

2007. 8. 8.

보도자료

이 자료는 2007년 8월 9일(목) 석간부터 보도해 주시기 바랍니다.

KDI 대외협력팀

TEL 02) 958-4030 FAX 02) 960-0652 E-mail press@kdi.re.kr

「기업경영권 시장 : 각국의 경험과 한국의 과제」 국제회의

KDI International Conference on MARKET FOR CORPORATE CONTROL: COMPARATIVE PERSPECTIVES

- 일 시: 2007년 8월 9일(목)~10일(금)
- 장 소: KDI 대회의실

- 본 국제회의는 우리나라의 적대적 M&A 논의의 핵심이 되는 기업경영권 시장에 있어서의 바람직한 제도 개선방향의 모색을 목적으로 함.
- 기업경영권 시장에 대한 규제개혁은 현 시점에서 우리나라 경제의 가장 중요한 현안 이슈 중 하나임.
 - 기업부문의 비효율성을 최소화하고, 기업의 가치를 극대화함으로써 궁극적으로 경제 전반의 효율성에도 기여하기 위해서는 기업경영권 시장의 활성화가 절실
 - 최적의 규제환경을 모색함에 있어 외국자본이나 기업소유구조 문제 등 추가적인 고려 요인들이 존재
- 이에 주요 선진국들의 기업경영권 시장 현황과 규율 체계를 살펴보고 우리나라에의 적용점을 모색하고자 함.
 - 적대적 M&A 규제 체계의 개편에 대한 선진국의 경험과 교훈에 대한 논의는 향후 우리나라의 바람직한 정책방향을 정립하는데 큰 기여를 할 것으로 기대

※ 문의: 연태훈 KDI 연구위원 958-4179

[프로그램]

2007년 8월 9일(목)

09:00 - 09:30 등록 및 네트워킹

개회 행사

09:30 - 09:50 개회사 : 설광언 KDI 부원장

09:50 - 10:20 기조연설 : 조원동 재정경제부 차관보

제 1 세션 기업경영권시장 : 각국의 경험과 한국의 과제

10:30 - 11:50

사회 : Hideaki Miyajima 와세다대학교 교수

발표 : "EU 기업인수 규제"

Zsafia Kerecsen 유럽위원회 administrator

"집중규제 환경 하에서의 M&A 활동 : 중국의 사례"

Oliver Rui 홍콩중문대학교 교수

토론 : 왕윤중 SK 경영경제연구소 상무

임원혁 KDI 연구위원

제 2 세션 기업경영권시장 : 각국의 경험과 한국의 과제(계속)

13:30 - 14:50

사회 : 김준경 KDI 선임연구위원

발표 : "일본의 M&A 붐에 대한 이해 : 일본 M&A의 동인"

Hideaki Miyajima 와세다대학교 교수

"적대적 기업인수 및 방어와 법의 기능 : 일본의 경험"

Hideki Kanda 도쿄대학교 교수

토론 : 최용석 경희대학교 교수

정순섭 홍익대학교 교수

15:10 - 16:00 공개 강연 : 중국의 해외 직접투자에 대한 소견

Randall Morck 알버타대학교 교수

제 3 세션 기업경영권 시장과 기관투자자

16:10 - 17:30

- 사 회 : 심상달 KDI 선임연구위원
- 발 표 : "기업경영권시장에서 기관투자자의 역할"
Pedro Matos 남가주대학교 교수
"한국 사모투자펀드의 최근 추세와 규제"
허석균 KDI연구위원
박창균 중앙대학교 교수
- 토 론 : 성태윤 KAIST 교수
Zsafia Kerecsen 유럽위원회 Administrator

2007년 8월 10일(금)

제 4 세션 한국 기업경영권 시장 : 이슈와 과제

09:00 - 11:00

- 사 회 : Hideki Kanda 도쿄대학교 교수
- 발 표 : "한국 대규모기업집단의 기업경영권에서 주식투자의 역할"
임경목 KDI 연구위원
조성빈 KDI 연구위원
"기업경영권 방어와 자사주 보유"
연태훈 KDI 연구위원
"한국의 기업인수 법령 발전방향"
Stephen Choi 뉴욕대학교 교수
- 토 론 : Pedro Matos 남가주대학교 교수
Oliver Rui 홍콩중문대학교 교수
정윤모 한국증권연구원 연구위원

11:10 - 12:00

종합토론 및 결론

- 참 여 : 모든 발표자와 토론자
- 사 회 : Randall Morck 알버타대학교 교수

[Session 1] MARKET FOR CORPORATE CONTROL :
COMPARATIVE EXPERIENCES AROUND THE WORLD (1)

“Regulation of Takeover Bids in the European Union”

EU 기업인수 규제

Zsafia Kerecsen (유럽위원회 administrator)

- 본 논문의 목표는 EU의 인수합병(takeover bids)관련 주요 규범과 목적에 대한 개요를 제공하는 것
- EU는 인수합병 규범과 관련 합병의 용이성과 투자자 보호라는 두 가지 정책적 목표를 지향
 - EU의 규범은 효율적 기업 구조조정을 장려하기 위한 방편으로 인수합병이 용이한 환경을 조성하면서도
 - 소수주주를 포함한 투자자 보호를 위하여 stringent disclosure 등의 제도를 마련하고 이들 두 정책목적 사이의 균형을 도모
- 이러한 정책목표의 달성을 위하여 EU는 다양하고 구체적인 규범을 마련
 - 먼저 기업 인수합병을 저해하는 요인을 제거하기 위하여 피인수 기업의 사전적 방어에 대한 규제로 "이사회 중립성 규정"을 채택하고, 사후적 방어에 대하여 "breakthrough rule"을 적용
 - 한편 투자자 보호를 위하여 "mandatory bid"조항 마련, "squeeze-out right"의 엄격한 적용과 소수주주에 대한 공정한 가격 제시 권고 및 "sell-out right"에 있어 대주주가 정당한 보상을 하도록 감독하는 등의 조치가 이루어짐.
- EU 회원국들에게 부과된 이러한 감독방향은 아직 광범위하게 채택되고 있지는 않으나 일부 주요 조항들은 공정하고 투명한 시장 구성에 기여하는 바가 클 것임.
 - board neutrality rule은 EU 회원국의 72%가 이미 채택하고 있으며
 - mandatory bid, squeeze-out, sell-out right 등과 관련된 규정 및 제도 또한 회원국 내에서 긍정적으로 검토되고 일부 국가는 이미 이를 채택하고 있음.

Oliver Rui (홍콩중문대학교 교수)

- 중국 경제의 급속한 성장으로 중국은 매우 중요한 잠재적 인수합병 시장으로 성장
 - 중국에서의 인수합병 활동은 거래건수, 규모, 외국기업들의 참여, 인수방법, 계약의 복잡성, 산업의 범위 등 모든 면에서 비약적으로 성장
 - 정부관리들은 중국의 인수합병 거래에 있어 과도하게 중요한 역할을 담당
 - 규제당국의 복수적 기능 담당, 경험의 미비 등에 따라 인수합병과 관련한 통합된 법제도가 미비된 상태에서 과잉 혹은 과소 규제가 횡행

- 중국의 정부 주도형 금융시장에서는 주식시장 상장이 공기업의 외부자금 조달을 위한 통로로 활용
 - 민간기업들의 경우에는 주식시장에 대한 접근이 매우 제한적
 - 이러한 차별적이고 엄격한 상장규제로 인해 비상장사들의 자금조달을 목적으로 한 우회상장 수단으로 상장사에 대한 인수가 증가

- 중국기업에서 경영권 프리미엄은 주식 시가의 평균 14%에 달하는 것으로 파악
 - 경영권 보유에 따른 사적 이득의 크기는 경영권 프리미엄과 밀접한 연관
 - 경영권 프리미엄은 최대주주의 지배력과 양의 상관관계
 - 기업지배구조가 낙후된 기업일수록 터널링 등을 통해 지배주주의 사적 이익을 추구하기에 용이하므로 경영권 프리미엄이 보다 높게 나타남.

[Session 2] MARKET FOR CORPORATE CONTROL :
COMPARATIVE EXPERIENCES AROUND THE WORLD (2)

"Understanding the M&A Boom in Japan: What Drives Japanese M&A?"
일본의 M&A 붐에 대한 이해 : 일본 M&A의 동인

Hideaki Miyajima (와세다대학교 교수)

- 산업별 자료를 이용한 분석 결과 1990년대 후반 일본에서 일어난 합병 붐의 원인은 주로 경제적인 충격이었음을 확인
 - 성장 잠재성이 높은 산업일 경우, 그 만큼 더 인수합병이 많아진다는 사실을 발견
 - 반면, 급속한 판매 하락과 같이 근본적인 충격을 받는 업계 또한 더 많은 인수 합병을 경험

- 이러한 결과는 일본의 최근 인수 합병 물결이 신고전주의 모델로 설명 가능함을 시사
 - 기업 수준에서 볼 때, 성장의 잠재성이 더 높은 회사가 인수자가 되며, 성장의 가능성이 덜한 회사가 인수대상이 된다는 점을 발견
 - 즉, 1990년대 이후 인수 합병을 통해, 일본 기업들이 효율성을 개선하였다는 의미

- 또한 차입(leverage)이 많은 기업은 인수합병의 대상이 될 가능성이 높으며 인수기업에게는 내부 자금이 인수활동에 있어서 대단히 중요한 역할을 한다는 사실을 발견

Hideki Kanda (도쿄대학교 교수)

- 오늘날 기업 인수는 자원 배분의 효과적이고 빠른 수단으로 여겨지고 있음에도 인수와 관련된 법적 환경은 매우 복잡하며 적대적 인수합병의 경우에는 더욱 그러한 형편
- 미국은 기업인수의 방어수단에 관한 풍부한 경험과 이론적 배경을 지니고 있는 반면 일본의 경우 2005년까지 그렇지 못한 상태
 - 비록 미국이 풍부한 경험과 이론적 뒷받침을 지녔기는 하지만 여전히 많은 논쟁이 계속됨.
 - 그 결과 이 영역은 미국 기업법에 있어 가장 어려운 문제의 하나로 부각
 - 첫째 실증적 연구들은 대개 적대적 인수합병이 피인수기업의 가치를 제고한다는 점에서 경제적으로 바람직한 활동이라고 보고하고 있으나 피인수기업이 "포이즌 필"과 같은 방어수단을 채택하는 것이 기업이나 경제 전반에 어떤 영향을 미치는가에 관해서는 결과가 불분명
 - 둘째, 미국에서 어떠한 방어수단이 어느 정도 수준까지 법적으로 허용 혹은 금지되어야 하는가에 관한 학계의 의견은 상당히 분분함.
 - * 다만 Delaware법안에는 방어수단(포이즌 필을 포함하여)에 관한 기준들이 마련되어 있는데 법안은 방어수단을 검토함에 있어서 "엄격한 기업판단규범(enhanced business judgement rule)"을 적용하고 "균형(propportionality)"을 강조. 따라서 기업인수활동에 대한 방어수단은 일정 범위 내에서는 법률적으로 지지되고 있으며 특정 방어수단이 법률적 지지를 받을지 그렇지 못할지에 관한 예측이 가능
- 2005년 이후 잘 알려진 몇몇 적대적 인수합병 시도 이후 이 문제에 관한 법률적 토대가 형성되기 시작
 - 2005년 이후 최근까지 300개가 넘는 public firm이 일본식의 포이즌 필을 도입
- 적대적 인수합병 시도나 그에 대한 방어 모두 경제적 효율성의 관점에서 평가되어야 할 것이나, 이에 대한 최종적 결정자가 누가 되어야 하는가의 문제는 여전히 남아있음.
 - 기업의 가치를 증가시키는 인수합병(혹은 방어)은 바람직한 행위
 - 오늘날 일본에서는 피인수대상이 된 기업의 이사회가 주주의 동의를 요하지 않으면서 어느 수준까지 방어활동을 펼칠 수 있는가가 가장 핵심 문제

Open Lecture

"Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment"

중국의 해외 직접투자에 대한 소견

Randall Morck (알버타대학교 교수)

- 중국의 해외 직접투자(FDI)가 증가하고 있는 상황과 이에 따른 중국내로 부터의 분석
- 이러한 투자에 대해 피 투자국들(주로 선진국)이 어떠한 입장을 취하여야 하는가에 대한 소견
- 현시점에서 보도 자료에 포함되기는 어려우며 필요시 대담 형식의 자료로 내주 특정신문 배포 가능성을 검토.

[Session 3] MARKET FOR CORPORATE CONTROL AND THE INSTITUTIONAL INVESTORS

"The Role of Institutional Investors in the Market for Corporate Control around the World" 기업경영권시장에서 기관투자자의 역할

Pedro Matos (남가주대학교 교수)

- 본 연구는 기관투자자가 기업의 인수합병에서 어떠한 역할을 하는가에 관한 분석을 진행
 - 기관투자자들은 자본시장에서 핵심 참가자로 기능
 - Ferreira et al(2007)에서 사용된 26개국의 기관투자자 지분 자료를 이용한 분석만 보더라도 기관투자자가 2005년 세계 주식시장에서 18조 달러 즉, 전 세계 주식의 40%에 가까운 지분을 지니고 있었음이 확인
 - 국가 자료를 활용한 연구 결과 기관투자자의 주식시장 참여수준이 높은 나라일수록 M&A 활동이 활발하며, 외국 기관투자자의 지분이 높은 나라일수록 국경간 인수합병 비율이 높은 것으로 나타남.
 - 기업 자료를 활용한 분석 결과 기관투자자 지분 비중이 높은 기업일수록 국경간 인수합병의 대상이 될 확률이 증가하는 것으로 나타남.
 - 특히 외국 기관투자자 지분 비중이 높을수록 국경간 인수합병 가능성이 높은 것으로 나타남.
 - 기관투자자 비중이 높을수록 인수합병을 통하여 주주들에게 귀속되는 이익이 커지는 것으로 나타남.
 - 특히 외국 기관투자자들의 비중이 높을수록 이러한 이익의 규모가 더욱 크게 증가하는 것으로 나타남.
 - 이는 외국 기관투자자들의 비중이 높을수록 경영진들에 대한 감독과 견제 기능이 강화되고, 주주들의 영향력이 커지기 때문인 것으로 판단

한국 사모투자펀드의 최근 추세와 규제

허석균 (KDI연구위원), 박창균 (중앙대학교 교수)

- 사모펀드의 투자가치로 볼 때, 2005년 현재 한국의 사모펀드 규모는 세계 13위로 2002년 7위보다 하락하였고 아시아에서는 중국과 일본, 싱가포르에 이어 4위
 - (PWC 조사) 하락 이유는 다음의 두 가지임.
 - 2001년의 코스닥(IT) 거품 붕괴
 - 2000년대 초 이후, 상당 부문 이루어진 기업 구조조정.

- 한편 사모펀드는 금융 시스템의 안정성을 해치고, 금융위기까지 불러일으킬 수 있음.
 - 최근 금융시장 혁신이 “자격 없는 투자자”들을 “자격 있는 투자자”인 것처럼 하여 불러들일 수 있으며 자격이 있다 하더라도 투자 계약과 관련 리스크를 이해하지 못할 수 있기 때문에, 정부규제가 필요하다는 주장도 대두.
 - 한편 규제 완화에서 나오는 혜택이 비용보다 클 수 있으므로 금융시장의 융통성과 강력함을 들어 규제를 풀어야 한다는 주장도 있음.

- 한국의 경우, 공모 투자와 사모펀드 간에 근본적인 차이가 없을 정도로 사모펀드에 대한 규제가 강력함.
 - 우선, 흩어져 있는 규제 방안을 한데 모으는 것이 중요함.
 - 또한 헤지펀드에 대한 주의 깊은 관심이 필요
 - 공모 투자를 합법적인 자산관리사에게 맡기는 편이 좋으며
 - 개인이나 기관을 막론하고 누구나 자유로이 펀드를 조성할 수 있도록 하되, 투자자를 해칠 우려가 있거나 위기를 일으킬 가능성이 있는 경우만 규제를 하도록 해야 함.

[Session 4] CURRENT ISSUES AND FUTURE DEVELOPMENT OF INSTITUTIONS GOVERNING MARKET FOR CORPORATE CONTROL IN KOREA

“The Role of Equity Investment in Corporate Control of the Large Business Conglomerates in Korea”

한국 대규모기업집단의 기업경영권에서 주식투자의 역할¹⁾

임경묵 (KDI 연구위원), 조성빈 (KDI 연구위원)

- 본 연구는 출자총액제한제도의 폐지 기간 중 계열사 간의 출자가 총수일가의 기업집단에 대한 지배력에 어떠한 영향을 미쳤는지를 분석.
 - 내적 정합성을 고려하여 기업집단 총수일가의 통제권을 도출하고, 지배권 기여지수라는 개념을 사용하여 기업집단의 출자행위 및 그 효과에 대하여 계량적으로 분석
 - 특히 출자총액제한제도의 폐지가 계열사간 출자와 지배력에 미칠 영향에 대한 시사점을 도출

- 지배권 기여지수 상위 계열사(1~2위)의 지배권 기여지수와 나머지 계열사의 지배권 기여지수가 큰 차이가 존재하여 출자를 통한 기업집단의 지배권이 소수의 기업에 집중되어 있음을 시사
 - 지배권 기여지수 1위 기업에 대한 지배권 기여지수는 1997년 17.5%에 불과하였으나 2005년 기준으로는 35.3%에 달하고 있으며 지배권 기여지수 2위 기업에 대한 지배권 기여지수는 1997년 6.5%에서 2005년에는 10.9%로 증가
 - 반면, 3위 기업 이하에는 큰 변화가 관찰되지 않는 가운데 지배권 기여지수 2위와는 큰 격차

- 또한 지배권 기여지수 1위 기업은 시기별로 급격하게 변해 왔으며 이러한 변화가 출자총액제한 제도가 폐지된 기간에 집중²⁾
 - 지배권 기여지수가 매우 낮았던 기업이 빠른 단기간 내에 지배권 기여지수를 크게 확대하는 경향이 나타나고 있음.

- 요컨대, 지배권 기여지수 및 순위의 변화는 출자총액제한제도 폐지기간 중 계열사 간 출자규모 및 출자구조가 변화하는 가운데 발생한 것으로 추론됨.

1) 본 보도자료 내용 중 상당부분은 이미 보도 및 공개가 이루어진 바 있음.

2) 출자총액제한제도가 폐지되었던 기간은 1998년 2월에서 2001년 3월 말까지임.

연태훈 (KDI 연구위원)

- 기업의 소유구조와 자사주 보유수준과의 관계를 실증적으로 분석해 봄으로써 기업이 적대적 M&A에 대한 방어수단으로써 자사주 보유수준을 증가시킨다는 일반적 통념이 성립하는가의 여부를 검토
 - 자기주식의 매입과 보유는 우리나라에서 가용한 대표적인 적대적 M&A 방어수단

- 대기업집단 소속 기업들의 경우에는 자사주 매입 및 보유의 목적이 기업 및 기업집단에 대한 경영권 방어의 유인과 밀접한 관련을 맺고 있음을 확인
 - 지배구조 측면에서 기여도가 큰 기업, 그리고 지배주주가 아닌 기타 내국인 주요주주들의 지분합이 높은 기업일수록 자사주로 보유하고 있는 주식의 비중이 높은 것으로 나타남.

- 자사주 관련 공시제도를 강화하고 자사주 매입 및 처분에 대한 주주총회 의결 의무를 도입하는 정비방안 검토
 - 불가피한 사정이 발생할 경우 이사회가 긴급 결의를 통해 결정하고, 후에 주주총회가 추인
 - 해당 과정에서 발생하는 기타 주주들에 대한 손해는 손해배상 청구소송을 통해 해결할 수 있도록 보완

"The Future Direction of Takeover Law in Korea"

한국의 기업인수 법령 발전방향

Stephen Choi (뉴욕대학교 교수)

- 미국과 한국의 인수합병 관련 법체계 비교를 통해 향후 정책방향에 대한 시사점을 제시
 - 미국과 한국의 기업환경과 관련 제도에는 중요한 차이점들이 존재하며, 이로 인해 기업의 대리인 비용을 규율하는 법체계도 상이해야 할 필요

- 한국식 대기업집단 구조에서 피라미드식 출자구조를 통한 지배권의 확보는 한국의 법제도가 어떠한가의 여부와는 무관하게 적대적 M&A의 가능성을 어렵게 만드는 요인으로 작용
 - 한국식 소유구조는 독약처방(poison pill)을 포함한 그 어떤 방어수단보다도 강력한 적대적 M&A 방어수단

- 적대적 M&A 활성화를 위해 소수주주들의 보호를 위한 역 태그어롱(tag-along) 제도의 도입 등을 고려
 - 이사충실의무의 강화, 집단소송 활성화 등을 통해 단기적 사건을 통한 기업가치 하락에 대응이 가능하지만, 지속적인 기업가치 하락이나 사익추구 행위에 대해서는 적대적 M&A가 가장 효율적인 방안
 - 역태그어롱은 현 지배주주가 기업경영권 방어에 성공할 경우, 원하는 주주들에게 인수시도자가 제시했던 가격에 주식을 의무 매입하도록 강제하는 제도

- 향후 시장상황의 변화 가능성을 고려할 때, 규제 유연성과 전문성을 보장하기 위해 1차적으로는 증권거래소가 적대적 M&A의 규율기능을 담당하고, 증권거래소를 규율하는 재정경제부가 안전망으로서 최종적인 결정을 내리는 규제틀을 제안