

경영권 방어수단, 과연 필요한가?

복수의결권주식과 독약증권

김 우 찬 (2019.11.8)

목 차

경영권 위협, 정말 존재하는가?
재계는 왜 경영권 방어수단을 요구하는가?
주주행동주의 헤지펀드는 먹튀인가?
다른 나라도 도입했으니 우리도 도입해야 한다?
확실적으로 규율하지 말고 자율에 맡겨야 한다?
의결권배제주식과 전환우선주
벤처기업에 한정해서 허용한다?

경영권 위협, 정말 존재하나?

경영권 위협, 사실상 전무

경제개혁연구소 (2019)

- 표본

- 2010-2018, 전 상장회사

- 적대적 공개매수 (hostile tender offer) 시도

- 9년 동안 단 1건 (고려포리머 → 에스비엠), 이마저도 실패 (백기사)

- 이사회 장악 목적의 위임장 대결 (proxy fight) 시도

- 이사회 장악 = 이사회 과반 확보
- 고작 35건 (31개 회사) 있었고, 이중 외국인 시도 2건, 소액주주 시도 7건
- 외국인 1건 성공 (SBI코리아홀딩스 → 한국기술투자), 소액주주 1건 성공 (소액주주모임 → 경남제약)

소버린, 아이칸, 엘리엇은?

- 경영권 위협이 아니라 주주행동주의 (shareholder activism)
- Sovereign Asset Management (2003, 2004)
 - SK (현 SK이노베이션) 상대로 사외이사 4명 추천 (총 이사수 10명) 후 위임장 대결, 정관변경 주주제안 (모두 실패)
- Icahn Partners, Steel Partners, and related parties (2006)
 - KT&G 상대로 사외이사 3명 추천 (총 이사수 13명) 후 위임장 대결 (집중투표제 활용해 사외이사 1인, Warren Lichtenstein 선임)
- Elliott Associates (2015, 2019)
 - 삼성물산 상대로 합병 반대 (실패)
 - 현대자동차 상대로 사외이사 3명 추천 (총 이사수 10명) 후 위임장 대결 (실패)

왜 경영권 위협이 없는가?

• 소유구조

- 높은 내부 지분율 (2019년 총수 있는 공시대상기업집단 평균 57.5%)
- 제3자(백기사)에 대한 자사주 매각 (삼성물산 - KCC)
- 그룹 간 상호주 보유 (한진 - GS홈쇼핑)
- 기관투자자들의 친재벌적 성향 (재벌 소속, 영업상의 이해관계)

• 정관상의 각종 경영권 방어수단

- 임원해임요건 강화, 황금낙하산, 이사수 상한, 전환우선주, 의결권배제주식 등

• 공개매수나 위임장대결 상의 어려움

- 공개매수 제의에 따른 장외 주식매도는 양도소득세 과세 대상 (공개매수 제약)
- 불법적인 주주명부 제출 거부 등 (위임장대결 제약)

재계는 왜 경영권 방어수단을 요구하는가?

정당한 주주권 행사 차단 속셈

- 하지만 지금은 외부 주주에 의한 **견제**가 절실한 상황
 - **황제경영** (총수일가의 낮은 이사회 출석률, 개인비리 사건 소송비를 회사가 대납)
 - **사익편취** (경영권 프리미엄 49-68%, 최근 재벌총수 사망소식 알려진 당일 지주회사의 주가가 20.63% 상승, 해당 주에는 누적으로 75% 폭등)
 - 경영능력 검증되지 않은 **재벌 3.4세로 경영권이 승계**되고 있는 위험한 상황 (최근 재벌4세는 변종대마 밀반입으로 1심에서 징역 3년 집행유예 4년 선고)
 - **기업지배구조 랭킹**: 아시아 12개국 중 9위 (ACGA, CG Watch 2018), 10-12위는 중국, 필리핀, 인도네시아

- 외부주주에 의한 **영향력 행사** (주주행동주의)도 필요한 상황
 - **산업구조가 급격히 변하고 있는 상황**에서는 회사 부도 전에 선제적으로 사양산업으로부터 성장산업으로 자본이 신속히 재배분되어야 함
 - 주주행동주의 → 유흥자산 매각, 경쟁력 없는 사업부문 매각, 주주환원 → 기업 구조조정 촉진과 자본배분의 효율성 제고 → **경제의 효율성**과 국민연금의 수익률이 제고 (일반 국민이 수혜자)

주주행동주의 헤지펀드는 먹튀인가?

실증분석 결과

- 주주행동주의 헤지펀드에 대한 5가지 오해
 - 주주행동주의 개시 직후 주가 반등은 일시적이고 장기적으로는 기업가치와 수익성 악화 (subsequent reversal)
 - 행동주의 펀드의 고가매각 후 주가 하락해 투자자 손실 (pump and dump)
 - 과다 차입, 과다 배당으로 실물투자 못해 경쟁력 약화 (sacrificing the future for a quick buck)
 - 위임장 대결과 소송 등으로 경쟁력 약화 (adversarial interventions)
 - 과다 차입과 과다 배당으로 재무건전성이 악화되어 경제위기에 취약 (vulnerable to economic shocks)

- 5가지 오해에 대한 진실 (Bebchuk, Brav, and Jiang, 2015)

- Subsequent reversal \leftrightarrow 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전보다 높음
- Pump and dump \leftrightarrow 매각 후 해당 주식 매입해도 5년 동안 초과 수익률 달성
- Sacrificing the future for a quick buck \leftrightarrow 차입 및 배당 상위 5%이면서 실물투자 하위 5%인 회사의 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전 보다 더 높음
- Adversarial interventions \leftrightarrow 해당 회사의 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전보다 더 높음
- Vulnerable to economic shocks \leftrightarrow 주주행동주의 대상 회사들 (2004-2007)의 기업가치 및 수익성이 위기 당시 (2008-2009) 그렇지 않은 회사들보다 덜 떨어짐

- **생산효율성 제고에도 도움** (Brav, Jiang, and Kim, 2015)
 - 대상회사 잔류공장, 3년간 생산효율성 (total factor productivity) 상승
 - 생산성이 낮은 공장들이 매각되고, 매각 후 이들 공장의 생산효율성은 상승 (자원배분의 효율성 제고), 종업원의 노동생산성도 상승
- **혁신 (innovation)에도 도움** (Brav, Jiang, Ma, and Tian, 2018)
 - 대상회사 R&D 지출이 5년간 줄지만 특허 출원건수와 인용횟수는 오히려 증가
 - 핵심역량과 관련성이 적은 특허가 주로 매각되고, 매각된 특허는 그 이후 인용횟수 증가 (자원배분의 효율성 제고)
 - 상대적으로 능력이 떨어지는 과학자들이 회사를 떠나지만 떠난 후 더 높은 생산성 보임 (자원배분의 효율성 제고)
- **평균보유 기간** (Brav, Jiang, Partnoy, and Thomas, 2008)
 - 주주행동주의 헤지펀드의 대상회사 평균 보유기간도 **2년에 육박**

다른 나라도 도입했으니 우리도 도입해야 한다?

독약증권 (poison pill) 도입국가

- 포이즌 필 도입국가는 세계적으로 4개국에 불과
 - 미국, 일본, 프랑스, 캐나다
- 또, 우리의 경우 미국과 사정이 다름
 - 미국의 경우 사외이사의 독립성, 기관투자자들의 견제로 포이즌 필이 주주친화적으로 활용될 여지가 있으나 우리의 경우는 사정이 다름

복수의결권주식 도입국가

- 차등의결권주식은 허용한 국가는 다수이나
 - 독일은 차등의결권주의 발행을 법으로 금지하고 있고,
 - 영국은 차등의결권주 발행회사의 Premium Listing을 허용하지 않고 있으며,
 - 일본의 경우 현재까지 상장된 차등의결권주 발행회사는 단 1개 (Cyberdyne)
 - 홍콩거래소의 허용결정은 중국기업 IPO 유치를 위한 불가피한 선택이었고, 다양한 safeguard를 도입했으며, 현재 단 2회사만 허용 (Xiaomi Corp. and Meituan Dianping)
 - 싱가포르도 홍콩거래소와 직접적인 경쟁관계에 있어 불가피하게 선택
 - 미국 S&P는 복수의결권주식 발행회사를 S&P index에서 배제

홍콩거래소의 Safeguard

- 허용회사: 대형 혁신회사에 한정
- 의결권 차등 상한: 10배
- 복수의결권주식 소유자 제한: 이사로 한정
- 복수의결권주식 소유자 최소출자지분: 10%
- 보통주주의 최소의결권: 10%
- 양도제한: 양도 시 보통주식 전환
- 일몰조항: 사망, 이사 퇴임, 직무수행 불능 시 보통주식 전환
- 복수의결권 행사 제한: 주요 안건 (임시주총 소집, 정관개정, 독립비상임이사 · 감사의 선임과 해임, 회사의 해산)
- 기업지배구조 강화: 추천위원회 및 지배구조위원회 의무 설치

실증분석 결과

- Cremers, Lauterbach, and Pajuste (2018)
 - 실증분석 결과 IPO 당시 일부 복수의결권주식 발행회사의 기업가치가 비교집단 회사에 비해 premium으로 거래되나
 - 사익편취, 참호구축 등의 이유로 6-9년 후 모두 사라짐
 - 기한부 일몰조항 (time-fixed sunset clause) 도입 필요성 근거
 - 유사한 실증분석 논문: Johnson, Karpoff, and Yi (2018), Kim and Michaely (2018)
- 우리나라의 경우
 - 대리인 문제가 훨씬 심각한 우리나라에서는 premium으로 거래될 가능성 희박
 - 우리의 정치현실과 재벌의 영향력을 고려했을 일몰조항에 따라 일정 기간 경과 후 복수의결권주식을 보통주로 전환하는 약속을 지킬 가능성도 희박

바람직한 대안

- 의무공개매수 제도 (mandatory bid rule)
 - 차라리 과거 경영권 방어수단으로 인식해 왔던 의무공개매수제도를 **부활**시키는 것이 바람직
 - 영국에서 도입된 이후 **대다수 EU 국가**가 도입한 global standard
 - **주주평등의 원칙에 입각**해 인수자가 기존 지배주주로부터 일정 지분 (예컨대 30%) 이상을 매입할 경우 소액주주에게도 의무적으로 동일한 가격에 공개매수를 제의

획일적으로 규율하지 말고 자율에 맡겨야 한다?

자율에 맡긴 결과는?

- 집중투표제도

- 92.6%의 회사가 **정관으로 배제** (2017 기준, 한국상장회사협의회)

- 총수일가의 이사회 참석률 (2018)

- **이재용**: 삼성전자 (0%, 2018.2.5. 석방)
 - **정몽구**: 현대자동차, 현대모비스 (0%)
 - **정의선**: 현대자동차 (27%), 현대모비스 (9%), 기아자동차, 현대제철 (0%),
 - **정태영**: 현대커머셜 (0%)
 - **박삼구**: 금호산업 (7.1%), 아시아나항공 (3%)
 - **이웅렬**: 코오롱, 코오롱인더스트리, 코오롱글로벌, 코오롱생명과학 (0%)

의결권 배제주식과 전환우선주

의결권배제주식

- 2011년 상법 개정 이후 배당우선권이 없는 의결권배제주식을 발행할 수 있기 때문에 의결권 차등화가 이미 가능
 - 하지만 발행실적 전무
 - 적대적 지배권 인수나 이사회 장악 위협 없다는 반증
- 의결권배제주식 발행 효과
 - 가정: IPO 전 발행주식총수가 100인 회사가 IPO 때 보통주 50주와 의결권배제주 50주를 발행 (50%의 주식을 외부주주로부터 조달)
 - 지배주주 일가의 지배권: $100/150 = 67\% > 50\%$
- 의결권배제주식 통해 의결권을 차등화한 대표적인 미국 회사들
 - News Corp, Alphabet, Snap, Under Armour, Blue Apron, BATS Global Markets

전환우선주

- 2011년 상법 개정 이후 전환우선주 발행 통해 독약증권 (poison pill)과 유사한 효과를 구사할 수 있음
 - 하지만 발행실적 매우 저조
 - 적대적 지배권 인수나 이사회 장악 위협 없다는 반증
- 전환우선주 발행 효과
 - 우호주주에게 전환우선주를 사전에 발행한 후 적대적 지배권인수 위협 때 이사회 결정으로 보통주로 전환시켜 적대적 주주의 지분을 희석시킬 수 있음
- 정관상 도입된 경영권 방어용 전환우선주의 주요 전환 사유
 - 특정인이 5% 이상 보통주식 또는 종류주식을 취득한 경우, 특정인이 회사 주권의 의결권 대리행사의 권유를 하는 경우, 적대적 M&A가 우려되는 경우 등

벤처기업에 한정해서 허용한다?

왜 허용해서는 안되는가?

- 허용해줄 이유가 없음
 - 경영권이 보장되면 기업이 더 성장할 수 있고 고용이 증가한다는 주장은 입증된 바 없음
 - 구글 등 미국 IT기업들의 사례를 내세우나, 미국에서도 여전히 대다수 IT기업들이 차등의결권 주식 없이 상장
 - 이미 의결권배제주식을 허용해주고 있음
- 허용해주면 위험한 사태 초래할 수 있음
 - 벤처기업이라 해서 지배구조 정책의 예외로 인정할 이유가 없고, 벤처기업법 개정은 결국 상법 개정의 발판을 마련해줄 것임
 - Safeguard 제대로 갖추지 못하면 코리아 디스카운트 심화시켜 결과적으로 자본시장 발전에 장애가 될 것임