주가 존재하고 미국 등 선진국에 비해 주주권리 보호가 약한 지배구조를 지니고 있다. 이러한 상황에서 독약조항 등 강력한 경영권 방어전략의 허용은 선진국의 사례와는 다른 부작용을 초래할 수 있다. 선진국 시장에서 M&A는 기업의 구조조정을 원활하게 하는 기능을 수행한다. 즉, 기업의 경영 상황이 악화되어 주가가 하락하게 되면 이들 기업들은 자연스럽게 M&A의 대상이 되고 가능성이 있는 기업들은 인수되어 구조조정을 거쳐 희생하게 되는 반면 그렇지 못한 기업들은 도태하게 될 것이다. 또한 기업의 사업 확장 전략의 주요한 수단으로서 M&A는 결국 경제 내의 자원배분이 효율적으로 이루어지는데 중요한 역할을 수행한다.

M&A가 선진국만큼 원활하게 기능하지 못하고 지배주주가 강력한 경영권 방어전략을 갖출 경우 이들 지배주주들은 M&A 결과 상실하게 될 자신들의 사적 이익을 지키기

31) 예를 들어 Harvard Law School Shareholder Rights Project(SRP)는 연기금들의 지원 하에서 대기업들이 사차 임기제를 포기하도록 하는 청원을 벌여 상당한 성공을 거두었다. 이에 대한 내용은 <http://www.srp.law.harvard.edu/> 참조.

위해 M&A를 통해 기업을 매각할 유인이 매우 낮을 것이며 이는 결과적으로 경제 내의 자원배분의 효율성을 저하시킬 것이다. 특히 우리나라를 비롯한 다수의 아시아 국가들의 경우 기업의 파산과 회생 절차가 선진국과 같이 효율적으로 작동하지 못하므로 재무적 곤경에 처한 기업들이 M&A를 통해 구조조정과 회생 혹은 정리의 절차를 효율적으로 거치기가 그만큼 어렵다고 할 수 있다. 한편 지배주주가 절대적인 지분을 보유할 경우 M&A는 이들의 지분을 인수하는 것으로 귀결될 것이다. 이 경우 특히 공정가격 조항(fair price clause)와 같은 경영권 방어전략이 모든 주주들에게 M&A 프리미엄이 분배되도록 작동하는 선진국의 사례와 달리 M&A 프리미엄은 지배주주들에게만 귀속되어 주주간의 형평성을 침해하게 될 가능성이 높다.

2018년 8월 민주당 최운열 의원의 대표 발의한 ‘벤처기업육성에 관한 특별조치법 개정안’은 비상장 벤처기업에 한정해 차등의결권 제도 도입을 추진하고 있다. 이 법안은 혁신 벤처기업이 공격받는 요소를 막고 성장을 돕는다는 취지로 여당인 민주당이 지지하고 있다. 차등의결권은 가장 강력한 경영권 방어전략으로 벤처기업 창업자가 이를 통해 높은 지분율을 확보하고 유지할 수 있을 경우 경영권 위협이나 간섭을 받지 않고 기업을 경영할 수 있을 것이라는 것이 이 법안을 통해 기대하는 효과이다. 그러나 자금이 부족한 창업 초기 벤처기업의 경우 차등의결권을 보유할 경우 과연 경영에 영향을 미칠 수 없다는 한계에도 투자자들이 자금을 제공할 용의가 있는지에 대해서는 충분한 숙고가 있어야 할 것으로 보인다.

VI. 결론

기업의 인수·합병(M&A)은 외부 투자로서 기업의 사업 규모와 영역을 확대와 더불어 전반적인 사업 전략을 전환하는 것을 가능하게 하며 이를 통해 경제 내의 자원의 재배치가 효율적으로 이루어질 수 있도록 기능한다. M&A는 기업지배구조 측면에서 경영진에게서 발생할 수 있는 대리인 문제를 제어하고 이들에 대한 견제와 감독 및 통제가 기업 외부에서 이루어지는 주요한 외부 기업지배구조 수단이다. M&A 특히 적대적 M&A로부터 경영진 혹은 지배주주과 기업 경영에 대한 지배권을 지키려는 수단인 경영권 방어전략은 학문적, 법적, 정책적 측면에서 다양한 논의를 불러일으켜 왔다.

경영권 방어전략에 대한 기존 연구들은 경영진의 참호구축을 강화하여 기업가치를 훼손시킨다는 결과와 M&A 과정에서 주주들의 대리하는 경영진의 협상력을 강화시키

며, 경영진의 장기적인 관점에서 투자이사 결정을 내릴 수 있도록 하여 기업가치 제고에 기여한다는 결과가 혼재되고 있다. 최근 연구들은 기업의 생애주기(life cycle)과 특성에 따라 경영권 방어전략이 기업가치에 미치는 영향이 상이하다는 결과를 보이고 있다.

M&A와 경영권 방어전략의 상호작용은 각국의 제도적, 법률적 환경과 금융시장 발전 정도에 따라 상이하게 전개된다. M&A가 활성화 되어있고 경영진에게 경영권 방어전략에 대한 재량권이 폭넓게 부여된 미국의 경우 적대적 M&A 시도의 빈도는 줄었으나 M&A 시장은 전혀 위축되지 않고 있다. 공개시장 매수나 위임장 대결과 같이 고비용의 적대적 M&A보다는 기관투자자들의 지지를 받는 주주행동주의 헤지펀드 등의 활동을 통해 경영진에 대한 견제와 감독 역시 효율적으로 이루어지고 있다.

반면 우리나라의 경우 시차임기제, 주식의 제3자 사모배정 등과 같은 경영권 방어전략은 활용되고 있으나 독약조항, 차등의결권 등 강력한 수단은 허용되지 않아 재계를 중심으로 도입을 요구하고 있다. 그러나 미국 등 선진국에 비해 현저히 낮은 M&A 특히 적대적 M&A의 빈도와 지배주주의 높은 지분율을 고려할 때 강력한 경영권 방어전략의 도입이 적절하지 않다는 반론 역시 제기되고 있다.

향후 국내 경영권 방어전략에 대한 제도적 논의는 국내 금융시장의 발전도, 기업지배 구조 성숙도 등을 고려하여 기업의 경영 활동을 지원하면서 주주 이익에 도움이 되는 방향으로 모색되어야 할 것으로 보인다.

〈참고문헌〉

- 강정민(2019) “적대적 공개매수 위협 과연 어느 정도인가?: 2010-2018 공개매수신고서 분석”, *이슈&분석* 2019-01호, pp.1-9.
- 선우석호(2008) “M&A: 기업합병·매수와 구조재편”, 제 4판, 율곡출판사
- 이승희(2019) “위임장 대결을 통한 이사회 장악 위험, 과연 어느 정도인가?: 2010-2018 의결권 대리행사 권유 분석”, *이슈&분석* 2019-02호, pp.1-14.
- 임수진(2013) “국내 상장사의 다양한 M&A 방어수단 도입현황”, CG리뷰, 2013년 12월 호, pp.70-87.
- Amihud, Y., M. Schmid, and S. D. Solomon(2017), “Settling the staggered board debate”, University of St. Gallen, Working Paper
- Bebchuk, L. A., and A. Cohen(2005). “The Costs of Entrenched Boards.” *Journal of Financial Economics*, 78, pp.409-433.
- Bebchuk, L. A.; A. Cohen; and A. Ferrell(2009). “What Matters in Corporate Governance?” *Review of Financial Studies*, 22, pp.783-827.
- Bhojraj, S., P. Sengupta and S. Zhang(2017) “Takeover defenses: Entrenchment and efficiency”, *Journal of Accounting and Economics*, 63, pp.142-160.
- Cremers, M., and A. Ferrell(2014). “Thirty years of shareholder rights and firm value”, *The Journal of Finance* 69, pp.1167-1196.
- Cremers, K. J., S. B. Guernsey, L. P. Litov and S. M. Sepe(2018) “Shadow pills and long-term firm value”, University of Notre Dame, Working Paper.
- Cremers, K. J., L. P. Litov and S. M. Sepe(2017) “Staggered boards and long-term firm value, revisited”, *Journal of Financial Economics*, 126, pp.422-444
- DeAngelo, H., and E. M. Rice(1983). “Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth.” *Journal of Financial Economics*, 11, pp.329-360.
- Field, L. C., and J. M. Karpoff(2002), “Takeover Defenses of IPO Firms.” *Journal of Finance*, 57, pp. 1857-1889.
- Gompers, P., J. Ishii; and A. Metrick(2003). “Corporate Governance and Equity Prices.” *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp.107-156.
- Gompers, P., J. Ishii; and A. Metrick(2010) “Extreme governance: An analysis

- of dual-class companies in the United States”, *Review of Financial Studies*, 23, pp.1051-1088.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart(1980). “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation.” *Bell Journal of Economics*, 11, pp.42-64.
- Jarrell, G. A., and A. B. Poulsen(1987). “Shark Repellents and Stock Prices: The Impact of Antitakeover Charter Amendments Since 1980.” *Journal of Financial Economics*, 19, pp.127-168.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Johnson, W.C., J.M. Karpoff, and S. Yi(2017). “The lifecycle effects of firm takeover defenses”, Working Paper, The University of Washington.
- Jordan, B. D., S. Kim and M. H. Liu(2016) “Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure”, *Journal of Corporate Finance*, 41, pp.304-328
- Kang. S. Y.(2013) “Transplanting a poison pill to controlling shareholder regimes: Why it is so difficult”, *Northwestern Journal of International Law and Business*, 33, pp.619-675.
- Karpoff, J. M., R. J. Schonlau and E. W. Wehrly(2017) “Do takeover defense indices measure takeover deterrence?”, *Review of Financial Studies*, 30, pp.2359-2412
- Mulherin, J. H., J. M., Netter and A. B. Poulson(2017) “The evidence on the mergers and acquisitions: A historical and modern report”, in *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, edited by Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 2017, North Holland.
- Stein, J. C.(1988) “Takeover Threats and Managerial Myopia.” *Journal of Political Economy*, 96, pp.61-80.
- Straska, M., and H. G. Waller(2014) “Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49, pp.933-956