

경영권 방어수단, 과연 필요한가?

복수의결권주식과 독약증권

김우찬 (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
- 9년간 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 → 유희자산 매각, 경쟁력 없는 사업부문 매각, 주주환원 → 기업 구조조정 촉진과 자본배분의 효율성 제고 → **경제의 효율성과 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 ↔ 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전보다 높음
- Pump and dump ↔ 매각 후 해당 주식 매입해도 5년 동안 초과 수익률 달성
- Sacrificing the future for a quick buck ↔ 차입 및 배당 상위 5%이면서 실물투자 하위 5%인 회사의 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전 보다 더 높음
- Adversarial interventions ↔ 해당 회사의 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전보다 더 높음
- Vulnerable to economic shocks ↔ 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

- 복수의결권주식을 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 (시총 > 약 6조원 또는 시총 > 약 1.5조 및 매출 > 약 1,500억원)
- 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 부활시키는 것이 바람직
 - 영국에서 도입된 이후 대다수 EU 국가가 도입한 global standard
 - 주주평등의 원칙에 입각해 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 우선배당권이 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