



일본의 적대적 M&A 방어지침과 시사점

정성춘 · 이형근

대외경제정책연구원은 우리나라 경제의 국제적 발전과 능동적인 대외경제외교의 추구를 뒷받침할 政策研究 수행을 목적으로 1990년 1월 17일 정부출연 연구기관으로 발족하였으며, 1992년 1월 地域研究를 주요 업무로 추가하였습니다.

본 연구원은 현재 40여 명의 박사급 연구진을 포함하여 70여 명의 연구원이 국제거시금융, 무역투자정책, 대외경제관계 및 APEC 발전대책, 새로운 시장지역여건, 동북아경제협력 및 통일 관련 국제협력 등에 걸쳐 다각적인 연구활동을 수행하고 있습니다.

이를 위해 본원은 國際巨視金融室, 貿易投資政策室(WTO연구팀, FTA연구팀, APEC연구팀), 세계지역연구센터(중국팀, 일본팀, 유럽팀, 미주팀, 동서남아팀), 東北亞경제협력센터, APEC 연구컨소시엄 사무국을 두고 있으며, 北京事務所와 워싱턴 소재 한국경제연구소(KEI)를 두고 있습니다.

본원의 연구결과는 다양한 형태로 정부의 유관 부처에 제공되며, 장·단기 研究報告書, 월간 『KIEP세계경제』, 반년간 『對外經濟研究』 등의 형태로 발간되고 있습니다. 연구원의 새로운 발간물을 비롯한 각종 연구성과는 본 연구원 KIEP 인터넷 홈페이지 (<http://www.kiep.go.kr>)를 통해 소개되고 있습니다.

우리나라가 국제경제질서의 발전에 기여하고 세계무대에서의 위상을 강화해나가기 위한 대외경제정책과 이를 뒷받침하는 국내정책과제를 연구하는 데 관심 있는 분들의 지도와 편달을 부탁드립니다.

院長 李景台

對外經濟政策研究院

**KOREA INSTITUTE FOR
INTERNATIONAL ECONOMIC POLICY**

137-747 서울시 서초구 염곡동 300-4

TEL : 02) 3460-1178, 1179 / FAX : 02) 3460-1144

URL: <http://www.kiep.go.kr>

정책자료 06-05

일본의 적대적 M&A 방어지침과 시사점

정성춘 · 이형근

KIEP 대외경제정책연구원



국문요약

최근 우리 사회에서는 적대적 M&A를 둘러싼 논의가 매우 활발히 전개되고 있다. 우리나라에서 특히 문제가 되고 있는 것은 외국자본에 의한 국내기업의 인수·합병 문제이다. 본 보고서는 우리나라가 직면해 있는 문제를 해결하기 위해 참고가 될 수 있는 사례로서 일본정부의 적대적 M&A에 대한 대응동향을 소개한다.

한·일 양국은 현재 적대적 M&A에 대한 대응책 마련이라는 공통의 과제를 안고 있다. 그러나 양국이 안고 있는 공통 과제는 사실 서로 다른 배경에서 발생하였다는 점을 먼저 이해할 필요가 있다. 일본이 M&A 시장을 활성화하는 정책을 추진한 것은 국내적 이유에서였다. 버블붕괴 후 본업에서는 이익을 내고 있으면서도 과도한 부채로 인한 이자부담에 시달리고 있는 많은 기업의 구조조정을 촉진하기 위한 수단으로서 M&A를 활용하려 한 것이 일본정부의 의도였다. 그러나 우리나라는 1997년의 통화위기를 계기로 외자 도입을 확대하려는 목적으로 M&A 시장을 개방하였고, 최근에는 국내기업의 불투명한 지배구조를 개선하기 위한 목적으로 M&A를 활성화하려는 정책의도도 가지고 있다.

이와 같은 양국간 차이에도 불구하고 일본의 적대적 M&A에 대한 대응방법은 우리나라에 많은 시사점을 던져주고 있다. 무엇보다 먼저 지적할 수 있는 것은 적대적 M&A에 대한 일본정부의 인식이다. 일본정부는 적대적 M&A가 향후 다발할 것으로 내다보면서도 적대적 M&A가 가지고 있는 역기능보다 순기능을 더욱 중시하는 분위기이다. 또한 우리 정부의 대응방식과 다른 점은 적대적 M&A에 의한 매수에 대응하기 위해 기업들이 취할 수 있는 구체적인 행동지침을 일본정부가 적극적으로 제시하고 있다는 점이다.

일본정부의 지침을 보면 두 가지 기준에 비추어 적절한 매수방어책 도입을 유

도하고 있다. 첫째는 적법성 기준이며 둘째는 합리성 기준이다. 일본기업 중에는 어떤 매수방어책을 도입할 경우 이것이 사후에 위법 판정을 받지 않을까를 우려하여 도입을 꺼려하는 경우가 많다. 이것은 결국 장기적으로 기업가치를 저하시킬 우려가 있는 매수의 증가를 유도할 가능성이 있다. 이에 대응하기 위한 방안으로서 일본정부는 무엇이 '적법한' 매수방어책인지에 대해 가이드라인을 제시하고 있다. 또한 매수방어책의 도입과 발동은 종업원, 투자자, 지역사회 등 많은 이해관계자의 이익에 영향을 미친다. 따라서 이해관계자들의 이해와 납득을 얻을 수 있는 '합리적인' 매수방어책의 도입은 이해 관계자들간의 대립과 혼란을 최소화하기 위해 필수불가결하다. 일본정부는 합리성 기준을 충족시킬 수 있는 매수방어책 도입에 대해 가이드라인을 제시하고 있다.

나아가 일본정부는 사법당국의 판단기준에 대해서도 일정한 의견을 제시하고 있다. 예를 들면 신주예약권 발행이 사업상 필요한 자금조달을 주요 목적으로 삼고 있지 않는 경우 위법이라고 판정하는 것이 일본의 판례였다. 그러나 일본정부는 이러한 사법당국의 판단기준을 '기업가치기준'으로 전환해야 한다고 시사하고 있다. 어떤 매수행위가 기업가치를 향상시키는지의 여부로 매수방어책의 적법성을 판정하는 것이 경제논리적으로 볼 때 더욱 타당하다는 주장이다.

이러한 일본정부의 대응으로부터 얻을 수 있는 가장 큰 교훈은 적법하고 합리적인 매수방어책에 대한 기업사회의 행동지침을 마련하기 위해 우리나라에서도 이에 대한 논의의 장을 설정해야 한다는 점이다. 여기에 기업 경영자, M&A 관련 법률 및 경제 전문가, 정부 당국자 등 다양한 주체가 참여하여 현재 우리나라 M&A 시장의 실태가 어떻게 되어 있고, 적대적 M&A의 순기능과 역기능이 어떠한 상태에 있으며, 또한 우리 기업들이 합법적으로 활용할 수 있는 매수방어책이 무엇인지에 대해 객관적이고 합리적인 논의를 시작해야 할 것으로 보인다.

특히 외국자본에 의한 국내기업의 인수·합병이 기업의 경영 성과나 혁신, 나아가 장기적인 기업가치 향상에 얼마나 기여하였으며, 또한 어떠한 문제점을 가

지고 있는지에 대해 논의하고, 우리나라의 국제경쟁력을 향상시키는 외국자본의 활용을 제고시키면서 동시에 이를 저해하는 M&A를 배제할 수 있는, 구체적이고도 합리적인 매수방어책에 대한 논의가 절실히 필요한 시점에 이르렀다.

이상에서 우리는 일본의 사례를 고찰하였으나 M&A 시장의 규범과 관련된 미국이나 EU 국가 등 선진국의 사례를 보다 심도 있게 연구하는 것도 매우 필요하다. 영국, 호주, 뉴질랜드 등의 국가에서는 M&A에 대해 주주의사가 가장 중시되고 있다. 따라서 M&A에 대한 국가적 개입은 극도로 제한되어 있다. 반면 미국의 경우 일견 자유로운 M&A 시장이 형성되어 있는 것처럼 보이면서도 국가전략에 반하는 M&A에 대해서는 철저히 규제하는 양면성을 가지고 있다.

이처럼 각국은 주어진 여건에 따라 서로 다른 M&A 시장규제를 가하고 있다. 따라서 우리는 이 국가들의 M&A 정책을 상호 비교·분석하여 우리 실정에 가장 적합한 제도를 설계해야 할 것이다. 일본은 이러한 선진 각국의 사례 중 하나의 모델을 제시하고 있다. 행정당국의 개입에 의해 지침을 제시하는 일본형 모델이 장기적으로 효율적인 M&A 시장 형성에는 부적합할지 모르나 M&A 관련 규범이 미진한 우리의 현실을 고려할 때 단기적 혹은 중기적인 관점에서 우리나라가 벤치마크할 충분한 가치가 있는 모델이라고 평가된다.

가. 방어책의 평상시 도입 및 내용 공시를 통한 설명책임 완수	57
나. 방어책은 1회의 주주총회 결정으로 소각 가능하도록 설계	59
다. 유사시 판단이 '지위 유지 목적'으로 되지 않도록 설계	61
4. 「매수방어책 지침」의 책정과 잔존 제도개혁	71
가. 「매수방어책 지침」의 책정과 기업사회 인프라 형성 가속화	71
나. 향후 제도개혁	73
5. 일본 기업사회의 인프라	74
가. 일본 기업사회에 기대되는 변화	75
나. 장기적인 기업가치 향상을 위한 합의의 형성	80

제5장 경제산업성·법무성의 「買收防衛策指針」

1. 전문	83
2. 정의	83
가. 매수	84
나. 매수방어책	84
다. 도입	84
라. 발동	85
마. 폐지	85
바. 기업가치	86
사. 주주 공동의 이익	86
3. 배경	86
4. 원칙	87
가. 기업가치·주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙	88
나. 사전공시·주주의사의 원칙	88
다. 필요성·상당성 확보의 원칙	88
5. 취지	88
가. 기업가치·주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙	88

나. 사전공시·주주의사의 원칙	90
다. 필요성·상당성 확보의 원칙	91
6. 구체적 적용례: 현저하게 부정한 방법에 의한 발행의 해석 및 합리성 기준을 중심으로	93
가. 주주총회 결의에 의해 신주예약권 등을 발행하는 경우	93
나. 이사회 결의에 의해 신주예약권 등을 발행하는 경우	95
 제6장 결론 및 시사점	101
 참고문헌	107
 Executive Summary	108



표 차례

표 2-1. 주식거래방식과 TOB 규제	21
표 3-1. 첫 번째 원칙에 명백히 위배되는 매수행위	27
표 3-2. 주주평등의 원칙 및 재산권 보호에 합치하는 매수방어책 사례	29
표 3-3. 신주예약권 등의 적법성 및 합리성 제고방안	30
표 3-4. 각 기관별 매수방어책 도입 가이드라인	31
표 4-1. 미·일의 사외이사, 사외감사 현황 및 독립성 요건	66
표 6-1. 한·일 양국간의 차이점과 유사점 비교	104



그림 차례

그림 2-1. M&A 거래건수의 추이	17
그림 2-2. 거래금액이 공표된 M&A 추이	18
그림 2-3. 투자회사에 의한 일본기업의 M&A 건수	19
그림 2-4. TOB 건수 및 공표금액의 추이	19
그림 6-1. 일본의 M&A 비중 추이	102



글상자 차례

글상자 4-1. 「기업가치보고서」 제4장의 구성	38
글상자 5-1. 「매수방어책 지침」의 구성	84

제 1 장

서 론

최근 우리 사회에서는 적대적 M&A를 둘러싼 논의가 매우 활발히 전개되고 있다. 우리나라에서 특히 문제가 되고 있는 것은 외국자본에 의한 국내기업의 인수·합병문제이다. 1998년 이후 M&A 시장을 개방하고 기업의 매수방어책을 제한하는 제도개혁을 단행한 이후 외국자본의 국내 진출은 매우 활발한 양상을 띠고 있다. 또한 최근에는 인수한 국내기업을 다시 되팔아 거액의 이익을 챙기는 외국자본의 사례들이 커다란 사회문제를 일으키고 있어 적대적 M&A에 대한 논란은 더욱 확대되고 있다.

이 문제에 대해 우리 정부는 M&A 시장개방을 통한 기업구조조정 촉진이라는 정책의지를 견지하고 있다. 국내기업의 지배구조가 매우 불투명하며 기업의 효율성 향상과 이를 통한 기업가치 향상을 도모하기 위해서는 적대적 M&A를 비롯한 M&A 시장의 활성화가 필수적이라는 인식이다.

그러나 우리 기업들의 인식은 이와 다르다. 우리 기업들은 적절한 경영권 방어수단이 마련되어 있지 않은 국내제도하에서 외국자본의 공격에 무방비 상태로 노출되어 있다고 주장한다. 외국자본의 M&A에 의한 국내기업의 인재와 기술 유출의 위험성이 있어 기술안보적 관점에서의 대책도 필요하며 또한 안정적인 경영권 확보가 어려운 상황에서는 단기적인 주가상승이나 배당 확대정책 등 근시안적인 경영이 지배적이 될 우려가 있어 장기적인 경영전략의 부재현상을 초래할 가능성도 지적되고 있다.

이처럼 국내에서는 적대적 M&A에 대해 정책당국과 기업간의 이해와 관점이 크게 엇갈리고 있다. 우리 정부는 M&A의 순기능을 강조하는 반면 우리 기업은

M&A의 역기능에 초점을 맞추고 있어 시각에 따라 전혀 다른 대응책이 나오는 상황에 직면해 있다.

그러나 M&A와 관련된 원론적인 측면에서 생각해보면 M&A 시장을 활성화하는 궁극적인 목적은 '기업가치 향상'에 있다는 점을 상기할 필요가 있다. 외국자본이 개입하는 경우 국가경쟁력 확보라는 관점도 필요하다. 문제는 기업가치를 향상시키고 국가경쟁력을 강화할 수 있는 M&A 안건을 구체적으로 선별하는 적법하고 합리적인 룰을 정비하는 것이다. 그러나 현재 국내에서 진행되고 있는 적대적 M&A에 대한 논의는 적대적 M&A에 대한 방어책을 확대할 것인지의 여부에 초점이 맞추어져 있을 뿐이다. 또한 M&A의 역사가 매우 짧은 우리나라는 아직 기업가치를 향상시키고 국가경쟁력을 강화하는 적대적 M&A를 선별할 수 있는 구체적이고 합리적인 룰을 정비하지 못하고 있다. 이는 시급히 개선되어야 할 중요한 정책적 과제라고 할 수 있다.

본 자료는 우리나라가 직면해 있는 이러한 문제를 해결하는 데 참고가 될 수 있는 사례로 일본정부의 적대적 M&A에 대한 대응동향을 소개하고자 한다. 일본 정부는 기업구조조정을 촉진하기 위하여 1997년 독점금지법을 개정하여 지주회사 설립을 허용하였다. 이러한 조치를 시작으로 일본정부는 최근까지 일본의 기업 관련 규제를 적극적으로 완화하는 정책을 추진해왔다. 이러한 제도개혁의 결과 법제도가 허용하는 다양한 방법을 통한 일본기업들의 조직재편은 현재 매우 왕성하게 전개되고 있다.

그러나 이러한 제도개혁의 부작용으로 적대적 M&A도 증가추세에 있어 이로 인한 핵심 인재 및 기술 유출 등의 문제가 발생하게 되었다. 적대적 M&A를 둘러싸고 기업간의 분쟁이 다발하고 있으며 최근에는 일본기업의 매수방어책 도입이 크게 확대되면서 과잉방어의 폐해를 우려하는 목소리도 높아지고 있다. 매수방어책을 도입하려는 일본기업들로서도 무엇이 적법하고 합리적인 매수방어책인지가 불분명하여 혼란이 가중되고 있다. 이러한 상황에서 일본정부는 2005년 5월 기업

가치를 향상시키는 M&A 안건을 선별하기 위한 구체적이고도 합리적인 매수방어책 도입지침을 마련하여 이의 준수를 일본의 기업사회에 호소하였다. 본 자료는 일본정부가 발표한 「買收防衛策指針」과 이 지침 마련에 결정적으로 기여한 경제산업성 ‘企業價値研究會’¹⁾에서 발표한 「기업가치보고서」의 주요 내용을 정리하고 있다. 또한 본 자료는 「買收防衛策指針」 및 「기업가치보고서」의 제4장과 제5장 원문을 번역하여 소개하였다.

본 자료는 다음과 같이 구성되어 있다. 제2장에서는 1990년대 후반 이후 일본 M&A 시장의 동향을 살펴보았으며 제3장에서는 「企業價値報告書」 및 「買收防衛策指針」의 주요 내용을 정리하였고, 제4장과 제5장에서는 「企業價値報告書」(본 보고서의 제4장과 제5장 부분) 및 「買收防衛策指針」의 원문을 게재하였다. 제6장에서는 일본의 사례가 우리에게 주는 시사점을 정리하였다.

1) ‘企業價値研究會’는 경제산업성 경제산업정책국장의 사적 연구회로서 2004년 9월에 설치되었다. 이 연구회를 설치한 목적은 적법하고도 합리적인 매수방어책 지침을 마련하여 이를 기업사회의 공통지침으로 보급하는 것이다. 이 연구회는 2005년 5월 매수방어책 지침이 공포된 이후에도 계속 활동하고 있다.

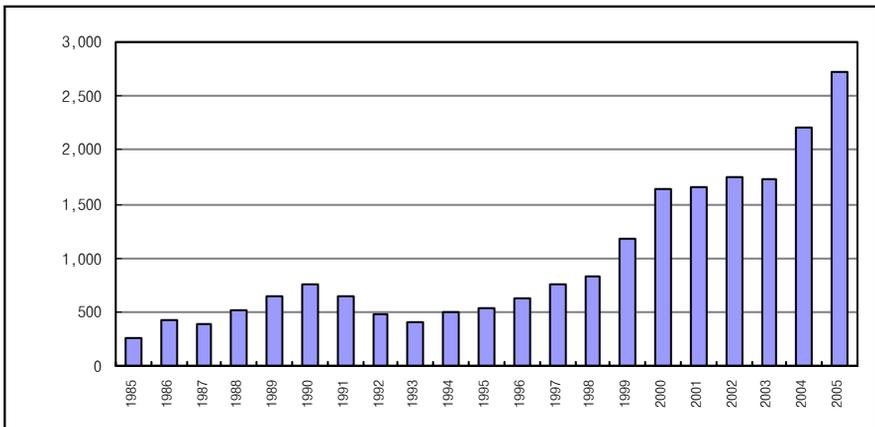
제 2 장

일본 M&A 시장 동향

일본의 M&A 시장은 현재 매우 활발한 움직임을 보이고 있다. 이러한 활황은 장기불황에 대응하기 위해 기업구조조정이 적극적으로 추진되는 과정에서 M&A가 적극적으로 활용되었기 때문이다. 일본의 M&A 건수는 1990년대 후반 이후 가파르게 증가하기 시작하여 2000년에는 1,600건을 넘어섰고 2004년에는 2천 건을 넘어섰으며 2005년에는 2,725건으로 1980년대 이후 제2차 M&A 붐을 맞이하고 있다.

■ 그림 2-1. M&A 거래건수의 추이

(단위: 건수)

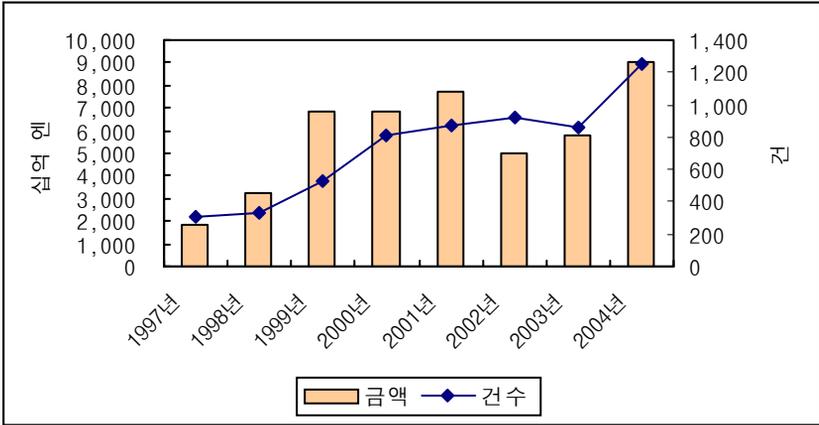


자료: *Marr*(2005, 2)

거래금액이 공표된 M&A 실적은 2004년 약 9조 엔 정도로 전년의 5조 8천억 엔에 비해 약 1.6배 증가하였다. 거래금액이 공표된 M&A 비중이 약 50%에 달하

■ 그림 2-2. 거래금액이 공표된 M&A 추이

(단위: 십억 엔, 건수)



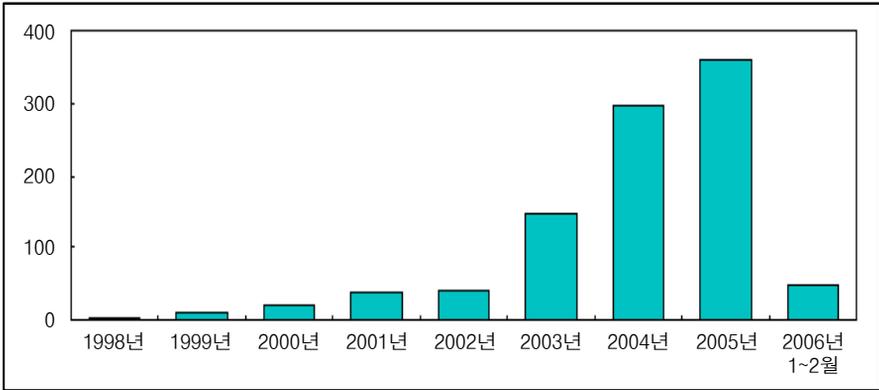
자료: Marr(2005, 2)

고 있다는 점을 고려할 때 실제 거래금액은 이보다 훨씬 클 것으로 추정된다.

특히 투자회사에 의한 일본기업의 M&A가 2003년 이후 급격히 증가하고 있는 것이 커다란 특징이다. 투자회사에 의한 M&A는 2002년 20건에서 2003년 147건으로 급증하였고 2005년에는 300건을 상회하기에 이르렀다. 또한 투자회사에 의한 M&A가 총 M&A 건수에서 차지하는 비율도 증가하여 2004년에는 13.3%에 이르렀다. 투자회사 중 외국계 투자회사에 의한 M&A도 급증하는 추세에 있다. 외국계 투자펀드에 의한 M&A는 2000년 7건에 불과하였으나 2003년에는 49건, 2004년에는 97건으로 급증하였다.

외국인투자자에 의한 일본기업 M&A(Out-In) 전체를 보면 최근 약간 주춤하는 모습을 보이고 있다. 공표된 금액 기준으로 보면 외국인투자자의 M&A는 1999년 약 2조 5천억 엔이었으나 2004년에는 6,800억 엔으로 감소하였다. 그러나 이 외국인투자자들에 있어 투자펀드가 차지하는 비중은 매우 높다. 일본의 M&A 전문 중개업체인 레코프(RECOF)에 따르면, 2004년을 기준으로 총외국인 M&A 투자액 6,800억 엔 중 약 5천억 엔이 투자펀드에 의한 것이었다.

■ 그림 2-3. 투자회사에 의한 일본기업의 M&A 건수

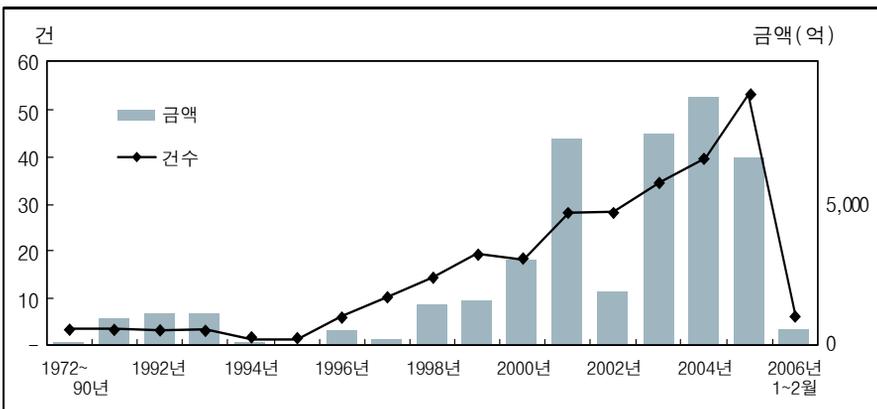


자료: 레코프(RECOF)

일본에서는 피매수기업의 합의 없이 적대적 M&A를 시도하는 것은 사업관행상 비도덕적 행위로 간주되어왔다. 따라서 적대적 M&A 건수는 매우 적었으나 최근에는 외국자본 및 신흥 IT 기업에 의한 적대적 M&A가 증가하고 있는 추세이다. 예를 들면 주식공개매수(Take-Over Bid: TOB)에 의한 M&A 건수 및 금액은 2000년 이후 가파른 증가세를 보이고 있다.

■ 그림 2-4. TOB 건수 및 공표금액의 추이

(단위: 건수, 억 엔)



자료: 레코프(RECOF)

일본에서 적대적 M&A에 대한 사회적 관심이 높아지기 시작한 것은 2003년 이후부터이다. 이 시기부터 외국계 펀드에 의한 일본기업의 적대적 M&A가 본격적으로 나타나기 시작하였기 때문이다. 대표적 사례로서 금속가공유업체인 유시로와 모직물 염색업체인 소토에 대한 미국 펀드회사 스틸 파트너즈(SP)의 주식공개매수(TOB)를 들 수 있다.

2003년 12월, SP는 유시로와 소토에 대해 주식공개매수(TOB) 공격을 가하기 시작하였다. 이에 대해 유시로는 1주당 배당액을 증가시켜(14엔 → 200엔) 대응하였고 소토는 우호적 관계에 있는 NIF사(백기사)에 소토의 주식 취득을 의뢰하여 대응하였다. 배당증액으로 인해 유시로의 주가는 급상승하여 SP의 TOB는 실패로 끝났으나 NIF의 소토 주식 취득은 과도한 주가인상 경쟁으로 실패해 결국 소토는 배당증액으로 대응하여 위기를 모면하였다. 두 회사는 △ 현금흐름 등 기업성과가 안정적이고 △ 성숙산업에 속해 있으며 △ PBR(주가순자산배율)²⁾이 1보다 작고 △ 환금성 자산을 많이 보유하고 있다는 공통점을 가지고 있었다.

이 사건을 계기로 일본기업은 주주의 이익을 중시하지 않는 기업경영이 외국 자본의 M&A 공격에 취약하다는 사실을 인식하고, 이후 적대적 M&A에 대한 대응책을 강구하는 방향으로 기업의 자본정책을 선회하기 시작하였다. 적대적 M&A에 대한 관심을 일거에 높인 충격적인 사건은 2005년 2월에 발생한 라이브도어(IT 신흥기업)의 닛폰방송 경영권 장악 소동이었다. 라이브도어는 시간의 거래³⁾를 통해 닛폰방송의 주식을 몰래 매입하여 이 회사의 경영권을 장악하려 하였다. 닛폰방송의 주식 매입 목적은 닛폰방송이 대주주로서 지배하고 있던 후지TV를 장악하는 것이었다.

2) PBR(Price Book-value Ratio)이란 주가를 1주당 순자산으로 나눈 값으로 이 값이 1보다 작으면 주가가 기업의 주주자본(총자산-부채)보다 작아 주가상승 가능성이 높은 것을 의미한다.

3) 일본에서의 주식거래는 '시장내 거래'와 '시장외 거래'로 구분되며 '시장내 거래'는 다시 '시간내 거래'와 '시간외 거래'로 구분된다. '시장외 거래'에 대해서는 TOB 규제가 적용되어 거래가 엄격히 규제되고 있었으나 '시간외 거래'는 '시장내 거래'로 취급되어 TOB 규제가 적용되지 않아 주식 매입이 공개되지 않고 있었다.

■ 표 2-1. 주식거래방식과 TOB 규제

구분	시장내 거래		시장외 거래
	시간내 거래	시간외 거래	
거래시간	9:00~11:00 12:30~15:00	8:20~9:00 11:00~12:30 15:00~16:30	수시
거래방법	경매방식	네트워크상에서 상대 교섭에 의한 거래 가능	상대 거래
TOB 규제의 적용	없음	(당시) 없음 (법 개정 후) 있음	있음

자료: 宮崎哲也(2005), 『図解でわかるM&A』.

라이브도어의 공격에 대응해 닛폰방송은 후지TV에 신주예약권을 발행하여 대항하려 하였으나 일본의 사법당국은 이러한 닛폰방송의 행위가 위법이라 판정하였다. 신주예약권 발행이 경영자의 지위 유지를 위한 행위라는 사법당국의 판단이었다. 결국 소프트뱅크 인베스트먼트가 후지TV의 주식을 차입하는 방식으로 개입함으로써 라이브도어의 적대적 M&A는 실패로 귀결되었고 양사는 화해하게 되었다. 라이브도어 사태를 계기로 적대적 M&A에 대한 일반국민의 인식이 급격히 높아짐과 동시에 일본 정부당국(경제산업성, 금융청 등) 및 일본기업의 적대적 M&A에 대한 대응은 한층 가속화되기에 이르렀다.

제 3 장

「企業價值報告書」 및 「買收防衛策指針」의 주요 내용 및 평가

1. 「企業價值報告書」

2004년 9월 일본 경제산업성 경제산업정책국장의 사적 연구회로 출발한 기업가치연구회⁴⁾는 일본 기업사회가 공유해야 할 적대적 매수에 관한 공정한 규범(rule)의 형성을 촉구하는 데 그 설립목적을 두고 있다. 기업가치연구회는 2004년 9월 16일부터 활동을 시작하였는데, 적대적 매수에 관한 지혜와 경험의 부족을 보완하기 위해 먼저 구미에서의 규범 형성의 경험을 조사·분석하는 작업에 착수하였다. 조사대상은 주요국의 제도 현황, 기업동향, 사법 판단, 기관투자자의 판단 등으로 다양하였다. 또한 이 연구회의 개최와 함께 경영자, 실무자, 기관투자자, 해외관계자와 비공식적으로 수많은 의견을 교환하였다.

이 연구회는 기업가치 향상, 글로벌스탠더드, 내외무차별, 선택지 확대라는 4대 원칙을 염두에 두고 검토를 진행하여 2005년 4월에는 ‘논점 공개—공정한 기업사회의 룰 형성을 위한 제언’을 발표했다. 이 논점 공개에서는 단순히 방어책의 합리적인 설계뿐만 아니라 방어책 도입을 계기로 기대되는 일본 기업사회의 변화 방향에 관해서도 제안하였다. 이에 대해서는 공표와 동시에 여론수렴의 절차를

4) 기업가치연구회는 21명의 민간위원과 1명의 옵서버(법무성 참사관)로 구성되었는데, 좌장은 神田秀樹 도쿄대 교수가 맡고 있다. 민간위원은 교수 5명, 기업계 10명, 변호사 3명, 언론인 1명, 기타 2명으로 구성되었다.

밧았는데, 국내외로부터 다양한 의견과 함께 코멘트가 접수되었다. 여기에는 구미의 경험을 근거로 주주이익을 배려한 공정한 규범을 제안하고 있다는 평가와 함께, 일본 기업사회가 기업지배구조의 측면에서 뒤떨어져 있기 때문에 논점 공개 제안이 일본에 뿌리내리기 어려울 것이라는 지적도 있었다. 그리고 방어책의 룰을 책정하기 전에 기업지배의 규범 형성이 선행되어야 할 것이라는 비판도 있었다. 또한 도쿄고등재판소 및 도쿄지방법판소에서는 평상시 도입·유사시 발동형의 방어책에 대한 공정한 룰의 형성을 기대한다는 요지의 기고도 있었다.

이 연구회는 이러한 코멘트와 비판, 기대를 근거로 하여 논점 공개에 대해 재검토하고, 필요한 수정을 더해 2005년 5월에 「기업가치보고서- 공정한 기업사회의 룰 형성을 위한 제언」을 작성하였다. 총 127쪽의 방대한 분량으로 구성된 이 보고서는 M&A의 역사, 방법, 구미의 룰, 일본에서의 공정한 룰 및 기업사회의 유형에 대해 서술하고 있다. 한편 이 보고서는 행정적 차원에서 「매수방어책 지침」의 책정, 지침 개정의 장(場) 설정, 방어책에 관한 공시 룰 창설 등 긴급하게 이루어져야 할 제도개혁을 서두르고, 향후 검토과제에 대해서도 조기에 마무리할 것을 제안하고 있다. 경영자와 기관투자자 등에 대해서는 기업사회의 룰 형성을 위한 적극적인 대응을 요청하였다.

특히 이 보고서에서 핵심적 내용을 다루고 있는 제4장에서는 일본에서 확립되어야 할 기업가치 향상을 위한 공정한 룰의 구체적 내용을 제시하고 있다. 매수방어책은 원칙적으로 주주가 판단해야 하겠지만, 유사시에는 시간적·제도적 제약이 있기 때문에 이사회의 결정으로 이루어진다고 할 수 있는데, 이 판단이 경영자의 지위 유지 목적이 아닌 기업가치 향상을 위해 이루어졌다는 점이 확보되지 않으면 안 된다. 이를 위해 그 도입에서 발동에 이르는 과정에서 주주 전체의 이익이 적극적으로 반영될 수 있도록 다양한 방안이 모색되어야 한다. 이 보고서의 제4장에서는 법제도, 기준, 방안이라는 세 가지 측면에서 구체적인 제안을 하고 있다. 먼저 법제도부문에서는 일본의 회사법제상 구미와 같은 방어책 도입이

가능하며, 이 때문에 방어책에 관한 공시 룰의 정비가 필요하다고 강조하고 있다. 둘째, 기준부문에서는 방어책의 시비가 기업가치 기준⁵⁾의 측면에서 판단되어야 하는데, 그 내용은 기업가치와 주주의 적정한 판단에 영향을 미치는 위협의 존재, 방어책의 상당성(相當性), 이사회에 신중하고 적절한 행동이라는 세 가지로 이루어졌다. 셋째, 방안부문에서는 방어책 설계시에는 평상시 도입과 공시의무, 소각 가능성과 위임장 경쟁의 확보, 유사시 경영자 판단의 자의성 배제를 위한 방안(독립적인 사외인사에 의한 점검, 객관적 해제요건 설정, 주주총회의 승인 가운데 어느 하나)의 세 가지 요건을 충족시켜야 한다는 점이 강조되고 있다. 행정적 차원에서는 이상과 같은 제안을 「매수방어책 지침」으로 정하고, 기업사회에서 존중되는 지침으로서 기능할 수 있도록 하면서, 동시에 강압적인 매수에 대한 규제 설정 등이 향후 주요한 검토과제라고 지적하고 있다.

이 보고서에 이어 「매수방어책 지침」이 책정되고, 이것이 경영자와 주주, 투자자, 증권거래소, 변호사 및 Financial Advisor 등의 실무자에게도 공유되고 존중된다면, 방어책 도입을 계기로 일본의 기업사회는 기업가치가 향상되는 커다란 변화가 일어나게 될 것이다. 구체적으로는 주주 중시, 사외전문가 활용론, 기관투자자의 적극적인 활동, 장기적인 기업가치 향상을 위한 경영자와 투자자의 컨센서스 형성 등의 방향으로 진전되어갈 것으로 예상된다.

한편 기업가치연구회는 2005년 9월 제2기를 발족시키고 난 이후, 기업매수에 관한 공정한 룰의 형성·정착을 위해 매수방어책의 공시·상장 룰, 공개매수제도 등 매수 룰의 개선, 경영자와 주주·투자자의 대화 충실이라는 세 가지 주제에 대해 검토해왔다. 그리고 이 검토결과는 2006년 3월에 「기업가치보고서 2006 - 기업사회에서의 공정한 룰의 정착을 위해」라는 보고서로 발표되었다.

5) 기업가치 기준은 '기업가치를 제고하는 매수는 실현시키고, 기업가치를 훼손하는 매수는 실현시키지 않는다'는 것이다.

2. 「買收防衛策指針」

이 지침은 2005년 5월 경제산업성과 법무성이 공동으로 작성하여 발표되었다. 이 지침은 발표 배경, 기본원칙, 취지, 구체적 사례 등으로 구성되어 있다. 일본 정부는 이 지침이 적대적 M&A에 대한 방어책을 도입하는 일본 기업사회의 합리적인 규범으로서 정착되기를 희망하면서 향후에도 기업의 매수방어책 도입상황을 주시하면서 지속적으로 개정해나갈 예정이다.

일본정부는 매수방어책 지침을 도입한 배경으로서 다음의 사항을 들고 있다. 첫째, 주식 상호 보유 관행이 크게 해소되는 가운데 기업구조개혁의 일환으로 M&A가 적극적으로 활용되면서 적대적 M&A가 발생할 가능성이 높아졌다는 점이다. 둘째, 이와 같은 경제여건 변화에도 불구하고 “일본에서는 미국이나 EU와 달리 적대적 매수에 관한 경험이 일천하여 무엇이 공정한 매수방법이며 또한 무엇이 공정한 방어책인지에 대해 기업사회가 공유하는 행동규범이 형성되어 있지 않다”⁶⁾고 일본정부는 인식하고 있다.

일본정부는 이러한 상황을 방치한다면 “기습공격이나 과잉방어가 반복되어 본래 기업가치 향상에 기여해야 할 매수 효과가 충분히 발휘되지 않을 수도 있다”⁷⁾고 우려하면서 이를 해소하기 위해 이 지침을 발표하였으며, 이 지침은 “매수에 관한 행동규범이 없는 상태에서부터 공정한 행동규범을 기업사회 전체가 공유하는 상태로 변화시키는 것”⁸⁾을 목적으로 하고 있다.

이러한 배경과 목적하에서 이 지침은 매수방어책 도입과 관련된 세 가지 기본원칙을 제시하고 있다. 첫째, 「기업가치·주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙」이다. 매수방어책 도입, 발동 또는 폐지는 기업가치를 향상시키고 나아가 주주 공동

6) 「買收防衛策指針」, p. 2.

7) 「買收防衛策指針」, p. 2.

8) 「買收防衛策指針」, p. 3.

의 이익에 기여할 것을 목적으로 해야 한다는 원칙이다. 이 원칙은 일본 기업사회에 커다란 의의를 가진다. 그 이유는 매수방어책 발동과 관련된 기존 사법당국의 판단기준은 기업가치 혹은 주주 공동의 이익이 아니었기 때문이다. 일본 사법당국은 신주예약권 등의 발행목적이 사업상 필요한 자금조달이 아닌 경우 위법이라는 판단기준(주요 목적 룰)을 가지고 있었다. 그러나 이 지침은 신주예약권 등의 발행목적이 기업가치를 향상시키는 것일 경우 합법이라는 원칙을 제시하고 사법당국 등에 이의 존중을 촉구하고 있다. 이 지침은 첫 번째 원칙에 비추어 명백하게 매수방어책을 발동할 수 있는 경우로서 [표 3-1]의 사례를 제시하고 있다.

■ 표 3-1. 첫 번째 원칙에 명백히 위배되는 매수행위

매수 유형	구체적 내용
다음의 ① 내지 ④에 해당하는 행위에 의해 주주 공동의 이익을 명백히 침해하는 매수	<ul style="list-style-type: none"> ① 주식을 매집하고 이를 높은 가격으로 사들일 것을 회사측에 요구하는 행위 ② 회사를 일시적으로 지배하여 회사의 중요 자산을 저가로 취득하는 등 회사를 희생하여 매수자의 이익을 실현하는 기업경영을 하는 행위 ③ 회사의 자산을 매수자나 매수자의 그룹회사 등의 채무 담보, 변제자금으로 유용하는 행위 ④ 회사경영을 일시적으로 지배하여 회사사업에 당분간 관여하지 않는 고액의 자산을 처분하고 그 처분이익을 기초로 일시적인 고배당을 실현하거나 또는 일시적 고배당으로 주가를 급상승시켜 높은 가격으로 주식을 처분하여 이익을 실현시키는 행위
강압적 2단계 매수	<ul style="list-style-type: none"> ① 최초의 매집으로 전 주식의 매집을 권유하지 않으면서 ② 두 번째 단계의 매수조건을 불리하게 설정하거나 불명확하게 하여 공개 매집 등의 주식 매수를 행하는 등 주주에게 주식 매각을 사실상 강요할 우려가 있는 매수
매수 제안을 판단할 시간을 제공하지 않는 매수	<ul style="list-style-type: none"> ① 주주 공동의 이익을 저해할 수 있는 매수 제안임에도 불구하고 주주가 매수자에게 주식을 양도할 것인지 아니면 계속 보유할 것인지에 대해 판단할 충분한 정보를 제공하지 않는 매수행위 ② 매수자에게 정보를 제공하게 하거나 회사가 매수자의 제시조건보다 유리한 조건을 제시하기 위해 필요한 시간, 고섭력을 확보하도록 하기 위한 여유를 주지 않는 매수행위

자료: 「買收防衛策指針」에서 필자 작성.

둘째, 「사전공시·株主意思의 원칙」이다. 이 원칙은 매수방어책이 적법성(사법당국의 판단) 및 합리성(투자자, 종업원 등 이해관계자의 판단)을 확보하기 위해서는 도입시에 목적, 내용 등을 구체적으로 공시하여 이해관계자의 예측 가능성을 높이며(사전공시의 원칙), 또한 도입되는 매수방어책의 구체적 내용이 주주의 의사에 의거해야 한다(주주의사의 원칙)는 것을 의미한다.

사전공시의 원칙은 매수방어책의 투명성을 제고하는 효과를 가지며, 주주의사의 원칙은 주주총회나 이사회 결의 등을 통하여 이해관계자의 합의 형성을 도출할 수 있다는 효과를 가진다. 특히 이 지침은 매수방어책 도입과 관련하여 이른바 ‘株主自治’의 원칙을 확인하고 있으며 나아가 이사회 역할도 중시하고 있다. 주주총회의 특별결의나 보통결의를 통해 정관을 변경하여 다양한 매수방어책을 도입할 수 있음을 강조하고 있고, 나아가 “이사회 결의로 매수방어책이 도입된 경우라도 주주의 총체적 의사에 의해 이를 폐지할 수 있는 수단(소극적인 승인을 얻는 수단)을 마련한 경우에는 주주의사의 원칙에 반하지 않는다”⁹⁾고 명시하고 있다.

셋째, 「필요성·相當性 확보의 원칙」이다. 이 원칙은 매수방어책이 경영자의 지위유지를 위해 남용되는 것을 방지하기 위한 의도로 제시되었다. 이 지침은 매수방어책 발동으로 주주평등의 원칙을 저해하거나 특정 주주의 재산권을 침해하는 경우 위법이라고 판정될 가능성이 높음을 강조하고 있다. 그러나 [표 3-2]와 같은 매수방어책은 주주평등의 원칙이나 재산권 침해 원칙에 반하지 않는다고 명시하고 있다.

이 지침은 도입한 매수방어책이 경영자의 지위 유지를 위한 방어책의 남용행위라는 사법당국의 판정을 회피하기 위해 첫째, 주주 공동의 이익에 대한 위협이 존재한다는 합리적 근거를 제시하고(방어책 발동의 필요성) 둘째, 해당 위협에 대해 지나치지 않으면서 위협의 정도에 상응하는 적절한 내용의 방어책을 발동해야

9) 「買收防衛策指針」, p. 6.

■ 표 3-2. 주주평등의 원칙 및 재산권 보호에 합치하는 매수방어책 사례

구분	매수방어책 사례
주주평등의 원칙	<p>① 신주예약권자가 일정 비율 이상의 주식을 보유하지 않는 주주(매수자 이외의 주주)일 것을 행사조건으로 하는 신주예약권의 발행: 신주예약권을 행사하는 권리는 주주로서의 권리내용이 아니므로 신주예약권의 행사조건으로서 매수자 이외의 주주일 것이라는 조건을 붙이는 것은 주주평등의 원칙 위반이 아니다.</p> <p>② 매수자 이외의 주주에 대한 신주·신주예약권 발행: 신주·신주예약권의 인수권은 공개회사의 주주에게는 인정되지 않으며 신주·신주예약권 할당은 주주로서의 권리와는 관계가 없으므로 매수자 이외의 주주에 대해서만 신주·신주예약권을 할당하는 것은 주주평등 원칙에 위반하는 것이 아니다.</p> <p>③ 종류주식의 발행: 특정한 자에게 거부권부 주식(상법 222조 9항) 등의 종류주식을 발행하는 것은 상법상 명문으로 규정되어 있는 주주평등 원칙의 예외이며, 정관 변경 등 필요한 절차를 거치는 한 적법하다.</p>
재산권 보호 원칙	<p>① 주주 이외의 자에 대하여 특별히 유리한 조건으로 신주나 신주예약권을 발행하는 것은 기존 주식의 가치를 현저히 저하시키기 때문에 주주총회의 특별결의가 필요하다(280조 2의 제2항, 280조 21의 제1항).</p> <p>② 매수자 이외의 주주일 것을 행사조건으로 하는 신주예약권을 주주 할당으로 발행하는 것은 이사회 결의로 가능하다. 그러나 해당 신주예약권의 내용이 매수자에게 과도한 재산상의 손해를 발생시킬 우려가 있는 경우 280조 21의 제1항 규정의 탈법행위로 판단될 위험이 있어 신주예약권의 내용에 대해 적법성을 높이기 위한 조치를 강구할 필요가 있다.</p>

자료: 「買收防衛策指針」에서 필자 작성.

한다고 권고하고 있다. 또한 매수방어책을 판단하는 것은 고도의 경영판단이기 때문에 외부 전문가(변호사, Financial Advisor 등)를 활용하여 판단의 전제조건이 되는 사실인식 등에 중대하고도 부주의한 오류가 없도록 신중한 검토가 필요하다고 지적하고 있다.

마지막으로 이 지침은 매수방어책 중에서도 가장 대표적 수단인 신주예약권이 나 거부권부 종류주식 도입과 관련하여 적법성 및 합리성을 제고하기 위한 구체적인 사례를 제시하고 있다. 이러한 매수방어책의 적법성에 대한 판단은 최종적으로는 사법당국에 맡겨져 있다. 이 지침은 사법당국에 의한 위법 판정을 회피하기

위한 구체적인 조치를 제시하여 일본 기업사회의 혼란을 완화하려 하고 있다. [표 3-3]은 구체적 사례를 정리한 것이다.

■ 표 3-3. 신주예약권 등의 적법성 및 합리성 제고방안

구분	적법성	합리성
주주총회 결의로 도입하는 매수방어책	- 지침의 3원칙 준수	- 신주예약권 등의 소각절차 정비 - 정기적 승인절차 정비 - 황금주 등 종류주식 도입에 신중
이사회 결의로 도입하는 매수방어책	- 주주 공동의 이익 확보 - 발행목적, 영향 등에 대한 정보 공개 - 소각가능절차 마련 - 매수자 이외 주주의 평등대우 - 주주의 재산상의 손해 최소화 - 이사회 재량권 남용 방지책 도입	- 매수방어책 객관적 폐지요건 정비 - 독립적인 사외이사의 판단 중시 - 매수자에게 매수제안의 기회 부여

자료: 「買收防衛策指針」에서 필자 작성.

한편 경제산업성·법무성 이외에도 도쿄증권거래소 및 후생연금기금연합회 등 투자자를 보호하는 입장을 강조하는 기관들도 매수방어책 도입과 관련된 지침을 작성하여 공표하고 있다. [표 3-4]는 이 각 기관의 지침을 비교·평가한 것이다. [표 3-4]에서 우리는 경제산업성·법무성의 매수방어책 지침이 매수방어책 도입에 가장 적극적이라는 점을 알 수 있다.

■ 표 3-4. 각 기관별 매수방어책 도입 가이드라인

	경제산업성·법무성 「매수방어책 지침」	기업가치연구회 「논점 공개」	동경증권거래소 「매수방어책 도입에 관한 상장제도의 정비」	후생연금기금연합회 「판단기준」
정보 공시	목적과 방어책의 구 체적 내용, 효과를 <u>사전에 공시할 것</u>	목적, 내용 등 주요 사항을 공시할 것. <u>도 입에서 폐지에 이르기 까지 계속하여 공시할 것</u>	신주·신주예약권 발행 은 금액규모에 관계없 이 ① 목적, ② 개요, ③ 도입절차·일정, ④ 매수자 출현시 절차, 투자자에 미치는 영향 을 적시 공시할 것	도입이 장기적인 주 주가치 향상에 도움 이 된다는 것에 대 해 충분한 설명이 있을 것
도입 결정 기관	주주총회의 결의가 이 상적. <u>이사회</u> 의 결의 인 경우 주주의 의사 에 따라 소각할 수 있는 조항 등이 필요 함	주주의 ‘총체적 의사’ 에 기초한 것이라는 점이 필요함.	-	<u>주주총회</u>
방어책 내용	주주평등의 원칙, 재 산권의 보호, 경영자 의 지위 유지를 위 한 남용 방지 등을 <u>고려, 필요·상당한 방법에 의거해야 함.</u> Dead hand형의 방 어책은 배제되어야 함. <u>황금주와 복수의결권 주식의 도입도 신중 을 기해야 함.</u>	신주예약권, 취득청구 권부 주식, 전부취득 조항부 주식, 취득조 항부 주식, 의결권제 한주식 등을 이용한 Rights plan은 적절한 공시를 하는 한 인정 함. <u>황금주, 복수의결 권주식 등의 도입은 신중을 기할 것(황금 주의 경우 정치적 이 유로 국가가 보유하 는 경우만 예외)</u>	① 필요충분한 공시, ② 투명성 확보, ③ 주 가 형성을 현저히 불 안정하게 하거나 매수 자 이외의 주주, 투자 자에게 예측하지 못한 손해를 입히지 않을 것, ④ 주주의 권리 내용 과 그 행사를 과도하 게 제약하지 않을 것 을 ‘ <u>존중의무</u> ’로 할 것. <u>또한 도입 전에 상담 을 요청할 것</u>	평상시 Rights plan 도입 이외의 <u>황금주 와 복수의결권주식</u> 의 방어책 등에 대 <u>해서는 원칙적으로 찬 성할 수 없음.</u>
합리성 담보	특히 이사회에서의 결 의인 경우 <u>객관적인 방어책 폐지조항 설 정, 독립사외인사의 판단을 중시할 것</u>	기업가치와 주주이익 을 향상시키는 매수제 안마저 부정하는 방어 책과 <u>주주의 의사에 의해 소각할 수 없는 방어책</u> 등을 도입하 는 기업의 <u>상장은 인 정되지 않음</u>	① 방어책이 ‘ <u>존중의 무</u> ’에 위반할 가능성이 있다고 거래소가 판단 한 경우, 그 요지를 공 표, ② Dead hand형 의 방어책 도입, 황금 주 발행 등에 대해 6 개월 이내에 해소하지 않는 경우는 <u>상장폐지 의 조치</u> 를 취함.	① 이해관계가 전혀 없는 사외이사 등에 의한 점검이 이루어 질 것, ② 경영자의 자의적인 판단으로 결 정될 여지가 없을 것, ③ 기한을 한정된 것 이 아니라면 원칙적 으로 찬성할 수 없 음.
(평가)	적극적	관용적	가장 엄격	엄격한 감시

자료: 週刊「ダイヤモンド」(2006. 3. 25), 「図解新会社法」.

3. 일본기업의 평가

일본정부는 지침을 발표한 이후, 발표된 지침에 대해 일본의 기관투자자 및 기업이 어떠한 평가를 내리고 있는지에 대해 조사하였다. 다음에서는 이 점에 대해 간략히 정리하고자 한다.

가. 기관투자자의 평가

먼저 기관투자자의 평가에 대해 살펴보자. 조사대상이 된 기관투자자는 일본 국내에 거점을 가지고 있고 의결권을 행사하고 있는 신탁은행, 투신투자고문, 생명보험회사 등 50개사(신탁은행 6개사, 투신투자고문 33개사, 생명보험회사 11개사)이다. 조사는 2005년 8월부터 9월에 걸쳐 경제산업성에 의해 실시되었다.

기관투자자들은 기업가치 보고서 및 지침에 대해 매우 높은 평가를 하고 있다. 기업가치 보고서와 지침의 내용을 이미 숙지하고 있는 기관투자자는 전체의 80%에 달하고 있으며, 향후 이를 읽고자 하는 기관투자자를 포함하면 전체의 98%에 달한다. 또한 지침을 숙지하고 있는 기관투자자 중 77%가 매수방어책에 대한 의결권을 행사할 때 기업가치 보고서 및 지침을 참조했다고 응답하고 있다. 지침을 숙지하고 있는 기관투자자의 89%는 지침이 공정한 룰을 제시하고 있다고 평가하고 있으며, 82%는 경영진의 자의적 판단을 배제하기 위한 조치가 포함되어 있다고 평가하고 있다.

매수방어책 도입에 대해 기관투자자의 90%는 조건부 도입에 찬성하고 있다. 매수방어책 도입에 찬성하기 위한 조건으로서 기관투자자들은 주주총회의 승인(62%), 독립 사외전문가에 의한 판단(56%), 방어책 내용 공개(47%)를 들고 있다. 따라서 기관투자자들은 기본적으로 일정 조건이 갖추어진다면 매수방어책 도입에 찬성하고 있음을 알 수 있다.

경영진의 자의적 판단에 의한 매수방어책 도입을 배제하기 위한 객관적 요건으로서 지침은 매수 제안에 대한 평가기간을 충분히 설정할 것을 제시하고 있으나, 59%의 기관투자자는 이것만으로는 불충분하다고 평가하면서 방어책의 자동적 해제가 가능한 매수 제안내용도 구체적으로 설정할 것을 요구하고 있다. 나아가 기관투자자들은 경영진의 자의적 판단을 배제하기 위한 수단으로 지침이 제시하고 있는 독립적 사외전문가의 요건에 대해 일정 이상의 매출을 올리고 있는 주요 거래처의 종업원이 아닐 것(84%), 회사의 주요 주주기업에 속한 경험이 없을 것(78%) 등을 요구하고 있다. 매수방어책 해제의 객관적 요건 및 독립 사외전문가의 요건을 강화하여 경영진의 자의적 판단을 억제하고자 하는 기관투자자들의 태도가 분명히 나타나고 있다.

매수방어책의 사전공개에 대해 기관투자자의 90%는 적어도 지침이 제시하고 있는 ‘방어책 도입의 목적’, ‘방어책의 구체적 내용’, ‘방어책의 효과’를 사전에 공개할 필요가 있다고 지적하였다. 나아가 10%의 기관투자자는 지침에서 제시된 사항 이외의 추가적인 사항(예를 들면 방어책의 상세한 내용, 기업가치 향상을 위한 조치, 주주총회의 승인 없이 이사회 결의만으로 방어책을 도입한 이유 등)에 대해서도 그 내용을 공개해야 한다고 지적하였다. 이처럼 모든 기관투자자는 지침이 제시한 사전공개항목이 필요최소한이라고 생각하고 있으며 추가적인 정보공개를 요구하고 있음을 알 수 있다.

나. 기업의 평가

한편 경제산업성은 일본의 일반기업을 대상으로 기업가치 보고서 및 지침에 대한 평가를 조사하였다. 조사대상기업은 일본 국내에 상장하고 있는 기업 3,757개사(회답기업 837개사, 회수율 22.3%)이며 조사기간은 2005년 9월 한 달이다. 회답기업의 업종분포를 보면 제조업이 45%로 가장 많으며, 도소매업 17%, 금

용·보험업, 정보통신업 및 서비스업이 각각 8%, 건설업이 7% 등의 구성을 보이고 있다.

일본기업들은 기업가치 보고서 및 지침에 대해 매우 높은 평가를 하고 있다. 조사대상기업의 87%는 기업가치 보고서 및 지침을 숙지하고 있으며 이 기업들 중 96%가 매수방어책 도입과 관련하여 이를 참조하겠다고 응답하였다. 또한 일본기업들은 기업가치 보고서 및 지침이 '적법성 기준', '체계적인 벤치마크'를 제시하고 있고, 국내외 시장관계자들도 이를 높이 평가하고 있다고 응답하고 있다.

일본기업의 86%는 향후 일본에서 적대적 M&A가 증가할 것으로 예상하고 있다. 그 이유로 일본에서도 적대적 M&A가 현실화되고 있고(60%), 안정주주가 감소하고 있으며(56%), 같은 업종간의 산업재편이 향후에도 발생할 가능성이 높고(50%), 같은 종의 외국기업에 비해 일본기업의 시가총액이 적다(40%)는 점을 들고 있다. 일본기업들은 적대적 M&A가 사안에 따라 기업가치를 높이기도 하고 손상시키기도 하기 때문에 일률적으로 선악을 판단할 수 없다는 현실적인 인식을 하고 있다.

이러한 적대적 M&A에 대해 74%의 일본기업들은 매수방어책이 필요하다고 인식하고 있다. 기업가치를 손상시키는 적대적 M&A에 대항해야 한다(74%)는 것이 방어책 도입의 가장 큰 이유로 지적되었다. 한편 기업은 주주와 더불어 다양한 이해관계자를 가지고 있으며(65%) 기업의 성장성 확보에는 장기적인 관점에서 경영할 필요가 있다(54%)는 이유도 방어책 도입의 이유로서 제시되어 기업가치 이외에도 다양한 관점에서 매수방어책 도입이 고려되어야 한다는 점을 알 수 있다.

또한 매수방어책을 도입하는 주요한 목적으로서 매수방어책 도입의 필요성을 인정한 기업의 74%는 협상시간과 협상력 확보가 중요하다는 점을 들고 있다. 도입을 검토하고 있는 매수방어책의 유형으로는 사전에 주주총회의 승인을 얻는 유형이 55%로 가장 많았고, 이사회 결의로 도입하고 매수방어책의 객관적 폐지요건을 설정하는 유형이 31%, 이사회 결의로 도입하고 독립 사외전문가의 판단을

중시하는 유형이 14%를 차지하였다.

한편 매수방어책 도입과 관련하여 이사회 의사결정의 자의적 판단을 배제하기 위해 객관적 폐지요건을 설정하려는 기업의 비율이 50%로 가장 높게 나타났고, 독립 사외이사 혹은 독립 감사로 구성되는 특별위원회를 설치하려는 기업의 비율도 15%를 차지하였다. 독립 사외전문가의 요건으로 일본기업들은 주주의 승인 여부를 가장 중시(72%)하고 있어 지침이 제시하고 있는 ‘회사로부터 실질적인 독립성’ 확보를 중요 요건으로 삼고 있다. 매수방어책의 사전공개에 대해 73%의 일본기업은 단순히 매수방어책의 내용만을 공개하는 것이 아니라 매수방어책·사업전략·주주 환원책을 패키지로 함께 공개하려 하고 있다.

증권거래소는 독자적인 상장규칙을 가지고 있는데 일본기업의 73%는 지침이 제시하고 있는 합리적인 매수방어책을 도입한 기업의 상장을 인정해야 한다고 생각하고 있다. 나아가 67%의 기업은 증권거래소가 상장규칙을 책정하는 경우 지침의 내용을 참고해야 한다고 주장하고 있다. 그 한 예로 황금주나 종류주식을 발행하는 매수방어책을 들 수 있다. 지침은 황금주의 도입을 원칙적으로 인정하고 있다. 금번 경제산업성의 설문조사에서도 既상장기업이 황금주나 종류주식을 발행한다 하더라도 상장을 폐지해서는 안 된다고 생각하는 기업이 59%에 이르고 있다.

실제로 상장규칙 개정을 추진해온 도쿄증권거래소는 2005년 11월 황금주의 조건부 발행을 용인하는 방향으로 규칙 개정을 추진하였다. 도쿄증권거래소는 황금주 발행을 특수한 경우(예: 정부 소유 황금주)를 제외하고는 인정하려 하지 않고 있었다. 그러나 경제산업성의 지침과 황금주 도입을 지지하는 기업들의 의사를 반영하여 도쿄증권거래소의 상장규칙은 황금주 도입을 인정하게 되었다. 즉 도쿄증권거래소는 정부가 정책목적으로 보유하는 황금주만을 예외적으로 인정하던 방침에서 “주주총회에서 무효로 할 수 있다”는 등의 투자자 보호조치가 상당 정도 취해진 황금주 도입을 예외적으로 인정하는 쪽으로 방향을 전환하였다. 또한

신규로 상장하는 기업에 대해서도 동일한 조건하에 상장을 인정하는 쪽으로 방향을 전환하였다.

이상에서 살펴본 바와 같이 기업가치 보고서 및 지침에 대한 기관투자자와 일본기업의 평가는 매우 높다. 많은 기업이 매수방어책 도입과 관련하여 혹은 주주의 의결권 행사와 관련하여 경제산업성이 제시한 지침을 하나의 기준으로 활용하려는 의사가 분명히 나타나고 있고, 나아가 도쿄증권거래소의 상장규칙 개정 사례에서도 알 수 있듯이 지침은 기업의 범위를 넘어서 영향을 미치고 있다. 이 지침이 사법당국의 판례에도 영향을 미칠지는 아직 불투명하지만 매우 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 기대되고 있다. 이러한 사실들을 고려할 때 경제산업성의 지침은 당초 목적을 상당히 달성할 수 있을 것으로 기대된다.

제 4 장

기업가치연구회의 「企業價值報告書」¹⁰⁾

일본에서는 적대적 M&A에 관한 경험이 부족하고, 어떠한 대응이 기업가치를 높이고 주주 전체의 이익을 지키기 위해 합리적인가(적법하고 주주와 투자자의 입장에서 타당한가)에 대한 지혜도 부족하다.

이 때문에 적대적인 매수자 출현시 성급하게 과잉방어책을 강구한 결과 재판에서 그 대응의 시비를 다투어 위법으로 된 경우도 있다(과잉방어의 폐해).¹¹⁾ 새로운 유형인 평상시 도입·유사시 발동형 방어책(신주예약권 등을 활용한 Rights Plan이 전형)에 기대가 모아졌지만, 전례가 없었기 때문에 일본의 다수 기업은 ‘회사법제상 불가능’, ‘시장의 반발을 초래하여 주가 하락’ 등의 우려로 도입에 주

10) 본 장에서는 企業價值研究会가 2005년에 공표한 「기업가치보고서」의 제4장(日本で確立すべきこと-企業価値向上のための公正なルール)과 제5장(日本の企業社会のインフラ)을 소개한다.

11) 위법으로 된 사례로서는 秀和에 의한 忠實屋·이나게야株의 매집(1989~91년)이 있다. 부동산회사인 秀和가 유통업계의 재편을 목표로 忠實屋 33%, 이나게야에 대해 각각 33%, 21%의 주식을 매수하자, 忠實屋, 이나게야는 이에 대해 상호간에 주식보유비율이 20%에 달하는 제3자 할당증자를 실시하였다. 秀和는 이 증자에 대해 ‘신주 발행 중지’ 가치분을 신청하였다. 법원의 결정은 忠實屋·이나게야의 각각에 대한 신주 발행은 정식적인 절차를 거치지 않았으므로 특정 주주의 주식 보유비율을 저하시키는 것만을 목적으로 한 불공정 발행이라고 하여 중지를 명령했다. 합법적인 예는 코스모폴리탄에 의한 다쿠마株 매수(1987~89년)가 있다. 투자그룹인 코스모폴리탄은 다쿠마株의 36%를 취득하고, 다쿠마에 대해 사장 해임 등을 의안으로 하는 주주총회를 개최하도록 압력을 행사했다. 이에 대해 다쿠마는 코스모폴리탄의 요구를 무시하고 신제품 개발과 해외사업 촉진을 목적으로 스미토모은행 등에 대해 제3자 할당증자를 발표하였다(신주가 발행되면 코스모폴리탄의 주식 보유비율은 29%로 감소). 코스모폴리탄은 신주 발행 중지를 요구하고 제소했지만, 오사카 지방법원은 신주 발행에는 합리적인 이유가 있다고 하여 이것을 기각하였다.

저하고 있다. 일본에는 공개매수(TOB) 규제에 전체 매수의무가 없고, 이러한 사태를 방지하면 기업가치를 훼손하는 매수 제안조차도 회사측이 유효하게 배제하는 것이 불가능하게 될 가능성도 있다(과소방어의 우려).

어떠한 방어책이 기업가치를 높일 것인가 또는 어떠한 방어책은 경영자의 지위 유지를 조장할 것인가라는 점에 대한 논의와 판단을 정리하고 이것에 기초하여 공정한 규범(rule)을 서둘러 만들지 않으면, 과잉방어가 반복되거나 혹은 반대로 과소방어의 우려가 현재화할 가능성이 있다.

기업가치연구회는 2005년 3월 7일에 논점 공개 골자를, 그리고 같은해 4월 22일에는 논점공개를 공표했지만, 평상시 도입·유사시 발동형 방어책의 공정한 설계에 대한 관심은 매우 높았다. 닛폰방송에 의한 신주예약권 발행에 관한 도쿄 고등법원·지방법원의 일련의 결정은 매수자 출현에 대응해 강구된 방어책(유사시 도입·유사시 발동형 방어책)에 대해 해당 사례에서 경영자 등의 지배권 유지를

■ 글상자 4-1. 「기업가치보고서」 제4장의 구성

<p>제4장 일본에 확립되어야 할 것~기업가치 향상을 위한 공정한 룰</p> <p>제1절 법제도: 일본에 구미와 같은 방어책을 도입하는 것이 가능한가</p> <p>1. 일본에 도입 가능한 방어책</p> <p>(1) Rights Plan</p> <p>(2) 황금주 및 복수의결권 주식</p> <p>(3) 정관 변경에 의한 방어책</p> <p>2. 방어책에 관한 공시제도 창설의 필요성</p> <p>(1) 영업보고서에서의 공시 의무화</p> <p>(2) 증권거래소 공시 룰의 개선 기대</p> <p>제2절 기준: 방어책의 합리성은 어떤 기준으로 판단할 수 있는가</p> <p>1. 매수방어책과 주주평등 원칙의 관계</p>

■ 글상자 4-1. 계속

<p>2. 매수방어책과 주요 목적 물의 관계</p> <p>3. 방어책 남용을 방지하는 합리성을 확보하기 위한 '기업가치 기준' 확립</p> <p>(1) 적대적 매수가 회사에 미치는 위협의 범위</p> <p>(2) 방어책의 과잉성 판단 기준</p> <p>(3) 신중하고 적절한 경영판단 프로세스의 중시</p> <p>제3절 방안: 방어책의 합리성을 높이고 시장에서의 지지를 얻기 위한 수단</p> <p>1. 방어책은 평상시에 도입하여 그 내용을 공시, 설명책임을 완수한다.</p> <p>2. 방어책은 1회의 주주총회의 결정대로 소각이 가능한 것으로 한다.</p> <p>3. 유사시 판단이 '지위 유지 목적'으로 되지 않도록 최대한의 방안을 모색한다.</p> <p>(1) 독립 사외점검형 ~ 미국의 주류</p> <p>(2) 객관적 해제요건 설정형</p> <p>(3) 주주총회수권형 ~ 기관투자자가 장려하는 유형</p> <p>제4절 「매수방어책 지침」의 책정과 남은 제도개혁</p> <p>제5장 일본 기업사회의 인프라</p> <p>1. 일본 기업사회에 기대되는 변화</p> <p>2. 장기적인 기업가치 향상을 위한 컨센서스 형성</p>

주요 목적으로 한 것이므로 원칙적으로 위법이라고 판결하였다. 그러나 평상시 도입형 방어책의 적법성에 대해서는 논란의 여지가 있어 “적대적 매수에 대비해 회사가 강구한 사전조치에 대한 허용 여부, 그 내용, 기준, 사외이사의 관여, 주주총회의 승인 등 도입절차에 대해서는 현재 유식자에 의한 다양한 입장에서 검토되고 있고, 향후 논의가 심화되어 회사 나아가 주주 전체의 이익보호차원에서 공정하고 명확한 룰이 정해지는 것이 기대된다”(지방법원 결정)고 공정한 룰 형성에의 기대를 표명하고 있다. 대다수 경영자도 시장과 매수자 쌍방이 납득할 수 있는 방어책을 요구하고 있다. 내외의 마스크도 적대적 매수 소동 가운데 공정한

률의 형성을 기대하는 논조가 많다. 주요한 신문의 사설은 기업가치연구회의 논점 공개를 계기로 공정한 룰이 제시되어야 한다고 주장하고, 해외 보도에서도 기업가치연구회의 논점 공개를 공정한 것이라고 평가하고 있지만, 한편으로 일본 기업사회에서 이것이 뿌리내릴 수 있는지에 대해 우려를 표명하는 움직임도 있다.

제4장에서는 일본에서 확립되어야 할 적대적 매수에 관한 공정한 룰을 제시한다. 첫째, 일본의 회사법제 유형을 제시한다. 일본의 회사법제하에서 구미기업이 도입하고 있는 Rights Plan(독소조항)과 황금주 등의 방어책은 도입 가능하다는 점을 확인하고, 방어책에 관한 공시제도 창설이 급선무라는 점을 제안한다(제1절). 둘째, 방어책의 합리성에 관한 판단기준은 주주평등 원칙과 발행목적 중시한 '주요 목적 룰'이 아니라, '기업가치'를 기준으로 하는 점이 타당하다고 제안한다(제2절). 셋째, '기업가치 기준'에 합치된 방어책 설계에 관한 구체적인 방안을 제안한다. 이 방안은 매우 단순한데, 방어책의 도입에서 발동에 이르기까지 기업가치 향상은 주주 전체의 이익 증대가 반영될 수 있도록 절차상의 방안을 마련하는 데에 있다(제3절). 논점 공개에서 제안된 세 가지 요건, 즉 △ 평상시 도입과 공시 철저 △ 소각 가능성 확보와 1회의 위임장 경쟁으로 최종 결정 △ 유사시 이사 판단의 자의성 배제 방안(독립 사외점검·객관적 해제요건 설정·주주총회 수권)을 제안한다. 또한 이러한 제안에 따른 방어책은 매수자와 현재 경영진 쌍방간 기업가치에 밀접하게 관련된 공시를 촉진하여 주주에게 비교검토를 행할 수 있는 충분한 시간을 부여하는 것으로 된다.

나아가 상기 내용을 정한 「매수방어책 지침」을 책정해야 한다는 점을 제안한다. 또한 강압적 효과를 갖는 2단계 매수의 규제방안 등이 향후 제도 개정의 포인트라는 점을 지적한다.

1. 법제도: 일본에서 유럽 및 미국 수준의 방어책 도입 가능성 여부

매수자를 차별적으로 대우하는 방어책을 일본의 법제도는 인정하고 있는가? 지금까지 일본에서는 주주평등 원칙이라는 회사법상의 일반원칙이 있기 때문에¹²⁾ 이러한 차별적인 방어책은 도입될 수 없을 것이라는 점도 일부 지적되어 왔다. 그러나 주식의 내용 측면에서 주주간의 불평등을 인정하는 종류주식제도가 이미 존재하고, 또한 신주예약권 행사조건에 차별적인 조항을 두는 것이 가능하다는 입법담당자의 해석¹³⁾도 있기 때문에 일본에서도 매수자를 차별적으로 취급하는 방어책의 도입이 주주평등 원칙 위반이라는 이유로 일률적으로 허용되지 않는다고는 말할 수 없다. 다음에서는 일본의 현행 법제도상 구미와 같은 방어책 도입이 가능하다는 점, 또한 회사법제의 현대화(신회사법)에 따라 방어책의 선택지가 보다 확대되었다는 점을 해설하고, 방어책 도입이 가능한 법체계하에서는 공시제도 창설이 급선무라는 점을 제안한다.

가. 일본에 도입 가능한 방어책

구미에서 인정되고 있는 기업 매수방어책의 도입은 현행 상법하에서도 대부분이 실현 가능하다. 또한 신회사법에 의해 더욱 다양한 방어책이 가능하게 된다.

-
- 12) 회사법안 109조에 명문화되는 주주평등 원칙은 주주가 보유하고 있는 주식의 내용 및 수에 대응해 평등한 대우를 받는 것을 확인한 것이며, 종래와의 차이점은 없다.
 - 13) 原田晃治 법무장관 관방심의관 편저 「2001년 상법 개정 Q&A 주식제도의 개선·회사운영의 전자화(상사법무, 2002년) 58항에서는 신주예약권 행사조건에 예로서 “제3자로부터의 매수 방지를 위해 ‘A, B, C 이외의 자가 발행주식 수의 ○% 이상을 취득한 경우에 행사할 수 있다’는 등의 조건을 설정하는 것도 고려할 수 있다”고 되어 있다.

1) Rights Plan

가) 신주예약권을 이용한 적대적 매수방어책

신주예약권을 이용한 Rights Plan이란 매수자 이외의 주주만이 행사할 수 있는, 이른바 차별적 행사조건에 연계된 신주예약권을 이용한 방어책 또는 일정비율 이상의 주식보유자 이외의 자에 대해서만 신주예약권 할당을 행하는 방어수단이다.¹⁴⁾

일본의 상법상 신주예약권 행사조건에 대해서는 특별한 제한은 없으며, 또한 신주예약권 행사는 주주로서의 권리 및 의무의 내용이 아니기 때문에 차별적 행사조건이 부여된 신주예약권 발행은 주주평등 원칙에 반하는 것은 아니라고 판단된다.

신주예약권을 주주 전원에게 할당하는 경우 이사회 결의에 의해 발행하는 것이 가능하며, 일정 비율 이상의 주식보유자 이외의 자에 대해서만 신주예약권을 할당하는 것은 신주예약권 할당에 대해 법률상 특별한 제한은 두지 않고 있다는 점에서 주주평등 원칙에 반하지 않는다.

현행 상법에서는 신주예약권을 주식으로 전환하는 여부에 대한 판단이 주주에게 위임되어 있지만, 신회사법에 따라 강제취득조항(회사가 매수자 이외 주주의 신주예약권을 자사주와 강제적으로 교환하는 조항)이 부여된 신주예약권을 발행하는 것이 가능하게 된다.¹⁵⁾

14) 신주예약권을 이용한 Rights Plan의 법적 설계: 매수자가 일정비율의 주식(미국에서는 전형적으로 10~20%)을 취득한 경우 매수자 이외의 주주는 신주예약권을 행사하여 신주 등을 취득할 수 있지만, 매수자는 차별적 행사조건에 의해 신주예약권 행사가 제한되어 신주 등을 취득할 수 없음에 따라 매수자의 주식 보유비율이 저하하는 방식이다. 이러한 차별적 행사조건이 부여된 신주예약권은 주주 전원에게 할당되는 경우 이사회 결의에 따라 그 내용이 결정되어 발행된다(상법 280조의 20, 회사법안 236조 및 241조). 매수자가 출현하기까지는 SPC와 신탁은행 등이 신주예약권을 관리하는 경우 제3자 할당의 형식을 취하지만, 이자 지급 발행에 해당되지 않는 한 이사회 결의로 도입될 수 있다.

15) 회사법안 236조 1항 7호

나) 신주예약권을 이용한 Rights Plan을 둘러싼 과세관계

2005년 4월 28일 자민당 종합경제조사회의 기업지배구조에 관한 위원회에서 경제산업성이 제시한 신주예약권을 이용한 Rights Plan의 세 가지 유형을 둘러싼 과세관계에 대해 국제청으로부터 그 계약조건에 따라 정상시에는 과세되지 않는 경우가 있다는 견해가 제시되었다. 따라서 구체적인 설계내용에 따라 정상시에 과세 발생을 회피하는 것이 가능하다.

다) 매수자의 의결권만을 희석화하는 Rights Plan

매수자가 일정 비율 이상의 주식을 취득한 경우 강제전환조항이 있는 주식을 이용해 매수자의 주식을 강제적으로 의결권 제한 주식으로 전환하면 신주예약권을 이용한 Rights Plan과 동등한 효과를 가진다. 이러한 설계의 방어책은 매수자의 의결권은 희석되지만 배당 비율은 희석되지 않는다.

이미 발행된 보통주식을 모두 취득하고, 대신 차별적 조건이 부여된 강제전환조항부 주식을 발행하면 이러한 방어책을 도입하는 것이 가능하다. 현행 상법에서는 보통주식 취득에는 주주 전원의 동의가 필요하지만, 신회사법에 따라 주주총회의 특별 결의로 가능하게 된다.¹⁶⁾

2) 황금주 및 복수의결권 주식¹⁷⁾

가) 황금주

황금주란 합병 승인 결정이나 이사의 선임 및 해임에 대해 거부권이 부여된

16) 의결권만 희석화되는 Rights Plan의 법적 설계: 매수자가 일정 비율 이상의 주식(전형적으로는 10~20%)을 취득한 경우 매수자가 보유한 강제전환조항부 주식을 강제적으로 의결권제한주식으로 전환하는 방식이다. 주주총회의 특별 결의를 거쳐 해당 강제전환조항부 주식의 내용을 정관으로 정하고(상법 222조의 8, 회사법안 108조 2항 6호), 주식 보유비율에 따라 해당 강제전환조항부 주식을 주주에게 할당하여 전체 보통주식을 취득한다(회사법안 108조 1항 7호, 171조 1항, 111조).

17) 이러한 방어책은 방어효과가 높기 때문에 주주총회의 특별 결의에서 그 부작용의 유무를 포함하여 설명해야 하는, 즉 주주의 이해와 납득을 구할 필요가 있다.

특수한 주식을 의미한다. 황금주는 종류주식의 활용에 따라 특정의 제3자에게 발행할 수 있다.¹⁸⁾ 정관의 변경이 필요하며, 주주총회의 특별 결의가 필요하다.

나) 복수의결권 주식

복수의결권 주식이란 1주 1표 이상의 의결권이 있는 특수한 주식을 의미한다. 복수의결권 주식은 단원(單元)이 다른 복수의 종류주식을 활용함으로써 특정 제3자에게 발행할 수 있다.^{19), 20)} 정관의 변경이 필요하며, 주주총회의 특별 결의가 필요하다.

다) 양도 제한이 있는 황금주와 복수의결권 주식

현행 상법하에서는 특정의 종류주식에 양도 제한을 둘 수 없다. 이로 인해 현재는 보통주식을 상장하고 있는 기업이 황금주나 복수의결권 주식에 양도 제한을 둘 수 없지만, 신회사법에 따라 주식의 종류마다 양도 제한의 유무를 설정할 수 있게 되었기 때문에 황금주나 복수의결권 주식에 양도 제한을 두는 것은 가능하다.²¹⁾

18) 황금주의 법적 설계: 회사의 합병 등 중요 사항에 관해 결정권한을 갖는 종류주식을 우호적 제3자에게 발행하는 방식이다. 주주총회의 특별 결의를 거쳐 해당 종류주식의 내용을 정관에서 정한다(상법 222조 9항, 회사법안 108조 1항 8호).

19) 단원주제도는 2001년 6월 상법 개정에서 도입된 제도로, 정관으로 정한 일정 수의 주식을 1단원으로 하고, 1단원의 주식에 대해 1개의 의결권을 부여하지만, 단원 미만의 주식에 대해서는 의결권을 부여하지 않는다(이형근 2004).

20) 복수의결권 주식의 법적 설계: 우호적 제3자에게는 예컨대 1주에 1單元の 종류주식을, 기타 주주에게는 100주에 1단원의 종류주식을 할당하는 방식이다. 주주총회의 특별 결의를 거쳐 해당 종류주식의 單元 등의 내용을 정관으로 정한다(상법 221조 3항, 회사법안 188조 1항 3호).

21) 주식 종류별 양도제한의 설정: 우호적 제3자가 보유한 황금주나 복수의결권 주식의 취득에 대해 회사의 승인을 필요로 하는 것을 정한다. 주주총회의 특별 결의를 거쳐 회사의 승인을 요하는 해당 종류주식의 내용에 대해 정관으로 정한다(회사법안 108조 1항 3호).

3) 정관 변경에 의한 방어책²²⁾

가) 합병과 이사 해임의 요건 가중

현행의 상법에서는 회사가 합병 승인이나 이사 해임에 대한 결의요건을 정관에서 가중시킬 수 있는지 여부가 불명확하지만, 신회사법에 따라 주주총회의 결의요건을 정관에서 가중시킬 수 있다는 점이 명확히 되었다.²³⁾

나) 사업결합제한조항,²⁴⁾ 공정가격조항,²⁵⁾ 지배주식조항²⁶⁾

예컨대 적대적인 매수자의 경우나 합병 등의 대가가 공정하지 않는 경우에는 정관에 합병 등의 결의요건을 가중하는 것으로, 이는 이른바 상어격퇴법(Shark Repellent)으로 미국의 사업결합제한조항이나 공정가격조항과 같은 규정을 도입하는 것이 가능하다. 또한 신회사법에 따라 종류주식으로서 의결권의 행사조건을 정관에 정할 수 있다는 점이 명확히 되었다. 이에 따라 적대적 매수자가 그 보유 주식 수 이하만의 의결권 행사가 가능하도록 하는 종류주식을 발행함으로써 미국

- 22) 이러한 방어책에는 방어효과가 높은 것이 많으며, 또한 Rights Plan 등 다른 방어책과 병용하는 것으로 보다 효과가 제고되기 때문에 주주총회의 특별 결의시 그 부작용의 유무를 포함해 설명하여 주주의 이해와 납득을 구할 필요가 있다.
- 23) 정관형의 방어책의 법적 설계: 회사 합병 등 중요 사항에 관해 주주총회의 결의요건이 가중되는 방식이다. 주주총회의 특별 결의를 거쳐 가중되는 사항, 그 결의요건에 대해 정관으로 정한다(회사법안 309조 2항).
- 24) 사업결합제한조항: 미국의 델라웨어주, 뉴욕주 등 33개 주가 법제화하고 있다. 매수 대상 회사의 지배권을 취득한 매수자가 사전에 대상회사의 이사회가 승인하지 않는 경우 일정 기간(전형적으로는 3~5년), 대상회사와의 합병, 해산, 자산 처분 등의 거래행위를 할 수 없도록 한 조항이다.
- 25) 공정가격조항: 미국의 메릴랜드주 등 27개주가 법제화하고 있다. 회사가 흡수합병 등의 사업결합을 하기 위해서는 소수주주에 대해 공정한 가격이 지급되지 않는 한 이해관계자이외의 주주의 특별 다수결에 의한 승인을 얻어야 하는 조항이다.
- 26) 지배주식조항: 미국의 인디애나주, 오하이오주 등 27개 주가 법제화하고 있다. 매수자가 대상회사의 일정 비율 이상의 주식 취득 또는 취득 후 의결권 행사에 대해 이해관계자이외의 주주 과반수의 승인을 얻어야 하는 조항이다.

의 지배주식조항과 같은 규정을 도입하는 것도 가능하다.

나. 방어책에 관한 공시제도 창설의 필요성

일본의 현행 회사법제하에서도 종류주식이나 신주예약권 활용과 정관 변경 등에 의해 서구와 같은 방어책 도입은 가능하다. 그러나 그러한 방어책의 공시제도가 충분히 정비되어 있는 것은 아니다. 방어책의 공시제도는 주주나 투자자 혹은 매수자가 방어책 도입 유무와 그 내용에 상응하는 적절한 행동을 취하기 위한 기초를 제공하는 것이므로 신속한 정비가 필요하다.

또한 방어책의 공시내용은 방어책 설계에 상응하여 고안되는 것이 타당하다.²⁷⁾ 이때 잠재적인 매수자나 투자자, 주주에게 중요한 항목을 알기 쉽게 제시하는 것이 중요하므로, 이러한 방안에 기초한 공시항목을 정하는 것이 합리적이다.

1) 영업보고서를 통한 공시 의무화

회사의 중요한 경영에 관한 사항은 회사법령에 기초한 영업보고서를 통한 공시가 요구되고 있다.²⁸⁾ 신주예약권에 대해서는 해당 영업연도내에 특정의 제3자

27) 예컨대 사전경고행에서 주로 검토·교섭 기간 등의 물을 정하는 유형의 것에 관해서는 물의 대상으로 되는 매수자의 정의, 매수자가 따라야 하는 물의 내용, 물이 정해져 있지 않은 경우 도입할 예정인 대항조치의 예시(예컨대 유가증권 등의 상세한 설계 또는 공시할 수 없다고 해도 매수자에의 지분 희석화 효과를 갖는 대항조치가 있으면 그 희석 가능성의 최대치가 예상될 수 있는 내용 등)의 세 가지가 포인트일 것이다.

28) 상법시행규칙 103조 2항

다음의 각 호에 예시된 신주예약권이 있는 주식회사는 각각 해당 각 호에서 정한 사항을 영업보고서에 기재해야 한다.

1. 현재 발행되어 있는 신주예약권, 신주예약권의 수, 목적으로 되는 주식의 종류, 수, 발행가액
2. 그 영업연도 중에 주주 이외의 자(다음에 예시된 자(계산서류 작성회사의 이사 또는 집행역을 겸임하는 자를 제외. 이하 이 항에 '특정 사용인 등'이라고 한다.))를 제외한다.]

에게 유리한 가격으로 발행된 것(주로 스톡옵션을 상장)에 관한 정보는 공시되지만, 해당 영업연도 이전의 기발행 신주예약권에 대해서는 △ 발행되고 있는 신주예약권의 수 △ 목적으로 되는 주식의 종류 및 수 △ 발행가격이라는 세 항목에 대해서만 공시의무가 있다.

그런데 적대적 매수에 대한 방어책으로서 발행되는 신주예약권(전형적으로는 주식 보유비율에 상응하여 행사조건을 정하는 경우) 등에 관해서는 중요한 경영에 관한 사항이기 때문에 새롭게 공시제도를 설계하는 것이 타당하다.

2) 증권거래소 공시 룰의 개선 기대

공개회사에 대해 투자자 보호의 관점에서 증권거래소가 방어책에 관한 공시규정을 충실히 하는 것도 유효한 방안이라고 판단된다. 각 증권거래소에서는 주식시장의 공평성과 신뢰성을 확보하기 위해 회사정보에 관한 적시공시규칙을 돕으로써 투자판단에 중요한 영향을 미치는 사항을 결정한 또는 그러한 사항이 발생한 경우에는 해당 내용을 즉시 공시하는 것이 의무로 되어 있다.²⁹⁾ 이 규칙에서는 신주예약권과 종류주식 발행에 대해 공시를 의무로 하고 있지만, 각 증권거래소의 공시의무는 적대적 매수에 대한 대항책으로서 발행되는 것을 염두에 둔 것은 아니다. 금후 적대적 매수에 대한 대항책으로 신주예약권과 종류주식을 발행하는 기업의 증가가 예상되므로, 증권거래소가 투자자 보호라는 관점에서 명확한 공시룰을 만드는 것도 검토할 만한 가치가 있다고 판단된다.³⁰⁾

에 대해 특히 유리한 조건으로 발행된 신주예약권 할당을 받은 자의 성명, 명칭, 그 자가 할당받은 신주예약권 수, 목적으로 되는 주식의 종류, 수, 발행가액, 행사조건, 소각의 사유 및 조건, 유리한 조건의 내용

29) 도쿄증권거래소의 「상장유가증권의 발행자의 회사정보의 적시 공시 등에 관한 규칙」(1999년) 참고.

30) 도쿄증권거래소는 2005년 4월 21일 「적대적 매수방어책의 도입시 투자자 보호를 위한 유의사항에 대해」를 공표하여, 방어책의 도입시 ① 방어책 도입의 목적, ② 방어책 발동, 해

2. 기준: 방어책의 합리성에 대한 판단 기준

일본에서도 서구와 같은 방어책을 도입하는 것이 가능하겠지만, 그 모두를 허용하는 것은 아니다. 방어책은 법적으로 합리성을 가져야 할 뿐만 아니라 주주와 투자자의 입장에서 납득할 수 있는 내용이어야 한다. 그러면 이러한 방어책의 합리성은 어떤 기준에서 판단해야 하는 것인가?

일본에는 이전부터 매수자를 차별적으로 취급하는 방어책은 주주평등 원칙에 위반하는 것이라는 인식이 있다. 또한 방어책에 관한 판례상의 규범은 회사의 지배권 분쟁이 있는 국면에서 이루어진 제3자 할당증자를 둘러싸고 확립된 '주요 목적 룰'이 유일하다. 주요 목적 룰은 유사시에 이루어진 제3자 할당증자가 지배권 유지를 유일 또는 주요한 목적으로 할 경우 위법으로 하고, 자금조달의 목적일 경우 적법으로 판정하는 규칙이다. 이에 관해 도쿄고등법원의 결정은 유사시 도입형의 방어책에 대해 지배권 유지가 유일 또는 주요한 목적이라면 원칙위법으로 한다는 점은 유지하면서도 평상시 도입·유사시 발동형 방어책의 적법성에 관해서는 도입시 상황 및 방어책의 내용 등을 감안하여 적법으로 될 여지가 있다고 지적한 정도에 그치고 있어 공정한 룰 형성은 향후 과제라고 할 수 있다. 이러한 고등법원 결정 등을 근거로 하면 적어도 평상시 도입형 방어책의 합리성 기준으로 기업가치를 훼손하는 매수 제안을 배제하는 것은 인정되어야 하겠지만, 반대로 기업가치를 제고하는 매수 제안은 배제하지 않는다고 하는 '기업가치 기준'을 보다 명확히 함으로써 기업사회가 공유하는 상식으로 하는 것이 필요하다.

이 점에 대해서는 미국에서 확립된 사법 기준이 참고할 만하다. 미국 사법 기

제 및 유지의 조건, ③ 발동시에 주주·투자자에 미치는 영향 등을 주주, 투자자에 대해 충분한 적시 공시를 행할 것을 요구하고 있다. 동시에 기업가치방어지침 관련 논의 등에 근거하여 향후 상장기준 등의 룰을 정비할 계획이다. 또한 JASDAQ(2005년 4월 21일), 오사카증권거래소(같은해 4월 28일), 삿포르증권거래소(같은해 5월 10일)가 도쿄증권거래소와 같은 취지의 유의사항을 발표했다.

준의 포인트는 ① 발동시에 기업가치에 대해 위협이 있다고 여겨질 만큼의 합리적인 근거가 있는지 여부, ② 그것을 막기 위한 과도한 조치는 아닌지 여부(① 및 ②를 ‘유노칼 기준’이라고 한다), ③ 이사가 방어책의 정당성에 관해 신중하고 적절한 판단을 행했는지 여부의 세 가지이다. 다음에서는 먼저 주주평등 원칙과 주요 목적 톨과의 관계에 대해 다루고, 방어책 합리성의 판단기준으로 되는 ‘기업가치 기준’을 구체적으로 제안한다.

가. 매수방어책과 주주평등 원칙의 관계

주주평등 원칙이란 법률적으로는 주주가 주주로서의 자격에 기초하여 보유주식 수에 상응하는 평등한 대우를 받아야 한다는 원칙이며, 기능적으로는 지배주주의 다수결 남용 등에 의한 차별적 취급으로부터 일반주주를 보호하는 작용을 한다. 이 점에 대해 예컨대 Rights Plan의 도입에 관해 상법상 명문화된 규정이 아닌 이 원칙이 문제로 된 것인지, 즉 Rights Plan의 도입을 의식하면서 굳이 매수를 강행한 적대적 매수자와의 관계에서 이 원칙이 문제로 된 것인지, 또한 일정 요건을 충족시킨 경우에는 누구라도 차별적인 대우를 받을 가능성이 있는 이상 불평등한 대우가 아니라고 할 수 있는 것은 아닌지 등 다양한 논의가 이루어지고 있지만, 확립된 해석은 없는 상황이다.

정리하자면 주주평등 원칙은 내용을 다르게 하는 종류주식 발행이나 신주예약권 등의 행사에 조건을 부여한 것이 인정되기 때문에, 동일 내용의 주식이나 동일 행사조건의 신주예약권 등에 대해 주주 등은 보유주식 등의 수에 상응하여 평등한 취급을 받아야 한다는 톨이다. 따라서 이것을 뛰어넘어 이 원칙을 일률적으로 엄격하게 그리고 경직적으로 해석하는 것은 타당하지 않다.³¹⁾ 만약 보다 넓게 주주평등 원칙의 근거를 형평의 이념에서 구한다고 해도 기업가치에 대한 ‘위협’

31) 神田秀樹(2005), 「회사법(제6판 보정판)」, p.52 참고.

과의 관계에서 기업가치를 제고하기 위한 합리적인 범위내에서 이용되는 방어책에 대해서는 그것을 인정하지 않는 편이 형평에 위배되는 것이라고 말할 수 있다.

나. 매수방어책과 주요 목적 룰의 관계

회사가 법령 또는 정관에 위반하여 주식을 발행하는 경우, 또는 법령이나 정관에 위반하지 않아도 현저하게 불공정한 방법으로 주식을 발행하는 경우에는 해당 주식의 발행은 금지 대상으로 된다.³²⁾ 발행 금지의 대상 여부는 법령이나 정관에 위반하는 경우는 명확하지만, 현저하게 불공정한지의 여부에는 현 경영진 등이 지배권 유지를 주요한 목적으로 하고 있는가라는 판단 기준이 존재(이른바 주요 목적 룰)하며, 지금까지의 판례에서는 자금조달의 필요성이 증명되면 지배권 유지가 주요한 목적이 아니고, 즉 현저하게 불공정한 발행에는 해당되지 않았다. 그러나 신주예약권이나 종류주식 발행이 반드시 자금조달의 필요성을 요구하지 않는다는³³⁾ 점에 비추어보면, 신주예약권을 이용한 방어책이 자금조달의 목적을 직접적으로 갖지 않는다고 해도 자금조달 목적의 유무만으로 불공정 여부를 판단하는 것은 타당하다고 말할 수 없다.

도쿄고등법원은 원칙적으로 위법인 유사시 도입형 방어책과 비교하여 평상시 도입형 방어책이 도입시 상황이나 방어책의 내용 등을 감안하여 적법하게 될 여지가 있다고 하면서, 공정한 룰의 형성을 기대한다는 요지를 표명하였다. 따라서 ‘기업가치 기준을 보다 명확히 해야 할 시기가 도래하고 있다고 말할 수 있다.’³⁴⁾

32) 상법 제280조의 10, 회사법안 210조.

33) 스톡옵션이나 거부권부 주식 등이 있다.

34) 닛폰방송의 신주예약권 발행을 둘러싼 발행금지가처분에 관한 도쿄고등법원의 결정에는 매수자가 나타나 발행하는 신주예약권에 대해 ‘특정 주주의 경영지배권을 유지·확보하는 것을 주요한 목적으로 하여 신주예약권이 발행된 경우에는 원칙적으로 상법 280조의 394항이 준용되는 280조의 10에서 말하는 “현저하게 불공정한 방법”에 의한 신주예약권 발행에 해당하는 것이라고 해석하는 것이 타당하다’고 해도 ‘주주 전체의 이익 보호라는 관점

다. 방어책 남용을 방지하는 합리성 확보: ‘기업가치 기준’의 확립

기업매수란 ‘매수자의 제안과 현 경영진의 경영방침 가운데 어느 쪽이 주주로부터 지지를 받는가’라는 상대적인 비교검토의 국면이므로, 기업가치를 높이는 매수 제안이면 매수가 현실화되고, 기업가치를 훼손하는 것이면 매수가 현실화되지 않는 것이 바람직하다. 이 때문에 방어책의 합리성 판단 기준에서 기업가치를 훼손하는 매수 제안을 배제하는 것이라면 인정되어야 하겠지만, 반대로 기업가치를 높이는 매수 제안은 배제하지 않는다는 기준(=기업가치 기준)이 타당하며, 이 기준을 보다 명확하게 하여 기업사회가 공유하는 상식으로 하는 것이 필요하다.

그리고 이 기업가치의 훼손 여부와 방어책 해제 여부는 원칙적으로 주주가 판단해야 하지만, 유사시에는 주주총회를 신속하게 개최할 수 없는 시간적·제도적인 제약이 있기 때문에 경영자의 판단에 1차적으로 맡겨지지 않을 수 없다. 그러나 한편으로 방어책에 관한 경영자의 판단에는 경영자가 지위 유지 목적에서 행할 가능성이 충분히 있다.

미국의 유노칼 기준은 방어책에 관한 경영자의 판단은 경영자 자신의 지위 유지를 위해 행해질 가능성이 있기 때문에 매수에 의해 기업가치가 훼손될 위협이 있다고 여겨지기에 충분한 합리적인 근거가 있고, 강구된 방어책이 과도한 것이 아니라는 점을 이사가 입증해야 적법하다고 본다. 또한 이 이사가 행하는 입증 분석에는 ‘매수가격의 수준이나 매수대가의 질, 매수의 성질이나 시기, 위법성의 문제, 이해관계자(stakeholder)의 영향’ 등을 포함함으로써 ‘성실하게 행동하고 합리적인 조사를 행한 것으로 인정된다’고 보고 있다.

에서 신주예약권 발행을 정당화하는 특단의 사정이 있는 경우에는 예외적으로 경영지배권의 유지·확보를 주요한 목적으로 하는 발행도 불공정 발행에 해당하지 않는 것으로 해석해야 하므로, 주주 전체의 이익 보호라는 관점에서는 지배권을 유지할 목적이었다고 해도 신주예약권 발행이 불공정하지 않을 여지가 있다고 보고 있다.

다음에서는 이 미국 기준을 바탕으로 하여 일본에서의 ‘기업가치 기준’의 내용을 △ 위협의 범위 △ 과잉성의 판단 기준 △ 신중하고 적절한 경영판단과정으로 나누어 제안한다.

1) 적대적 매수가 회사에 미치는 위협의 범위

가) 기본 인식

위협이란 매수에 의해 발생할 수 있는 회사의 효율성 등에 대한 위협과 주주의 적정한 판단에의 위협 등 기업가치에 대한 위협을 지칭한다. 이러한 위협이 없음에도 불구하고 방어책을 유지·발동하는 것은 인정되지 않는다. 전형적인 위협의 유형과 그 판단요소로서는 다음의 것을 들 수 있다.

• 구조상 강압적인 매수 유형

그린메일(greenmail)이나 2단계 매수 등으로 대표되는 매수 유형이다. 그린메일은 다른 주주가 손해를 입는 가운데 매수자만이 이득을 볼 수 있는 행위이므로 기업가치를 손상시키는 것은 명백하다. 2단계 매수는 주주가 매수가격이 불충분하다고 생각하더라도 두 번째 매수조건이 불리하거나 불명확하여 주주에게 급매하도록 강요하는 결과를 초래한다. 결과적으로 기업가치를 훼손하는 매수 제안이 될 가능성이 있어 위협을 초래하는 유형이라고 할 수 있다.

• 대안 상실 유형

현 경영진에 대안을 생각할 만한 충분한 시간적 여유를 주지 않는 매수 유형이다. 전체 주식·현금 대가의 매수 제안이더라도 사전에 매수 제안의 교섭을 신청하지 않고, 기습적으로 TOB식의 주식 매집을 시도함으로써 현 경영진에 대해 보다 유리한 조건에서 회사를 구입해줄 백기사(white knight)를 찾거나 새로운 경영제안을 행할 시간적 여유를 주지 않는 경우가 이것에 해당된다.

• 주주 판단착오 유발 유형

기업가치를 훼손하는 매수 제안임에도 불구하고 주주가 충분한 정보가 없는 채로 잘못 판단하여 매수하게 되는 경우이다. 기업가치란 기업이 창출하는 장래 이익의 합계이며, 이것을 좌우하는 다수의 요인이 있다. 기업가치를 좌우하는 중요요소가 매수 후의 경영제안에서 어떻게 다루어질지의 여부, 이해관계자(stakeholder), 기업자산의 처리, 매수자금의 조달방법 등이 장기적인 기업가치와의 관계에서 중시된다.

나) 판단요소

위험의 존재를 긍정함에 있어 구조상 강압적인 매수의 경우 매수자의 경력과 평판, 매수방법 등이, 대안 상실형의 경우 매수가격의 부적절함이나 매수자가 회사에 제안한 교섭기회의 유무와 그 장단점 등이, 주주 판단착오 유발형의 경우 경영자의 경영방침과 매수자의 경영 제안, 특히 경영자가 중시하는 기업 강점에 의 영향(예컨대 기업경쟁력의 원천·근간이 되는 인적자본의 축적·신뢰 관계에 의 영향 등) 등이 중요한 판단요소이다.

2) 방어책의 과잉성에 대한 판단 기준

가) 기본 인식

방어책은 매수 위협과의 관계에서 과잉으로 되지 않을 필요가 있다. 매수방어책은 원칙적으로 매수자 이외의 일반주주를 차별적으로 취급하지 않아야 하며(비강압성), 또한 주주의 선택권이 확보되어야 한다(비배제성).

나) 비강압성- 매수자 이외의 주주에 대한 평등 취급

매수방어책은 원칙적으로 강압성이 있어서는 안 된다. 즉 일반주주를 차별적으로 취급하고 특정주주를 우대하는 방어책이나 자기주식의 부분매입을 행하는

등의 방어책은 구조상 강압적인 매수 유형 등에 대한 대항책으로서 과잉은 아니지만, 합리적인 이유가 없는 한³⁵⁾ 일반적으로 과잉으로 판단될 가능성이 높다. 다른 한편 Rights Plan과 같이 매수자 이외의 주주를 평등하게 대우하는 방어책에는 강압성이 없다.

다) 비배제성- 위임장 경쟁 등 주주 선택권의 확보

방어책은 원칙적으로 배제성이 있어서는 안 된다. 즉 dead hand형의 방어책과 마찬가지로 위임장 경쟁 등의 방어책 해제에 대한 별도의 방법이 매수자에게 제공되지 않는 방어책은 주주의 선택권을 완전하게 배제하는 것이며, 구조상 강압적인 매수 유형 이외의 대항책으로서는 과잉방어책이 된다. 다른 한편으로 소각이 가능하여 위임장 경쟁에 의해 해제될 수 있는 방어책은 주주에게 방어책의 정당성을 판단할 수 있는 기회를 제공하기 때문에 배제성이 없으며 과잉이 아니라고 할 수 있다. 특히 1회의 주주총회에 의해 방어책의 소각 여부를 결정할 수 있는 경우에는 더욱 합리적이다.

라) 회사 매각이 이미 결정된 국면에서의 취급

이사회가 회사의 매각을 이미 결정하여 제3자와 매각교섭을 진행 중인 상황에서 경합하는 적대적 매수자가 나타난 경우 이사에게는 해당 매수자의 경합 제안도 검토하는 것이 원칙적으로 요구된다. 이러한 경합 제안을 검토하는 기회를 완전하게 빼앗는 조치는 해당 제안을 검토하지 않을 특단의 합리성³⁶⁾이 없는 한 적당하지 않다.

35) 우수리(端數) 처리에 따르는 경우, 그리고 관련 법규의 관점에서 차별 취급을 행할 합리성이 있는 경우 등을 들 수 있다.

36) 매각을 행할 긴급성이 높기 때문에 경합 제안을 검토하기에는 매각 자체가 곤란하게 되어 오히려 회사이익이 침해될 경우 등을 생각할 수 있다.

3) 신중하고 적절한 경영판단 프로세스의 중시

가) 기본 인식

이사회가 방어책의 도입과 유지·해제에 관한 판단을 내릴 때 경영자 자신의 지위 유지를 위해서가 아니라 기업가치를 높이기 위해 행하고 있다는 점을 증명하기 위해서는 방어책의 도입·유지·해제에 관해 신중하고 적절한 행동이 요구된다. 구체적으로는 많은 시간을 투입한 검토, 외부전문가의 분석 및 제3자의 관여라는 세 가지가 필요하다.

나) 충분한 시간을 투입한 검토

방어책의 도입·유지·해제에 관한 의사결정을 행할 때 이사회는 기업가치를 훼손하는 매수 형태, 매수 제안의 분석, 현 경영진의 경영방침과의 비교, 우호적인 제3자에의 매각 등의 대안적인 방어수단의 효과와 같이 '기업가치를 가장 높일 수 있는 방어수단은 무엇인가'라는 점에 초점을 두면서 가능한 충분한 시간을 두고 검토를 행한다.

다) 외부전문가의 분석

방어책의 도입·유지·해제에 관한 의사결정을 행할 때 이사회는 매수 제안의 분석과 방어수단의 설계 등에 대해 외부전문가(변호사, Financial Advisor 등)의 충분한 분석을 바탕으로 한 조언을 구한다.

라) 제3자의 관여

방어수단의 도입·유지·해제에 관한 의사결정을 행할 때 이해관계가 비교적 약한 사외이사와 사외감사 등의 제3자가 충분한 정보를 바탕으로 방어수단 도입을 위한 의사결정에 관여한다.

3. 방안: 방어책의 합리성을 높이고 시장에서의 지지를 얻기 위한 수단

‘기업가치기준’에 따른 방어책을 도입하기 위해서는 어떠한 수단이 필요할까? 매수방어책의 합리성을 높이려면 방어책의 도입부터 발동에 이르는 과정에서 기업가치 향상 나아가 주주 전체의 이익 향상이 반영될 수 있도록 절차상의 다양한 수단을 정비해야 한다. 방어책이 주주에게 충분한 정보와 시간을 제공하도록 설계된다면, 매수자와 현 경영진이 기업가치 향상 전략을 둘러싸고 경쟁할 것이고, 기업가치를 보다 향상시킬 수 있는 제안이 실현될 가능성은 높아질 것이다. 이와 같은 관점에서 볼 때 다음의 세 가지 요건을 확립할 필요가 있다.

첫째, 방어책은 평상시에 도입한다. 경영자가 방어책을 신중하게 설계하고 내용을 공시하여 주주 및 투자자에 대해 설명책임을 완수해야 한다.

둘째, 방어책은 소각 가능한 것으로 한다. 위임장 경쟁에 의해 이사를 교체시키는 경우 방어책 해제가 가능하도록 해야 하며, 또한 방어책을 도입한 경우에는 1년마다 주주총회에서 방어책 정당성을 평가하는 기회를 마련하는 것이 필요하다. 이는 법적인 합리성을 확보하기 위해 필요한 최소한의 요건이다.

셋째, 유사시 이사의 자의적 판단을 배제할 수 있는 수단도 마련해야 한다. 독립적인 사외이사 혹은 사외감사의 점검, 객관적인 해제요건 설정, 방어책 내용에 대한 주주총회의 승인과 같은 수단을 정비해야만 한다.

이상의 세 가지 요건을 충족했는지의 여부는 법원이 해당 방어책의 공정성을 판단하고, 또한 해당 방어책의 도입 및 유사시 발동과 관련된 이사진의 판단이 이사진의 선관주의(善管注意)의무·충실의무를 위반했는지에 대해 판단하기 위한 중요한 기준을 제공해주는 것이라고 보여진다.

가. 방어책의 평상시 도입 및 내용 공시를 통한 설명책임 완수

1) 평상시 도입은 주주, 투자자, 장래의 매수자에게 예측 가능성을 부여한다

매수방어책은 주주 및 투자자 등의 예측 가능성을 높이고 주주의 적정한 선택 기회를 확보하기 위해 원칙적으로 평상시에 도입하고,^{37), 38)} 그 목적, 내용, 효과(의결권의 제한·변경, 재산적 권리에 미치는 영향 등을 포함한 이익 및 불이익)를 공시해야만 한다.

방어책을 평상시에 도입함으로써 주주 전체의 이익과 기업가치 향상을 달성할 수 있도록 방어책의 신중한 설계가 가능하게 된다. 또한 구체적인 적대적 매수자가 출현한 후 도입하는 경우에 비해 특정의 매수자만을 차별하는 것이 아니며, 기업가치를 손상시키는 적대적 매수를 배제한다는 점을 설명하기 쉽고 경영자의 지위 유지 목적이라고 오해받을 가능성을 낮추는 효과도 기대된다. 투자자나 매수자의 입장에서 보더라도 유사시 도입형 방어책에 비해 방어책의 내용을 보고 투자를 결정하거나 매수방법을 고안하는 등의 대응이 가능하게 된다.

37) 유사시 신주나 신주예약권을 발행하는 방어책이라도 평시에 유사시 신주나 신주예약권을 발행할 가능성이 있다는 것을 경고해두는 방안 혹은 이사회에서 조건부 발행 결의를 해두는 방안도 평상시 도입이라고 할 수 있다. 닛폰방송의 신주예약권 발행을 둘러싼 발행 중지가처분에 관한 도쿄고등재판소의 결정은 기관 권한의 분배설을 취하더라도 주주 전체의 이익 확보라는 관점에서 사전에 대항책을 수립하는 것을 모두 부정하는 것은 아니며, “새로운 입법이 없는 경우라도 사전적 대항책으로서의 신주예약권 발행이 결정된 때의 구체적 상황·신주예약권의 내용(주주 할당 및 소각조항 유무의 여부)·발행절차(주주총회 승인 결의의 유무 여부) 등 개별 사정에 의해 적법성이 인정될 여지도 있다”고 지적하고 있다.

38) 이른바 백기사를 찾는 경우나 이사가 경영권 지배의 유지·확보를 주요 목적으로 하지 않고 회사법제상 주어진 권한을 행사하는 경우(예를 들면 자금조달 목적으로 제3자 할당증자를 행하는 경우, 정당한 자본정책의 일환으로서 자사주를 매입하는 경우, 매수가 개시되기 전부터 결정된 통상 사업활동의 일환으로서 행해지는 경우 등)에는 예외가 인정된다.

2) 회사법과 증권거래소의 공시 룰에 따른다

방어책은 향후 정비될 예정인 회사법의 영업보고서제도나 증권거래소의 공시 제도에 따라 그 내용을 많은 이해관계자에게 공시해야 한다. 또한 이러한 공시제도가 정비되기까지의 기간에 방어책을 도입하는 회사는 영업보고서나 유가증권 보고서 등을 활용하여 자주적으로 방어책을 공시하도록 노력해야 한다.

3) 기업가치 향상을 위한 기업전략과 IR 활동을 활성화한다

방어책을 도입할 때는 ‘무엇을 방어하는가’, ‘이를 위해 어떠한 방어책을 도입하는가’라는 점을 주주와 투자자 나아가 종업원 등 이해관계자에게 설명하는 것이 중요하다. 기업가치를 향상시키는 원천이 무엇이며 주주환원정책이나 사업전략을 충실히 책정하는 등 기업가치를 제고하는 구체적인 경영전략을 전략적인 IR 활동을 통해 확산시킬 필요가 있다. 많은 기관투자자는 장기적인 주주가치 향상에 관심이 있다. 평상시 방어책을 도입하는 과정에서 장기적인 기업가치 향상에 관심이 있는 주주나 기관투자자의 이해와 납득을 얻기 위한 노력이 필요하다.³⁹⁾

예를 들면 미국의 인터넷 검색기업인 구글사는 ‘무엇을 방어할 것인가’, ‘이를 위해 어떠한 방어책을 도입할 것인가’에 대한 정보를 공개하면서 창업자 두 사람과 경영진에게 강력한 방어책(복수의결권)을 부여하였지만 시가총액은 5조 엔을 넘어서는 등 시장의 평기는 유지되고 있다.

4) 평상시 도입형은 주가에 미치는 영향도 중립적이고 혼란도 적다

평상시 도입형 방어책 중에서도 통상의 Rights Plan처럼 평상시에는 전 주주를

39) 투자자 설명회, 개별 면담 등을 실시하는 일본기업은 각각 50%, 80% 정도에 그치고 있다. 또한 이러한 IR 활동의 전제가 되는 株主判明調査도 15%의 기업만이 실시하고 있을 뿐이다(일본 IR 협의회 「IR 활동의 실태조사」(2004년 6월, 주식공개회사 1,307개사가 회답)).

평등하게 대우하면서도 유사시에는 기업가치를 손상시키는 매수자만을 차별적으로 취급하는 방어책은 주가에 중립적이며 보다 바람직한 방어책이라고 말할 수 있다.

나. 방어책은 1회의 주주총회 결정으로 소각 가능하도록 설계

1) 소각조항을 부여하여 위임장 경쟁에 의한 소각을 가능하게 한다

방어책은 과잉방어를 배제하기 위해 소각 가능한 것으로 해야만 한다. 따라서 방어책에는 소각조항(예를 들면 매수자가 주식을 매집하기 전까지는 이사회 결의로 소각이 가능하다는 조항)을 두어야 한다.

매수자가 방어책 발동 전의 위임장 경쟁에 의해 이사회를 과반수를 획득해도 소각이 불가능한 Dead Hand형 방어책은 적법성의 관점에서도 문제가 있고 또한 주주의 판단기회를 빼앗는다는 점에서도 타당성이 결여되어 있기 때문에 원칙적으로 도입하지 말아야 한다. 소각조항이 없는 방어책, Dead Hand 조항(도입한 당시의 이사가 한 사람이라도 교체되면 소각 불가능하다는 조항), No Hand 조항(도입한 당시 이사의 과반수가 교체되면 소각 불가능하다는 조항), Slow Hand 조항(이사의 과반수를 교체해도 일정 기간 소각할 수 없다는 조항)이 있는 방어책은 합리적이라고 말할 수 없다.

2) 방어책은 1회의 주주총회에서 소각 가능하도록 한다

위임장 경쟁에 의해 소각이 가능하도록 하는 것은 미국 Rights Plan의 기본 설계인데, 미국기업은 이사의 임기를 3년으로 하면서 교차제(staggered boards)를 도입하고 또한 임기 도중의 해임에 대해서는 해임요건을 강화하거나 주주총회 결의 이외에도 정당사유를 요구하는 등 이를 제한하고 있다. 따라서 이사회를 지배하기 위해 길게는 2회의 주주총회에서 위임장 경쟁을 필요로 한다. 위임장 경쟁

을 장기화하는 이와 같은 조치에 대해 기관투자자들은 주주의사의 반영을 지연시킨다면서 강하게 비판하고 있다.

이에 반해 일본의 경우 이사의 임기는 1년 혹은 2년이기 때문에⁴⁰⁾ 교차제를 도입하기가 어렵고, 임기 도중의 해임에 대해서도 신회사법에 의해 결의요건이 특별결의에서 보통결의로 완화되었으며,⁴¹⁾ 해임의 정당사유를 부가하는 것은 인정되지 않고 있다.⁴²⁾ 이러한 일본의 제도적 여건하에서는 1회의 주주총회에서 이사회에 과반수를 지배하는 것이 이미 가능하다. 그러나 방어책 유지나 해제에 관해 주주의사를 보다 신속하게 반영한다는 관점에서 방어책을 도입하는 기업은 1회의 주주총회에서 소각 가능한 방어책 설계⁴³⁾가 필요하다.

3) 황금주나 복수의결권 주식에도 소각조항을 요구한다

주주총회의 승인을 거친 방어책(Rights Plan형, 황금주형, 복수의결권 주식형)에 관해서는 적법성이 문제시될 가능성은 낮지만, 이 중 황금주나 복수의결권 주식과 같이 매수자 이외의 주주도 차별적으로 대우하는 방어책에 대해서는 소각조항이 없을 경우 방어효과가 매우 높게 된다. 특히 주식을 공개한 회사가 소각 불가능한 황금주 등을 새롭게 발행하는 것에 대해서는 신중을 기해야 할 것이다.

40) 상법 256조 1항, 「이사의 임기는 2년을 넘어서는 안 된다. 또한 ‘위원회등설치회사’의 경우 이사의 임기는 1년으로 되어 있다(상법 특례법 21조 61항, 「이사의 임기는 취임 후 1년 이내의 최종 결산기에 관한 정기총회의 종결까지로 한다」).

41) 회사법 341조, 「309조 1항(주주총회의 보통결의에 관한 규정)의 규정에도 불구하고 임원을 선임 또는 해임하는 주주총회의 결의는 의결권을 행사할 수 있는 주주 의결권의 과반수(3분의 1 이상의 비율을 정관에서 정한 경우에는 그 비율 이상)를 보유하는 주주가 출석하고, 출석한 주주 의결권의 과반수(이를 상회하는 비율을 정관에서 정한 경우에는 그 비율 이상)의 결의로 이루어져야 한다.」

42) 회사법 339조 2항, 「임원 및 회계감사인은 언제나 주주총회의 결의에 의해 해임할 수 있다.」 또한 상법 257조에도 동일한 규정이 있다.

43) 주주의사를 반영시키는 수단으로서 주주총회 결의를 얻는 방법 외에 주주에게 공고·통지하는 방법을 통해 주주의사를 반영하는 방법도 있을 수 있다.

또한 이 점에 대해 뉴욕증권거래소는 신규상장의 경우 이외에는 복수의결권이 나 황금주를 발행하는 회사의 상장을 인정하지 않고 있다. 일본에서도 방어목적으로 도입된 소각조항이 없는 복수의결권 주식이나 황금주를 발행하는 회사에 대해서는 방어책의 합리성을 제고하고, 주주 및 투자자의 이해를 촉진한다는 관점에서 그 취급에 추가적인 검토가 필요하다.

4) TOB와 위임장 경쟁의 비용이 가능하도록 TOB 제도의 유연화를 검토한다

위임장 경쟁의 실효성을 높이려면 이를 TOB와 병용하는 것이 유효하다. TOB로 매수가격을 제안하면서 위임장 경쟁에서 신경영진의 능력을 호소하는 방법이다. 또한 TOB와 병용함으로써 위임장 경쟁에 필요한 추가비용을 최소화하는 효과도 기대할 수 있다.⁴⁴⁾ 그런데 일본의 TOB 제도는 철회조건이 매우 경직적이고, 방어책을 도입하고 있는 기업이 위임장 경쟁과 병행하여 사용하는 것이 매우 어렵게 되어 있다. 따라서 TOB의 손쉬운 철회가 주가에 미치는 영향 등에 대해 유의하면서 TOB 제도의 유연화를 검토할 필요가 있다.

다. 유사시 판단이 ‘지위 유지 목적’으로 되지 않도록 설계

유사시 방어책의 유지·발동의 판단은 시간상 제약으로 인하여 이사가 행하는 경우가 많다. 그런데 이러한 판단은 주주 전체의 이익이나 기업가치 향상을 목적으로 한 것이 아니라 경영자의 지위 유지를 목적으로 한 것이 아닌가라는 의심을 많이 받는다. 기업가치를 저하시키는 매수 제안에 대해서는 방어책을 유지하고,

44) 일본의 위임장 경쟁은 제도적으로는 미국과 동일하나 활용사례는 많지 않다. 향후 매수 제안에 대한 판단과 같이 중요한 사안에 대한 위임장 경쟁을 적정하고 유효하게 전개할 수 있도록 적절한 제도 설계와 활용방법을 검토할 필요가 있다.

기업가치를 높이는 매수 제안에 대해서는 방어책을 해제하는 것이 경영자의 의무이다. 그러나 이를 달성하기 위해서는 경영자가 매우 신중하게 행동해야 한다. 주주나 회사에 대해 의미 있는 매수 제안이라면 신속하게 방어책을 해제하는 것이 바람직하며, ‘내부 경영자만이 판단하고 나중에 위임장 대결로 다룬다’는 자세는 시장의 이해와 납득을 얻기가 어렵다. 이와 같은 관점에서 미국 및 유럽의 경험을 토대로 지위 유지 목적의 방어책 도입을 배제할 수 있는 객관적 방안을 제시하고자 한다.

첫째는 ‘독립 사외점검형’이다. 특히 이사회 결의로 방어책이 도입된 경우 유사시 방어책의 유지·해제 등에 대해서는 독립성이 높은 사외이사나 사외감사의 판단을 존중하고, 이사회가 그 유지·해제를 결정하는 방식으로 미국기업이 주로 채택하고 있다.

둘째는 ‘객관적 해제요건 설정형’이다. 유사시 방어책의 해제요건(교섭기간과 판단권자 등)을 사전에 객관적으로 설정하고 매수 제안에 응할지의 여부는 최종적으로 TOB를 통해 주주에게 맡김으로써, 기업가치를 높일 수 있는 매수에 대한 저항력을 약화시키는 방식이다. 미국에서도 점차 증가하고 있는 수정형이다.

셋째는 ‘주주총회 授權型’이다. 평상시 방어책을 도입함에 있어 주주총회의 승인을 얻고, 유사시 이사회가 방어책 운용에 관한 의사결정 프로세스에 대해서 주주총회로부터 권한을 부여받는 방식이다. 정관에 기재된 발동 및 소각 조건에 따르도록 함으로써 유사시의 자의적 판단을 배제하는 방식으로, 정기적인 점검(예를 들면 3년에 한 번)을 통해 합리성을 더욱 높일 수 있다. 미국기업들은 이 방식을 채택하지 않고 있지만 기관투자자들이 요구하는 방식이다.

이 방식들은 모두 내부 경영자의 독단을 배제하는 방안이다. 이 중 어느 하나를 도입한다면 방어책의 합리성은 높아진다. 이사회 결정으로 평상시에 방어책을 도입한다면 독립 사외점검형 혹은 객관적 해제요건 설정형을 선택해야 한다. 주주총회 수권형은 이사회 결정만으로 도입하는 유형과는 근본적으로 다르다. 이사

회의 유사시 방어책 운용에 대해 주주총회에서 권한 부여가 요구되기 때문에 주주의 의사를 방어책 설계에 정확하게 반영할 수 있고, 주주의 경영자에 대한 신뢰도에 상응하는 방어책 도입이 가능하다.

이 각각의 방안은 서로 배타적인 것은 아니다. 세 가지 유형을 서로 조합하여 보다 합리성이 높은 방어책을 설계할 수 있고, 기업경영자에 대한 주주의 신뢰도에 상응하는 다양한 방안을 개발할 수 있다. 또한 모든 방안은 2년 혹은 3년의 유효기간을 명확히 해둘 필요가 있다.

1) 독립 사외점검형: 미국의 주류

방어책의 도입은 이사회에서 결정하지만, 유사시 방어책을 유지할지 여부에 대해서는 사내이사만이 아니라 독립 사외인사들의 점검을 받아 신중하고 적절하게 판단하는 방안이다. 미국의 경우 이사회 결정으로 Rights Plan을 도입하지만, 유사시에는 독립성이 높은 사외이사가 제3자로서 이사의 판단을 점검하고 있다.

매수방어책의 합리성을 높이기 위해서는 해제요건이 얼마나 객관적으로 설정되어 있는지가 중요하다. 해제요건의 객관성 정도에 따라 내부이사의 지위 유지 행동을 감시해야 할 정도가 결정되기 때문이다. 따라서 구체적인 방어책 해제요건이 설정되어 있지 않은 경우에는 독립 사외인사의 관여가 방어책의 합리성을 높이기 위해 필수불가결하다.

가) 법률상 책임과 권한을 가진 사외이사나 사외감사의 판단 중시

회사(주주)에 대해 책임과 권한을 많이 가진 제3자일수록 합리성이 높고 주주의 지지를 더 많이 모을 수 있다.⁴⁵⁾ 이런 관점에서 볼 때 사외이사는 다른 이사

45) 독립 사외인사의 점검기능을 강화하기 위해 어떤 형태로 독립 사외인사가 관여하면 좋은가, 또한 어떤 인사를 독립 사외인사라고 말할 수 있는가에 대해 추가적인 검토가 필요하다.

와 같이 주주총회에서 선임되고, 회사에 대한 선관주의의무와 충실의무를 지며, 업무 집행의 결정권한을 가지는 이사회의 구성원이다.⁴⁶⁾

사외감사는 주주총회에서 선임되고, 회사에 대해 선관주의의무를 지며, 이사회에서 위법 혹은 현저하게 부당한 결의가 이루어지는 경우에는 의견을 진술할 의무를 지며, 이사의 법령·정관위반행위의 결과 회사에 현저한 손해가 발생할 우려가 있는 경우에는 그 행위의 중지를 청구할 수 있다.⁴⁷⁾ 또한 임기가 4년이고 선·해임에 관해 감사회의 의견이 반영되는 등 상법의 규정에 의해 업무집행자로부터의 독립성이 고도로 보장되어 있다. 나아가 회사가 이사에 대하여 소송을 제기하는 경우 회사측의 대표권한⁴⁸⁾을 가지며, 이사에 대한 책임감면이나 대표소송에서 소송상 화해에 대한 동의권을 가지고 있는 등 주주의 이해와 경영자의 이해가 상반하는 국면에서 중재하는 기능도 부여되어 있다.

이런 의미에서 먼저 사외이사나 사외감사가 유사시 방어책의 유지·해제에 대해 판단하는 것이 합리적이다. 그리고 사외이사나 사외감사의 판단을 중시하여 이사회가 방어책의 유지·해제를 결정하는 틀을 명확하게 도입할 필요가 있다.

나) 회사로부터의 독립성 확보와 이를 제도화하는 방안

독립성이란 방어책의 정당성을 점검하는 사외이사나 사외감사가 내부이사의 지위 유지 행위를 엄격하게 감시하기 위해 요구되는 개념이며, 회사와의 실질적인 독립성이 요청된다. 예를 들면 주요 거래처, 고문, 주거래은행 등의 채권자, 친족, 前 종업원 등이 방어책을 감시할 「독립 사외인사」로서 적정한지에 대해 신중하게 판단하고 주주의 납득을 얻어야만 할 것이다.⁴⁹⁾

46) 상법 254조(주주총회의 선임), 상법 254조 2항 및 이 법 254조 3(이사의 선관주의의무, 충실의무), 상법 260조 1항(이사회 권한)

47) 상법 280조(주주총회의 선임, 감사의 선관주의의무), 275조(의견을 진술할 의무), 275조 2(행위중지청구)

48) 상법 275조 4.

독립성에 대한 논의와 이의 제도화는 현재 시행착오를 겪고 있는 상황이다. 그러나 이러한 논의의 핵심은 지위 유지 행위를 엄격하게 감시할 수 있는 능력이 있는가의 문제이며, 회사와의 실질적인 독립성이 무엇보다도 중요하다.⁵⁰⁾ 방어책의 정당성을 점검하는 제3자의 자격과 관련해서는 사외이사나 사외감사를 중심 축으로 하면서 독립성을 확보하기 위한 자율적인 지혜와 노력이 필요하다. 예를 들면 이사회에서 차지하는 사외이사의 비율이 낮은 경우 독립성이 있는 사외이사나 사외감사의 의견이 충분히 반영될 수 있는 기업지배위원회를 조직하고, 유사시 매수방어책 발동에 대해 이 위원회의 권고를 존중하도록 하는 대책을 수립하는 것도 가능하며, 이와 유사한 다양한 대책 수립을 위해 지혜를 모아야 할 것이다. 또한 향후에는 기업차원에서의 독자적인 노력과 더불어 제3자 요건에 대해 이를 규칙으로서 제도화하는 방안도 서둘러 검토해야 할 것이다.

49) 사단법인 생명보험협회의 설문조사에 의하면 사외이사의 경우 모회사·관련 회사의 임직원 또는 OB가 가장 많고(38%), 거래처 임직원 또는 OB(27%), 거래관계가 없는 기업의 임직원 또는 OB(21%) 순으로 많았다 (2004년도, 회답기업 593개사, 복수회답). 또한 투자자가 가장 선호하는 사외이사는 거래관계가 없는 기업의 임직원 또는 OB가 가장 많았고 (76%), 경영컨설턴트(39%), 업계를 잘 아는 평론가·분석가(30%) 순으로 많았다(2004년도, 회답기업 94개사, 복수회답).

50) 상법에 의하면 사외이사는 현재 및 과거에 회사 또는 자회사의 업무를 행하는 이사, 집행역, 종업원이어서는 안 되며(상법 188조 2항 7호 2), 사외감사는 취임 전에 회사 또는 자회사의 이사, 집행역, 종업원이어서는 안 된다(상법 특례법 18조 1항. 단 2005년 4월까지의 취임 전 5년간 전술한 바와 같은 관계가 없으면 된다고 규정되어 있다)는 것이 요건이다. 미국에서의 독립성 개념은 기업지배법, SEC 규칙, 뉴욕증권거래소 상장규칙에 상세히 규정되어 있다. 기본적으로는 거래관계자, 외부 고문, 친족관계자는 독립성이 없는 것으로 간주되고 있다는 점에서 일본의 개념보다 엄격하다. 그러나 과거에 회사와 고용관계가 있던 자 중 이직 후 3년이 지나고 금전관계가 없는 경우에는 독립성이 있는 것으로 간주하고 있어 일본의 개념보다 넓다. 또한 미국의 기관투자자(예를 들면 캘퍼스나 TIAA-CREF)의 의결권 행사 가이드라인에는 고용관계자(캘퍼스는 과거 5년간 해당 기업과 고용관계가 없을 것, TIAA-CREF는 과거에 해당 기업과 고용관계가 없을 것을 규정), 거래관계자, 외부 고문, 친족관계자는 독립성이 없다고 규정하고 있어 일본보다 엄격함을 알 수 있다.

다) 독립 사외인사의 판단을 지원하는 전문가 조언의 필요성

독립 사외인사를 활용할 때 이사회가 Financial Advisor, 변호사 등 외부전문가로부터 방어책의 유지·해제에 관한 의견을 청취하고, 이러한 정보를 독립 사외인사에게 제공하는 등 신중한 판단절차를 거치는 것이 필요하다.

■ 표 4-1. 미·일의 사외이사, 사외감사 현황 및 독립성 요건

	미국	일본	
	사외이사	사외이사	사외감사
사외이사(사외감사)가 차지하는 비율	<ul style="list-style-type: none"> - 대기업 약 80% - 이사회 평균 인원 12명 중 사내이사 2명 (주로 CEO, CFO), 사외이사 10명(독립이사가 8-9명) 주) 뉴욕증권거래소, 나스닥 상장기업은 이사의 과반수가 독립이사이어야 함. 또한 감사위원회는 전원 독립이사이어야 함. 	<ul style="list-style-type: none"> - 위원회 등 설치회사: 약 40% - 이사회 평균 인원 10.3명 중 사외이사 4.5명 주) 법률상 최저 2명의 사외이사가 필요함. - 사외이사가 과반수인 기업은 2개사(회담 13개사의 15.4%) - 감사 등 설치 회사(대기업): 약 20% - 이사회 평균 인원 9.8명 중 사외이사 2.4명 - 사외이사가 과반수인 기업(대기업 이외도 포함)은 118개사(회담 2,003개사의 5.9%) 	<ul style="list-style-type: none"> - 감사역 설치 회사(대기업): 약 60% - 감사의 평균 인원 3.7명 중 사외감사 2.2명 주) 법률상 대기업의 감사회는 절반 이상이 사외감사로 구성되어야 함. 참고: 위원회 등 설치 회사(위원회 등 설치 회사의 감사위원회는 감사가 아닌 이사로 구성됨) - 감사위원회의 평균 인원 3.4명 중 사외이사 2.7명 주) 위원회 등 설치 회사의 감사위원회는 과반수가 사외이사로 구성되어야 함.
독립성(중립성) 요건	<ul style="list-style-type: none"> [뉴욕증권거래소 상장기업에 요구되는 독립이사의 요건 - 현재 및 과거 3년간 회사와의 고용관계가 없을 것 - 현재 및 과거 3년간 본인 또는 가족이 회사로부터 10만 달러 이상의 보수를 받은 적이 없을 것 - 본인가족이 회사의 감사관계자이지 않을 것 - 회사 매출의 2% 또는 100만 달러 이상의 대형거래처 종업원이 아닐 것 등 주) 기타 회사는 해당 이사가 독립적이라고 판단한 이유를 명시할 필요가 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> [상법상 사외이사의 요건(상법 188조) - 현재 및 과거에 회사 또는 자회사의 업무를 행한 이사, 집행역, 지배인, 종업원이 아닐 것 주) 1) 모회사나 연결자회사의 관계자, 친족, 거래처관계자(고문 변호사 등 경영권실당을 포함)는 사외이사로 될 수 있음. 2) 과거에 기업과의 고용관계가 전혀 없을 것을 요건으로 하는 점에서는 미국보다도 엄격함. 3) 독자적으로 사외이사의 요건을 정하고 있는 기업도 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> [사외감사의 요건(상법18조) - 취임 전에 회사 또는 자회사의 이사나 지배인, 기타 종업원이 아니었을 것

2) 객관적 해제요건 설정형

미국에서는 이러한 유형을 ‘부수기 쉬운(Chewable) 방어책’ 또는 ‘Permitted Offer Exception(Qualified Offer) 조항’이라고 부르고 있다. 이사회 결정으로 방어책 도입을 결정하면서 유사시에 방어책 취급과 관련하여 독립 사외인사의 판단을 중시하지 않는 경우, 방어책의 해제요건을 사전에 객관적으로 설정하고 매수 제안을 받아들일 것인지에 대한 판단은 TOB를 통해 주주에게 일임하거나 기업 가치를 높일 수 있는 매수 제안에 대한 저항력을 낮추는 다양한 조치를 취하고 있는 유형이다.

매수방어책의 합리성을 높이기 위해서는 이사의 자의성을 배제하는 정도에 상응하여 해제요건의 객관성을 확보해야만 한다. 특히 독립 사외인사의 동의를 얻지 않은 채 내부이사만이 발동 여부를 판단하는 경우에는 일정한 정보를 제공하고 구체적인 평가·교섭 기간이 경과하면 자동적으로 매수방어책을 해제하는 등 내부이사의 자의적 판단을 배제할 수 있는 객관적인 규범을 설정해야 한다.

가) 매수자와의 교섭기간을 확보하는 유형

예를 들면 매수자가 매수 제안의 구체적 정보⁵¹⁾를 제시하고, 또한 매수자와 교섭하거나 대체안을 제시하기 위해 필요한 시간이 이사회에 주어지며, 주주에게 충분한 정보가 제공된 경우에는 이사회가 방어책을 해제하고 TOB로 이행하는 방식⁵²⁾이다.

어느 정도의 기간이 필요한지에 대해서는 전부 매수인가 혹은 부분 매수인가, 매수가격이 현금인가 등 매수 제안의 내용을 고려하여 설정한다. 주식 전부·현

51) 예를 들면 매수목적, 매수가격, 이해관계자의 대우 등 대상회사의 이사회 및 주주가 매수 제안을 검토하는 데 충분한 정보.

52) 구체적으로는 「매수 제안에 대한 본원적 정보(매수 후의 경영방침 및 사업계획 등)를 입수한 후 경영자가 대안을 제시하기에 충분한 일정 기간이 경과한 경우」와 같은 규정이 하나의 예로서 상정될 수 있다.

금 대가의 경우, 매수방식이 강압적이지 않기 때문에 1개월에서 수개월 정도로 교섭기간을 한정하고, 그 후에는 방어책을 해제하여 TOB로 이행하는 것이 합리적이다. 그러나 부분 매수 제안이라면 보다 장기간에 걸친 교섭기간을 설정하는 방안(경우에 따라서는 주주총회에서의 위임장 경쟁으로 결정)도 합리적이다. 이와 같은 객관적 해제요건은 원칙적으로 모든 매수에 대해 TOB의 길을 열어 놓았다는 점에서 여타의 방어책과 다르며, 사내이사의 판단만으로 방어책의 도입 여부를 결정했다고 하더라도 합리성이 있다고 볼 수 있다.

나) 주식 전부·현금 매수에 대해서는 외부평가를 존중하여 해제하는 유형

매수 제안의 내용이 부분적 매입인 경우에는 매수방어책을 해제하지 않는 한편, 매수 제안의 구체적인 정보가 공개되고 또한 그 내용이 주식 전부를 현금으로 매수하는 제안인 경우에는 매수가격 등의 적정성을 Financial Advisor, 변호사 등 외부전문가가 분석한다. 이어서 사외이사가 점검한 그 결과가 기업가치를 향상시킬 가능성이 높은 매수 제안이라고 판단될 경우에는 이사회가 방어책을 해제하는 방식이다.

예를 들면 미국에서는 Rights Plan을 도입한 기업 중 약 30%가 이러한 객관적 해제조항(Permitted Offer Exception(Qualified Offer) 조항)을 두고 있다. Oracle Corporation의 경우는 「이사의 과반수가 TOB 룰에 따라 주식 전부를 대상으로 한 매수 제안이 회사와 주주에게 충분하고도 최대의 이익을 가져다준다고 판단하면 해제한다」는 해제조항을 가지고 있다. Yahoo! Inc., Xerox Corporation, Marriott International 등의 경우, 「주식 전부에 대해 타당한 매입가격·매입기간이 설정된 매수 제안을 복수 투자은행으로부터의 조언에 기초하여 사외이사가 결정한 경우, 그리고 투자은행은 주주에게 공정하고 충분한 가격인지 혹은 회사와 주주에게 충분한 이익을 가져다주는지에 대한 관점에서 매입가격과 매입기간에 대한 조언을 한다」는 해제조항을 가지고 있다. Thermo Electron Corporation의

경우, 「주식 전부에 대해 타당한 매입가격·매입기간이 설정된 매수 제안을 복수의 투자은행으로부터의 조언에 기초하여 75% 이상의 이사가 찬성한 경우, 그리고 투자은행은 주주에게 공정하고 충분한 가격인지 혹은 회사와 주주에게 충분한 이익을 가져다주는지에 대한 관점에서 매입가격과 매입기간에 대한 조언을 한다」는 해제조항을 가지고 있다. 주식 전부·현금 대가의 매수 제안이 일정 조건을 충족하고 있는가에 대한 판단에는 독립성이 요구된다.

또한 Rights Plan을 도입한 기업의 약 2%는 현금에 의한 주식 전부에 대한 매수 제안이라는 조건에 「그 매수가격이 대상기업 주식의 시장가격에 일정액 이상의 프리미엄을 추가한 것이라면 방어책을 해제한다」는 수치목표를 부가하고 있다. 예를 들면 1998년 Pennzoil Corporation은 「자사 주식의 시장가격에 35% 이상의 프리미엄이 부가된 전액 현금에 의한 TOB가 발생한 경우에는 방어책을 종료한다」는 조항을 두었다. 최근에도 Adaptive Broadband Corp.이나 Footstar Inc. 등이 동일한 조항을 채택하기에 이르렀다. 그러나 매입가격을 일률적으로 설정하는 것은 기업가치를 최대화하지 않는 매수도 용인할 가능성이 높다고 보는 것이 일반적이며, 기관투자자의 판단 기준을 보더라도 매수내용에 관해 일률적인 수치적 해제요건을 정한 것은 없다.

다) 주주총회 수권형: 기관투자자가 장려하는 유형

이 유형은 방어책 도입시 주주총회의 승인(授權)을 얻어두는 방안을 말한다. 이사회는 승인된 절차에 따라 유사시 방어책의 해제·유지에 대해 판단한다. 따라서 다수 주주의 의향을 무시하면서 방어책을 도입하는 것은 불가능하게 된다.

구체적으로 보면, 평상시에 주주총회에서 방어책을 포함한 정관 변경을 승인 받고, 유사시에는 정관이 정한 소각방법(판단 기준 및 프로세스 등)에 따라 이사회가 판단함으로써 자의적 판단을 배제한다.

주주총회에서 승인을 받아야만 하는 방어책의 내용은 행사조건과 소각조건이

중심을 이루며, 주주의 이해와 납득을 얻을 수 있도록 구체적인 내용으로 해야 한다. 나아가 합리성을 높이기 위해서는 주주총회에서 정기적(예를 들면 3년에 한번)으로 방어책을 승인할 것인지 아니면 소각할 것인지에 대해 결정할 수 있는 틀(Sunset 조항)을 마련해야만 한다.

미국에서 이러한 조항이 채택된 초기의 예로서는 1989년에 National Intergroup, Inc.사가 3년마다 한 번씩 정기 주주총회에 이 회사의 Rights Plan의 계속 여부에 대해 의안을 제출한다는 조항을 단 예가 있고, 최근에도 2001년에 Bell Industries 사가 이 회사의 Rights Plan에 대해 2년에 한 번씩 주주총회의 승인을 요구하는 Sunset 조항을 채택한 예가 보고되고 있다.

주주총회 수권형은 기업의 과거 업적, 장래의 경영방침 나아가 경영자에 대한 주주의 신뢰도 등에 따라 방어책의 도입 여부 및 내용을 주주가 결정하는 방식이기도 하다. 예를 들면 외부전문가로 구성되는 경영자문위원회에 유사시 방어책의 유지·해제에 관해 조언을 구한다는 것을 주주총회에서 승인을 얻고, 그 범위 내에서 행동하는 한 이는 충분히 합리적인 대응책이 될 수 있다. 따라서 이 유형은 유사시 이사회가 판단방식이 주주에게 승인된 것이기 때문에 법적으로는 가장 안정적이라고 볼 수 있다. 또한 유럽 및 미국 기관투자자의 다수는 방어책 도입시 주주총회의 승인을 구하고 있다. 이 사실로부터 알 수 있듯이 주주총회 수권형은 주주의 이해를 구하는 데 가장 합리성이 높은 방법이라고 말할 수 있다.

4. 「매수방어책 지침」의 책정과 잔존 제도개혁

가. 「매수방어책 지침」의 책정과 기업사회 인프라 형성 가속화

일본의 회사법제는 다양한 방어책의 도입을 가능하게 하고 있다. 그런데 무엇이 공정한 방어책인지에 대한 합의는 형성되어 있지 않다. 이런 상황에서 과잉 방어책이 도입될 위험도 없다고는 말할 수 없을 것이다. 또한 다른 한편으로 부분 매입을 규제하는 TOB 규칙도 없어 정당한 방어책 도입의 필요성은 높다. 이 때문에 방어책의 적절한 운용을 촉진하면서 동시에 이의 남용을 방지할 수 있는 틀을 명확히 제시할 필요가 있다. 그리고 앞서 제안한 세 가지 방안을 개별 기업의 방어수단으로 활용함으로써 독립성이 높은 사외인사의 활용이나 주주총회의 중시 등 기업사회의 인프라 정비를 촉진할 수 있다.

여기에서는 두 가지 방어책을 소개하고자 한다. 신탁활용형 방어책은 앞서 제시한 세 가지 유형의 혼합형이며, 대항조치 사전경고형 방어책은 두 번째 유형(객관적 해제요건 설정형)에 상당하는 것인데 소각조항에 세심한 주의를 기울인다면 매우 합리적인 방어책 설계가 가능하다는 것을 알 수 있다.

신탁활용형 방어책의 특징은 다음과 같다. 첫째, 방어책 도입시에 주주총회의 결의로 결정권자, 판단항목, 판단 기준, 판단 프로세스 등에 대해 승인을 얻는다. 둘째, 방어책의 행사조건은 △ 이사회가 해당 매수에 대한 대안을 제시하기 위해 필요한 시간이 부족하고 △ 해당 매수의 거래방식이 주주에게 매수에 응할 것을 강요하는 방식이며 △ 매수조건(가격, 시기, 대가의 질, 위법성, 거래 실행의 개연성 등)이 회사의 본원적 가치에 비해 불충분 또는 부적절하다는 점이다. 셋째, 제3자에 의한 점검이 가능하도록 하기 위해 경영진으로부터 독립적인 사외이사를 선임하거나 경영진의 영향력을 배제한 전문가 등에게 실질적인 결정권을 부여(전문가의 자격요건, 전문가와의 계약조건 등에 대한 상세내용을 사전에 주주총회에

제시하고 이를 전제로 신주예약권 발행에 대해 주주총회의 승인을 취득해둔다)하고, 나아가 이사회 또는 사외이사나 전문가 등이 판단의 객관성·적법성·합리성을 담보하기 위해 회사 비용으로 Financial Advisor, 회계사, 변호사 등 전문가의 의견과 조언을 구할 수 있게 하고 있다.

대항조치 사전경고형 방어책은 해제요건으로서 △ 매수자로부터 필요한 정보(매수 제안자에 대한 정보, 매수 제안의 목적 및 내용, 매수대가의 산정근거 및 매수자금의 확보 여부, 매수 후의 경영방침 및 사업계획 등 필요하고도 충분한 정보)가 제시되고, △ 매수방법에 상응하는 평가·검토·교섭 기간이 주어진 경우 원칙적으로 방어책을 행사하지 않도록 하고 있어 객관성을 제고하였다. 이는 제2 유형(즉 객관적 해제요건 설정형)의 전형이며 최종적으로는 TOB로 이행하는 것을 기본적 내용으로 하고 있기 때문에 내부 경영진의 판단으로 도입한다 하더라도 충분히 합리성이 있다.

그러나 기업가치연구회의 보고서만으로는 실질적인 강제력이 부족하다. 그래서 기업가치연구회는 기업가치보고서의 취지를 구체화한 「매수방어책 지침」을 행정기관이 명확히 제시해줄 것을 요구한다. 기업은 각각 개성이 있고 주주와의 관계도 다양하다. 따라서 방어책에 대한 룰은 경직적이어서는 안 된다. 또한 개개의 개업이 주주와의 대화를 통해 이를 더욱 발전시켜야 한다. 이러한 과정에서 유연성과 규율이 동시에 양성될 수 있다.

지침이 기업가치보고서에 준거한 것이라면 미국이나 유럽보다 더욱 합리성이 높은 방어책만이 도입될 것이다. 미국의 표준적인 Rights Plan은 그 소각을 위해 2회에 걸친 위임장 경쟁을 거쳐야 하며, 주주총회 수권형은 전혀 존재하지 않는다. 이에 반해 기업가치보고서에서 제안한 세 번째 유형은 1회의 위임장 경쟁으로 소각이 가능한 방어책을 기본으로 하면서 독립성이 높은 사외인사의 점검, 객관적 해제요건 설정 혹은 주주총회의 승인을 요구하고 있다.

지침이 영국의 City Code와 같이 당사자들에 의해 존중된다면 방어책의 남용

은 충분히 방지할 수 있다. 나아가 지침의 개정작업에 기업사회의 관계자가 참가하도록 함으로써 기업사회의 인식수준도 향상시킬 수 있다. 이러한 목적을 달성하기 위해 관계자의 참가와 개정노력을 촉진하는 틀로서 기업가치연구회를 모체로 하는 검토회를 조직할 것도 제안한다.

나. 향후 제도개혁

금번 기업가치보고서에서는 적대적 매수에 대한 방어책의 공정한 룰을 제안하고 행정기관에 대해서는 「매수방어책 지침」의 책정을 요청하였다. 회사법제의 현대화(신회사법), 시간외(立會外) 거래에 관한 증권거래법 개정, 그리고 「매수방어책 지침」이라는 세 가지 개혁은 일본의 적대적 M&A에 관한 룰 형성의 제1탄에 불과하다. 앞으로도 검토해야 할 많은 논점이 남아 있다.

예를 들면 EU 기업매수지령은 2단계 매수를 규제하기 위해 전부 매입 의무를 설정하고 있으나 이를 어떻게 보아야 하는가의 문제, 미국에서 2단계 매수를 규제하기 위해 각 州法으로 도입하고 있는 사업결합 규제를 어떻게 보아야 하는가의 문제, 독립성 개념 등 방어책을 유효하게 감시할 수 있는 기업지배에 관한 제 논점, Rights Plan 등의 방어책이 도입되는 것을 전제로 한 TOB 룰을 어떻게 재구성해야 할 것인지의 문제 등 다양한 논점이 남아 있다.

이에 대해서는 자민당의 기업지배에 관한 위원회, 금융심의회 금융분과회 제1부회 등에서도 지적한 바 있다. 기업가치연구회는 「매수방어책 지침」의 책정에 이어 이러한 제 논점에 대해 깊이 있는 연구를 지속적으로 추진하고자 한다.

5. 일본 기업사회의 인프라

앞에서 구미의 적대적 매수에 관한 룰에 근거하여 일본에서의 합리적인 방어책을 제시했다. 또한 이것을 행정이 가이드라인(「매수방어책 지침」)으로서 명확하게 정해야 하는 점도 제안했다. 지침의 내용이 기업가치보고서를 근거로 작성되면, 미국이 20년에 걸쳐 수정을 거듭하면서 형성해온 룰과 방어책 도입시 주주총회의 특별결의가 필요한 영국의 흐름에도 준거한 것으로 되어 글로벌 스탠더드에 어울리는 것이라고 할 수 있다. 또한 기업과 기관투자자, 주주 등의 시장관계자가 이 가이드라인에 따를 경우 국제적으로 보아도 공정하다고 말할 수 있는 방어책의 도입이 도모되어 규범 결여에 따른 폐해, 즉 과잉 또는 과소 방어에 의한 혼란도 회피할 수 있을 것이다.

한편 일본에서의 방어책 도입에 대해 미국 기업문화와의 차이를 근거로 하는 비판도 제기되고 있다. 주주중시의 사고방식과 독립성이 높은 사외이사가 보급되어 있지 않고, 기관투자자 등의 감시행위도 충분하지 않은 일본에서는 방어책이 경영자의 지위 유지 수단으로 남용되지는 않을까 하는 우려와 비판이다. 그러나 적대적 매수에 관한 공정한 룰의 형성이 시급하다. 회사법제하에서 방어책의 도입이 가능하게 되어 방어책의 남용을 막기 위한 룰이 불가피하기 때문이다. 반대로 「매수방어책 지침」을 관계자가 존중하고, 이것에 준거하여 행동하게 된다면 일본 기업사회에 기업가치 향상을 추구하는 새로운 상식이 양성될 것이다. 그리고 새로운 기업문화가 방어책의 적정한 운용과 남용 방지를 뒷받침하게 될 것이다.

여기에서는 적대적 매수에 관한 공정한 룰을 매개체로 하여 일본에 어떠한 변화가 기대되는지에 대하여 소개하고자 한다.

가. 일본 기업사회에 기대되는 변화

1) 먼저 「매수방어책 지침」의 존중에서부터

일본 기업사회에서는 현재의 환경하에서 미국식의 방어책을 안이하게 도입하는 것은 시기상조이며, 방어책이 남용될 수 있다는 우려가 표명되고 있다. 그러나 설문조사 결과에도 있듯이 시장에서의 신뢰를 얻을 수 없을 것으로 우려하여 방어책을 도입하지 않는 기업경영자가 상당 정도 존재하는⁵³⁾ 반면, 공정한 「매수방어책 지침」의 조기 책정을 요구하는 소리도 매우 높다. 대다수 일본기업은 「매수방어책 지침」에 따라 합리적인 방어책 도입을 검토할 것으로 예상된다. 지침이 기업관계자의 행동규범으로서 존중되면, 방어책의 남용은 미연에 방지되어 시장관계자의 불안도 제거될 것이다.

2) 지침 존중이 창출하는 일본기업사회의 변화

또한 지침에 따라 방어책을 설계하게 되면 자연스럽게 경영자와 주주의 대화가 깊어져 기업지배구조상 개혁이 진행될 것이다. 앞에서 방어책의 합리성을 높이기 위해서는 세 가지 요건에 준거해야 한다는 점을 주장했다. 첫째, 평상시 도입한 방어책의 내용을 공시하여 주주와 투자자에 대한 설명책임을 다해야 한다는 점, 둘째, 방어책은 1회의 주주총회의 결정으로 소각 가능한 것으로 한다는 점, 셋째, 유사시 이사의 자의적 판단을 제거하기 위해 독립 사외인사의 점검, 객관적 해제요건의 설정 또는 주주총회에 의한 승인(授權) 중 어느 하나를 활용해야 할 것이라는 점이다. 이것에 준거하여 방어책을 도입한다면, 기업경영자는 IR 활동 충실, 주요 주주와의 일상적인 대화 노력 등을 통해 장기적인 기업가치 향상을 위

53) 33%의 기업이 시장의 반응을 우려하여 Rights Plan 도입을 단행하지 않는다고 회답하고 있다(2004년 9월: 경제산업성 조사).

한 전략의 공유를 도모하게 될 것이다. 자의적 판단 배제를 위해 독립성이 높은 사외이사와 사외감사의 적극적인 활동과 총회에서의 승인을 얻기 위해 주주중시의 경영활동이 활발해질 것으로 보인다. 또한 기관투자자가 지침을 벤치마크하여 방어책에 관한 점검사항을 구체적으로 정하게 되면, 과잉방어책 도입이 예방되고 기업측에 주주중시 경영과 사외인사의 활용을 촉구하는 역할을 하게 될 것이다.

3) 주주중시 경영의 정착과 주주와의 대화 본격화

방어책 도입은 방어책 해제·유지의 판단 기준과 그 판단의 프로세스, 그리고 기업가치를 높이는 경영이 무엇인가 하는 점에 대해 주주를 비롯한 시장관계자의 이해를 얻는 것에서부터 시작된다. 따라서 주주로부터 신뢰를 얻고 기업가치를 높이기 위한 전략적인 활동으로서 IR 활동을 재인식함으로써 그 중요성이 증가하게 될 것이다.⁵⁴⁾ 법적 리스크와 시장의 리스크를 회피하려는 기업은 주주총회 수권형의 방어책을 검토할 것이다. 다른 한편으로 주주총회의 기능에 대해서는 주주총회 실시일의 집중,⁵⁵⁾ 총회소집통지의 발송 지체,⁵⁶⁾ 공시정보 부족⁵⁷⁾과 IR

54) 伊藤邦雄 히토츠바시 교수는 'IR을 효과적으로 실시함으로써 자본코스트를 줄이고 기업가치를 높일 수 있다'고 지적하고 있다. 『일본경제신문』, (2005년 3월 31일자)

55) 일본에서는 도쿄증권거래소 상장기업의 80% 정도가 매년 6월에 정시 주주총회를 개최한다. 또한 2004년도에는 6월 25일과 29일에 80%의 기업이 주주총회를 실시하고 있다.

56) 기관투자자에 대한 소집통지(총회의안)의 발송은 통상 총회 2주 전에 회사에서 주주명부의 명의인인 신탁은행에 송부된다. 그곳에서 운용기관으로 송부되고, 운용기관에서 꺾을 판단한 후 신탁은행에 회송하여 신탁은행에서 최종 집계되고 회사에 결과가 보고된다. 이 때문에 운용기관에서의 실질적인 심사기간은 2~3일밖에 없어 의안의 충분한 분석과 검토는 곤란한 상황으로 되어 효율적이고 원활한 의결권 행사의 저해요인이 되고 있다. 더욱이 기관투자자가 외국기관인 경우 우송 등에 다시 시간이 걸리는 점이나 의안의 대부분이 일본어만으로 되어 있다는 점에서 의결권 행사는 더욱 곤란하게 된다(若杉敬明 감수, 「주주가 자각하는 날」(상사법무, 2004년) pp.203~205; 2005년 2월에 (사)일본증권투자자문업협회, 후생연금기금연합회로부터 증권거래소에 제출된 『주주의결권 행사에 관한 인프라 정비를 위한 방안』 참고).

57) 일본 주주총회의 자료는 내용이 불충분한 경우가 많고, 경영개혁방침, 경영수치목표, 배당

활동 부족⁵⁸⁾이라는 점에서 상당한 개선이 필요하다는 지적이 기관투자자로부터 나오고 있다.⁵⁹⁾ 각 기업은 자신이 처한 상황에 대응해 합리적인 방어수단을 도입할 것이라고 생각한다면, 이러한 주주총회의 활성화에 관련된 다양한 논점을 해소해나가는 노력을 강구해야 한다는 점도 잊어서는 안 된다.

4) 사외인사 활용론의 본격화와 독립성 개념의 진화

제1유형(독립 사외점검형)의 방어수단을 도입할 때는 경영진 판단의 신중성과 중립성이 보다 객관적으로 드러나야 하는데, 이것에 의해 사외이사와 사외감사의 활용도 본격화될 것이다. ‘현재 일본의 사외이사, 사외감사는 경영자 편이기 때문에 점검기능이 충분하지 못하다’는 비판도 있는데, 향후에는 주주와 대화 가운데 사외인사의 독립성에 관한 논의가 진전됨으로써 사외인사에 대한 의무와 권한이 확대될 것으로 보인다. 독립성의 요건에 대해서는 일본 및 미국에서 시행착오를 거듭하고 있는 상황이지만, 일본기업이 제1유형의 방어수단을 도입하는 것을 계기로 각 기업이 독립성의 기준을 마련하는 것이 중요하며, 이러한 노력이 거듭되어 기업과 시장관계자간에 독립성을 포함한 기업지배구조 본연의 모습에 대한

방침, 임원 보수의 기본적 판단, 사외이사와 감사의 독립성·중립성 등의 점에 대해 명확하게 나타나지 않고 단순한 결과보고나 결론만을 기입한 사례가 많다. 이 때문에 적절한 판단을 행하는 것이 곤란하다는 지적이 있다(若杉敬明 감수. 「주주가 자각하는 날」(상사법무, 2004년) pp. 203~205; 2005년 2월에 (사)일본증권투자자문업협회, 후생연금기금연합회로부터 증권거래소에 제출된 『주주의결권행사에 관한 인프라 정비를 위한 방안』 참고).

58) 전국株懸연합회의의 조사에 따르면, 국내 IR 등 투자자에 대해 회사설명회를 실시하고 있는 비율은 27% 정도에 불과하고, 해외 IR은 10% 정도에 지나지 않는다(단 일본IR협회의의 결과에서는 회사설명회 실시 기업이 50%를 넘고 있으며, 개별 면담 실시 기업은 80%를 넘고 있다는 보고도 있다). 또한 일본IR협회의의 조사에 따르면, 주주관명조사를 실시하고 있는 기업은 15%에도 미치지 못하고 있어, 이것도 투자자와의 직접적인 커뮤니케이션 부족의 요인으로 되고 있다.

59) (사)일본증권투자자문업협회 및 후생연금기금연합회로부터 증권거래소에 제출된 요청문서 (2005년 2월 14일)

합의가 조기에 형성될 수 것이다.

5) 매수 제안에 대한 합리적인 조사를 행하는 관행 확립

“일본 기업사회에서는 적대적인 매수 제안에 대해 대상기업이 그 내용을 충분히 조사하여 주주 전체의 이익과 기업가치에서 유익한지 여부를 충분히 조사하는 관행이 뿌리내리고 있지 않다”는 의견도 있다. 이제부터는 이러한 관행도 변화될 것으로 판단된다. 방어수단을 도입한 기업은 적대적 매수자와 진지한 교섭을 행하고, 외부 전문가를 활용하여 기업가치와 주주 전체의 이익에 미치는 영향을 충분히 조사하는 것이 책무로 되기 때문이다.

6) 주가연동보수의 보급과 경영자의 이익 상반 억제

미국에서 Rights Plan이 기업가치를 높이는 것으로서 채택된 배경에는 사법판단의 축적과 기관투자자의 압력 등이 크게 작용했다고 지적되지만, 이것에 더해 주식 기준의 경영자 보수가 증가한 점을 중시하는 지적도 있다.⁶⁰⁾ 경영자 보수와 주가의 연동성이 높을수록 경영자가 단기적인 수익 확대에 몰두하게 된다는 비판이 있지만, 경영자의 이익 상반적인 행동을 억제하는 효과도 나타날 것이다. 황금낙하산(Golden Parachute)과 같은 거액의 보수체계가 일본 기업사회에 융합할지의 여부에 대한 논의가 진행되고 있지만, 주가에 연동된 보수체계의 침투가 향후 일본 기업사회에서도 진행될 것으로 예상된다.⁶¹⁾

60) Marcel Kahan and Edward B. Rock, “How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill : Adaptive Responses to Takeover Law”(2002)

CEO에게 스톡옵션을 부여한 미국 대기업의 비율은 30%(1980년)에서 70%(1994년)로 증가하고 있다. 또한 최고경영자의 직접보수에서 차지하는 주식보수의 비율은 41%(1992년)에서 55% (1996년), 75%(2000년)로 증가하고 있다. 또한 CEO 보수에서 차지하는 주식보수의 비율은 일본 23%, 미국 73%이다.

61) 일본이사회회도 주주에 대한 책임성을 높이기 위해 향후 2~4년 이내에 공개기업 CEO의

7) 기관투자자의 책임 있는 행동

미국에서는 기업가치 향상의 관점에서 방어수단을 진화, 수정시킨 것은 기관투자자의 활발한 활동이었다는 점은 널리 알려져 있다. 미국의 기관투자자는 다양한 방어수단과 관련하여 장기적인 주주이익의 관점에서 빈틈없이 가이드라인을 정하고 있고, 개별 기업의 방어수단에 대해 사안별로 찬반을 명백히 하는 관행이 뿌리내리고 있다. 한편 일본의 기관투자자도 독자적인 가이드라인 구축과 그것에 기초하여 적극적인 의결권 행사를 행하는 사례가 빈번해지고 있다. 향후 지침 책정을 계기로 합리적인 방어수단을 도입하려는 기업이 많아질 것으로 예상되지만, 이것에 호응하여 방어수단에 대해서도 의결권 행사 가이드라인의 책정을 포함해 대응방안을 명확히 할 것으로 기대된다.⁶²⁾ 방어수단은 그 설계에 따라 경영자의 지위 유지에 연결되거나, 또는 기업가치 향상을 유발하는 것으로도 된다. 실증분석에 따르면 훌륭하게 설계된 Rights Plan에는 유사시 매수 프리미엄을 올리는 효과도 있다. 이 기업가치보고서에서 제시되었듯이 방어수단, 즉 평상시 도입·공시 철저, 소각 가능·위임장 경쟁 확보, 유사시 경영판단 자의성 배제를 위한 방안(독립 사외인사점검, 객관적 해제요건 설정, 주주총회수권)을 하나의 벤치마크로 하면서 기관투자자가 기업경영에 대한 신뢰 정도에 상응하여 개별·구체적으로 의결권을 행사할 것으로 기대된다. 적대적 매수의 국면에서는 매수자와 경영자뿐만 아니라 주주가 주요한 역할을 하게 된다. 또한 시장에서 방어수단의 시비를 확인하는 것에 대한 최종적인 책임은 바로 주주에게 있다. 시장에서 과잉 방어책이 도태되기 위해서는 이러한 기관투자자의 책임 있는 행동이 중요하다. 그리고 그 행동이 일본 기업사회를 변화시키는 힘으로 될 것으로 기대된다.

총보수에서 차지하는 주식보수 비율을 30% 이상으로 인상할 것을 목표로 하는 지침을 공표하고 있다.

62) 후생연금기금연합회가 2005년 4월 28일에 「기업매수 방어수단에 관한 주주의결권 행사의 판단 기준」을 책정·공표하는 등 기관투자자 중에는 매수방어수단에 관해 새로운 의결권 행사 가이드라인을 마련하는 움직임이 있다.

나. 장기적인 기업가치 향상을 위한 합의의 형성

기업가치보고서에 이은 「매수방어책 지침」에 준거하여 관계자가 행동함으로써 일본 기업사회의 변화를 창출하고 기업가치를 높이는 경영자를 지지하며, 그렇지 않은 경영자도 결국 변화하게 될 것이다. 기관투자자를 비롯한 주주는 장기적인 주가상승을 목적으로 하는 경우가 많다. 또한 일본 우량기업의 경영자들은 주주를 중시하면서도 장기적인 기업경영을 전개하는 것에 강한 측면이 많다. 일본적 우량경영과 장기적 시야를 가진 기관투자자는 연고(relationship)투자라는 관계를 통해 새로운 연대관계를 구축하는 것도 가능하다. 종래 일본에서는 장기적 기업경영을 가능하게 하기 위해 이익이 오르면 내부유보로 돌려 장래의 투자를 준비하고 배당보다도 자본이득으로 주주에 보답한다는 모델이 권장되었다. 그러나 지금부터는 높아지는 주주의 환원요구에 부응하여 내부유보와 주주환원의 균형을 다시 한번 생각하는 것도 필요하다. 다른 한편으로 차별화를 창출하는 기업 고유의 인재 육성, 우수한 거래처와의 양호한 관계 구축, 고객과 지역경제로부터의 높은 신뢰를 형성하기 위해서는 장기적인 시야에서의 경영전략이 필요하다는 점에는 변함이 없다. 방어수단에 대한 논의를 계기로 장기적인 기업가치 향상을 가져오는 기업의 강함이란 무엇인가, 그 강함을 강화하기 위해 어떤 사업전략과 재무전략이 필요한가, 이해관계자에 대한 인센티브를 어떻게 확대하여 장기적인 주주 이익 향상에 연결시킬 것인가라는 점에 대해 장기적인 이익 향상을 요구하는 전략적인 주주와 장기적인 기업가치 향상을 바라는 기업경영자간에 긴장감 있는 연대관계가 형성될 것이다.

향후 도래하게 될 본격적 M&A 시대를 준비하여 적대적 매수에 관한 룰이 없는 상태에서 공정한 룰을 공유하는 상태로 변화해야 한다. 그리고 이러한 룰이 기업, 주주, 투자자, 종업원, 행정, 사업 분야의 관계자에 의해 존중되고 필요에 따라 신속하게 개정됨으로써 일본 기업사회의 행동규범으로 되고, 이것이 또한

일본 기업사회의 변화를 촉진시킬 것이다. 이 기업가치보고서가 이러한 변화의 계기로 될 것이라는 점을 기대한다. 또한 향후 각 기업에서 도입이 검토될 방어 수단이 적대적 매수에서 기업가치를 지키기 위한 수단으로서 뿐만 아니라 경영자와 주주의 상호대화, 상호이해를 통한 기업가치 향상 수단, 기업사회의 활성화 등으로서 기능하리라는 점도 기대된다.

제 5 장

경제산업성 · 법무성의 「買收防衛策指針」⁶³⁾

1. 전문

경제산업성과 법무성은 기업가치, 나아가서는 주주 공동의 이익을 침해하는 매수에 대응하는 합리적인 매수방어책에 대해 그것이 충족해야 할 원칙을 제시함으로써 기업매수에 대한 과잉방어를 방지하고, 매수방어책의 합리성을 향상시켜 기업매수 및 기업사회의 공정한 룰의 형성을 촉진할 목적으로 「기업가치 · 주주 공동의 이익 확보 또는 향상을 위한 매수방어책에 관한 지침」(이하 지침이라 함)을 제정한다.

지침에서는 사용하는 용어의 정의(I. 정의), 제정의 배경(II. 배경, 매수방어책에 관한 원칙(III. 원칙), 취지(IV. 취지) 및 구체적 적용례(V. 구체적 적용례)를 제시한다.

기업매수와 관련된 환경 변화가 매우 빠를 것으로 예상되므로 경제산업성과 법무성은 지침의 운용상황을 주시하면서 지속적으로 지침을 개정한다.

2. 정의

지침에서 사용하는 주요 용어의 의미는 다음과 같다.

63) 본장에서는 일본의 경제산업성 및 법무성이 2005년 5월 27일 마련한 「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」을 소개한다.

가. 매수

회사에 영향력을 행사할 수 있을 정도의 주식 수를 취득하는 행위를 의미한다.

나. 매수방어책

주식회사가 자금조달 등 사업목적은 주요한 목적으로 하지 않는 신주(新株) 혹은 신주예약권(新株豫約權)을 발행하여 자기에 대한 매수 실현을 곤란하게 하는 수단 중 경영자에게 바람직하지 않은 자에 의한 매수가 개시되기 전에 도입되는 것을 의미한다.

다. 도입

매수방어책으로서의 신주 혹은 신주예약권의 발행 결의를 행하는 등 매수방어책의 구체적 내용을 결정하는 것을 의미한다.

■ 글상자 5-1. 「매수방어책 지침」의 구성

- (전문)
- I. 정의
 - II. 배경
 - III. 원칙
 - IV. 취지
 - 1. 기업가치·주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙
 - 2. 사전공시·주주의사의 원칙
 - (1) 사전공시의 원칙
 - (2) 주주의사의 원칙
 - ① 주주총회의 결의에 의해 도입하는 경우
 - ② 이사회 결의로 도입하는 경우
 - 3. 필요성·상당성 확보의 원칙

■ 글상자 5-1. 계속

- V. 구체적 적용례- 현저하게 불공정한 방법에 의한 발행의 해석 및 합리성의 기준을 중심으로
1. 주주총회의 결의에 의해 신주예약권 등을 발행하는 경우
 - (1) 신주예약권 등의 발행중지명령을 회피하기 위한 방법
 - (2) 매수방어책의 합리성을 확보하고 주주와 투자자 등 관계자의 이해를 얻는 방법
 2. 이사회 결의에 의해 신주예약권 등을 발행하는 경우
 - (1) 신주예약권 등의 발행중지명령을 회피하기 위한 방법
 - ① 주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙
 - ② 사전공시·주주의사의 원칙
(신주예약권의 발행목적 등이 공시되어 있을 것)
(주주의 합리적인 의사에 의거할 것)
 - ③ 필요성·상당성 확보의 원칙
(매수자 이외 주주의 비차별성 확보)
(발행시 과도하게 주주에게 재산적 손해를 발생시키지 않을 것)
(이사회 결의의 재량권에 대한 남용방지책을 마련할 것)
 - (2) 매수방어책의 합리성을 확보하고 주주와 투자자 등 관계자의 이해를 얻는 방법
(매수자가 공개 매수 등으로 이행하기 위한 객관적 요건의 설정)
(독립 사외인사의 판단 중시)
- VI. 해설
- 1 도표
 - 2 보완 설명

라. 발동

매수방어책 내용을 실행하는 것에 의해 매수 실현을 곤란하게 하는 것을 의미한다.

마. 폐지

매수방어책으로서 발행된 신주 혹은 신주예약권을 소각하는 등 도입된 매수방어책을 중단하는 것을 의미한다.

바. 기업가치

회사의 재산, 수익력, 안정성, 효율성, 성장성 등 주주의 이익에 기여하는 회사의 속성 또는 그 정도를 의미한다.

사. 주주 공동의 이익

주주 전체에 공통되는 이익의 총체를 의미한다.

3. 배경

일본 기업사회의 구조는 크게 변화되어왔다. 주식상호보유의 관행은 상당히 해소되었고, 기업은 주주의 소유물이라는 의식과 주주의 의사를 중시하는 경영이 크게 확대되어왔다. 기업 매수나 외국자본에 대한 이해도 많이 깊어졌다. 이러한 환경변화와 더불어 우호적 매수뿐만 아니라 적대적 매수도 발생할 가능성이 높아지고 있다.

그런데 일본에서는 미국이나 EU와 달리 적대적 매수에 관한 경험이 일천하여 무엇이 공정한 매수방법이며, 무엇이 공정한 방어책인지에 대해 기업사회가 공유하는 행동규범이 형성되어 있지 않다. 적대적 매수에 대한 방어책은 적절히 활용된다면 기업가치 나아가 주주 공동의 이익 향상에 크게 기여할 수 있다. 그러나 이것이 신중하게 설계되지 않는다면 경영자의 지위 유지에 사용되어 비효율적인 경영이 온존될 가능성도 높아진다. 따라서 매수방어책에 대한 행동규범이 부재한 상황을 방치한다면 기습공격이나 과잉방어가 반복되어 본래 기업가치 향상에 기여해야 할 매수의 효과가 충분히 발휘되지 않을 수도 있다.

본 지침은 매수방어책에 관한 관례나 학설, 나아가 기업가치연구회(좌장: 神田秀樹 도쿄대학 교수)의 기업가치보고서(2005년 5월 27일)를 참고하여 현재 도입 가능한 전형적인 매수방어책을 염두에 두면서, 적법하고 합리적인 매수방어책을 제시하여 매수에 관한 공정한 행동규범의 형성을 촉진하는 것을 목적으로 하고 있다.

본 지침은 법적 구속력이 없으며, 또한 지침에 부합하지 않는 매수방어책의 존재를 부정하는 것은 아니다. 그러나 본 지침이 경영자, 주주, 투자자, 증권거래소, 변호사 나아가 Financial Adviser 등의 실무자에게 공유되고 존중된다면 이를 계기로 일본 기업사회는 기업가치를 높이는 데 유익한 커다란 변화를 촉발시킬 것이다. 구체적으로 말하면, 주주중시 경영의 정착, 사외인사 활용의 본격화, 독립성 개념의 진화, 매수 제안에 대해 합리적으로 조사하는 관행의 확립, 주주총회를 활성화시키는 대응책의 조속한 마련, 기관투자자의 책임 있는 행동 촉진, 장기적인 기업가치 향상을 위한 기업과 투자자 사이의 합의 형성 등을 들 수 있다.

매수에 관한 행동규범이 없는 상태에서부터 공정한 행동규범을 기업사회 전체가 공유하는 상태로 변화시키는 것이 본 지침의 의도이다. 향후 다가올 본격적인 기업매수시대에 대비하여 본 지침이 관계자에 의해 존중되고 필요에 따라 개정해나감으로써 일본 기업사회의 행동규범이 되기를 기대한다.

4. 원칙

매수방어책은 기업가치, 나아가 주주 공동의 이익의 확보·향상에 기여하기 위해 다음의 원칙에 부합되어야 한다.

가. 기업가치·주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙

매수방어책의 도입, 발동 및 폐지는 기업가치 나아가 주주 공동의 이익을 확보 혹은 향상시킬 목적으로 실시되어야 한다.

나. 사전공시·주주의사의 원칙

매수방어책은 그 도입에 있어 목적, 내용 등이 구체적으로 공시되고 동시에 주주의 합리적인 의사에 의거해야만 한다.

다. 필요성·상당성 확보의 원칙

매수방어책은 매수를 방지하기 위해 필요하며 동시에 그에 상응하는 것이어야만 한다.

5. 취지

가. 기업가치·주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙

매수방어책의 도입, 발동 또는 폐지는 기업가치, 나아가 주주 공동의 이익(이하 주주 공동의 이익이라 함)을 확보하고 또는 향상시킬 것을 목적으로 해야 한다.^{64), 65)}

64) 주주 공동의 이익을 확보하고 향상시키는 방어책으로서 대표적인 것은 다음과 같다.

- ① 다음의 (i) 내지, (iv)에 해당하는 행위에 의해 주주 공동의 이익을 명백히 침해하는 매수를 방지하기 위한 매수방어책
 - (i) 주식을 매집하고 이를 높은 가격으로 사들일 것을 회사측에 요구하는 행위

주식회사는 종업원, 거래처 등 다양한 이해관계자와의 관계를 존중하면서 기업가치를 높이고 최종적으로는 주주 공동의 이익을 실현하는 것을 목적으로 하고 있다.

매수자가 주식을 매집하고 대주주로서 자신의 이익만을 목적으로 과도하게 기업을 운영하는 것은 해당 주식회사의 기업가치를 저하시키고 주주 공동의 이익을 침해한다. 또한 매수방식에 따라서는 주주가 주식 매각을 사실상 강요당하거나 실제의 기업가치를 반영하지 않는 낮은 가격으로 주식을 매각할 수밖에 없는 상황에 직면할 수도 있다. 이러한 매수는 주주에게 재산상의 손해를 발생시킨다.

따라서 주식회사가 특정의 주주에 의한 지배권 취득에 대해 제한을 가함으로써 주주 공동의 이익을 확보·향상시키는 것을 내용으로 하는 매수방어책을 도입

- (ii) 회사를 일시적으로 지배하여 회사의 중요 자산을 저가로 취득하는 등 회사를 회생하여 매수자의 이익을 실현하는 기업경영을 하는 행위
 - (iii) 회사의 자산을 매수자나 매수자 그룹회사 등의 채무 담보, 변제자금으로 유용하는 행위
 - (iv) 회사경영을 일시적으로 지배하여 현재 회사사업 운영에 직접 관련이 없는 고액의 자산을 처분하고 그 처분이익을 기초로 일시적인 고배당을 실현하거나, 또는 일시적 고배당으로 주가를 급상승시켜 높은 가격으로 주식을 처분하여 이익을 실현시키는 행위
- ② 강압적 2단계 매수(최초의 매집으로 전 주식의 매집을 권유하지 않으면서 두 번째 단계의 매수조건을 불리하게 설정하거나 불명확하게 하여 공개 매집 등의 주식매수를 행하는 것) 등 주주에게 주식 매각을 사실상 강요할 우려가 있는 매수를 방지하기 위한 매수방어책
- ③ 주주 공동의 이익을 저해할 수 있는 매수 제안임에도 불구하고 주주가 매수자에게 주식을 양도할 것인지 아니면 계속 보유할 것인지에 대해 판단할 충분한 정보가 없는 경우, 매수자에게 정보를 제공하게 하거나 회사가 매수자의 제시조건보다 유리한 조건을 제시하기 위해 필요한 시간, 교섭력을 확보하도록 하기 위한 매수방어책
- 65) 제1의 원칙과 관련하여 다음과 같은 경우도 있을 수 있다. 경영자가 특정 매수자로부터의 매수 제안에 찬성하는 데 또 다른 매수자가 출현했을 때, 이사는 선량한 관리자로서 해당 매수자의 경합 제안도 검토할 필요가 있다. 회사가 매수자에 의한 경합 제안을 검토할 기회를 주주에게서 완전히 빼앗는 매수방어책을 발동하는 것은 합리적 이유가 없는 한 적당하지 않다.

하는 것은 주식회사의 존립목적에 비추어 적법하며 합리적이다.

나. 사전공시·주주의사의 원칙

매수방어책은 적법성 및 합리성을 확보하기 위해 도입시에 목적, 내용 등이 구체적으로 공시되고 주주 등의 예측 가능성을 높이며(사전공시의 원칙), 주주의 합리적인 의사에 의거해야 한다(株主意思의 원칙).

1) 사전공시의 원칙

매수방어책은 주주나 투자자, 매수자 등의 예측가능성을 높이고 주주의 적절한 선택기회를 확보하기 위해 도입시 그 목적, 매수방어책의 구체적 내용, 효과(의결권의 제한·변경, 재산권에 미치는 영향 등을 포함한 이익 및 불이익) 등을 구체적으로 공개해야만 한다.⁶⁶⁾

2) 주주의사의 원칙

가) 주주총회의 결의에 의해 도입하는 경우

주주총회는 주식회사의 실질적 소유자인 주주에 의해 구성되는 최고 의사결

66) 구체적으로 살펴보면, 매수방어책을 도입하고자 하는 회사가 상법·증권거래법 등의 법령이나 증권거래소의 규칙으로 정해져 있는 최저한의 공시지침을 준수할 뿐만 아니라 영업보고서나 유가증권보고서 등을 활용하여 자주적으로 매수방어책을 공개하도록 노력하는 것도 매수방어책 적법성을 높이고 주주 및 시장관계자의 이해를 얻는 데 매우 중요하다. 또한 매수방어책 도입과 관련하여 “무엇을 방어하려 하는가?”, “이를 위해 어떠한 방어책을 도입하는가?” 등에 관해 주주 및 투자자 나아가 종업원 등 이해관계자를 설득하는 것도 매우 중요하다. 기업가치를 창출하는 원천에 대한 방침, 주주환원정책이나 사업전략 구축 등 기업가치를 높이는 구체적인 경영전략에 대해 IR 활동을 통해 시장관계자의 이해를 높이는 것이 매우 중요하다. 많은 기관투자자는 장기적인 주주가치 향상에 관심이 있다. 매수 개시 전부터 매수방어책을 도입하는 과정에서 장기적인 경영전략에 관해 주주 및 투자자의 이해와 납득을 얻어가는 노력이 필요하다.

정기관으로서 주주 공동의 이익 보호를 위해 정관 변경 및 기타 방법에 의해 매수방어책을 도입할 수 있다. 정관에 의한 주식 양도 제한은 그 한 예이다. 제3자에 대해 특별히 유리한 조건으로 신주·신주예약권을 발행하는 것도 주주총회의 특별 결의를 거치는 경우 적법으로 인정되며, 또한 법률상 특별 결의가 필요한 사항보다도 주주에게 미치는 영향이 작은 사안이라면 주주총회의 보통결의에 의해 매수방어책을 도입하는 것도 주주자치(株主自治)의 일환으로 허용된다.

나) 이사회 결의로 도입하는 경우

주주총회에서 선임된 이사가 선임자인 주주의 구성을 변동시키기 위해 매수방어책을 도입하는 것은 법률이 예정하고 있는 권한 배분과 정합적이지 않지만, 의사결정기관으로서의 주주총회는 기동성이 부족하므로 이사회가 주주 공동의 이익에 기여하는 매수방어책을 도입하는 것을 일률적으로 부정하는 것은 타당하지 않다.

이사회 결의로 매수방어책이 도입된 경우라도 주주의 총체적 의사에 의해 이를 폐지할 수 있는 수단(소극적인 승인을 얻는 수단)을 마련한 경우 주주여사의 원칙에 반하지 않는다.

다. 필요성·상당성 확보의 원칙

매수방어책은 주주 공동의 이익을 확보·향상시키기 위한 것이지만 주주를 차별적으로 취급하는 매수방어책은 주주 평등의 원칙과 재산권에 대한 중대한 위협이 될 수 있다. 또한 매수방어책이 주주 공동의 이익을 위한 것이 아니라 경영자의 지위 유지를 위해 남용될 우려도 있다.

매수방어책에 의한 이와 같은 폐해를 방지하는 것은 매수방어책의 적법성과

합리성을 확보하는 데 불가결한 조건이다. 따라서 매수방어책은 주주평등의 원칙,⁶⁷⁾ 재산권의 보호,⁶⁸⁾ 경영자의 지위 유지를 위한 남용 방지⁶⁹⁾ 등을 고려하여 필요하면서도, 또한 이에 상당하는 방법에 따라야만 한다.

67) 주주평등의 원칙은 주주의 권리에 대해 보유하는 주식 수에 따라 비례하여 평등하게 대우 받을 수 있다는 원칙이다. 주주를 차별하는 매수방어책은 상법상 설정되어 있는 다음의 제도를 활용하여 주주평등의 원칙에 반하지 않고 도입하는 것이 가능하다.

- ① 신주예약권자가 일정 비율 이상의 주식을 보유하지 않는 주주(매수자 이외의 주주)일 것을 행사조건으로 하는 신주예약권 발행: 신주예약권을 행사하는 권리는 주주로서의 권리내용이 아니므로, 신주예약권의 행사조건으로서 매수자 이외의 주주일 것이라는 조건을 붙이는 것은 주주평등 원칙의 위반이 아니다.
- ② 매수자 이외의 주주에 대한 신주·신주예약권 발행: 신주·신주예약권 인수권은 공개 회사의 주주에게는 인정되어 있지 않으며, 신주·신주예약권 할당은 주주로서의 권리와는 관계없으므로 매수자 이외의 주주에 대해서만 신주·신주예약권을 할당하는 것은 주주평등 원칙에 위반하는 것이 아니다.
- ③ 종류주식 발행: 특정한 자에게 거부권부 주식(상법 222조 9항) 등의 종류주식을 발행하는 것은 상법상 명문으로 규정되어 있는 주주평등 원칙의 예외이며, 정관 변경 등 필요한 절차를 거치는 한 적법하다.

68) 재산권은 헌법상 권리이며 상법은 주식양도자유의 원칙, 양도제한주식에 관련된 선매권자(先買權者)의 지정제도, 주식매수청구권제도 등을 통해 주주의 재산권 보호에 충분히 배려하고 있다. 따라서 매수자 등의 특정 주주에 대하여 재산상 침해를 발생시킬 우려가 있는 매수방어책에 대해서는 다음의 정당한 절차를 밟는 것이 요청된다.

- ① 주주 이외의 자에 대하여 특별히 유리한 조건으로 신주나 신주예약권을 발행하는 것은 기존 주식의 가치를 현저히 저하시키기 때문에 주주총회의 특별결의가 필요하다(280조 2의 제2항, 280조 21의 제1항).
- ② 매수자 이외의 주주일 것을 행사조건으로 하는 신주예약권을 주주 할당으로 발행하는 것은 이사회 결의로 가능하다. 그러나 해당 신주예약권의 내용이 매수자에게 과도한 재산상 손해를 발생시킬 우려가 있는 경우 280조 21의 제1항 규정의 탈법행위로 판단될 위험이 있어 신주예약권의 내용에 대해 적법성을 높이기 위한 조치를 강구할 필요가 있다.

69) 이사회는 매수방어책을 발동할 때 주주 공동의 이익에 대한 위협이 존재한다는 합리적 근거를 제시하고(방어책 발동의 필요성), 해당 위협에 대해 지나치지 않으면서 위협의 정도에 상응하는 적절한 내용의 방어책을 발동해야 한다. 이러한 판단을 함에 있어 외부 전문가(변호사, Financial Advisor 등)의 분석 등 판단의 전제조건이 되는 사실인식 등에 중대하고도 부주의한 오류가 없으며, 합리적인 판단과정을 통한 신중한 검토가 필요하다. 이러한 신중한 판단은 이사의 자의적 판단을 배제할 가능성을 높임으로써 결과적으로 매수방어책의 공정성을 향상시킨다.

6. 구체적 적용례: 현저하게 부정한 방법에 의한 발행의 해석 및 합리성 기준을 중심으로

매수방어책은 다양하게 있지만 신주예약권이나 종류주식을 이용하는 것이 가장 전형적이다. 이러한 전형적인 매수방어책의 적법성과 합리성 기준을 기업사회에서 확립할 필요가 있다.

다음에서는 신주예약권 또는 종류주식(이하 ‘신주예약권 등’이라 함)을 이용한 매수방어책에 대해 구체적 사례를 제시하면서 해당 발행이 발행중지명령을 받지 않고,⁷⁰⁾ 또한 합리성을 확보하여 주주나 투자자 등 관계자의 이해와 납득을 얻기 위해 어떠한 조치를 강구해야 하는지에 대하여 지침의 세 가지 원칙에 근거하여 제시해보고자 한다.

가. 주주총회 결의에 의해 신주예약권 등을 발행하는 경우

1) 신주예약권 등의 발행중지명령을 회피하기 위한 방법

상법에서는 신주예약권 등의 발행은 원칙적으로 이사회의 결의에 의해 가능하게 되어 있다(280조 20의 제2항, 280조 2의 제1항). 양도제한회사 이외의 주식회사에서 신주예약권 등의 발행에 대해 주주총회의 결의를 필요로 하는 것은 다음에 한정되어 있다.

가) 주주 이외의 자에 대해 특별히 유리한 조건으로 발행하는 경우(280조 2의

70) 신주예약권 등의 발행중지(280조 10, 280조 39)에 대해 언급하는 것은, 첫째, 실무적으로 매수방어책을 적법하게 도입하는 것이 가장 중요하며 둘째, 발행중지청구권의 요건 중 법령이나 정관위반사항은 비교적 객관적으로 판단할 수 있지만 현저하게 불공정한 방법에 의한 발행에 해당하는지 여부는 객관적 판단이 어려우므로 지침의 세 가지 원칙에 근거한 일정한 판단기준을 제시하는 의의가 매우 크다고 보기 때문이다.

제2항, 280조 21의 제1항)

- 나) 신주예약권 등의 발행을 주주총회의 결의사항으로 정관에서 정한 경우
(280조 2의 제1항, 280조 20의 제2항)
(한편 종류주식에 대해서는 발행의 전제조건으로서 그 내용을 정관에 규정해
둘 필요가 있다(222조 제2항))

이 중 주주총회의 결의에 의거하여 매수방어책으로서 신주예약권 등을 발행할 때는 통상 ① 주주 공동의 이익을 확보·향상시킨다는 점이 추인되고, ② 주주의 의사에 의거하며, 동시에 ③ 이사회 권한 남용의 우려가 없는 필요하고도 상당한 방법에 의한 것으로 추인되기 때문에 지침이 제시한 세 가지 원칙에 합치하고 공정한 발행으로 인정받을 가능성이 높다.

2) 매수방어책의 합리성을 확보하고 주주와 투자자 등 관계자의 이해를 얻는 방법

주주나 투자자 등 관계자의 이해를 얻기 위해서는 지침이 제시한 세 가지 원칙에 따라 매수방어책의 합리성을 높일 필요가 있다. 기업가치·주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙의 관점에서 보면, 주주총회의 결의에 의해 매수방어책으로서 신주예약권 등을 발행하는 경우라도 주주 공동의 이익을 향상시키는 매수 제안이 실시된 경우에는 신주예약권 등을 소각하는 것이 가능하도록 조치를 강구할 필요가 있고, 주주가 1회의 주주총회에서 이사의 선·해임을 통해 소각할 수 있는 조항을 두어 합리성을 높일 필요가 있다.

사전공시·주주의사의 원칙의 관점에서 보면, 신주예약권 등의 발행 후 정기적으로 주주총회의 승인을 확보하는 조항 등 주주의 총체적 의사를 정기적으로 확인하는 기회를 확보하기 위한 조치를 강구하여 합리성을 더욱 증가시킬 수 있다.

필요성·상당성 확보의 원칙에서 보면, 특히 거부권부 주식 등의 종류주식은

매수자 이외의 주주를 차별적으로 취급하기 때문에 투자자 보호를 위한 배려가 필요하며, 특히 주식을 공개하고 있는 회사가 소각이 불가능한 거부권부 주식을 새롭게 발행하는 것에 대해서는 신중을 기해야 할 필요가 있다.

나. 이사회 결의에 의해 신주예약권 등을 발행하는 경우

1) 신주예약권 등의 발행중지명령을 회피하기 위한 방법

가. 1)에서 제시한 경우 이외의 신주예약권 등의 발행에 대해서는 주주총회의 결의를 요하지 않는다. 따라서 그와 같은 신주예약권 등의 발행은 이사회 결의로 이루어져도 법령·정관 위반에 해당하지 않지만 현저하게 불공정한 방법에 의한 것으로 해당 발행이 중지될 가능성이 있다.

그런데 매수방어책으로서의 신주예약권 등의 발행이 현저하게 불공정한 방법에 의한 것인지의 여부에 대한 최종판단은 법원에 맡겨져 있다. 다만 입법취지나 판례 등에 비추어볼 때 △ 기업가치·주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙 △ 사전공시·주주의사의 원칙 △ 필요성·상당성 확보의 원칙에 합치하는지의 여부가 판단기준이 될 것이다.

가) 주주 공동의 이익 확보·향상의 원칙

신주예약권 등의 발행이 오로지 경영권 유지를 위한 것이라면 그 자체로서 현저하게 불공정하다고 판정될 가능성이 높지만, 주주 공동의 이익을 확보하고 나아가 이를 향상시킬 목적으로 실시된 것이라면 자금조달 등의 목적이 없다고 하더라도 불공정하다고 판정될 우려는 적다.

나) 사전공시·주주의사의 원칙

신주예약권 등의 발행은 ① 해당 신주예약권 등의 발행 전에 그 목적, 내용 등

이 구체적으로 개시되고, ② 그 발행이 주주의 합리적인 의사에 의거한 것이라면 공정성이 높다.

- 신주예약권 등의 발행 목적 등이 공시되어 있을 것

매수방어책으로서의 신주예약권 등의 발행은 회사 지배권의 변동을 초래하고, 그에 따라 주주에게 영향을 미칠 뿐만 아니라 현저하게 불공정한 방법에 의한 발행이라고 판단될 가능성이 있기 때문에 주주에 대하여 그 목적을 명확히 한 후 발행 중지를 요구할 것인지의 여부, 주주의 총체적 의사에 의한 소각을 실시할 것인지의 여부를 판단하기 위해 필요한 정보를 제공할 필요가 있다.

따라서 매수방어책으로서의 신주예약권 등의 발행은 매수방어책으로서 이용하는 것을 주요한 목적으로 하고 있다는 점이나 주주가 손해를 입을 가능성 등에 대해 이를 주주에게 공시함으로써 발행의 공정성을 높일 수 있다.

- 주주의 합리적인 의사에 의거할 것

신주예약권 등의 내용으로서 주주의 총체적 의사에 의해 소각할 수 있는 수단(소극적인 승인을 얻는 수단)이 제공되어 있지 않은 경우에는 주주의 합리적인 의사에 의거한 것이라고 말할 수 없으며, 불공정한 발행으로 발행중지를 당할 가능성이 높다.

따라서 매수방어책으로서의 신주예약권 등은 주주의 총체적 의사에 의해 소각할 수 있는 수단을 준비해둘 필요가 있다.

다) 필요성·상당성 확보의 원칙

신주예약권 등의 발행은 다음의 조치를 강구함으로써 매수를 방지하기 위해 필요하고도 상당한 방법에 의한 것이며, 공정한 발행이라고 평가받을 수 있다.

- 매수자 이외 주주의 비차별성 확보

매수를 방지하기 위해 매수자 이외의 주주 중 특정 주주만을 유리하게 혹은 불리하게 취급하는 것은 합리성이 없다. 따라서 이사회가 신주예약권의 내용으로서 매수자 이외의 주주를 차별적으로 취급하는 조항을 두는 것이나 매수자 이외의 주주 중 특정 주주에 대해서만 유리한 조건으로 신주예약권을 발행하는 것은 합리적인 이유가 있는 경우를 제외하고는 불공정하다고 판정될 가능성이 높다. 71), 72)

따라서 매수방어책으로서의 신주예약권 발행은 매수자 이외의 주주를 합리적인 이유 없이 불평등하게 취급하는 것이 없도록 설계하여 공정성을 높일 필요가 있다.

- 발행시 주주에게 과도한 재산적 손해를 발생시키지 않을 것

매수방어책은 매수가 개시된 후 발동하여 매수를 방지하는 것이 가능하다면 목적을 달성할 수 있다. 그런데 매수가 개시되지 않았음에도 불구하고 신주예약권 등의 발행과 동시에 주주에게 과도한 재산상의 손해를 입히는 경우⁷³⁾에는 현

71) 신주예약권을 자금조달이나 업무제휴 등의 목적으로 특정 제3자에게 발행하는 경우에는 매수방어책으로서의 발행이 아니기 때문에 여기서 말하는 매수자 이외 주주의 비차별성 확보는 요구되지 않는다.

72) 종류주식은 신주예약권과 달리 정관에 의해 그 내용이 결정되며 종류주주가 보통주주와 다른 취급을 받는 것에 대해 주주의 승인을 얻고 있기 때문에, 특정 주주에게 종류주식을 발행하는 것도 통상 적법하다고 해석된다.

73) 매수 개시 전의 특정일을 기준일로 하여 매수 개시를 행사조건으로 하는 신주예약권을 전 주주에게 매수 개시 전에 할당하는 경우를 의미한다(단 매수개시를 조건으로 신주예약권을 할당하는 취지를 매수 개시 전에 결의하는 경우나 사전에 공개하는 경우는 포함되지 않는다). 이 경우 매수자인지 아닌지에 관계없이 기준일 이후에 주식을 취득하는 모든 주주에 대해 예측하지 못한 손해를 줄 가능성이 있다. 또한 기준일 시점에 주주가 보유하는 주식의 가치를 현저하게 저하시킬 우려가 있고, 동시에 신주예약권을 양도할 수 없는 경우에는 해당 가치저하분에 대한 투자자본 회수의 길을 차단할 수 있다. 이처럼 매수와 무관한 주주에게 예측하지 못한 손해를 줄 수 있게 된다.

저하게 불공정한 방법에 의한 발행에 해당될 가능성이 높다.

따라서 매수방어책으로서의 신주예약권 발행은 발행시 주주에게 과도한 재산상의 손해를 발생시키지 않도록 설계하여 공정성을 높일 필요가 있다.

- 이사회 재량권에 대한 남용 방지책을 마련할 것

이사회가 매수자와 매수조건 등에 대해 교섭하기 위해서는 신주예약권 등의 소각조건 등의 실시를 이사회 재량에 맡길 필요가 있는 경우도 있기 때문에 소각조건 등에 대해 이사회 재량을 인정하는 것 자체를 불공정한 방법이라 말할 수는 없다.

그러나 이사회 재량범위가 너무 넓어서 이사회가 가지는 경영방침이 주주 공동의 이익에 비추어볼 때 매수자에 의한 제안보다도 열등함에도 불구하고 매수방어책으로서 발행된 신주예약권 등을 소각할 수 없고, 이사회가 지위 유지를 위해 남용할 수 있도록 설계된 경우에는 해당 신주예약권 등의 발행은 현저하게 불공정하다고 판정받을 가능성이 높다.

따라서 매수방어책으로서 신주예약권 등의 발행은 이사회 재량권의 남용 방지 조치를 강구함으로써 공정성을 높일 수 있다.

2) 매수방어책의 합리성을 확보하고 주주 및 투자자 등 관계자의 이해를 얻는 방법

주주 및 투자자 등 관계자의 이해와 납득을 얻기 위해서는 지침이 제시한 세 가지 원칙에 따라 매수방어책의 합리성을 높이는 것이 불가결하다. 특히 기업가치 나아가 주주 공동의 이익을 확보·향상시키는 매수 제안에 대해서는 주주의 판단을 기다리지 말고 이사회가 적극적으로 그리고 신속하게 방어책을 폐지하도록 조치를 취할 필요가 있다.

이를 위해 연 1회 개최되는 주주총회에서 주주에게 직접 매수방어책의 정당성

을 판단할 수 있는 기회를 확보해주어야 하며, 이사회에 의한 소각조항의 내용으로서 객관적인 폐지요건 설정이나 독립적인 사외인사의 판단을 중시할 수 있도록 조치해야 한다. 이러한 조치를 통해 이사회가 재량권을 남용하는 것을 방지할 필요가 있다.

- 매수자가 공개매수 등으로 이행하기 위한 객관적 요건의 설정

매수자가 공개매집 등으로 이행할 기회를 확보하는 것은 주주가 자기의 판단으로 매수 제안에 응할 수 있게 해주는 기회를 주는 것과 동일하다. 이는 매수 제안에 대하여 주주의 의사를 반영하게 하는 유효한 수단이다.

따라서 매수 제안의 평가시기, 교섭기간, 매수 제안의 내용 등이 객관적인 요건을 충족시키는 경우에는 신주예약권 등이 소각⁷⁴⁾되도록 설계하면 주주나 투자자 등 관계자의 이해와 납득을 얻기 쉽다.

그리고 독립 사외인사의 동의를 얻지 않고 내부 이사들만이 발동 여부를 판단하는 경우에는 일정의 정보 제공이 이루어지고 구체적인 평가기간, 교섭기간이 경과한 후 미리 정해놓은 객관적 조건에 합치한 때에는 자동적으로 신주예약권 등을 소각한다는 등 내부이사의 자의적 판단을 배제할 수 있는 객관적인 폐지요건을 설정할 필요가 있다.

- 독립 사외인사 판단의 중시

매수가 개시된 이후 매수방어책으로서의 신주예약권 등을 소각할지의 여부에 대한 판단은 그 대상이 고도의 경영사항을 포함할 가능성이 있으며, 또한 내부이사의 지위 유지 행동에 좌우된다는 특징을 가지고 있다. 따라서 회사의 경영사항을 이해할 수 있는 사외인사가 주주에게 입수되기 곤란한 기업비밀 등의 정보를 입수하여 매수 제안 등을 평가하는 것이 합리적이다. 더욱이 내부 이사의 지

74) 신주예약권이 발행되지 않은 경우에는 발행 중지를 의미한다.

위 유지 행동을 철저히 감시할 수 있는 독립성 강한 사외이사나 사외감사(독립 사외인사)의 판단을 중시하도록 매수방어책을 설계한다면 주주나 투자자의 신뢰를 높일 수 있고, 사외인사의 독립성이 강할수록 이러한 효과는 증가된다.

따라서 매수방어책은 소각조건의 객관성 정도에 따라 사외인사 관여의 정도를 높일 수 있는 조치가 필요하다. 특히 객관적인 소각조항을 마련하지 않은 경우에는 원칙적으로 이사회에 자의적 판단을 배제하기 위해 독립 사외인사의 판단을 중시하는 시스템이 필요하다.

제 6 장

결론 및 시사점

이상에서 우리는 일본 M&A 시장의 동향, 기업가치연구회의 「企業價值報告書」 및 경제산업성의 「買收防衛策指針」에 담긴 주요 내용을 고찰하였다. 또한 적대적 M&A의 등장으로 인해 발생할 우려가 있는 다양한 문제, 예를 들면 매수방어책의 남용이나 과소방어의 문제, 매수방어책을 둘러싼 법정분쟁의 다발 등에 대한 일본정부의 대응양태에 대하여 고찰하였다. 다음에서는 이상의 고찰을 통해 우리가 얻을 수 있는 시사점을 중심으로 서술하면서 글을 맺고자 한다.

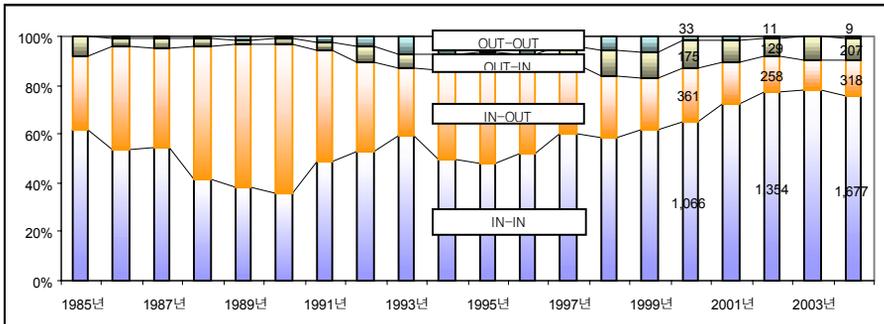
한·일 양국은 현재 적대적 M&A에 대한 대응책 마련이라는 공통의 과제를 안고 있다. 그러나 양국이 안고 있는 공통과제는 사실 서로 다른 배경에서 발생하였다는 점을 먼저 이해할 필요가 있다. 앞서 언급한 바와 같이 일본이 M&A 시장을 활성화하는 정책을 추진한 것은 국내적 이유에서였다. 버블붕괴 후 본업에서는 이익을 내고 있으면서도 과도한 부채로 인한 이자부담에 시달리고 있는 많은 기업의 구조조정을 촉진하기 위한 수단으로 M&A를 활용하려 한 것이 일본정부의 의도였다. 그러나 우리나라는 사정이 다르다. 우리나라는 1997년의 통화위기를 계기로 외자 도입을 확대하려는 목적으로 M&A 시장이 개방되기 시작하였고, 최근에는 국내기업의 불투명한 지배구조를 개선하기 위한 목적으로 M&A를 활성화하려는 정책의도를 가지고 있었다.

이처럼 서로 다른 의도로 출발한 양국의 M&A 시장 관련 제도개혁은 현재 적대적 M&A로 인한 기업의 경영권 위기와 이로 인한 기술 유출 가능성 증대 등의 과제를 안게 되었다. 일본의 경우, 외국기업이 관련된 M&A의 사례는 아직 낮은 편이다. 2004년을 기준으로 볼 때, 일본 국내기업간 M&A가 거의 80%에 가까운

반면 외국기업이 참여한 비율은 20%를 약간 넘어서고 있으며, 그 중 외자에 의한 일본기업의 M&A(Out-In M&A)는 1990년대 말 이후 10% 전후에서 추이하고 있다. 또한 거래가 성사된 M&A의 대부분은 이른바 우호적 M&A이다. 최근 일본기업들은 기업의 성장에 필요한 경영자원을 신속히 획득하기 위해 해외기업의 M&A에 높은 관심을 표시하고 있다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 그 비중은 아직 높지 않은 편이다. 이에 비해 우리나라는 M&A 시장규모가 일본에 비해 상대적으로 작으며, M&A와 관련된 체계적인 통계의 부재, 자본시장 발달 정도의 차이, 외자에 의한 거대 M&A 추진 등의 측면에서 일본과는 다른 특징을 가지고 있다.

■ 그림 6-1. 일본의 M&A 비중 추이

(단위: 건, %)



주: IN-IN(일본기업간 M&A), IN-OUT(일본기업에 의한 해외기업의 M&A), OUT-IN(해외기업에 의한 일본기업의 M&A), OUT-OUT(일본기업의 해외법인에 의한 M&A)

자료: 레코프(RECOF)

그러나 이와 같은 차이에도 불구하고 일본의 적대적 M&A에 대한 대응방법은 우리나라에 많은 시사점을 던져주고 있다. 먼저 가장 중요한 점으로 지적할 수 있는 것은 적대적 M&A에 대한 일본정부의 인식이다. 일본정부는 적대적 M&A가 향후 다발할 것으로 내다보면서도 적대적 M&A가 가지고 있는 역기능보다 순기능을 더욱 중시하는 분위기이다. 따라서 적대적 M&A가 다발한다는 이유로 M&A

를 활용하여 기업구조개혁을 촉진하려는 기존의 정책방향을 수정하려 하지는 않고 있다. 이러한 점은 우리 정부의 입장과 동일하다.

그런데 우리 정부의 대응방식과 다른 점은 적대적 M&A에 의한 매수에 대응하기 위해 기업들이 취할 수 있는 구체적인 행동지침을 일본정부가 적극적으로 제시하고 있다는 점이다. 경제산업성은 2004년 9월 경제산업정책국장의 사적 연구조직으로 '기업가치연구회'를 조직하여 적법하고도 합리적인 매수방어책의 활용방안에 대해 지속적인 연구를 추진해왔다. 발족 당시의 연구조직 구성원을 살펴보면 위원 총수는 21명이며, 그 중 10명이 기업경영자이고 나머지 위원이 대학교수, 컨설턴트 및 변호사 등의 전문가였다. 이처럼 기업경영자의 참여가 매우 높은 것이 기업가치연구회의 주요한 특징이다.

이 연구회는 약 9개월 정도의 기간을 거쳐 일본의 현행 법률상 활용할 수 있는 매수방어책이 무엇이며, 또한 이러한 매수방어책을 도입하고 발동하기까지 어떠한 방법과 절차를 거쳐야 하는지에 대해 연구하여 이를 일본의 기업사회에 제시하였다. 이러한 방식을 통해 일본의 기업사회는 적법하면서도 합리적인 매수방어책의 도입 및 발동에 관한 기본적인 합의를 도출하였고, 경제산업성과 법무성은 이 연구결과를 지침으로 공표하면서 이의 정착을 촉구하고 있다.

우리나라의 사정을 보면, 기업경영자들이 아직도 적법한 매수방어책이 무엇인지 잘 모르고 있는 경우가 많은 것으로 알려져 있다. 또한 이러한 방어책의 도입과 발동이 사법당국에 의해 어떠한 심판을 받을 것인지에 대해서도 불확실한 측면이 매우 많다. 이러한 상황을 방치하면 적대적 M&A가 가지는 순기능보다는 그 역기능이 더욱 커질 수 있다. 미국의 경우에는 약 20여년에 걸쳐 사법당국의 판례를 축적함으로써 기업가치를 향상시킬 수 있는 적대적 M&A를 선별하는 룰을 정비해왔다. 일본은 이와 달리 행정기관이 주도하는 연구조직을 가동하여 일종의 가이드라인을 제시함으로써 이러한 룰의 정비를 서두르고 있다.

■ 표 6-1. 한·일 양국간의 차이점과 유사점 비교

	한국	일본
M&A 활성화 제도 도입 목적	- IMF 이후 외자 도입 확대, 국내기업의 기업지배구조 개선	- 기업구조조정 촉진
M&A 추진사례	- 주로 외자에 의한 거대 M&A 추진	- 국내기업간 M&A가 80% 차지 (외자에 의한 M&A는 10% 수준)
적대적 M&A에 대한 정부 인식	- M&A의 역기능보다 순기능 중시	- 좌동
적대적 M&A 가이드라인 제시	- M&A 관련 다양한 논의가 가능한 장(場)의 설치를 통해 행동지침을 마련할 필요가 있음.	- 행정기관의 주도(기업경영자의 높은 참여)하에 행동지침 제시

한편 일본정부의 지침을 보면 두 가지 기준에 비추어 적절한 매수방어책 도입을 유도하고 있다. 첫째는 적법성 기준이며 둘째는 합리성 기준이다. 일본기업들 중에는 어떤 매수방어책을 도입할 경우 이것이 사후에 위법 판정을 받지 않을까를 우려하여 도입을 꺼려 하는 경우가 많다. 이것은 결국 장기적으로 기업가치를 저하시킬 우려가 있는 매수의 증가를 유도할 가능성이 있다. 이에 대응하기 위한 방안으로서 일본정부는 무엇이 ‘적법한’ 매수방어책인지에 대해 가이드라인을 제시하고 있다. 또한 매수방어책의 도입과 발동은 종업원, 투자자, 지역사회 등 많은 이해관계자의 이익에 영향을 미친다. 따라서 이해관계자들의 이해와 납득을 얻을 수 있는 ‘합리적인’ 매수방어책의 도입은 이해관계자들간의 대립과 혼란을 최소화하기 위해 필수불가결하다. 일본정부는 합리성 기준을 충족시킬 수 있는 매수방어책 도입에 대해 가이드라인을 제시하고 있다.

일본정부는 나아가 사법당국의 판단 기준에 대해서도 일정한 의견을 제시하고 있다. 매수방어책의 적법성에 대한 일본 사법당국의 판단기준은 전통적으로 ‘주요 목적 룰’이었다. 예를 들면 신주예약권 발행이 사업상 필요한 자금조달을 주요 목적으로 삼고 있지 않는 경우 위법이라고 판정하는 것이 일본의 관례였다. 2005년 라이브도어의 공격에 대응해 닛폰방송은 후지TV에 신주예약권을 발행하여 대

항하러 하였으나, 일본 사법당국이 이러한 닛폰방송의 행위가 위법이라 판정한 것은 그 한 예이다. 신주예약권 발행이 경영자의 지위 유지를 위한 행위라는 사법당국의 판단이었다. 그러나 일본정부는 이러한 사법당국의 판단 기준을 ‘기업 가치 기준’으로 전환해야 한다고 시사하고 있다. 어떤 매수행위가 기업가치를 향상시키는지의 여부로 매수방어책의 적법성을 판정하는 것이 경제논리적으로 볼 때 더욱 타당하다는 주장이다.

위와 같은 일본정부의 대응으로부터 얻을 수 있는 가장 큰 교훈은 적법하고 합리적인 매수방어책에 대한 기업사회의 행동지침을 마련하기 위해 우리나라에서도 이에 대한 논의의 장을 설정해야 한다는 점이다. 여기에 기업경영자, M&A 관련 법률 및 경제 전문가, 정부 당국자 등 다양한 주체가 참여하여 현재 우리나라 M&A 시장의 실태가 어떻게 되어 있고, 적대적 M&A의 순기능과 역기능이 어떠한 상태에 있으며, 또한 우리 기업들이 합법적으로 활용할 수 있는 매수방어책이 무엇인지에 대해 객관적이고 합리적인 논의를 시작해야 할 것으로 보인다.

특히 외국자본에 의한 국내기업의 인수·합병이 기업의 경영성파나 경영혁신 나아가 장기적인 기업가치 향상에 얼마나 기여하였으며, 또한 어떠한 문제점을 가지고 있는지에 대해 논의하고, 우리나라의 국제경쟁력을 향상시키는 외국자본의 활용을 제고시키면서 동시에 이를 저해하는 M&A를 배제할 수 있는 구체적이고도 합리적인 매수방어책에 대한 논의가 절실히 필요한 시점에 이르렀다. 일본의 사례는 그 한 예를 보여주고 있다고 할 수 있다.

이상에서 우리는 일본의 사례를 고찰하였으나 M&A 시장의 규범과 관련된 미국이나 EU 국가 등 선진국의 사례를 보다 심도 있게 연구하는 것도 매우 필요하다. 영국, 호주, 뉴질랜드 등의 국가에서는 M&A에 대해 주주의사가 가장 중시되고 있다. 따라서 M&A에 대한 국가적 개입은 극도로 제한되어 있다. 반면 전 세계 M&A 시장에서 압도적인 투자비중을 차지하고 있는 미국의 경우 일견 자유로운 시장이 형성되어 있는 것처럼 보이면서도 국가전략에 반하는 M&A에 대해서

는 철저히 규제하는 양면성을 가지고 있다.

이처럼 각국은 주어진 여건에 따라 서로 다른 M&A 시장 규제를 가하고 있다. 따라서 우리는 이 국가들의 M&A 정책을 상호 비교·분석하여 우리 실정에 가장 적합한 제도를 설계해야 할 것이다. 일본은 이러한 선진 각국의 사례 중 하나의 모델을 제시하고 있다. 필자는 행정당국의 개입에 의해 지침을 제시하는 일본형 모델이 장기적으로 효율적인 M&A 시장 형성에는 부적합할지 모르나 M&A관련 규범이 미진한 우리의 현실을 고려할 때 단기적 혹은 중기적인 관점에서 우리나라가 벤치마크할 충분한 가치가 있는 모델이라고 평가한다.



참고문헌

[국문자료]

- 전경련. 2005. 『일본의 경영권방어관련 회사법개정 동향과 시사점』. M&A 이슈시리즈 04. 전국경제인연합회.
- 이형근. 2004. 「최근 일본의 기업지배구조 개혁과 시사점」. 대외경제전문가포럼 토의자료 2004-24. 대외경제정책연구원.
- 정성춘. 2005. 『일본 M&A 시장의 최근 동향과 과제』. 지역리포트 05-05. 대외경제정책연구원.
- _____. 2006. 「적대적 M&A에 대한 일본 정부 및 기업의 대응」. 오늘의 세계경제 제06-08호. 대외경제정책연구원.

[일문자료]

- 神田秀樹 監修. 2005. 『敵対的買収防衛策』. 財団法人 経済産業調査会.
- 企業価値研究会. 2005. 「企業価値報告書-公正な企業社会のルール形成に向けた提案」.
(<http://www.meti.go.jp>)
- 経済産業省・法務省. 2005. 「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」. (<http://www.meti.go.jp>)
- 週刊ダイヤモンド. 2006. 「図解新会社法実践ガイド」.
- 富永千里. 2005. 『企業買収防衛ルールの考え方』. 中央経済社.
- 宮崎哲也. 2005. 『図解でわかるM&A』.
- 渡邊顕・辺見紀男. 2005. 『敵対的買収と企業防衛』. 日本経済新聞社.
- 일본 경제산업성 홈페이지(<http://www.meti.go.jp>)
- Marr(<http://www.recof.co.jp/>)
- RECOF(<http://www.recof.co.jp/>)

Executive Summary

Japanese Safeguard Guidelines against Hostile M&As and its Implications for Korea

Sung Chun Jung and Hyong-Kun Lee

Recently in the Korean society, there has been an active expansion of discussion on the issue of hostile M&As. In Korea, the issue that is of most concern is the M&A of domestic enterprises by foreign capital. This paper introduces how the Japanese government responded to hostile M&A's as an example that can be referenced in Korea's efforts to solve this issue.

The ways in which the Japanese have responded to hostile M&As has caught Korea's attention. One of the first things that is noticed in Japan's response to hostile M&As is the recognition and attitude of its government. Japan's government, even after foreseeing the proliferation of hostile M&As have focused more on the associated positive effects than the negative effects. Another way in which Japan's response has differed is that in order to deal with hostile M&A takeovers, the government has presented specific guides that gives suggestions to effective ways that Japanese companies can respond to M&As.

The biggest lesson to be learned is that like the Japanese government's legal-oriented, and rational response which established specific guides of suggested conducts in response to M&As, the Korean government must discuss the creation of similar guidelines. There is a need for rational and objective dialogue to take place between businessmen, M&A legal and economic experts, government offi-

cials, and other related parties to evaluate what the present condition of the M&A environment is as well as to determine appropriate preventative measures that can be exercised by businesses.

In particular, we have reached a point where it is necessary to promote rational discussions on preventative measures that can be taken against hostile M&As carried out by foreign capital. These discussions must look not only at the effect on corporate performance and business innovation but also towards improving the contributions towards the value of businesses in the long-term, discussing existing problems, as well as promoting the inflow and usage of foreign capital, which improves Korea's economic competitiveness, while at the same time eliminating M&As, which impede such improvements.

In addition, it is necessary to engage in further in-depth studies on cases of M&A market rules in developed countries like the US, Europe, etc. In the UK, Australia and New Zealand, the interests of shareholders are viewed as being of primary importance. As a result, the amount of the governments' intervention in the M&A market is strictly limited. In contrast, though the US system at first glance seems to be open for M&A markets to form, if an M&A puts the strategic interests of the state in jeopardy, regulation is thoroughly exercised.

Similarly, states exercise various degrees of regulation in M&As according to their respective situations. It follows that Korea should analyze and compare each of these advanced models and apply the one that is most appropriate to its conditions. Japan presents one such advanced model. Because of the intervention by administrative authorities, it is uncertain whether the guide-based model presented by Japan will be effective in fostering the formation of an M&A market in a consistent manner, and thus when we consider Korea's present condition, though its M&A standards are insignificant in comparison, we can make the evaluation that it has enough merit to be benchmarked in the short and middle-term.

KIEP 발간자료목록(2004~06. 8)

■ 정책자료

- 04-01 FTA의 득과 실: 사례분석을 중심으로 / 박순찬 외
- 04-02 對중남미 경제협력 중장기 전략 - 아르헨티나, 브라질, 칠레를 중심으로 / 김원호·권기수·김진오
- 04-03 ASEAN + 3(한·중·일) 경제동향 및 한국과의 협력 현황
- 04-04 폴란드의 정치·경제 현황과 韓·폴란드 경제협력 증진방안 / 이철원
- 04-05 프랑스 정치·경제 현황과 韓·프랑스 경제협력 / 김홍중·김군태
- 04-06 한국·칠레 FTA 발효 이후 對칠레 교역동향 분석 / 강준구·박지현
- 04-07 수입선 다변화제도 철폐 5년의 평가: 가전산업의 대응전략을 중심으로 / 김정곤·박혜리
- 04-08 쇠고기 수입개방 이후 쇠고기시장의 변화 분석 및 시사점 / 박지현
- 04-09 유통서비스 시장 개방의 이익과 과제 / 강준구
- 04-10 멕시코의 NAFTA 가입 이후 산업경쟁력 변화 분석 / 엄부영·강정실
- 04-11 FTA 원산지 규정의 주요특징과 협상에 대한 시사점 / 방호경
- 05-01 선진통상국가의 개념 정립 / 최낙균 외
- 05-02 동아시아내 제조업 분업 현황과 한국의 FTA 전략에 대한 시사점 / 강정실
- 05-03 동아시아 정상회의의 진로와 대응과제 / 권 율·홍수연
- 05-04 전 세계적 양극화 추세와 해외주요국의 대응 / 김홍중·김군태·오형범·나수엽·하유정
- 05-05 ASEAN 및 회원국들의 지식재산권 관련 현황과 한-ASEAN FTA의 시사점 / 엄부영
- 05-06 해외충격이 국내경기변동에 미치는 효과분석 / 김권식
- 05-07 WTO/DDA 협상 동향 및 향후전망 / 강문성·강준구·박지현·김정곤
- 05-08 2006년 세계경제 및 통상환경 전망 / 이준규 편
- 05-09 WTO 서비스 국내규제 논의동향과 주요의제 / 송영관
- 05-10 무역자유화가 고용 및 임금 양극화에 미친 영향: 한국 제조업을 중심으로 / 이창수·김우영·박순찬
- 06-01 NAFTA 이후 멕시코 경제의 변화와 시사점 / 이창수·김민성·윤창인·김진오

KIEP 설립 이후 현재까지의 모든 발간자료 원문은 홈페이지(<http://www.kiep.go.kr>)에 수록되어 있습니다.

- 06-02 몽골경제와 한·몽골 경제협력 확대방향 / 정재완·유민우
- 06-03 아제르바이잔의 경제발전 현황과 경제협력 / 신현준
- 06-04 중국 방송산업 현황과 진출전략: TV 시장과 규제를 중심으로 / 여지나
- 06-05 일본의 적대적 M&A 방어지침과 시사점 / 정성준·이형근

■ 정책연구

- 04-01 북미자유무역협정(NAFTA) 10년에 대한 영향평가와 우리나라 FTA 정책에의 시사점 / 김원호 외
- 04-02 한·중·일 자유무역협정(FTA)의 경제성장 효과 / 이홍식 외
- 04-03 한·중 FTA의 경제적 파급효과와 주요 쟁점 / 남영숙 외
- 04-04 한·중·일 분야별 경제협력의 현황과 발전방향 / 방호경 외
- 04-05 WTO 부문별 무세화협상의 경제적 효과분석 및 협상방안 / 최낙균
- 04-06 무역·투자의 자유화와 지속가능발전: OECD 논의를 중심으로 / 윤창인
- 04-07 무역원활화 규범화를 위한 개도국 지원방안의 모색 / 이창수
- 04-08 영화시장 개방에 대한 경쟁정책적 고찰 / 윤미경·윤창인·이상승
- 04-09 외환위기 이후 한국의 금융국제화 진전과 향후 과제 / 양두용 외
- 04-10 EMU 협상의 정치경제학과 동아시아 통화통합에 대한 시사점 / 김흥종 외
- 04-11 거대경제권과의 FTA 평가 및 추진전략 / 정인교 외
- 04-12 한·미 FTA의 무역 및 투자 창출효과와 교역구조에 대한 연구 / 박순찬·강문성
- 04-13 한·일 FTA 체결이 국내 부품산업에 미치는 영향과 정책시사점: 전기전자·기계 부문을 중심으로 / 이홍배 외
- 04-14 중국진출 한국기업의 경영실태와 시사점 / 지만수 외
- 04-15 최근 북한의 가격·유통체제 변화 및 향후 개혁과제: 중국과의 비교연구 / 홍익표 외
- 04-16 동북아금융허브: 주요국의 자산운용업 현황과 시사점 / 안형도·오용협
- 04-17 동북아물류허브: 동북아 항공운송자유화 정책 추진방안 / 전일수·홍석진
- 04-18 외국인투자 유치: 서비스산업에서의 전략적 외국인투자 유치방안 / 이상학
- 04-19 동북아 경제협력: NEADB의 논의에 대한 평가와 시사점 / 이형근
- 05-01 유럽지역 주요 환경라벨제도 분석 및 수출에 대한 시사점 / 윤창인·이재협
- 05-02 인도의 대외경제정책과 한·인도 경제협력 강화방안 / 유태환·최운정·M. Pant·V. Balaji
- 05-03 무역상 기술장벽 분야의 WTO 논의동향과 대응 / 남상열 외
- 05-04 한·중·일 FTA의 경제적 파급효과 및 대응전략 / 이창재 외
- 05-05 한·중·일 FTA: 제조업 부문의 대응전략: 민감품목을 중심으로 / 김박수·이창재·박복영·이홍배·이홍식·임혜준·이형근·김혁황·방호경

- 05-06 한·중·일 FTA: 농업에 미치는 영향 및 대응방안 / 이창수·박지현·김용택
- 05-07 한·중·일 FTA: 경제의 서비스화 현황 및 서비스협상의 시사점 / 윤창인
- 05-08 한·미 FTA가 한국 농업에 미치는 경제적 파급효과 / 이창수·박지현·권오복
- 05-09 한·EU FTA의 경제적 효과 분석과 정책적 대응방안 / 김흥종·이창수·김균태·강준구·박순찬
- 05-10 APEC 보고르 목표 실행전략: 시나리오별 효과 분석 / 김상겸·박성훈·박순찬·박인원
- 05-11 최근 해외자본 유출의 원인 분석과 정책적 시사점 / 윤덕룡·양두용·오용협·송원호·백승관
·신관호·전종규
- 05-12 한국의 물가안정목표제하의 환율정책 / 오용협·김은경
- 05-13 소규모 개방경제모형하에서의 통화정책 비교: 환율 중심의 안정화 정책의 검토 / 양두용·정
용승·정재식
- 05-14 한국의 외환보유액 결정요인 분석과 적정 외환보유액 정책에 관한 연구 / 윤덕룡·이영섭
- 05-15 동북아 경제공동체 실현을 위한 단계적 추진전략 / 이창재·김성철·백 훈·한택환·이재영
·방호경
- 05-16 ASEAN+3 협력체제의 성과와 정책과제 / 권 울·왕윤중·오쿠다 사토루·정재완
- 05-17 북한경제의 대중국 의존도 심화와 한국의 대응방안 / 조명철·양문수·정승호·박순찬
- 05-18 중국의 산업고도화 및 기업 성장의 현황과 시사점: 중국 위협의 재평가 / 지만수·최의현·
이남주·김석진·백권호
- 05-19 개성공단 진출기업 생산제품의 해외수출 가능성 및 확대 방안 / 조명철·정승호·윤정혁·
이상민
- 05-20 일본정부 및 기업의 지식재산전략의 특징과 시사점 / 정성춘
- 05-21 북핵 해결 이후 국제사회의 대북 경제지원 활성화 방안: 양자간 지원을 중심으로 / 조명철·
동용승·홍익표·이재영·이중운·정형근
- 05-22 세계화와 개방정책: 평가와 과제 / 유재원·임혜준 편
- 05-23 전문직 및 비금융업의 자금세탁방지 의무: 주요국 운영사례와 제도 도입방안 / 안형도·김종혁

■ 지역연구

- 04-01 1990년대 이후 중동의 경제개혁 / 박복영
- 04-02 중·동구 주요 EU 신규회원국의 적정환율 분석과 EMU 가입에 대한 시사점 / 김흥종·
이철원·김병연

■ Policy Analyses

- 04-01 Saving, Investment and International Capital Mobility in East Asia / Soyoung Kim,

Sunghyun H. Kim, and Yunjong Wang

- 05-01 Korea-Japan FTA: Toward a Model Case for East Asian Economic Integration / Choong Yong AHN, InKyo CHEONG, Yukiko FUKAGAWA, and Takatoshi ITO eds.
- 05-02 Feasibility and Economic Effects of Korea-U.S. FTA / Hongshik Lee, and Junkyu Lee
- 05-03 Economic Effects of Korea-China FTA and Its Policy Implications / Hongshik Lee, Hyejoon Im, Inkoo Lee, Backhoon Song, and Soonchan Park
- 05-04 Rationale for a China-Japan-Korea FTA and Its Impact on the Korean Economy / Chang Jae Lee *et al.*

■ 정책토론회시리즈

- 05-01 동아시아 정상회의의 진로와 대응과제 / 권 올·홍수연
- 05-02 WTO/DDA 협상 동향 및 향후전망 / 강문성·강준구·박지현·김정곤

■ 세미나자료모음

- 04-01 Strengthening Economic Cooperation in Northeast Asia / Yoon Hyung Kim and Chang Jae Lee
- 04-02 Enhancing Investment Cooperation in Northeast Asia / Joon-Kyung Kim and Chang Jae Lee
- 04-03 Monetary and Exchange Rate Arrangement in East Asia / Yonghyup Oh, Deok Ryong Yoon, and Thomas D. Willett
- 05-01 Diversity in Development: Reconsidering the Washington Consensus / Jan Joost Teunissen and Age Akkerman eds.
- 05-02 Regionalism in Northeast Asia: Opportunities and Challenges / Hyungdo Ahn and Yong Shik Choo
- 05-03 세계화의 새로운 국면과 도전 - 한국과 독일의 경험을 중심으로 / 김홍종·박성훈·페터 가이 편
- 06-01 Africa in the World Economy / Jan Joost Teunissen and Age Akkermn eds.

■ APEC Study Series

- 04-01 Revisiting the Open Regionalism of APEC - Assessment and New Challenges / Seok-young Choi

- 05-01 APEC After Busan: New Direction / Andrew Elek
05-02 A Renewed Vision for APEC: Meeting New Challenges & Grasping New Opportunities
/ John McKay

■ OECD Study Series

- 05-01 Korea's Currency Crisis and Regulations on Merchant Banking Corporations / Doo
-Yull Choi

■ Discussion Papers

- 04-01 Monetary Union and Real Convergence Compared: Europe and East Asia / Heungchong
Kim, Woosik Moon, and Deok Ryong Yoon
04-02 A Critical Assessment of India's Banking Sector Reform / Tae Hwan Yoo
04-03 The Structure of North Korea's Political Economy: Changes and Effects / Young-
Sun Lee and Deok Ryong Yoon
05-01 A Brief Appraisal of India's Economic and Political Relations with China, Japan,
ASEAN, the EU and the U.S. / Tae Hwan Yoo and V. Balaji Venkatachalam

■ Working Papers

- 04-01 The Macroeconomic Consequences of Terrorism / S. Brock Blomberg, Gregory D.
Hess, and Athanasios Orphanides
04-02 Regional vs. Global Risk Sharing in East Asia / Soyoung Kim, Sunghyun H. Kim,
and Yunjong Wang
04-03 Complementarity of Horizontal and Vertical Multinational Activities / Sungil Bae and
Tae Hwan Yoo
04-04 E-Finance Development in Korea / Choong Yong Ahn and Doo Yong Yang
04-05 Expansion Strategies of South Korean Multinationals / Hongshik Lee
04-06 Finance and Economic Development in Korea / Yung Chul Park, Wonho Song,
and Yunjong Wang
04-07 Impacts of Exchange Rates on Employment in Three Asian Countries: Korea,
Malaysia, and the Philippines / Wanjoong Kim and Terrence Kinal
04-08 International Capital Market Imperfections: Evidence from Geographical Features of

- International Consumption Risk Sharing / Yonghyup Oh
- 04-09 North Korea's Economic Reform Under An International Framework / Jong-Woon Lee
- 04-10 Exchange Rate Volatilities and Time-varying Risk Premium in East Asia / Chae-Shick Chung and Doo Yong Yang
- 04-11 Marginal Intra-industry Trade, Trade-induced Adjustment Costs and the Choice of FTA Partners / Chan-Hyun Sohn and Hyun-Hoon Lee
- 04-12 Geographic Concentration and Industry Characteristics: An Empirical Investigation of East Asia / Soon-Chan Park, Hongshik Lee, and Mikyung Yun
- 04-13 Location Choice of Multinational Companies in China: Korean and Japanese Companies / Sung Jin Kang and Hongshik Lee
- 04-14 Income Distribution, Intra-industry Trade and Foreign Direct Investment in East Asia / Chan-Hyun Sohn and Zhaoyong Zhang
- 05-01 Natural Resources, Governance, and Economic Growth in Africa / Bokyeong Park and Kang-Kook Lee
- 05-02 Financial Market Integration in East Asia: Regional or Global? / Jongkyou Jeon, Yonghyup Oh, and Doo Yong Yang
- 05-03 Have Efficiency and Integration Progressed in Real Capital Markets of Europe and North America During 1988-1999? / Yonghyup Oh
- 05-04 A Roadmap for the Asian Exchange Rate Mechanism / Gongpil Choi and Deok Ryong Yoon
- 05-05 Exchange Rates, Shocks and Inter-dependency in East Asia: Lessons from a Multinational Model / Sophie Saglio, Yonghyup Oh, and Jacques Mazier
- 05-06 Exchange Rate System in India: Recent Reforms, Central Bank Policies and Fundamental Determinants of the Rupee-Dollar Rates / Vivek Jayakumar, Tae Hwan Yoo, and Yoon Jung Choi
- 06-01 Investment Stagnation in East Asia and Policy Implications / Hak k. Pyo
- 06-02 Does FDI Mode of Entry Matter for Economic Performance?: The Case of Korea / Seong-Bong Lee and Mikyung Yun

■ 동북아연구시리즈/CNAEC Research Series

- 04-01 Country-Specific Factors and the Pattern of Intra-Industry Trade in China's Manufacturing / Zhaoyong ZHANG

- 04-02 The Spoke Trap: Hub-and-Spoke Bilateralism in East Asia / Richard E. Baldwin
- 04-03 Real Interest Rate Linkages in the Asian-Pacific Region: A Time-Varying Parameter Approach / Kiyotaka Sato
- 04-04 Regional Integration in Northeast Asia: Approaches to Integration Among China, Korea and Japan
- 04-05 Economic and Political Interaction across the Taiwan Strait Facing the Trend of Economic Integration in East Asia / Lee-in Chen Chiu
- 04-06 An Output Perspective on a Northeast Asia Currency Union / Yin-Wong Cheung
- 04-07 A New Approach to the Asian Finance Cooperation: Asian Bond Market Initiative / CHEN Hong
- 05-01 Korea and the Dual Chinese Challenge / Françoise NICOLAS
- 05-02 Did Efficiency Improve? Megamergers in the Japanese Banking Sector / Kimie Harada
- 05-03 Measuring the Efficiency of Banks: Successful Mergers in the Korean Banking Sector / Kimie Harada
- 05-04 Industrial Structural Interdependency in Northeast Asia: An International Input-Output? Analytical Approach / Sumio Kuribayashi
- 05-05 The illusive quest for an Asian Common Currency: economic mirage or realpolitik? / James H. Chan-Lee
- 05-06 中國 東北3省 진흥 및 中·韓 經濟協力の 새로운 구상 / 임 명
- 05-07 An East Asian Single Market? Lessons from the European Union / Simon Hix and Hae-Won Jun
- 06-01 한·중·일 FTA의 수산부문 효과와 대응방안 / 김남두
- 06-02 Regional Trade in Northeast Asia: Why do Trade Costs Matter? / Prabir DE

■ 지역리포트

- 04-01 南阿共 흑인정권 10년의 평가와 시사점 / 박영호
- 04-02 EU 확대 이후 중·동구 지역의 교역·투자전망과 한국경제에 대한 시사점 / 이철원
- 04-03 리비아 경제제재 해제와 건설시장 확대방안 / 박영호
- 04-04 EU의 시장통합과 유럽 자동차산업의 재편 / 박영곤
- 04-05 영국경제의 이해와 한·영 경제협력의 과제 / 김흥중·김군태
- 04-06 일·ASEAN FTA 추진현황과 전망 / 권경덕·김은지
- 05-01 터키의 국가 현황 및 경제협력 증진방안 / 이철원

- 05-02 우즈베키스탄의 정치·경제 현황과 경제협력 방안 / 이재영·신현준·김선영
- 05-03 중동 GCC와 EU간 FTA 추진 배경과 전망 / 배희연
- 05-04 최근 독일의 정치·경제 현황과 韓·獨 경제관계 / 김흥종·김군태·Bernhard Seliger
- 05-05 일본 M&A 시장의 최근 동향과 과제 / 정성춘
- 06-01 아프리카 주요 국가와의 경제협력 방향: 이집트·알제리·나이지리아 / 박복영·황주성·박철형

■ 지역연구회시리즈

- 04-01 EU의 금융감독체계: 현황과 평가 / 김은경·김흥종
- 04-02 거시경제적 성과로 본 유럽경제체제의 효율성 분석 / 김흥종
- 05-01 한·일 경제 개혁과 경제 활성화에 관한 비교분석 / 이종윤
- 05-02 러시아의 舊소련 루블화 표시 대외채권 처리에 관한 연구 / 장형수·정여천
- 05-03 중국의 기술산업화 모델 및 전략 / 박승찬
- 05-04 일본의 대북한 경제제재의 경제적 효과성 분석 / 미무라 미쓰히로
- 05-05 한·일 FTA와 대기업의 직면과제 / 유장희·김은미
- 06-01 The Success Story of Switzerland: How could Switzerland's Specific Political Institutions Contribute to the Country's Political Stability and Economic Wealth? / Won-hwa Park, Heungchong Kim, and Linda MADUZ

■ 단행본

- 유로화 출범 이후 유럽경제의 환경변화와 향후 전망 / 이철원·정후영
- 시장개방에 대한 올바른 이해 / 최낙균
- 금융위기와 동아시아 발전모형 / 이경태
- WTO 뉴라운드 출범은 왜 필요한가 - 논의 동향 및 우리의 대응 / 최낙균
- WTO 서비스협상은 우리에게 어떤 영향을 미칠 것인가? / 김준동·강준구
- 이제는 FTA, 자유무역협정의 시대다 / 정인교
- 농산물 시장개방: 그 득과 실 / 송유철
- 도하 아젠다 어떻게 할 것인가 / 외교통상부·대외경제정책연구원
- FTA시대에 어떻게 대처할 것인가? / 정인교
- 외국인투자에 대한 올바른 이해 / 이성봉·김관호·원신희
- 투자협정 바로알기 / 김관호·이성봉
- China's Integration with the World Economy / 이경태 편

- 북한의 대외경제정책 10년 평가와 과제 / 조명철 편
- WTO 뉴라운드의 협상의제별 주요 쟁점 및 대응방안 / 최낙균 · 윤창인 · 송유철 · 이성봉 · 김준동 · 양준석 · 이종화 · 손찬현 · 강문성 · 박순찬 · 윤미경
- 중소기업의 환위험 관리 지침서 / 대외경제정책연구원
- Korean Crisis and Recovery / 김세직 · David T. Coe eds.
- 한국의 태평양경제협력외교: 방향과 전략 / KOPEC · KIEP
- North Korea Development Report 2002/03 / 안충영 편
- Toward a Transparent and Globalized Economy / 안충영 편
- 한 · 멕시코 경제협력 정책과제 / 김원호 편
- North Korea Development Report 2002/03
- 2003/04 북한경제백서
- North Korea Development Report 2003/04
- 2004 중국경제연보: 중국의 부상과 동아시아 경제
- 한 · 싱가포르 FTA의 주요내용 / 외교통상부 · 대외경제정책연구원
- 한 · EFTA FTA의 주요 내용 / KIEP · 외교통상부
- 제9차 한 · 중남미 협력 포럼 / KIEP · 한중남미협회
- 비교방법론적 분석을 통해서 본 동북아 경제통합 / 김흥종 · 손병혜 공편저
- 한 · 미 FTA 바로알기 2006 / 대외경제정책연구원

정성춘(鄭成春)

서울대학교 경제학과 및 동 대학원 졸업

일본 一橋大學(히토츠바시 대학) 경제학연구과 졸업, 경제학 박사

대외경제정책연구원 세계지역연구센터 일본팀장(現, E-mail: jung@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『일본정부 및 기업의 지식재산전략의 특징과 시사점』(2005)

『일본 M&A 시장의 최근 동향과 과제』(2005)

「한일 FTA의 필요성과 일본기업의 인식조사」(『한일경상논집』, 2005.6) 외

이형근(李炯根)

인하대학교 경제학과 졸업

한국외국어대학교 국제관계학과 박사과정

대외경제정책연구원 전문연구원(現, E-mail: hklee@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『한·중·일 FTA의 경제적 파급효과 및 대응전략』(공저, 2005)

『동북아 경제협력: 동북아개발은행 논의에 대한 평가와 시사점』(2005) 외

정책자료 06-05

일본의 적대적 M&A 방어의침과 시사점

2006년 8월 30일 인쇄

2006년 9월 5일 발행

발행인 李景台

對外經濟政策研究院

발행처 137-747 서울특별시 서초구 염곡동 300-4

전화: 3460-1178, 1179 FAX: 3460-1144

인쇄 오름시스템 전화: 2273-7011

등록 1990년 11월 7일 제16-375호

ISBN 89-322-2101-4 94320

89-322-2068-9(세트)

정가 7,000원

Japanese Safeguard Guidelines against Hostile M&As and its Implications for Korea

Sung Chun Jung and Hyong-Kun Lee

우리나라는 통화위기 이후 국내 M&A 시장을 대폭 개방함으로써 외자 유체에 힘을 기울여온 결과 국내기업의 경영권 방어문제가 커다란 경제적 이슈로 대두하였다. 이와는 달리 일본은 장기불황이라는 국내적 문제에 대응하고 기업경영의 효율성을 향상시키기 위해 M&A를 적극 장려하는 개혁을 추진해온 결과 최근 적대적 M&A가 사회문제로 대두되었다. 이처럼 한·일 양국은 그 배경은 서로 다르지만 M&A 시장 활성화에 따른 동일한 문제에 직면해 있다. 본 보고서에서는 일본에서 최근 사회문제로 대두된 적대적 M&A에 대해 일본정부가 어떤 방식으로 대응하고 있는지를 소개한다. 특히 경제산업성이 중심이 되어 발표한 「買收防衛指針」의 주요 내용 및 이 지침의 작성에 크게 기여한 경제산업성 기업가치연구회 「企業價値報告書」의 주요 내용을 중심으로 적대적 M&A에 대응하기 위한 일본정부의 최근 동향을 소개한다.

KIEP 대외경제정책연구원
Korea Institute for International Economic Policy

137-747 서울특별시 서초구 염곡동 300-4
137-602 서울 서초우체국 사서함 235호
대표전화 02-3460-1001, 1114
Fax 02-3460-1122, 1199
Http://www.kiep.go.kr



9 788932 221014
ISBN 89-322-2101-4
89-322-2068-9(세트)

정가 7,000원