

적대적 M&A에 대한 방어(1)

최근 이른바 '장하성 펀드'가 대한화섬 지분을 매집한 후 경영진에 지배구조개선을 요구하면서 주식시장에서 대한화섬의 주가는 상승세를 계속했다. 또한 지난 해 초순에는 세계적인 '기업사냥꾼' 칼 아이칸(Carl Icahn)이 KT&G 지분을 매집하면서 사회적 관심을 모으기도 했다. 무엇보다도, 국민들에게 적대적 M&A에 대한 인식을 각인시킨 계기는 2003년 3월

적대적 M&A란 무엇인가?

적대적 M&A란, 대상기업 경영진의 의사에 반하여 대상기업의 경영권을 획득하는 모든 형태의 기업인수를 의미한다. 상장기업의 경우, 그 주식이 주식시장에서 자유롭게 거래되므로, 원칙적으로 누구든지 대상기업의 주식을 매집하여 적대적 인수를 시도할 수 있다.

적대적 M&A를 방어하려면?

적대적 M&A에 대한 방어전략은 매우 창의적이고 다양한 방법이 동원될 수 있다. 아래에서는 논의의 편의상 ▶적대적 M&A의 동기를 감소시키는 방법 ▶인수시도에 대항하는 방법 ▶경영권 인수에 법률적 장애를 설정하는 방법 ▶우호세력을 확보하는 방법으로 분류해서 검토하고자 한다.

1. 적대적 M&A의 동기를 감소시키는 방법

특정기업이 그 잠재가치에 비하여 저평가되어 있거나, 다량의 현금을 보유하고 있을 경우 적대적 인수의 표적이 되기 쉽다. 따라서 적대적 M&A를 유인하는 요소를 해소하거나 인수에 소요되는 비용을 높일 경우, 적대적 M&A의 동기를 원천적으로 감소시킬 수 있다.

■ 황금낙하산(Golden Parachute)

적대적 M&A가 성공하여 경영권이 변경될 경우, 퇴진하는 기존 경영진에게 막대한 규모의 퇴직금을 지급하거나 스톡옵션을 행사할 수 있도록 정관에 규정하는 방법이다. 경영권 인수비용을 증가시켜 인수 동기를 감소시키는 방법에 해당되나, 정확히 말하면 오히려 현 경영진 보호방안에 가깝다. 대상회사의 금액의 적정성이 문제될 수 있으나, 현행법상 특별히 금지될 이유는 없을 것이다. 따라서,

주주총회에서 특별결의(발행 의결권의 1/3 이상 및 출석 의결권의 2/3 이상)로 이사를 임기 이전에 해임할 경우, 그 이사에게 잔여 임기까지의 보수의 몇 배를 지급하거나 다량의 스톡옵션을 행사할 수 있도록 정관에 규정할 수 있을 것이다.

■ 상환주식의 발행

회사가 다량의 상환주식을 발행하여 회사의 선택에 따라 수시로 상환할 수 있도록 함으로써 적대적 M&A 시도가 있을 경우 현금으로 상환주식을 상환함으로써 사내 유보현금을 유출시키는 방안이다. 배임죄 처벌에 대한 위험 없이 사내 현금을 유출시킬 수 있다.

■ Poison Puts

회사에 대한 적대적 M&A 시도가 있을 경우, 금융기관으로부터 차입한 원리금을 회사 경영진의 판단에 따라 금융기관에게 유리한 조건으로 상환하기로 하는 등의 방법으로 사내 현금을 사외로 유출시키는 방법이다. 그러나, 새로운 경영진이 상환된 원리금을 다시 차입하는 것 자체를 저지할 수 없으며, 기존 경영진이 회사에 불리한 조건으로 상환함으로써 회사에 손해를 입힐 경우 형사상 배임 행위에 해당될 위험이 있다.

■ 추가부양

자산재평가나 IR을 통해 주가를 높여 경영권 인수에 필요한 주식 취득 비용을 증가시키는 방법이다. 현재 대부분의 상장기업이 사용하고 있는 방법의 하나이다.

■ 우호적 여론 형성

대기업에 대한 적대적 M&A 성공 여부는 여론의 향방에 민감하게 영향을 받는다. 그간 외국계 펀드가 거액의 차익을 얻고 떠난 이후

소버린 펀드가 분식회계 파장을 계기로 주가가 급락한 (주)SK 주식을 매입하면서부터일 것이다. 당시 소버린 펀드는 불과 2개월 만에 (주)SK 주식 14.99%를 매입하였고 우호지분을 규합하여 당시 최태원 회장의 교체를 시도하겠다고 선언하였다. 종국적으로 주주총회에서의 의결권 대결은 당시 (주)SK 경영진의 승리로 끝났지만, 그 기간 동안 (주)SK 주가는 고공행진을 계속하였고, 소버린 펀드는 2005년 7월 무려 8,000억 원의 주식 양도차익을 남기고 유유히 시장을 떠났다. 이번 호와 다음 호에서는 2회에 걸쳐 이와 같이 뜨거운 사회적 관심을 모으고 있는 적대적 M&A에 대해 살펴 보고, 이에 대한 방어방법을 검토해 보고자 한다.

이른바 '먹튀' 논란이 생겼고, 현재 외국계 펀드의 적대적 M&A 시도에 대한 국민적 감정은 그리 우호적이지 않다. 따라서 적대적 M&A 대상이 된 기업으로서는 노조의 협조를 얻거나, 공개매수에 대한 의견을 표명하거나, 언론에 호소하는 방법으로 대항하기도 하는데, 이는 매우 효과적인 방어수단임을 부정할 수 없다.

II. 인수시도에 대항하는 방법

적대기업을 공격하거나 자체적으로 방어선을 구축함으로써 적대적 인수시도를 정면 돌파하는 방법이다.

■ Leveraged Recapitalization

적대적 M&A 시도가 있을 경우, 대상기업이 금융기관으로부터 차입금을 조달하여 일반주주에게 거액의 현금을 지급하여 그 보유주식의 전부 또는 일부를 소각하는 반면, 경영진이나 종업원의 주식은 소각하지 않고 오히려 주식배당이나 증자를 통해 그 지분을 증대시키는 방안이다.

그러나 강제적으로 위와 같은 불균등감자를 시행하는 것은 상법상 주주평등의 원칙에 위반되어 허용될 수 없다. 따라서, 위 방안을 실현하기 위해서는 주주들의 동의를 전제로 한 임의소각 방식을 취하여야 하는데, 소각대상 주식을 보유한 일반주주들을 설득하여 임의소각에 참여하도록 하는 것이 관건이다. 결국 지급될 소각대금액액수가 그 성패 여부에 매우 중요할 것이다.

■ MBO(Management Buy Out) 또는 EBO(Employee Buy Out)

적대적 M&A 시도가 있을 경우, 경영진이나 종업원이 대상기업의 자산을 담보로 차입하여 대상기업의 주식을 매입함으로써 그 지분을

높이는 방안이다. 이는 이른바 LBO(Leveraged Buy Out)의 일종으로, 대상기업의 자산을 이용한다는 측면에서 형사상 배임행위에 해당될 위험이 있다. 그러나, 최근 LBO를 시도한 경영진에 대해 배임죄로 기소된 사건에서, 서울고등법원은 당시 회사의 재무상태 등을 고려하여 경영진의 경영판단을 존중하여 무죄를 선고한 바 있다.

■ 대항공개매수

대상기업에 대해 공개매수(Tender Offer)가 개시된 경우, 대상기업의 최대주주가 그보다 더 유리한 조건, 즉 더 높은 가격으로 대항 공개매수를 개시하여 적대기업보다 더 많은 지분의 주식을 취득함으로써 적대적 공개매수시도를 좌절시키는 방안이다.

■ 상호주 보유

상법상 모회사 또는 자회사가 상대회사 주식을 10% 이상 보유할 경우, 상대회사가 가진 모회사 또는 자회사 주식의 의결권은 상실된다. 따라서, 대상기업으로서는 적대기업의 주식을 10% 이상 매집함으로써 적대기업이 가진 대상기업 주식의 의결권을 무력화시킬 수 있다.

경영권 인수에 법률적 장애를 설정하는 방법 및 우호세력을 확보하는 방법에 대한 논의는 다음 호 "적대적 M&A에 대한 방어(2)"에서 계속됩니다.

변호사 엄재민

- 법무법인 화우(02-6003-7524, jmuhm@hwawoo.com)
- 서울대학교 법과대학 졸업
- 유럽경영대학원(Insead) 경영학석사(MBA)
- 인천지방검찰청 검사