국내 M&A 제도현황과 소수주주권 보호[1)]

연구논단 I

박경서 | 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

Ⅰ. 서론

국내 기업 간 M&A가 거래건수 및 금액 측면에서 꾸준한 증가 추세를 보여주고 있는 가운데 선진국과는 매우 다른 양상이 나타나고 있으며 다음과 같은 몇 가지 이슈들이 제기되고 있다.

첫째, M&A시 외국에 비해 과도하게 높은 경영권 프리미엄이 지불되고 있는 바 이는 인수비용을 증가시키고 부실한 기업의 구조조정을 지연시키는 요인이 된다.

둘째, 경영권인수 시 지배주주지분만을 인수하는 것이 가능하여 소수주주는 M&A에 따른 혜택에서 소외되어 있다.

셋째, 동일 지배주주가 존재하는 계열사 간 합병의 경우에는 지배주주일가의 지분이 높은 기업에 비해 지분이 낮은 기업의 가치가 상대적으로 저평가되어 소수주주에게 불리한 거래가 이루어지고 있다는 비판이 제기된다.

넷째, 경영권분쟁 하에서 경영진이 우호적인 투자자에 대한 자사주매각을 허용하고 있어 경영진의 참호구축(entrenchment) 현상을 유발하고 저가매각의 경우에는 소수주주의 주주권을 침해하는 문제가 발생하고 있다.

다섯째, M&A 과정에서 이사회의 주주에 대한 선관의무가 거의 작동하지 않고 있어 특정 지배주주에게 유리한 합병조건 등이 독립적이고 공정한 평가 없이 승인되고 있다. 또한 사후적으로 부적절한 조건하에서의 M&A에 대한 주주소송이 제기되더라도 입증책임 등의 부담으로 원고측인 소수주주는 승소의 가능성이 거의 없는 상황이다.

이러한 현상들의 공통점은 기업가치의 손실과 함께 관련기업 소수주주의 경제적 이

1) 본 원고는 2018년 한국증권학회지 제 46권 1호에 게재된 "국내 M&A 제도 현황과 개선방안 – 소주 주주권 강화를 중심으로" (정찬식, 김선민 공저)를 발췌 정리한 것임을 밝힙니다.

익과 주주로서의 권리가 상대적으로 보호받지 못한다는 점이다. 국내기업의 소수주주권이 침해되는 이면에는 적은 지분을 가졌음에도 절대적 경영권을 행사하고 보호받는 지배주주의 안주현상(entrenchment)이 자리 잡고 있고 이의 배경에는 지배주주의 경영권을 보호해 온 정부정책이 작용하고 있다. 하지만 저성장기조가 지속되면서 과거 성장경제하에서 기업의 과감한 투자와 성장을 유도하기 위해 도입된 대주주보호정책이 아직도 유효한가에 대해 많은 의문이 제기되고 있다. 창업경영자와 달리 능력이나 도덕성 측면에서 여러 문제를 드러내기도 하는 3, 4세대로 경영권이 넘어가고 있기 때문이다. 특히 한국경제가 갖는 대기업중심의 독과점적인 경제구조 하에서 일감몰아주기 등으로 부당한 혜택을 제공하는 기득권의 보호로 신생기업의 출현이나 중소기업의 성장을 방해하는 현상도 우려되고 있다.

본 보고서는 국내 M&A 제도 및 현황을 분석하고 이를 개선할 수 있는 방안을 제시한다. 대부분의 선진국과 달리 국내 M&A 관련제도는 우호적 기업인수 및 합병에 초점을 맞추고 있는 반면 규율형 M&A의 유도나 투자자보호에 있어서는 매우 취약하다. M&A 시 소수주주권이 보호되지 않음에 따라 사전적으로 기업의 주가가 저평가되고, 이는 국내 기업의 자본조달비용을 높여 기업경쟁력에 부정적 요소로 작용하고 있다.

M&A에 있어 소수주주권 등 투자자보호가 중요한 이유는 소수주주의 주주권은 거의 인정되지 않는 가운데 무능하거나 부도덕한 경영이 빈번히 발생하고 있고, 이는 경영권 안주현상으로 연결되어 해당기업 뿐만 아니라 국가경제의 건전한 성장을 위협하고 있기 때문이다. 특히 구조조정의 관점에서 국내에서는 기업이 극도로 부실화되어 자본잠식이 된 상황에서만 은행을 중심으로 한 부채구조조정 성격의 구조조정이 작동하고 있다. 이는 M&A를 통한 자본시장에서의 선제적 구조조정시장이 취약하기 때문에 나타나는 현상인데, 만약 선진국에서와 같이 국내에 규율형 M&A 시장이 보다 활성화된다면 자본시장 주도의 구조조정기능이 작동할 수 있을 것이고 이러한 기업부실화의 문제를 사전적으로 대응하여 손실규모를 완화할 수 있을 것이다.

이와 관련하여 본 연구는 국내 M&A 시장 및 경영권 거래에 있어 관찰되고 있는 소수주주권 침해현상에 초점을 맞추어 이에 대한 개선방향을 제시하고 있다. 이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 주요이슈에 대한 논의와 해외 제도와의 비교를 통해 제도개선방안을 제시하며, 3장에서 보고서의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 국내 M&A 시장의 주요 이슈 및 제도개선방안

1. 부분인수제도

(1) 제도 및 현황

국내 M&A 제도는 공개매수 시 의무매수지분이 규정되어 있지 않아 피인수기업의 지배주주만이 M&A의 혜택을 누리는 현상이 관찰되고 있다. 국내 관련법에서는 공개매수를 10인 이상으로부터 5% 이상을 매수하는 경우에 적용해야 하는 것으로만 규정하고 있다. 반면에 일단 공개매수가 적용될 경우 최소한 얼마를 인수해야 하는 가에 대해서는 아무런 제한이 없다. 따라서 주식인수에 의해 경영권을 확보하고자 하는 경우 인수자는 첫째, 10인 미만의 기존 주주에게서 필요한 지분만을 인수하거나, 둘째, 경영권행사에 필요한 추가적인 지분의 확보를 위해 공개매수를 하더라도 원하는 만큼의 최소지분만 인수하면 충분할 경우 나머지 지분의 인수는 발생하지 않는다.

반면에 미국을 제외한 대부분의 국가에 있어 일정 이상의 투자자로부터 일정 지분 이상을 매수할 경우 첫째, 모든 주주에 대한 공개매수제안과 둘째, 일정 지분 이상의 지분 매수를 강제하고 있다. 이러한 제도상의 차이는 주요 국가별 M&A 거래에 있어서의 평균 인수지분이 한국의 경우 여타 주요국에 비해 낮은 수준으로 나타난다(〈표 1〉 참조).

〈표 1〉 국가별 평균 인수지분 비교

(단위 : %)

	한국	미국	독일	싱가포르
인수지분	47.5	94.9	71.3	58.3

자료: 김석봉(2015)

국내제도상 공개매수 하에서 최소의무매수지분에 대한 규제가 없음에 따라 국내에서는 M&A 가능성이 제기되거나 이사회 등의 결의가 있을 경우 매수대상기업의 주가는 오히려 하락하는 현상이 발생하고 있으며 이는 외국의 경우 매수대상기업의 주가는 공시 후 20% 이상 상승하는 것과 비교된다.[2)]

통상 M&A를 통한 경영권 교체 시 현재의 주가보다는 높은 가격을 지불하기 때문에 정상적인 M&A라면 인수자가 기존 경영진보다는 능력이 있거나 M&A를 통해 시너지를 창출할 수 있는 등 기업가치가 제고되는 경우가 전제조건이다. 반면에 국내의 경우

2) Jensen and Ruback(1983) 등 참조

오히려 M&A 공시에 대한 주가반응이 음의 초과수익률을 나타내고 있다는 점은 매우 특이한 상황으로 이해될 수 있는데, 이러한 주가하락의 주된 배경으로 다음과 같은 몇 가지 경우를 추정해 볼 수 있다.

첫째, 과대망상가설(hubris hypothesis)의 경우이다. 즉, 경영권 인수자의 경영능력이 기존 경영진에 비해 열등함에도 불구하고 두 회사 간 결합에 따른 시너지에 비해 과도히 높은 가격을 지불하면서까지 기업을 인수하는 경우이다. 예를 들어, 삼성테크윈과 삼성정밀화학은 인수전 국내 최대기업집단인 삼성그룹에 소속된 기업이었던 반면 인수기업은 한화와 롯데라는 다소 하위의 기업집단이라는 점에서 인수 후의 기업성과에 대한 부정적 전망이 대두될 수 있다. 하지만 두 사례는 관련다각화(related diversification)의 대표적 사례로서 인수기업과 피인수기업의 사업간 상당한 시너지효과가 예상되었고 실제 사후적으로도 이들 피인수기업에서 일부 상당한 수익증가가 실현되고 있다는 점에서 이러한 가설의 설득력은 감소한다.

둘째, 인수기업이 피인수기업의 경영권을 확보한 후 후자로부터 부의 이전(tunneling)이 예상되는 경우이다. 이는 인수기업에 대한 직간접적인 지배주주일가의 보유지분율과 피인수기업에 대한 직간접적인 지배주주일가의 보유지분율 간에 차이가 클수록 그 가능성이 높아진다. 다만 이러한 부의 이전 가능성은 기존 삼성그룹에 소속되었을 때에서도 항상 존재했다는 점에서 상대적 차이가 중요할 것이다.

셋째, 향후 단기간 내 M&A 가능성이 사라진 경우이다. 이는 사전적으로 기존 주가에 경영권교체에 따른 기업가치상승의 가능성이 반영되어 있는 상황에서 나타난다. 즉, 경영권 교체 시 기대할 수 있던 가치상승효과를 지배주주만의 지분매각으로 인해 여타 주주가 향유할 수 없게 됨에 따른 가격하락의 경우이다. 따라서 경영권교체에도 불구하고 여타 주주는 혜택을 볼 수 없다는 상황이 확인되면서 실망매물 증가 등으로 주가하락이 나타날 수 있다.

현실적으로 M&A 공시 후 주가하락현상은 위 세 가지 시나리오가 복합적으로 반영된 결과일 수 있다. 그럼에도 불구하고 중요한 점은 만약 제도상 일정수준의 소수지분에 대한 공개매수가 불가피하였다면, 그리고 현재의 주가보다 높은 가격으로 공개매수가 제안되었다면 이론적으로 공시효과는 (+)의 주가수익률로 나타났어야 할 것이다.

(2) 해외사례

대부분의 OECD국가에서는 기업경영권 확보 시 피인수기업의 지배주주 지분뿐 아니라 소수주주의 지분을 대부분 인수하는 것으로 나타난다. 이에 따라 소수주주도 경영권 프리미엄을 공유하게 되고 공시 후 주가는 양의 초과수익률을 나타낸다.

영국의 경우 제도적으로 지배주주의 주식매각 시 소수주주에게도 참여할 기회를 주는 기회균등의 원칙(equal opportunity rule)을 적용한다. 따라서 의무공개매수제도(compulsory tender offer)가 적용되어 일정 지분 이상을 인수할 경우 모두 주주에게 공개매수를 제안해야 한다. 여타 유럽대륙국가의 경우도 European Takeover Directive에 기초하여 의무공개매수제도를 보편적으로 수용하고 있다. 이에 따르면 '매수대상기업의 모든 주주는 M&A 거래와 관련하여 균등하고 공정한 기회를 부여받아야 한다'라는 기본원칙이 적용되고 있다. 즉, 기업의 경영권교체로부터 발생하는 가치제고(시너지)의 효과를 피인수기업의 특정주주가 아닌 모든 주주에게 공정히 배분하는 것이 옳다고 판단하고 있는 것이다.

반면에 미국은 동일한 판례법을 보유한 영국과 달리 '사적계약의 자유' 및 '주식양도의 자유' 원칙에 따라 경영권 프리미엄은 경영권행사주체에게 귀속된다는 시장원칙(market rule)이 통상적으로 적용되고 있다. 따라서 미국은 OECD국가 중 예외적으로 의무공개매수제도가 적용되지 않는 국가이다. 다만 이의 현실적 적용에 있어 중요한 사실은 경영권 변동에 따른 소수주주의 피해를 줄이기 위해 피인수기업 지배주주의 주식매각에 있어 이사회에 상당히 엄격한 충실의무를 적용한다는 것이다 (김화진(2012)). 따라서 미국에서는 경영권 프리미엄이 인수기업과 피인수기업의 주주간 협상에 의해 자유롭게 결정되지만, 피인수기업의 이사회가 추후 발생할 수 있는 배임(breach of duty)에 대한 민사소송을 우려하여 인수기업에게 소수주주의 지분도 인수토록 권고하는 관행이 정착되어 있다. 이에 따라 미국에서는 기업인수 시 평균 인수지분율이 전 세계 국가 중 가장 높은 94.9%를 기록하고 있다(〈표 2〉 참조). 이는 미국이 왜 굳이 의무공개매수원칙을 적용하지 않는 가에 대한 중요한 시사점을 제고한다. 즉, 피인수기업 이사회에게 부과되는 강력한 선관의무와 사후적인 민사구제에 의해 소수주주의 권리가 그 어떤 나라보다도 강력히 보호되고 있기 때문에 공격 기업에게 무리하게 의무공개매수원칙을 적용할 필요가 없기 때문이다.

참고로 미국 델라웨어주(州)의 경우 M&A에 불만을 가진 주주가 소송을 제기할 경우 M&A 거래의 상대방이 지배주주이고 이사회 다수가 독립적이지 않거나 이해관계가 있을 경우 (transaction with a controlling stockholder where a majority of the board is not independent and disinterested), 경영진은 거래가 절대적으로 공정(entire fairness)했다는 것을 증명할 입증책임을 부담한다(Harvard Law School Forum(2016)). 이 과정에서 적용되는 공정성기준(fairness test)은 공정가격(fair Price) 뿐만 아니라 공정한 절차(fair dealing)조건을 만족시켜야 피인수기업의 경영진이 배임 등의 혐의를 벗어날 수 있는 테스트로서 (a) 경영진 등으로부터 독립적인 특별위원회 등에서 거래를

승인하고, (b) 소수주주만이 참여하는 주주총회에서 과반수 찬성이 있을 경우에만 경영판단의 원칙(business judgement)을 적용하고 있다.

(3) 제도개선방향

국내기업 간 경영권 거래 시 소수주주의 가치를 보호하고 주주간 형평성 강화를 위해서 의무공개매수제도의 도입이 검토되어야 한다. 의무공개매수제도는 인수기업의 입장에서는 M&A를 위해 인수비용이 증가하므로 효율적인 경영권 교체를 저해할 가능성이 있다는 단점을 갖는다 (Bebchuk(1994)). 그럼에도 불구하고 미국을 제외한 전 세계 대부분의 국가에서 잔여지분에 대한 공개매수의무를 요구하고 있는 것은 소수주주권 보호가 보다 중요한 가치를 가진 정책목표로 인식되고 있다는 점을 시사한다.

국내의 경우 정부는 M&A 활성화를 위하여 1998년 아시아경제위기 직후 의무공개매수제도를 폐지한 바 있다. 즉, 의무공개매수의 경우 인수물량의 증가로 인수자의 자금부담과 투자리스크가 증가하는 문제를 완화함으로써 기업 간 M&A를 활성화하겠다는 정책의지가 반영된 것이다. 하지만 이러한 제도변화로 국내기업 간 M&A가 활성화되었는가에 대한 실증적 증거는 없는 상황이다. 특히 주식교환에 의한 인수합병의 경우 인수자의 현금자금조달은 전혀 필요치 않다. 설사 현금에 의한 인수합병의 경우에도 경제성장률 둔화로 과거 두 자리 숫자의 금리가 현재는 3% 내외의 저금리 기조로 바뀐 상황에서 M&A 장애요인으로서 자금조달의 부담 문제는 완화된 상황이다. 특히 LBO 등에 의한 자금조달방식의 다양화도 인수자금의 조달을 용이하게 중요한 배경이다.

이와 관련하여 가장 중요한 질문은 경영권 프리미엄이 누구에게 귀속되는 것이 정당한(fair) 가의 문제이다. 의무공개매수제도는 경영권 프리미엄이 모든 주주에게 귀속되는 것이 적절하다는 것을 전제로 하고 있기 때문이다. Adolph and Berle(1958)은 회사의 경영권은 회사의 자산으로서 이의 처분에 따른 이익은 지배주주가 아닌 주주 전원에게 귀속되는 것이 타당하다고 주장하고 있다. 지분을 조금 더 보유하고 있다고 해서 회사 매각 시 지배주주 만이 혜택을 보는 것은 정당하지 않다는 것이다.

지배주주는 일반 소수주주에 비해 보다 많은 주식을 보유함에 따른 위험을 부담하는 중요한 차이가 있다. 하지만 1) 다수 지분의 보유여부는 자신의 선택에 의한 것이며, 2) 경영권을 행사하는 과정에서 이미 그에 수반된 다양한 사적 혜택 (private benefit of control)을 향유하고 있고, 3) M&A 시 발생하는 두 회사 간 시너지가 본인의 능력에 기인하지는 않는다는 점 등이 고려되어야 한다. 따라서 자신의 보유지분을 매각할 경우 더 이상 위험을 부담하지 않게 되는데도 불구하고 기존에 향유하던 사적경영권혜택 이상의 추가적인 보상을 요구하는 것에 따른 정당성 논란이 제기될 수 있다. 특히

한국에서와 같이 사적경영권혜택이 상당부분 일감몰아주기 등과 같이 다른 주주의 이익에 반하고 회사의 사업기회를 편취하는 행위에 기인하는 경우라는 점에서 이를 정당화하는 것은 주주 형평성(fairness)에 위배된다.

이와 관련하여 경영권 프리미엄이 발생하고 거래되는 과정을 살펴보는 것도 경영권 프리미엄을 누가 갖는 것이 적절한지에 대한 판단에 도움이 된다. 흔히 효율적 주식시장에서 경영권 프리미엄은 시장가치와 기업인수시 지불된 가격 간 차이로 추정하는데 이의 배경은 첫째, 두 회사 간 M&A를 통해 기대되는 시너지의 일부를 지불하는 경우와 둘째, 회사인수 후 향유할 수 있는 사적 혜택을 포함하여 인수자가 사업확장(empire building)이라는 사적이익추구를 위해 높은 가격을 지불하는 경우가 있는데 두 경우 모두에 있어 피인수기업의 경영진이 경영권 프리미엄의 발생에 기여하는 부분은 거의 없다. 즉, 회사의 매각결정은 주주총회의 승인사항으로 지배주주나 경영진뿐만 아니라 전체 주주의 역할이 모두 중요하기 때문이다.

경영권 교체 시 피인수기업의 경영진은 경영권을 넘겨줌으로써 그동안 자신들이 사적으로 즐겨왔던 혜택을 포기하게 된다. 하지만 이의 대부분이 정당하지 못한 행위로 얻어지는 사적 이익을 포기하는 경우로서 원래 자기 것이 아닌 모든 주주의 자산과 비용에 기초한 혜택일 뿐이다. 또한 본인들의 노력과 능력에 의해 좋은 성과를 이루고 기업가치를 제고했을 경우 이는 이미 주가에 반영되어 있을 것이다.

또 다른 상황으로 지배주주가 있는 A기업이 B기업의 경영권을 인수하기 위해 시장가치보다 높은 가격을 지불할 경우 그 부담은 A기업의 전체주주가 분담한다. 반면에 A기업의 지배주주가 추후 B기업에 대한 자신의 지분만을 C기업에 매각하여 경영권을 넘길 경우 그 프리미엄은 A기업의 지배주주만 가져가는 문제가 발생한다. 즉, B기업 인수시 지불한 시장가치보다 높은 비용은 전체 주주가 분담하고 이의 매각에 따른 시장가치보다 높은 가격은 지배주주만이 즐기는 문제가 생기는 것이다.

결론적으로 이러한 논의가 시사하는 바는 경영권 및 이에 수반되는 가치는 회사의 것이며 따라서 M&A 거래 시 경영권 프리미엄은 전체주주가 공유하는 것이 보다 합리적이라는 것이다.

한편, 의무공개매수제도의 도입 시 인수기업의 인수비용이 상승하는 문제는 현실적으로 매우 중요한 문제이다. 하지만 이 또한 적어도 이론적으로는 국내 상장기업의 소유구조상 결정적인 장애요인은 아니다. 즉, 국내 상장기업의 경우 지배주주지분율과 계열사지분율 등을 합산한 '내부지분율'은 35% 내외인 반면 이에 상응하거나 더 높은 비율의 기관투자자지분, 외국인투자자지분, 소수 국내투자자지분이 존재하는 기업이 다수이다. 따라서 이론적으로는 지배주주 지분율을 인수하나 전체 주주에 대한 공개매수제

안을 통해 경영권지분을 인수하나 경영권교체는 가능하다. 이 경우 경영권을 뺏기지 않으려는 기존 지배주주의 경우 소수주주에 대해 경쟁적인 공개매수를 제안하는 현상이 예상될 수 있는데 이러한 상황이 시사하는 바는 경영권시장이 경쟁적으로 변할 경우 기업의 주주들은 최대한 높은 가격으로 주식을 매각할 가능성이 증가하고 이는 사전적으로 M&A 가능성이 있는 모든 기업의 주가를 높이는 역할을 한다는 것이다.

특히, 의무공개매수가 도입될 경우 인수자의 매입대금규모는 증가할 수 있으나 주당매수가격은 하락할 가능성이 있다 (김석봉(2015)). 일정 지분 이상의 지분매수 시 공개매수제도를 적용하고, 매수지분을 일정지분(예를 들면 50%) 이상으로 의무화할 경우 '주당매수가격'은 하락할 가능성이 높은 것이다. 또한 매수대금의 증가는 공개매수를 보다 신중하게 선택토록 유도하는 효과도 기대된다.

공개매수에 의한 소수주주지분 인수를 통해 경영권인수가 가능해지기 위해서는 국내에 있어 기존의 지배주주 중심의 주식회사제도가 전체주주 중심의 주식회사제도로 변화할 필요가 있다. 즉, 기업의 주인은 지배주주 뿐만 아니라 다수의 소수주주도 포함하는데 이들은 모두 동등한 대우를 받을 필요가 있다는 것이다. 사실상 자본주의국가의 경제성장은 재산권의 보호내지는 강화의 역사와 궤를 같이한다. 재산권의 보호는 또한 시민사회의 형성과 밀접한 연관이 있다. 즉, 중세 절대적 왕권으로부터 자신의 재산과 권리를 지키기 위한 움직임이 시민혁명으로 연결되었으며 이는 현대 회사법의 기원인 대륙법의 출현을 가져왔다. 역사적으로 주주의 재산권이 보장될 때 투자가 활성화되고 이는 경제성장의 원동력이 되는 것이다.

지배구조관점에서 외국의 기준으로는 전문경영자에 불과한 지분을 가진 지배주주일가가 거의 도전받지 않는 경영권을 거의 100% 가까이 독점하고 있다는 것은 지분권과 통제권간 괴리도(disparity between cash-flow right and control right)의 증가로 심각한 대리인 문제의 배경이 되고 있다(Grossman and Hart(1988), Harris and Raviv(1989), La Porta et al.(1999) 등). 무엇보다도 4% 내외의 적은 지분을 가진 지배주주의 경영권과 소주주주의 재산권 가운데 어느 것을 더 보호하는 것이 향후 국가경제의 발전을 위해 보다 적절한 가에 대한 판단은 우리 사회가 선진사회로 가는 또 다른 시금석이다.

2. 합병 시 주식교환비율의 결정방식

최근 진행되고 있는 M&A 거래의 상당수는 주로 동일 기업집단 내 상장계열사 간 주식교환방식에 의한 합병이라는 특징을 갖는다. 문제는 흔히 두 계열사에 대한 지배주주의 지분율에 상당한 차이가 있어 합병조건에 따라 지배주주와 소수주주 간 이해가 상충되는 상황이 발생할 수 있다.

(1) 합병조건상의 문제

국내법에 따르면 상장기업 간 합병의 경우 이사회의 합병승인일 이전 30일간 평균종가, 7일간평균종가, 전일종가의 산술평균을 이용하여 합병비율이 결정된다. 이는 외국의 경우 시장가치뿐만 아니라 순자산가치 등 공정가치(fair value)를 고려하고 있는 것과 비교되는데 국내에서는 주관적 판단이 개입되는 공정가치의 산정에 수반되는 논란을 없애기 위해 비교적 객관성이 높은 시장가치를 기준으로 합병비율의 결정을 유도하고 있다.

이때 문제가 되는 것은 국내 기업집단 내 계열사 간 합병 거래에 있어서 피합병기업의 이사회가 실질적으로 지배주주의 영향력 하에 있는 상황이며 이에 따라 이사회의 합병의사결정, 합병일자선택 및 주식교환조건의 결정 등에 있어 과연 이사회가 지배주주로부터 독립적일 수 있는가에 대한 의문이 제기된다는 것이다. 특히 박경서 등(2018)의 분석에 따르면 이사회의 합병결의 이전에 합병에 대한 정보가 주가에 반영되는 현상이 관찰되고 있다.[3] 즉, 주식시장에서는 두 계열사 간 합병 시 지배주주가 보다 많은 지분을 보유한 회사에게 유리한 조건으로 합병조건 등이 결정될 것으로 예상하고 이러한 기대감이 실제로 주가에 반영되어 지배주주지분율이 상대적으로 많은 회사의 주가가 그렇지 않는 회사의 주가에 비해 더 상승하는 현상이 나타나고 있는 것이다.

이에 따라 이사회가 합병을 승인한 일자의 경우 과거 1년 내외의 기간 중 피합병기업의 주가가 상대적으로 거의 가장 낮은 날짜가 되는 결과가 나타나고 이에 따라 피합병기업의 소수주주는 상당히 불리한 조건으로 합병조건이 결정된다. 두 회사 간 합병에 있어 시장가치만을 사용해도 되는 경우의 전제조건은 합병일 현재 양사의 주가가 두 회사의 가치를 적절히 반영하고 있고, 특정인에 의한 조작 등의 문제가 없어야 하는데 국내의 경우 지배주주의 경제적 이해가 합병에 개입되어 있음으로 인해 사전적으로 양사의 상대적 주가에 왜곡이 발생하고 있고 우연히도 이사회는 지배주주지분율이 높은 회사에게 유리한 날짜에 합병을 승인하는 현상이 나타나고 있는 것이다.

(2) 경영권 프리미엄의 무임승차 문제

국내 계열사 간 M&A는 상당 부분 지배주주의 경영권 강화를 위해 시도되고 있다. 하지만 현 제도 하에서 상장사간 합병은 시장가치에만 기초하여 주식교환비율이 결정되기 때문에 계열사 간 합병을 통해 지배주주가 여타 계열사에 대한 경영권을 강화하는

3) 박경서 등(2018)에 따르면 합병공시 2개월 이전부터 공시 하루 전까지의 기간 동안 계열사 간 합병기업 중 지배주주 지분율이 높은 계열사는 주가지수대비 평균 17.0%의 초과수익률을 기록하고 있으나 지배주주 지분율이 낮은 계열사는 평균 1.6%의 초과수익률을 기록하고 있으며 양자는 통계적으로 1% 수준에서 유의한 차이를 보이고 있다. 반면에 공시일 전후 (-1,+1) 기간 중 양자 간 수익률 차이는 없는 것으로 나타난다.

혜택을 갖게 되지만 아무런 경영권 프리미엄을 지불하지 않는 현상이 나타난다. 시장가치에 의해서만 합병비율을 결정하는 방식의 경우 어느 일방이 향유하게 될 경영권 프리미엄을 전혀 반영할 수 없고 이에 따라 피합병기업의 소수주주는 혜택을 볼 수 있는 기회를 상실한다는 점에서 논란의 소지가 있다. 다만 시장가치 이외에 순자산가치 등에 의해 주식교환비율을 결정할 수 있을 경우 단순히 지배주주지분율이 더 높은 기업의 주주들이 시장가치기준의 경우보다 더 높은 가격을 지불해야 적정한지에 대해 논란이 있을 수 있다. 즉, 경영권강화에 따른 혜택은 주로 지배주주만이 향유하지만 이를 위한 비용은 지배주주가 더 많은 지분을 가진 회사의 전체주주가 분담하기 때문이다. 이는 결국 지배주주의 경영권 강화와 경제적 이해가 개입되어 있는 계열사 간 합병에 대해서는 지배주주와 소수주주간 이해상충문제를 해결하기 위해 매우 엄격한 공정성 기준(fairness test)이 적용되어야 할 필요가 있음을 시사한다.

(3) 해외 사례

외국의 경우 상장 여부와 상관없이 기업 간 M&A에 있어 시장가치뿐만 아니라 순자산가치 등 공정가치를 적용하고 있다. 또한 기업 간 M&A에 있어 지배주주의 이해관계가 개입되었을 경우 합병이사회는 공정성기준을 충족해야 할 의무를 갖는다. 영국의 합병관련 규정인 'UK City Code on Takeovers and Mergers'나 EU의 합병관련 지침인 European Takeover Directive도 모든 주주 간 형평성과 가격의 공정성을 강조하고 있다. 또한 관련 소송 등에 있어 합병 시 시장가치가 인정되는 전제조건은 주가가 회사의 가치를 적절히 반영하며 특정인에 의한 조작 등의 문제가 없어야 한다는 것이며 그렇지 않을 경우 순자산가치 등의 적용을 요구하고 있다.

참고로 선진국에도 기업집단(conglomerate)이 존재하고 이의 자회사간 합병 등이 발생하는데 국내 기업집단과의 근본적인 차이는 그 소유구조에 있어 상장 지주회사가 비상장 자회사를 100% 가까이 소유하는 형태라는 것이다. 즉, 지주회사(holding company)만이 상장되어 있고 나머지 계열사들은 비상장사로 남아 있는 것이 선진국 기업집단의 주된 형태이다. 따라서 선진국의 경우 지배주주일가는 자신의 자금으로 지주회사의 지분을 추가로 매입하지 않는 한 경영권을 강화할 수 없는 상황이다. 반면에 국내 대규모기업집단은 계열사의 상당수가 소수주주가 존재하는 상장사이다. 이에 따라 대규모기업집단의 지배주주들은 상대적으로 적은 자금으로 큰 규모의 자산에 대한 절대적 경영권을 행사하는 혜택을 누리게 된다. 지배주주가 낮은 지분보유를 통해 대규모 자산에 대한 절대적 통제권을 갖고 경영능력에 상관없이 경영권을 유지할 수 있는 상황은 여타 주주와 이해상충이 발생하는 주된 배경이며 계열사 간 합병과정에서 발생하는 이해

상충의 문제가 대표적 사례이다 (Grossman and Hart(1988), Harris and Raviv(1989), La Porta et al.(1999)).

(4) 제도개선방안

동일 기업집단에 소속된 상장기업 간 합병의 경우 주식교환비율의 결정시 시장가치 뿐만 아니라 순자산가치 등을 고려할 수 있도록 제도개선을 검토할 필요가 있다. 다만 순자산가치의 추정은 보다 주관적 판단이 개입된다는 점에서 오히려 지배주주나 경영진이 새로운 제도를 악용할 가능성이 증가한다. 따라서 계열사 간 합병 시 순자산가치 등의 추정에 있어서는 경영진으로부터 독립적인 특별위원회가 외부의 독립적인 기관으로부터 자문을 받도록 이사회 소위원회의 기능보완과 절차상 공정성의 확보가 수반되어야 할 것이다. 특히 지배주주일가 등의 지분이 포함된 계열사 간 합병의 경우 이들로부터 독립적인 특별위원회에서 합병조건의 공정성을 확인하고 공정가치의견서(fairness opinion)를 구하도록 제도를 보완할 필요가 있다.

또한 합병승인을 위한 주주총회의 개최방식에 있어 지배주주일가와 이들의 영향력 하에 있는 계열사 지분을 제외한 소수주주만이 참여한 주주총회에서 동 안건을 처리하는 방안을 검토할 필요가 있다. 또한 합병조건에 불만을 가진 소수주주들에 의해 민사소송이 제기될 경우 위의 조건들을 충족하지 못하면 합병조건이 적정하였다는 입증책임을 경영진에게 부과하는 것도 필요하다.

3. 경영권 분쟁 하에서의 자사주 매각

(1) 배경

국내 기업의 경영권 분쟁 하에서 제기되고 있는 또 다른 이슈는 자사주 매각의 정당성에 관한 것이다. 관련하여 국내 상법은 회사가 자기주식의 처분방법을 정관에서 정할 수 있고, 정관에 관련규정이 없을 경우 이사회가 결정할 수 있는 것으로 정하고 있다.[4] 또한 판례상 국내 법원은 독립적 법인격을 가진 회사가 보유한 자산에 대한 소유권행사의 형태로 M&A하에서 자사주 매각을 인정하고 신주발행의 법리를 적용할 수 없다는 판단 하에 신주인수권 침해는 없다고 판단하고 있다.[5]

하지만 회사가 보유하고 있던 자사주를 매각할 경우 회사에 현금이 유입되고 자사주를 매입한 투자자는 의결권을 보유하게 되는 등 이는 유상증자와 동일한 재무적 효과를

4) 상법 제342(자기주식의 처분)

5) 수원지법 성남지원 2007.1.30. 2007카합30 참조

갖는데 이와 달리 자사주 매각에는 아무런 제한이 없어 소수주주의 주주권이 손상될 가능성이 발생한다. 흥미롭게도 국내 법원은 경영권 방어를 목적으로 신주를 발행하여 특정인에게 매각할 경우는 기존 주주의 신주인수권이 침해된다는 모순적인 판례를 보이고 있다.[6)]

이와 관련하여 최근 국내 상장기업의 자사주 매입이 상당히 증가한 바 있는데 이의 배경으로 적대적 M&A에 대한 방어 목적이 있을 것으로 추정된다. 또한 자사주 매입은 자기자본의 감소를 가져오므로 부채비율이 높은 기업은 경영권 분쟁시 자사주 매각이라는 수단을 사용하기가 부담스러운데 이를 극복하기 위해 유상증자를 한 후 자사주를 매입하는 경우도 가능하다. 다만 이는 경영진의 경영권 방어를 위해 여타 주주에게는 불필요한 비용을 유발한다는 점에서 기업가치를 훼손하는 대리인 문제의 한 유형이 될 수 있다.

(2) 자사주 매각의 배임 가능성

경영권분쟁 하에서 우호적 세력에 대한 자사주 매각은 기존 경영진이 상대적으로 무능력함에도 불구하고 경영권 방어의 혜택을 볼 수 있다는 점에서 이해상충의 가능성이 내재되어 있다. 즉, 자사주 매각을 통한 경영권 방어와 참호구축현상(entrenchment)으로 인해 기업가치의 하락이 발생할 경우 여타 주주가 손해를 보는 것이다. 특히 자사주 매각 과정에서 자사주를 기업가치에 비해 저평가된 가격으로 매각할 경우 주주권뿐만 아니라 주주가치의 희석화 문제가 발생한다.

이에 따라 관련 연구에서는 정관상 특별한 규정이나 주주의 동의 없이 자기주식을 제3자에게 처분하는 행위는 이사의 선관의무 위반이라는 주장이 제기되고 있으며 (안성포(2011), 윤승영(2015) 등), 기존 주주들이 회사에 대하여 가지던 비례적 지위에도 침해가 발생하는 문제도 있다고 지적하고 있다(최완진(2011)).

자사주를 매입하는 기업의 이사회도 배임의 가능성이 제기된다. 백기사(white knight)가 되기 위한 주식매수가 매수기업의 가치를 제고하는지 여부에 대한 판단이 적절한 절차를 통해 이루어지는 가에 대한 논란이 제기될 수 있다. 자사주 거래가 단순히 자사주 매각기업과 매수기업의 경영진간 상호 참호구축을 위한 협력적 행위라면 소수주주와의 이해상충 가능성이 발생하는 것이다.

(3) 해외 사례

영국의 경우 회사법은 자기주식의 처분도 주주의 신주인수권 대상이 되는 것으로 규정함으로써 자사주 매각을 제한하고 있다 (영국 2006 회사법 제560조 2항). 또한 'UK

6) 서울 서부지법 2006.3.24. 2006카합393, 대법원 2009.1.30. 2008다50776 등 참조

City Code on Takeovers and Mergers'는 M&A상황 하에서 주주가치를 훼손할 수 있는 어떠한 방어 행위도 원칙적으로 금지하고 있다. 유럽의 대륙국가들도 유사한 법제도를 적용하고 있다. 독일의 경우 주식법은 자기주식의 취득과 처분은 주주평등의 원칙에 따를 것을 요구하고 있으며, 제3자 배정 시 신주의 제3자 배정 관련 규정을 준용토록 규정하고 있다.[7] 일본도 자기주식의 처분에 신주발행과 동일한 절차를 요구하고 있다(윤승영(2015)).[8]

자사주 매각에 대한 별다른 제약이 없는 유일한 국가는 미국이다. 하지만 이는 근본적으로 이사회가 주주가치보호를 위해 최선인 경우로 판단될 경우에만 자사주매각을 진행하고 그렇지 않은 경우 민사소송이 제기될 수 있는 시장규율기능이 작동하는 국가라는 점에서 국내와는 법적 환경에 커다란 차이가 있다(Ayres(1990)).

(4) 개선방안

자사주 매각 시 현금이 유입되어 자기자본이 증가하고 이의 의결권이 부활된다는 점에서 기존 주주의 배당권과 의결권이 희석되는 문제가 발생한다. 이러한 이유로 유상증자의 경우 특정한 조건하에서만 특정 투자자에게 주식을 매각할 수 있고 그렇지 않은 경우 기존의 지분율에 비례한 주주배정방식을 택하게 되어 있다.[9]

한편, 자사주 매입 시 이에 응하지 않는 주주들의 지분율이 증가하였다가 자사주 매각 시 다시 이들의 지분율이 원래 수준으로 회복되므로 주주권의 희석은 발생하지 않는다는 판례가 존재한다.[10] 즉, 회사의 자사주 매입으로 주주들은 일시적으로 의결권이 증가하는 혜택을 보았다는 것이다. 하지만 자사주 매입과 매각의 사이 기간 중에 동 회사의 주식을 매입한 주주도 존재한다는 점에서 회사가 자사주를 매각할 경우 이들의 지분율은 희석되는 결과가 발생한다. 심지어 자사주 매입 이전에 동 회사의 주식을 보유하고 있던 주주들도 자사주 매입 후 계속 주식을 보유하기로 한 의사결정을 할 때 자신의 지분율이 증가할 것을 고려하였을 것이다. 기존주주와 새로이 주식을 매입한 주주를 구분하는 것이 어렵고 자사주 매입의 효과가 이미 잔존 주주들의 의사결정에 영향을 미쳤다는 점에서 위의 주장은 적절치 않다.

무엇보다도 자사주 매각의 동기측면에서 일상적인 경영상황에서의 유상증자와는 중요한 차이를 갖는다. 즉, 우호적인 세력에 대한 자사주 매각은 기존 지배주주나 경영진

7) 독일 주식법 제71조 제1항 제8호3문 및 5문

8) 일본 회사법 제 199조

9) 상법 제418조 제1항 및 제2항

10) 서울중앙지방법원 2012.1.17. 자 2012카합23.

의 경영권 방어효과를 갖는다는 점에서 경영진과 여타주주 간 이해상충이 발생할 수 있는 상황이다. 따라서 경영권분쟁 하에서 이사회에는 자사주의 매각에 있어 보다 신중한 선관의무, 특히 충실의무가 적용될 필요가 있다. 하지만 미국 등과 달리 국내 기업의 이사회에 주주에 대한 충실의무가 적용되는지 그 여부에 대한 법적 논란이 있고, 현실적으로도 국내기업의 이사회가 지배주주 또는 경영진으로부터 독립적이지 못하다는 점에서 이사회에 많은 재량권을 부여한 미국식 제도를 적용하고 있는 현실은 적절치 못하다.

보다 거시적으로 자사주의 임의적인 매각을 허용할지 여부는 기존 경영진의 경영권을 중시할 것인가 아니면 소수주주권의 주주권을 더 중요시 하는 가에 대한 판단이 개입되어 있다. 과거 국내 관련법과 제도는 기존 경영진의 경영권을 보다 중요시 한 바 있다. 이는 잠재적 사업가에게 창업을 유도하여 경제성장에 기여하는 효과를 갖는다는 점에서 분명히 장점이 있다. 하지만 국내 경영권 시장은 기존 경영진이 아무리 무능하고 비도덕적이어도 주주가치가 완전히 잠식되고 회사가 부도상태가 되지 않는 한 경영권 교체가 발생하지 않는 문제를 갖고 있다. 이는 자원의 효율적 배분측면에서 매우 열등한 구조인바 국가경제의 자원배분에 있어 우리가 갖고 있는 매우 치명적인 약점이기도 하다.

우리 경제가 과거의 고도성장기와 달리 저성장구조가 고착화되어가고 있는 상황, 창업경영자가 은퇴하고 온실 속에서 자란 2, 3세 경영자가 사회적으로 물의를 일으키는 행동을 하는 가운데 별다른 검증도 없이 경영권을 상속하는 상황, 대규모기업집단이 한국경제 내에서 독과점적 위치를 갖고 있어 새로운 사업과 창업에 걸림돌이 될 수도 있다는 점, 소득불평등과 계층 간 갈등이 심각한 사회적 문제로 대두되고 있는 상황 등을 고려할 때 기존 경영진의 경영권을 무조건 보호하는 정책의 타당성은 재검토되어야 할 때가 되었다.

결론적으로 자사주 매각이 유상증자와 동일한 재무적 효과를 갖고, 지배주주나 경영진을 제외한 여타 주주의 주주권을 심각하게 손상한다는 점에서 유상증자의 경우와 동일하게 자사주 처분 시 모든 주주가 인수권을 갖는 것으로 제도를 개편할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 자금의 부족 등으로 이에 참여하지 못하는 소수주주가 다수 발생할 수 있다는 점에서 경영권분쟁 하에서의 자사주 매각은 여전히 지배주주나 경영진의 이해와 소수주주의 이해가 상충되는 상황이다. 따라서 선진국에서와 같이 자사주 매입 시 이의 매입목적을 투명하게 밝히고 이를 달성한 경우 즉시 소각을 하는 관행이 자리 잡을 필요가 있다.

4. 주식매수청구 시 가격결정방법

(1) 현황과 문제점

현행 국내법은 합병에 반대하는 주주에 대해 주식매수청구권(appraisal right)을 부여하고 있다.[11] 주총의 합병결의에 반대하는 주주가 주총 이전에 회사에 서면으로 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우 주총결의 후 20일 이내에 회사에 주식의 매수를 청구할 수 있으며 회사는 매수청구기간이 종료하는 날로부터 1개월 이내에 해당주식을 매수할 의무가 발생한다. 또한 2011년 개정 상법 제360조의 25는 공개매수제도 하에서 '소수주주의 주식매수청구권제도'를 도입하여 95% 이상의 지분을 보유한 지배주주에 대해 매수의무를 부여하고 있기도 하다.

문제는 국내의 경우 주식매수청구권이 행사된 상장주식의 매수가격결정에 있어서 시장가치를 적용한다는 것이다. 관련법에 따르면 상장주식의 경우 주식매수청구에 따른 회사의 매수가격은 과거 2개월, 1개월 및 1주일간 거래량가중평균가격의 산술평균가격으로 결정토록 되어 있다.[12] 따라서 앞에서 논의한 합병 시 주식교환비율 결정에서와 마찬가지로 합병시점의 선택 등에 있어 지배주주나 경영진의 이해가 소수주주와 상충될 수 있고, 사전적으로 시장가격이 왜곡되었을 가능성이 항상 존재하기 때문에 시장가치만에 의한 주식매수가격결정은 논란의 대상이 되어왔다(양기진(2012), 김재범(2013), 엄세용(2013) 등 참조)

참고로, 주식시장에서 보유주식의 매각이 가능한 상황(market-out exception)에서 합병이나 영업양수도 등에 반대하는 소수주주에게 주식매수청구권을 인정할지 여부는 한때 논란의 대상이었다. 하지만 다음의 상황을 고려하여 각국은 주식매수청구권을 인정하는 것이 추세인데 이의 배경은 다음과 같다(Model Business Corporation Act(1993) 및 엄세용(2013) 등).[13]

첫째, 정보비대칭과 불완전성하에서 현재의 가격이 회사의 가치를 충실히 반영하지 않을 가능성이 있다. 둘째, 보유주식의 규모가 클 경우 매각 시 할인가격에 매각해야 하는 손실의 가능성이 있다. 셋째, 시장가격이 합병 등의 정보를 이미 반영하여 저평가되었을 가능성이 있다.

이와 관련하여 국내 판례를 살펴보면 2011년 두산산업개발(현 두산건설)과 두산건설(주)간 합병 시 1심법원은 순자산가치, 수익가치, 시장가치를 2:1:1의 비율로 인정하고

11) 상법 제522조의3 제2항 및 자본시장법 제165조의5 제1항

12) 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항

13) 1858년 미국 펜실베니아 주대법원이 최초로 이를 인정한 바 있다. (Lauman vs. Lebanon Valley R. 사건)

고등법원은 순자산가치와 시장가치를 인정한 반면에 대법원은 가격조작이나 거래제약으로 인해 시장주가가 현저히 왜곡되었다는 특별한 사정이 없다는 근거로 시장가치만을 인정하고 이와 관련한 입증책임을 원고에게 부과한 바 있다.[14)]

입증책임의 귀속에 관한 국내 법원의 관점은 유사한 사건에 있어 경영진에게 입증책임을 부과하는 선진국의 경우와 극히 대비되는 시각이다 (양기진(2011)). 외국에서 경영진에 대해 입증책임을 부여하는 이유는 내부자인 경영진이 보다 많은 정보를 보유하고 있고, 경영진은 좋거나 나쁜 경영관련 정보의 공시여부에 선택권을 보유하며, 회사의 행위에 반대하는 소수주주의 보호라는 입법취지 등을 고려한 결과이다. 반면에 국내의 경우 선진국과 달리 증거개시(discovery)제도가 도입되지 않은 상황으로, 회사가치의 판단에 도움이 될 내부정보에 대한 접근권이 없는 외부주주의 경우 시장가치의 부당성 여부를 증명하기란 매우 어려운 상황임에도 불구하고 원고인 소수주주에게 입증책임을 부여하고 있다.

국내의 M&A와 관련된 지배구조상 특성도 논란의 배경으로 작용하고 있다. 즉, 국내 M&A의 상당수가 계열사 간 합병이고, 지배주주일가의 합병 양사에 대한 지분율간 차이가 크며, 이사회 합병결의 이전에 합병관련정보가 주가에 반영되는 현상은 단순히 시장가치에 의한 주식매수제도가 상당한 문제가 있을 수 있음을 시사한다.[15)] (앞 절의 '합병교환비율에 관한 논의' 참조)

(2) 개선방안

국내 계열사 간 M&A의 경우 지배주주가 관련되어 사전적으로 주가가 반응하는 상황, 이사회의 M&A시점 선택 시 개재될 수 있는 이해상충문제, 지배주주에게 유리하도록 주가를 왜곡할 가능성 등을 고려할 때 주식매수청구에 대한 가격결정방식은 시장가치 이외에 순자산가치 등 공정가치를 고려하는 방식으로 보완될 필요가 있다. 특히 지배주주 등 M&A 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 주체가 관련되어 있을 경우 민사소송에서 시장가치가 공정한 가격(fair price)이라는 입증책임을 경영진에게 부여할 필요가 있다.

14) 대법원 2011.10.13. 자2008마264

15) 2016년 5월 30일 서울고등법원은 삼성물산과 제일모직 간 합병에 반대하며 주식의 매수를 청구한 주주들의 주식매수가격을 관련법에 따라 시장가치에 기초하여 회사가 정한 가격에서 상향조정하는 결정을 내린 바 있다. 이는 합병일 이전부터 시장에 합병설이 만연하였고, 삼성물산이 의도적으로 주가를 낮게 유지하기 위해 회사관련 호재성 정보의 공시를 의로 지연하였다는 사실 등 시장가치의 단순한 적용이 적절치 않음을 감안한 결정이었다. (서울고등법원 2016.5.30. 2016라20189)

5. M&A 시 이사회의 선관의무

(1) 현황

국내 상장기업의 이사회는 M&A와 같이 주주가치에 결정적 영향을 미치는 사안에 대해 독립적이고 전문적인 판단이 어려운 상황이다. 통상 관련 안건이 이사회에 보고되는 시점이 이사회 직전인 경우가 많으며, 기업가치분석 등의 전문성을 갖춘 사외이사가 많지 않고, 이를 보완하기 위해 외부 독립적인 자문기관의 공정의견(fairness opinion)을 참고하는 관행도 미비하기 때문이다. 특히 지배주주 등의 이해관계가 개입된 M&A 거래에 있어서 이를 결정하는 이사회의 독립성은 심각하게 문제가 되고 있으며, 제3자에 대한 자사주 매각 등에 있어서도 이러한 행위가 진정으로 회사가치에 도움이 되는지 아니면 단순히 현경영진의 경영권 방어를 위한 것인지 등 이해상충문제에 대한 판단도 미흡하다. 또한 공개매수제의가 발생했을 때 매수대상회사의 이사회는 별다른 공시의무가 없고 회사가 자율공시를 할 수 있다.[16]

선진국에 있어서도 이사회의 선관의무가 충실히 이행되지 못할 경우가 있다. 하지만 이는 주주소송을 통해 민사적으로 관련 이사에 대한 엄격한 처벌이 부과됨으로써 사전적으로 기업경영진이나 이사들은 선관의무의 이행에 매우 민감하게 대응하고 있다. 반면에 국내에서는 사법제도의 특성상 M&A 과정에 있어 M&A와 관련한 이사의 선관의무 불이행에 대한 처벌사례가 거의 전무하며 특히 사외이사에 대해서는 처벌사례가 관찰되지 않는 실정이다. 결국 지배주주 또는 경영진에게는 유리하나 소수주주에게는 불리한 M&A 관련 의사결정이 신중한 판단 없이 진행될 가능성이 매우 높다.

(2) 해외 사례

선진국의 M&A 관련제도가 다양함에도 불구하고 소수주주권이 보호될 수 있는 가장 주된 배경은 이를 결정하는 매수대상회사 이사회가 주주가치 보호를 위해 회사 및 주주에 대한 선관의무를 충실히 이행하기 때문이다. 경영권 분쟁이 발생한 순간부터 최종 결정이 내려지기까지 이사회는 이와 관련된 충분한 정보를 주주들에게 제공하고, 독립적이고 전문적인 판단을 통해 주주가치를 극대화할 수 있는 방안을 모색하는 관행을 유지하고 있다. 만약 사후적으로 민사소송이 발생하여 이사회가 특정 지배주주 또는 자신의 이익을 위하여 M&A를 진행하였다는 의심이 발생할 경우 이의 검토과정에서의 객관성과 공정성을 확보하지 못하면 선량한 관리자로서의 입증책임을 갖게 되기 때문이다.

16) '공개매수신고서가 제출된 주식 등의 발행인은 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 공개매수에 관한 의견을 표명할 수 있다'(「자본시장법 제138조제1항」)

외국의 경우 상장기업의 이사회는 공개매수제의 등이 발생했을 경우 이에 대한 찬성/반대 의견을 반드시 표명하고 공시할 의무가 있다 (영국의 City Code). 동시에 M&A의 조건이 주주에게 적절하다는 것을 보장하기 위해 가능한 모든 매각방안과 기회를 검토하고 최선의 대안을 제시할 선관의무를 부담한다. 미국의 경우 허용되고 있는 우호세력에 대한 자사주매각 등과 같이 현 경영진의 경영권 방어에 도움이 되는 전략을 사용하는 경우에도 과연 이러한 방어행위가 주주가치에도 도움이 될 것인가에 대한 치열한 검토 의무를 부담한다.

(3) 개선방안

M&A 과정에서 이사회의 선관의무를 보다 폭넓게 적용할 필요가 있다. 이를 위해서는 M&A 절차나 가격조건 등의 부적절성에 대한 주주소송이 발생할 경우 이사회가 입증책임을 부담하도록 사법부의 법적용상 관점의 변화가 필요하다. 예를 들어 미국 델라웨어주(州)에서와 유사하게 합병승인과 가격조건 등이 지배주주나 경영진으로부터 독립적인 위원회에 의해 결정되고, 지배주주와 이의 특수관계인이 참여하지 않는 주주총회에서 합병이 승인되지 않는 등 공정성기준(fairness test)을 충족하지 못하는 경우 이의 입증책임을 피고인 경영진에 부과하는 것이다. 또한 M&A조건의 공정성을 검토할 전문적이고 독립적인 외부 자문(competent independent advise)을 의무화하는 방안도 도입한다.

Ⅲ. 결론

본 연구는 과거 국내기업 간 M&A에서 관찰된 현상과 관련제도에 대한 검토 및 외국제도에 대한 비교분석을 통해 국내 M&A제도의 개선방향을 제시하고 있다. 국내기업에 있어 자본시장 주도의 사전적 구조조정을 위한 규율형 M&A가 활성화되지 못하고 있는 주요한 배경은 소수주주권 보호의 취약성에 있다는 관점 하에 이를 강화하는 방향으로 제도개선방안을 검토하였다. 무엇보다도 국내 M&A 관련제도가 소수주주권의 보호관점에서 절대 다수 선진국의 제도나 현실과 동떨어져 있다는 점에서 시급한 제도개선방안의 모색이 시급하다.

주요 제도개선 방안으로는 첫째, 기업인수합병에 있어 지배주주주 지분뿐만 아니라 소수주주지분을 일정부분 인수해야 하는 의무공개매수제도를 도입하며, 둘째, 주식교환

에 의한 합병 및 합병반대 주식매수권청구 시 가격결정방식을 기존의 시장가치에 의한 방법에 추가하여 순자산가치나 미래가치 등을 활용하고, 셋째, 자사주매각 시 유상증자와 동일하게 주식인수권을 모든 주주에게 부여하는 방안, 넷째, 합병이사회의 선관의무 강화 등을 위한 제도보완을 제안하고 있다. 보다 근본적으로는 일감몰아주기 등을 통한 지배주주의 사적이익추구를 최소화함으로써 M&A의 장애물이 되는 과도한 경영권 프리미엄의 수준을 낮출 필요가 있다. 또한 지배주주의 사적이익추구의 주된 배경이 되고 있는 계열사 간 지배주주 지분율의 차이도 장기적으로 해결해야 할 과제이다.

본 연구에서 제시된 제도개선 방안들은 분명 그 장점과 단점을 가질 것이다. 어떤 제도가 더 나은가에 대한 판단에 있어서는 기본적으로 국내 기업의 경쟁력 강화와 기업가치제고를 위해 기존 지배주주의 경영권을 보호하는 것이 더 중요한지 아니면 보다 많은 지분을 보유하고 있는 소수주주의 주주권을 보호하는 것이 더 중요한지에 대한 판단이 필요하다. 이는 또한 과거 경영능력을 증명한 창업세대를 보호하던 지배구조정책이 과연 그 능력과 도덕성이 의문시되는 3, 4세대의 후계자에게도 적용될 수 있는가에 대한 판단의 문제이기도 하다. 무능한 경영으로 인한 경영실패가 진행되고 있는 기업에서조차 기존 경영진의 경영권을 보호해야 할 정당성은 매우 취약한 것으로 판단한다. 특히 지배주주의 경영권 보호에 우호적인 국내의 법제도와 사적혜택에 기인한 높은 경영권 프리미엄 형성이 규율형 M&A의 부재를 가져오는 주된 배경이었다는 점에서 제도개선이 필요하다.

그동안 한국경제가 성장해 오는 과정에서 용인해 왔던 일부 지배주주일가의 부당한 경영행태는 기업인에 대한 신뢰하락을 가져옴으로써 기업의 경영자율성을 확보하기 위해 필요한 규제완화에 중대한 걸림돌로 작용하고 있다. 본 보고서가 이에 관한 학술적 논의를 촉발하는 발제적 연구로서 그 의의를 갖기를 기대한다.

〈참고문헌〉

김석봉, “경영권프리미엄과 소수주주 보호”, 재무관리연구, 제32권 제3호(2015), pp.203-226

김재범, “M&A와 주식매수청구권에 관련된 문제점”, 상사법연구, 제32권 제2호(2013), pp.53-83

박경서, 정찬식, 김선민, “투자자는 이번 여름에 지배주주가 할 일을 알고 있다: 계열사 간 합병과 주주 간 이해상충문제,” 한국증권학회지 47권 5호, 2018

안성포, “자기주식취득의 허용에 따른 법적 쟁점”, 상사법연구, 제30권 제2호(2011), pp.73-104

양기진, “반대주주의 주식매수청구권에 관한 연구”, 기업법연구, 제26권 제1호(2012), pp.185-219

엄세용, “주식매수청구권 법제비교 및 개선방향연구”, 증권법연구, 제14권 제2호(2013), pp.165-205

윤승영, “경영권분쟁과 자기주식의 제3자에 대한 처분”, CGS Report, 제5권 5호(2015)

이상훈 “삼성물산합병을 통해 바라본 상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향”, 한국상사법학회 2015년 추계공동학술대회

정윤모, “주요국의 M&A규제 비교검토 및 한국제도의 발전방향”, 자본시장연구원 2006년 세미나

최완진, 「기업지배구조법 강의」, 한국외국어대학교 출판부, 2011.

Adolph, A. and J. Berle, 1958, Control in corporate law, Columbia Law Reviews 58, pp.1212-1225

Ayres, Ian, 1990, Analyzing stock lock-ups: Do target treasury sales foreclose or facilitate takeover auctions?, Columbia Law Review 90, pp.682-718

Bebchuk, Lucian, 1994, Efficient and inefficient sales of corporate control, Quarterly Journal of Economics, Vol.109, pp.957-993

Grossman and Hart, 1981, The allocational role of takeover bids" The Journal of Finance 36, pp.253-270

Jensen, Michael and Richard Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, Journal of Financial Economics 11, pp.5-50

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 2002, Investor protection and corporate valuation, Journal of Finance 57, pp.1147-1170