M&A전략 : 공격과 방어

李 成 孝(명지대학교 경영무역학과 교수)

M&A는 기업간의 인수 · 합병을 의미하는 말로 최근 국내에서도 이에 대한 관심이 고조되고 있는 것은 임금상승과 기술력의 한계에 직면한 기업들이 새로운 성장전략으로 관심을 가지게 된데 기인한다.

1. 서 론

최근 신문지상에서 거의 매일 M&A라는 용어를 접하게 된다. M&A는 기업간의 인수 · 합병(Mergers and Acquisition)을 의미하는데, 최근 국내에서도 이에 대한 관심이 고조된 것은 임금상승과 기술력의 한계에 직면한 기업들이 새로운 성장전략으로서 국내외 기업에 대한 M&A에 관심을 가지게 된데 기인한다.

더욱이 4월부터는 그동안 상장법인 주식의 대량취득을 제한해 왔던 증권거래법 제200조의 폐지로 타기업에 대한 경영권 쟁탈이 가능해져 국내에서도 M&A가 치열하게 전개되고 있다.

M&A는 그 목적이나 방법에 따라 여러가지 형태로 구분되는데 크게는 우호적 M&A(friendly M&A)와 적대적 M&A(hostile M&A)로 구분하는 것이 일반적이다. 우호적 M&A란 두 기업의 대주주가 인수 혹은 합병의 필요성을 인식하고 합의에 의해 인수 · 합병을 이루는 것을 뜻한다.

한편 적대적 M&A는 이와는 반대로 타기업을 지배하려는 의도를 가진 일방이 해당기업 대주주의 의사와는 관계없이 강제적으로 인수 · 합병을 시도하는 것으로 전략상으로 많은 호전성을 보이고 실지로 인수하는 과정에서 강압적인 방법이 많이 동원된다.

그중에서도 우리의 특별한 관심을 끄는 것은 기존 대주주에게서 경영권을 빼앗아 오기 위해 강압적인 방법을 사용하는 적대적 M&A이다.

적대적 M&A가 특별히 관심을 끄는 이유는 대부분의 기업이 이와 무관할 수 없기 때문이다. 즉, M&A를 전략적으로 활용하여 타기업을 인수하려는 기업뿐 아니라 그런 의사가 전혀없는 기업들조차도 언제 다른 기업의 목표물이 될지 모르는 위협을 안고 있으므로 많은 기업들이 적대적 M&A의 양상과 특히 이에 대한 대처방안에 관심을 가지는 것이다.

2. 공격의 대상

타기업을 매수하려는 의사가 있는 기업이나, 혹은 이러한 위협에 대비한 전략을 구상하는 기업 모두 우선 공격의 대상이 되기 쉬운 기업의 특성을 이해하는 것이 중요하다.

매수의사가 있는 기업의 경우 매수가치의 결정은 물론 매수의 용이성을 판단하여야 하고 그런 의사가 없는 기업도 자신의 기업이 적대적 M&A에 대해 취약한 구조를 가지고 있는지를 이해하여야 그에 따라 적절한 방어대책을 수립할 수 있기 때문이다.

적대적인 M&A의 대상이 되는 조건은 크게 두가지로 나눌 수 있는데, 첫째는 그 기업이 M&A의 대상으로서 매력이 있느냐 하는 것이다.

최근 국내기업의 해외 M&A에서 흔히 볼 수 있는 바와 같이 한 기업이 뛰어난 기술이나 특허, 기술인력 등을 가지고 있으면 M&A 대상으로서의 매력이 있다고 할 수 있다. 이 기업을 매수함으로써 첨단기술이나 특허, 기술인력 등을 이용하여 연구개발 비용보다 저렴하게 사업을 수행할 수 있기 때문이다.

각종 업종에 진입장벽이 흔히 존재하는 국내의 경우 기존회사를 인수함으로써 해당 업종으로 다각화할 수 있으므로 진입장벽내의 기업 역시 매력이 있다 할 수 있다. 또한 타기업이 가지지 못한 확고한 판매망이나 브랜드를 보유한 기업도 적대적 M&A의 대상이 되기 쉽다.

인수를 시도하는 기업의 상황에 따라 운전자금이 많은 기업 또는 자산가치가 높은 기업도 매력적인 공격대상이 된다. 흔치 않은 경우이지만 순익을 많이 남긴 기업이 세금회피의 목적으로 손실이 큰 기업을 찾기도 한다.

적대적 M&A의 대상이 되는 두번째 조건은 그 기업의 지배권을 쟁탈하기가 용이한가 하는 점이다. 지배권의 쟁탈이란 결국 최대주주(혹은 최대주주집단)가 된다는 의미이므로 무엇보다도 현재 대주주나 그 집단의 지분비율이 낮고 유통주식이 많은 기업이 적대적 M&A의 대상이 되기 쉽다.

특히 자산가치에 비해 주식의 가격이 상대적으로 낮은 기업의 주식이 매집하기가 더욱 용이할 것이다.

또한 대주주가 직접 소유하지 않은 전환사채, 신주인수권(Warrant), 신주인수권부사채(BW) 등이 많은 기업은 이 증권들을 매수함으로써 지분확보가 용이해진다.

최근 국내의 몇몇 사례를 보면 제2의 대주주가 존재하고 이 제2의 대주주가 지배권을 지닌 제1 대주주와 반목이 있는 경우에도 지배권 쟁탈전이 쉽게 전개된다.

경영자에 대한 불신이 높거나 대주주와 경영자간의 불화가 있는 기업 그리고 최근의 실적이 저조한 기업의 경우에는 위임장 쟁탈전이 벌어질 가능성이 높다.

3. M&A 공격전략

M&A의 공격전략으로서 주로 이용되는 방법으로는 증권시장을 통한 사전 주식취득, 장외에서의 공개매수, 그리고 이러한 매수전략과 병행하여 위임장 대결을 하는 방법 등이 있다.

1) 사전 주식취득

대부분의 적대적 M&A에 있어서 매수의도를 가진 자는 본격적인 장외에서의 공개매수나 위임장 대결에 앞서서 증권거래소를 통하여 주식을 매수하게 된다.

그러나 5% 이상의 주식을 취득할 때와 그 이후 1%의 지분증가가 있을 때마다 증권관리위원회와 증

권거래소에 보고해야 하는 5% rule이 존재하여 대량주식의 매집사실이 바로 대상기업의 대주주에게 알려지므로 많은 양의 주식을 매수하기는 어렵게 되어 있다.

그럼에도 불구하고 현실적으로는 가명, 차명, 특정금전신탁을 통한 매입 등 갖가지 편법으로 사전에 많은 양의 주식취득을 시도하는 경우도 있다. 더러는 실질적인 기업지배권 인수의사가 없는 제3자가 대량의 주식을 취득한 후, 확보한 주식으로 위협을 하여 기존 대주주에게 높은 프리미엄을 붙여 되돌려 파는 Greenmail을 시도하기도 한다.

2) 장외 공개매수(Tender Offer)

공개매수란 목표기업의 주식을 시세보다 비싼 가격으로 사겠다고 공개하여 불특정 다수인으로부터 많은 양의 주식을 매수하는 전형적인 적대적 M&A의 방법이다. 이때 일정한 매각조건에 응한 모든 주식을 다 사들이는 전량매수와 응답주식의 양이 원하는 주식의 양보다 많은 경우 같은 비율로 사들이는 부분매수가 있다.

경우에 따라서는 주주들로 하여금 빨리 제의에 응하도록 유도하기 위해 먼저 응하는 주주들에게 높은 가격을 지급하는 2단계 가격제의(two-tier pricing offer)를 하기도 한다.

개정된 제도하에서는 25% 이상의 주식을 취득하는 경우 반드시 50%+1주 이상의 주식을 공개 매수하도록 규정하고 있고 가격도 최근 1년간 공개 매수자가 거래한 최고가격으로 규정하고 있어 M&A시도 자체를 어렵게 하는 면도 없지 않다.

대금지급의 방법으로는 현금 매수만이 가능한 것은 아니고 오히려 외국에서 더 일반적으로 통용되는 것은 증권 교환제의이다. 즉, 현금대신 공격측 혹은 신설될 기업의 주식이나 채권으로 교환해주는 것으로 인수자의 자금부담을 덜어 준다. 때로는 공개 매수에 응한 주주가 현금이나 증권중 선택하도록 하는 방법이 쓰이기도 한다.

3) 위임장 대결(Proxy Fight)

기업지배권을 노리는 자가 다른 주주들로부터 주주총회에서 의결권의 대행을 위임하는 위임장을 받아내어 이사진 교체 등 경영권 장악을 시도하는 방법이다.

한편 현재의 경영진도 주주들에게서 위임장을 받아 방어할 수 있으므로 결국 많은 주주들의 지지를 확보하는 편이 승리하게 되어 이를 위임장 대결이라고 부르는 것이다.

현행 증권거래법에서는 의결권 위임을 권유하는 경우에 주주에게 참고서류를 제공하고 주총의 목적사항 각 항목에 대해 찬반표시를 할 수 있도록 하고 그 사본을 증권감독원에 제출하도록 규정하고 있다.

현실적으로 위임장 대결만으로 적대적 M&A를 이루기는 불가능하고 공개매수 등 다른 방법과 함께 사용된다.

4. M&A의 방어대책

적대적 M&A에 대한 방어대책은 정관개정 등을 이용하여 적대적 M&A 시도가 발생하기 전에 미리 대비하는 예방적 대책과 실제로 적대적 M&A의 시도가 개시되었을 때 행하는 사후 대응대책으로 나눌 수 있다.

1) 예방적 대책

적대적 M&A에 대비한 가장 확실한 방법은 충분한 지분을 확보하는 것이다. 그러나, 이에는 많은 자금이 소요되어 효율적 경영을 저해할 수 있으므로 바람직하다고만 할 수는 없다. 그외에 예방적 대책

으로는 정관 개정에 의한 방법과 전환사채의 발행이나 종업원지주제에 의한 방법 등이 있다.

① 정관 개정

상법이 허용하는 범위내에서 적대적 M&A가 어려워지는 방향으로 정관을 미리 개정해 놓는 방법으로 이사회에 시차임기제를 도입하거나 이사의 해임을 제한하는 방법, 주주총회 특별의결 요건을 강화하는 방법 등이 있다.

— 이사의 시차임기제

이사의 임기가 한꺼번에 돌아오지 않고 시차를 두고 만료되도록 함으로써 적대적 매수자가 충분한 지분을 확보하더라도 한꺼번에 이사회를 장악하지 못하게 하여 적대적 M&A 대상으로서의 매력을 떨어뜨리는 방법이다.

예를 들어 상법상 이사의 임기가 3년이므로 매년 3분의 1에 해당하는 이사의 임기가 만료되도록 개정할 수 있다.

— 이사의 수 · 자격 · 해임을 제한하는 규정

이사의 수, 자격과 해임을 제한하는 규정도 적대적 M&A의 예방책으로 도움이 된다. 또한 이러한 제한규정은 시차임기제의 보완규정으로서도 필요하다. 시차임기제에 의해 한꺼번에 이사회를 장악하기 어려운 매수자가 이를 회피하는 수단으로 다수의 이사를 새로이 선임할 수 있다. 이사의 수에 관해 상법에서는 단지 3인 이상이어야 한다고 규정하고 있어 가능한 방법이 된다.

그러므로 미리 정관에 의해 이사의 수를 제한해 놓는 것이 시차임기제와 병행되어야 한다. 또한 이사의 자격요건을 미리 규정함으로써(예 : 5년 이상 근무한 자) 적대적 매수자의 새로운 이사선임이 어렵도록 할 수 있다. 시차임기제가 있더라도 적대적 매수자가 임기 도중에 이사를 해임하는 것도 가능하므로 이를 방지하기 위해 이사의 임기 도중 해임에는 주총의 특별다수결과 정당한 사유가 있어야 한다고 규정하는 것이 필요하다.

— 합병결의에 대한 주총 특별의결 요건 강화

합병을 어렵게 만들기 위해서 출석주주 3분의 2 이상 및 발행주식 3분의 1 이상의 찬성을 요구하는 특별의결 요건을 더욱 까다롭게 개정할 수 있다. 또한 이 까다로운 조건을 유지하기 위하여 정관변경 역시 동일한 요건으로 규정하여야 한다. 다만 이사회의 결의가 있을 경우는 예외로 한다고 규정하여야 평상시의 번거로움을 피할 수 있다.

② 전환사채(CB)와 신주인수권부사채(BW)의 활용

최근 한화종금에 의해 적대적 M&A에 대응한 방법으로 시행된 전환사채의 발행은 향후에는 그 이용이 제한될 전망이다.

그러나 적대적 M&A의 시도가 있기 전에 적법한 자금조달 수단으로서 전환사채나 신주인수권부사채를 발행하여 이중 상당량을 기업이나 우호적 투자자가 보유하도록 하면 적대적 M&A에 대한 예방적 방어대책이 될 수 있다.

기업이 자기주식은 10%내에서만 취득이 가능하나 자기사채의 취득에 대한 제한은 없기 때문이다. 전환사채나 신주인수권부사채의 발행과 관련하여 한가지 유의할 점은 실제로 자금조달의 목적으로 발행된 이 채권들이 적대적 매수자에 의해 보유되는 경우가 있다는 것이다.

미국의 경우 대부분의 전환사채가 callable 전환사채이어서 회사가 원하는 경우 미리 정한 가격에 도로 사들일 수 있도록 되어 있다.

③ 종업원 지주제와 ESOP(Employee Stock Option Plan)

일반적으로 종업원은 현 경영진에게 우호적이므로 종업원들로 하여금 주식이나 stock option을 보유하게 하는 제도가 매우 유용하게 쓰일 수 있다. 종업원들로 하여금 자사주식을 보유하게 하는 종업원 지주제는 국내에서도 이미 널리 이용되고 있다.

ESOP는 종업들원에게 일정 수의 주식을 미리 정한 낮은 가격으로 매입할 수 있는 권리를 부여하는 제도로 벤처기업을 중심으로 국내에서도 활발히 도입될 전망이다. 종업원 지주제와 ESOP는 경영권 방어뿐 아니라 동기부여로 인한 경영성과의 향상도 기대할 수 있는 장점이 있다.

2) 사후 대응대책

적대적 매수시도가 현실화된 경우에는 적극적 여론의 조성, 역공개매수, 불가침 협정, 그리고 백마의 기사(White Knight) 등이 현행 상법상 가능한 수단들이다.

① 역공개매수(Pack-Man Defense)

역공개매수란 공개매수를 통한 적대적 M&A 시도에 대하여 역으로 공개매수를 실시하여 적대적 매수자가 소유한 기업의 지배권을 위협함으로써 적대적 M&A 시도를 조기퇴치 하려는 전략이다. 역공개매수의 결과 서로 상대방의 주식을 보유하게 되면 상법상 규정된 상호의결의 제한으로 적대적 매수자의 의결권을 무력화할 수 있기 때문이다.

② 불가침 협약(Standstill Agreement)

불가침 협약이란 기존 경영진이 적대적 매수자가 될 수 있다고 판단되는 일단의 주주들에게 이사진의 일부를 배정하거나 일정한도까지의 주식매수를 허용하는 것 등을 조건으로 일정기간 인수기도를 하지 않을 것을 약속받는 것이다.

현행 상법상 아무런 제약은 없으나 국내 기업정서를 고려하면 현실적으로 실행되기는 어려운 전략일 것이다. 오히려 Greenmail의 경우처럼 그 지분을 프리미엄을 주고 대주주나 대주주에 우호적인 제3자에게 양도하게 하는 것이 보다 현실적인 대안일 것이다.

③ 백마의 기사(White Knight)

백마의 기사란 문자 그대로 백마의 기사처럼 당해 기업을 위기에서 구해줄 우호적인 제3자를 동원, 그로 하여금 주식을 매집하게 하거나 역공개매수를 시도하게 하여 적대적 매수기도를 막는 전략이다.

이러한 방법 외에도 외국에서는 극약처방(Poison Pill), 퇴직보상금제(Golden Parachute) 등 많은 방법들이 실행되고 있으나 국내에서는 현행 상법상 혹은 정서상 극히 제한적으로만 이용될 수 있을 것이다.

5. 결 론

국내에서도 이미 M&A의 시도가 활발히 전개되기 시작하였고 대량주식 소유제한이 철폐된 4월부터는 그 양상이 심각해지고 있는 실정이다.

앞으로도 기업의 경영진들은 끊임없이 자기 기업을 진단해 보고 사전 예방조치와 사후 방어전략의 효과적 수립과 나아가서는 M&A를 전략적으로 활용하기 위해서도 M&A를 전담하는 직원을 두어 주식의 소유상황이나 주가의 변동까지 관심을 갖도록 하여야 할 것이다.

또한 기업에 우호적인 여론을 형성하고 특히 주주관리(Invest Relation)에 관심을 가져야 한다.

본 논고도 기업의 이러한 노력에 조금이라도 도움이 되고자 M&A의 방법과 대상기업의 특성 그리고 갖가지 방어대책을 소개한 것이다.

〈별첨〉 M&A제도 개정안의 요지

	현 행	개 정
공개매수제도 적용 범위 확대 및 공개매수 의무조항 삽입	불특정 다수인(50인 이상)을 대상으로 5% 이상 취득한 경우에만 적용	- 원칙적으로 증권시장 외에서 6개월 이내에 10명 이상으로부터 5% 이상 취득시에도 적용 - 기보유지분을 포함하여 25% 이상 취득하고자 하는 경우에는 예외없이 50%+1주 이상 공개매수 의무화
5% 이상 상장주식 보유 공시제도 강화	최초 5% 이상 매수한 사실을 5일 후 공시(공시전 5일간 계속 추가 매입할 경우 대응 기회 부족)	최초 5% 이상 매수 후 공시의무 기간(5일내) 사이에 추가 매수한 경우, 추가취득 주식까지 합산하여 최초보고 기간에 공시 의무화
공시 의무자 확대	공개매수 신고 및 5% 이상 상장주식 보유 공시 의무자를 본인과 특별관계자(배우자, 직계존비속, 35% 이상 출자법인) 보유지분 합산으로 한정	특별관계자를 친족 기타 특수관계인(20% 이상 출자법인과 그 임원, 본인과 합의·계약에 의한 공동목적의 행사자 등)으로 확대
공개매수 신고제 및 매수조건 투명화	- 공개매수 신고서의 신고수리 후 공개매수 가능(사실상 승인제 운용) - 증권위에서 공개매수의 조건과 방법을 명령	- 증권위의 공개매수 신고서 접수와 동시 수리(신고제) - 매수목적, 자금내역, 매수기간, 매수가격 등 매수조건의 투명화(공개매수 신고서상 기재내용으로 명시)
공개매수 절차·방식의 정비	- 매수조건 변경 불허 - 공개매수의 철회는 불허되나, 주주의 청약철회에 관한 명문규정이 없음	- 정정신고서 제도의 도입(고객에게 불리한 매수조건 변경은 불허) - 공개매수 기간의 명확화(최소 20일 이상 최장 60일이내) - 공개매수자의 철회는 원칙적으로 불허하나(파산, 부도 등의 경우에는 예외), 청약자는 매수기간내 언제라도 철회 가능
공개매수 조건·방법의 제도화		- 균일가 매수 원칙, 전부매수 원칙(초과시 안분비례 배정) - 반복 공개매수의 금지(동일인의 연 2회 이상 공개매수 금지)
공개매수제도 및 공시제도 위반시 제재수단의 제도화	위반시 국제적 벌칙조항 미비	- 공개매수 신고서의 허위기재, 주요사실 누락 등에 대한 손해배상 책임 부여 - 미신고 공개매수, 상장주식 5% 이상 취득 후 공시하지 않은 경우에는 의결권 제한 및 증권위가 매각명령
적용대상 유가증권의 범위	상장·등록법인의 주권, 신주 인수권증서 및 전환사채	의결권 없는 주식은 제외하되, 신주인수권부사채(BW), 교환사채(EB) 포함