

송창현

법무법인 세종 변호사

사외이사 독립성이 ‘포이즌필’ 남용 막는다

정부는 2008년 하반기 글로벌 금융위기 이후 급변하는 시장 상황에 맞추어 산업 및 금융 정책을 조정하고, 미국, 일본 등 선진국의 입법동향을 참조하여 기업 인수합병(M&A) 시장에 영향을 미치는 주요 법령을 꾸준히 개정해 왔다.

또한 법원은 국내 주요 M&A거래에 대한 사법심사를 통해 의미 있는 선례를 축적해 왔으며, 이러한 최근의 입법 및 판례는 M&A시장 관여자들의 주의 의무 수준과 M&A 거래의 적법성을 판단하는데 유용한 기준을 제공함으로써 거래의 예측가능성과 법적 안정성을 높이는데 기여하고 있다.

M&A 관련 법과 제도는 거래의 직접적인 당사자들뿐만 아니라 이들을 지원하는 투자은행, 법무법인, 회계법인 등 자문기관의 행동반경을 규정하며, 자금의 조달 및 투자의 집행·관리·회수를 설계하고 실행하는데 지대한 영향을 미친다.

향후 M&A시장에 영향을 미칠 수 있는 여러 법 제도 중 신주인수선택권을 이용한 경영권방어제도(Poison Pill)의 도입 및 차입매수(Leveraged Buy-Out: LBO) 사례에 대한 법원의 최근 판결들을 주목할 필요가 있다.

“적대적 M&A 무력화” 포이즌필

정부는 2010년 3월 국회에 포이즌 필(Poison Pill)의 도입을 내용으로 하는 상법 개정안을 제출하였고 국회입법을 기다리고 있다. 포이즌필은 적대적 M&A의 시도가 있는 경우, 공격자를 제외한 주주들에게 회사의 신주를 낮은 가격에 인수할 수 있는 권리를 부여하여, 공격자의 지분

을 희석 시키고 인수비용을 증가시키는 방어수단이다.

이 제도가 도입되면 적대적 M&A 상황에서 기존 경영진은 공격자의 경영권 도전을 무력화시킬 수 있는 강력한 무기를 가지게 되고, 공격자는 기존 경영진과의 협상을 통해 포이즌 필을 철회시켜야 경제적인 부담을 줄이면서 경영권 인수에 성공할 수 있다.

즉 방어자는 포이즌 필을 통해 공격자에 대한 협상력을 높일 수 있으므로, 경영권을 성공적으로 방어하기 위해 공격자의 위법사항(가령 주식의 대량보유공시, 공개매수, 의결권대리행사 권유의 위반 등)을 찾아 내거나 우호세력을 확보해야만 할 필요성은 줄어들게 된다.

포이즌 필이 아직 도입되지 않은 상황에서 방어자는 경영권 인수 시도에 대응하여 주식을 추가로 취득하거나 우호세력에게 신주, 전환사채를 발행하거나 자사주를 매각하는 등의 조치를 취해 왔다.

이러한 방어조치에는 많은 비용이 소요되며, 사법심사를 통해 거래가 무효화될 위험성도 있고, 회사의 자금소요에 관계없이 자본거래 등을 하게 되므로 회사의 재무구조를 왜곡시키거나 기업 가치에도 부정적인 영향을 줄 수 있다.

반면 포이즌 필이 도입되면 방어자는 주식을 발행하거나 자사주를 처분하지 않고도 신주인수선택권의 발행을 통해 적대적 M&A를 지연시키거나 저지할 수 있고, 만일 공격자와의 협상이 원만히 마무리되면 신주인수선택권을 자발적으로 소각시킬 수도 있다. 방어자는 경영권 방어를 위해 포이즌 필을 발동하였다가 협상의 목적을 달성한 후 거둬들이면 되므로, 기존의 방어수단보다는 훨씬 효율적인 제도이다.

국내 경영권시장 및 기업지배구조 상황에 대한 인식차이로 인해 포

이즌 필의 도입에 대해 찬반론이 대립하고 있다. 찬성론은 포이즌 필이 도입되더라도 적대적 M&A가 불가능한 것은 아니며, 부적절한 혹은 약탈적인 M&A를 저지하여 회사와 일반 주주의 이익을 보호할 수 있고, 회사들이 경영권 방어를 위해 자기주식 매입, 관리 등에 많은 비용을 지출하고 있는데 포이즌필의 도입으로 인해 기업경영에 전념할 수 있는 환경이 조성될 수 있어 순기능이 크다고 본다.

반대론은 대주주의 지분율이 높고 계열사간의 순환출자 등 지배구조의 특성을 고려해 볼 때 적대적 M&A의 위협은 과장된 것이고, 무능한 경영진의 퇴출이 어려워 소수주주의 이익이 침해되고 책임경영의 실현이 어렵게 되며, 기업가치가 훼손될 우려가 있고 기업구조조정이나 외자유치에도 부정적이라고 본다. 결국, 새로운 경영권 방어법제로 포이즌필을 도입함에 있어서는 공격·방어수단의 균형성과 효율성, 기업지배구조의 개선상황을 고려해야 하며, 비효율적인 경영진의 사적 편익을 위해 남용되지 않도록 하는 것이 중요하다.

포이즌필은 주주평등 원칙에 대한 예외로서 일부 주주를 차별하는 것이므로, 상법 개정안은 '회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우'에만 부여할 수 있는 것으로 했다. 이사회가 중립성을 유지하지 않고 적극적인 방어행위를 하기 위해서는, 경영권 방어가 왜 회사와 주주에게 이익이 되는지를 설명할 수 있어야 하고 절차적 정당성도 확보하여야 한다.

경영진은 회사에 대한 우월적인 정보를 기초로 방어 행위의 필요성을 쉽게 설명할 수 있으므로, 위 요건은 방어권 남용을 방지하는데 한계가 있다는 지적이 있을 수 있다. 법원은 위 요건의 검토 과정에서 개별

방어 조치의 형식적 적법성뿐만 아니라 경영진이 회사 가치의 증대 내지 유지를 위한 주의의무를 다한 것인지를 검토하게 될 것이므로, 경영진은 충분한 정보를 가지고 신중하게 판단한 이후 방어조치를 취해야 그 정당성을 인정받을 수 있을 것이다.

이사회는 사외이사들로 구성된 독립위원회를 구성하고 그 조언과 추천에 따라 경영권 방어조치를 취할 것인지를 결정함으로써 방어조치의 정당성을 확보할 수도 있을 것이다.

포이즌필이 기업가치를 향상시키는 M&A를 저지하고 기존 경영진의 지위 보전을 위한 목적으로 남용되는 것을 방지하기 위해서는 사외이사의 독립성이 보장되어야 하며, 사외이사들도 전문적인 지식과 경험을 활용하여 주주들의 이익을 실현하는 대리인으로서 경영진에 대한 감시기능을 충실히 수행하여야 한다. 한편 사외이사의 역할과 기능이 커지는 것에 상응하여 경영감시 실패에 따른 법적인 책임이나 주주들의 압력도 커질 것이다.

세계 금융위기와 각국의 환율전쟁, 북한과의 긴장고조 등 산적한 현안으로 인해 국회 입법이 다소 지연되고 있으나, 개정상법이 시행되어 포이즌 필이 도입되는 경우 적대적 M&A시장 및 기업지배구조, 이사의 주의의무에 관한 법리와 실무는 중대한 전환점을 맞이할 것으로 예상된다. 다만 포이즌필의 도입 시기는 아직 유동적이므로 경영진의 입장에서 효율적인 경영을 통해 기업 가치를 높이는 것이 적대적 M&A의 위협으로부터 경영권을 보호하는 가장 적절한 방법이 될 것이다.

차입 매수(LBO)에 대한 법원의 판단과 M&A시장

LBO는 피인수회사의 자산이나 현금흐름을 이용하여 인수자가 인수자금의 상당부분을 조달하는 기업 인수기법을 의미한다. 유진그룹의 하이마트 인수, KKR의 OB맥주 인수 등에 활용되었으며 사모투자전문회사(PEF)에 의한 기업인수합병에서 자주 활용되고 있다.

LBO는 인수 금융으로 조달한 차입금의 상환능력이 중요하므로 현금흐름이 안정적이고 보유자산 가치가 높으며, 경영진 교체 등을 통해 경영성과가 개선될 수 있는 기업을 대상으로 행해진다. LBO는 의욕적인 경영진에 의한 경영효율을 높이고 기업경영권 시장을 활성화시키는 순기능이 있다. 반면 인수 후 높은 부채비율로 인해 경기변동이나 시장변화에 대처할 수 있는 능력이 떨어지고, 경영 실패시 재무구조 악화와 부도위험에 직면할 가능성도 있다.

LBO는 구조조정 촉진 및 금융시장의 발전에 기여하는 면이 있지만, 국내에서는 LBO에 대한 부정적인 시각도 존재한다. 미국 등 선진시장에서 LBO는 채무상환 불능시 채권자보호, 사기적 재산양도의 취소 등이 주로 문제가 되는데 반하여, 국내에서는 LBO에 관여한 이사의 배임죄 등 형사책임을 중심으로 사법적인 검토가 이루어지고 있다. LBO가 불법으로 판단되는 경우 형사책임을 질 수도 있으므로 LBO를 추진한 인수자 및 인수 금융을 제공한 금융기관은 보수적이고 신중한 입장을 취하지 않을 수 없게 된다.

대법원은 2006년 신한 LBO 사례에서 피인수회사가 인수자의 인수자금 상환을 위해 대가를 받지 아니하고 자산을 담보로 제공하는 것은 재산상실의 위험을 야기 시킨 것으로 봐, 피인수회사의 이사를 겸임하고

있던 인수자에 대해 배임죄의 성립을 인정했다.

신한 LBO는 인수자가 인수자금의 대부분을 외부자금으로 조달하여 (자기자금 대비 외부자금의 조달비율이 1:220이었음) 피인수회사를 인수한 이후 피인수회사의 재산을 담보로 제공한 사례였다.

위 판결이 LBO 자체를 처벌한 것인지, 아니면 과도한 레버리지를 사용하고 피인수회사의 재산을 담보로 제공함으로써 손해위험을 발생시킨 특수한 사례를 처벌한 것인지가 명확하지 않아 논란이 있었고, 이로 인해 국내 LBO시장이 위축 될 것이라는 우려도 제기됐다.

이후 법원은 2009년 동양메이저 LBO 사례에서 인수자 동양메이저가 피인수회사 한일합섬과 합병한 후, 한일합섬의 현금자산을 사용하여 인수 금융으로 조달한 대출금을 상환하더라도 배임죄가 성립하지 않는 것으로 판단했다. 합병이 절차적으로 정당하다면 인수 금융으로 조달한 차입금의 상환에 피인수회사의 자산을 사용하는 것은 자율적 경영 판단에 속하고, 합병 과정에서 주주는 주식매수청구권의 행사, 채권자는 채권자 보호절차를 통해 보호받을 수 있으며, 인수자도 상당한 자기자금을 투자하여 위험을 분담하였으므로 배임죄가 성립하지 않는다고 봤다.

나아가 법원은 2010년 대선주조 LBO 사례에서 인수자가 인수 금융을 제공받은 후 피인수회사의 배당, 유상감자를 통해 투자를 일부 회수하여 인수 금융으로 조달한 차입금의 상환에 사용하더라도, 배당가능이익 범위 내에서 유상감자 등이 행해지고 채권자의 이익을 침해하지 않는다면 배임죄가 성립하지 않는다고 봤다. 이러한 일련의 판결들로 인해 LBO에 관한 법적 불확실성은 상당히 줄어들었으나, 몇 가지 유의



할 점이 있다.

우선, 인수자도 상당한 자기자금을 투자하고 과도한 레버리지를 피하여야 한다. 인수합병 과정에서 이사회 및 주주총회의 결의, 채권자보호절차 등 법정 절차를 준수하고, LBO 이후 차입금 상환이 가능한 재무구조가 되도록 하여야 한다. 또한, LBO에 따른 자본구조 및 현금흐름상 기업의 생존이 가능하여야 하며, 궁극적으로 경영혁신을 통해 기업 가치를 높일 수 있어야 한다.

한편 구체적인 사안 별로 사후적인 법원의 판단에 의해 LBO의 적법성을 판단 받는 것은 법적 불확실성을 야기하여 건전한 LBO 시장의 발전에 제약을 줄 수 있으므로, 정부 차원에서 LBO에 관한 가이드라인을

마련하는 것이 바람직하다. 금융기관의 자율적인 여신심사 기능을 통해 LBO를 규제하는 것이 보다 시장 친화적이며 효율적인 것이다.

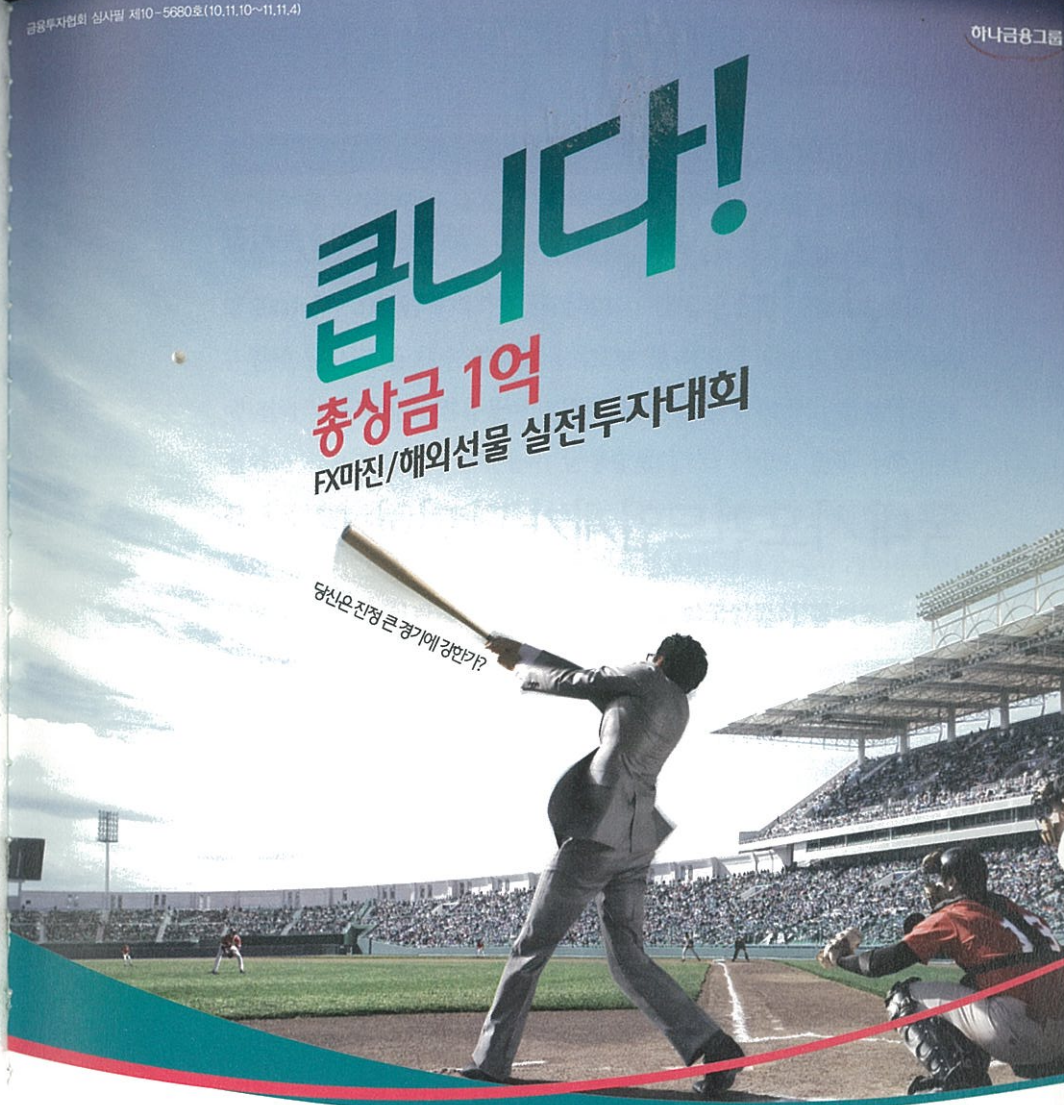
2008년 서브프라임 사태 이후 금융기관의 보수적인 대출관행으로 인해 PEF들은 인수 금융을 제공받는데 있어 엄격한 심사를 받고 있으며, 각국 정부의 금융시장 규제 강화도 LBO 시장의 성장에 제약을 줄 것으로 보인다.

그러나 이는 한편으로는 투기적이거나 무분별한 LBO를 방지하고 기업 가치를 높이는 효율적인 거래에 자금이 배분되도록 유도하는 긍정적인 효과가 있을 것으로 예상된다. 인수자는 LBO 이후 효율적인 경영으로 기업 가치를 높여야 투자자 및 시장의 신뢰를 얻을 수 있을 것이며, 이러한 성공사례의 축적을 통해 LBO시장이 지속적으로 성장할 수 있을 것이다. ㉔



송창현 법무법인 세종 변호사

- 서울대학교 학사
- 콜롬비아대 법학석사(LL.M.)
- UC버클리대 법학박사(J.S.D.)
- 사법연수원 제26기 수료
- 미국 뉴욕주 소재 Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton 법률사무소 변호사
- 법무법인 세종 변호사



2010년 하나대투 해외파생 실전투자대회

▶대회 기간

2010년 11월 22일 ~ 2011년 1월 28일(10주)

▶신청 기간

2010년 11월 8일 ~ 2011년 1월 9일(9주)

▶시상 내용

현금 지급

리그	FX마진 리그	해외선물 리그
1위	3,000만원	1,500만원
2위	1,000만원	500만원
3위	500만원	300만원
4, 5위	200만원(100만원x2명)	200만원(100만원x2명)
주간 1위	500만원(50만원x10주)	500만원(50만원x10주)

* 기타: 최고수익상 각 리그 1명, 최다거래상 각 리그 1명(최대종교금 본인부담)

★경품 이벤트★

경 품	인 원
노트북	1명(추첨)
아이패드(16G)	5명(추첨)
CGV무료관람권(2매)	100명(선착순)

* 단, 대회기간 시장 기준 총액 고액에 한함 (최대종교금 본인부담)

1588-3111

www.hanaw.com

파생상품거래는 예금자보호법에 의해 보호되지 않으며 높은 레버리지와 높은 가격변동성으로 단기적으로 투자원금의 전부 또는 상당부분을 잃을 수 있습니다. 계약잔고가 유지종가금에 미달하는 경우, 계약의 일부 또는 전부가 강제 청산될 수 있고, 시장 급변동시 예상치 못한 손실이 발생할 수 있습니다. 해외파생상품은 환율변동에 따라 원화 환산시 수익률이 변동될 수 있습니다. 당사는 투자경험, 지식, 재산상태 및 투자목적 등에 비추어 FX파생거래에 적합한 투자자에게만 매매기법 등을 설명 교육합니다. 당사는 위험성, 수익성, 수수료 등 금융투자상품에 관하여 충분히 설명할 의무가 있으며, 투자자는 투자에 앞서 그러한 설명을 충분히 들으시기 바랍니다.

하나대투증권