

〈논문〉

## 기업 경영권 시장과 헤지펀드\*

金 和 鎮\*\*

I. 머리말<sup>1)</sup>

기업경영권 시장(Market for Corporate Control)의 작동을 가능하게 하는 적대적 M&A가 우리나라에 최초로 등장한 것은 1994년 동부그룹의 당시 한농에 대한 적대적 인수를 통해서였다. 지금은 기억하는 사람이 많지 않은 제도이지만 증권거래법은 상장회사 주식에 대한 10% 취득 제한을 규정하고 있었고 이는 1997년 4월 1일자로 폐지되어 우리나라에 본격적인 적대적 M&A 시대가 개막될 수 있는 법률적 환경이 갖추어졌다. 그로부터 10년이 지난 지금 적대적 M&A와 경영권 분쟁은 우리나라 자본시장에서 하나의 중요한 사회현상으로 자리잡았는데 SK나 현대와 같은 우리나라 최대의 기업들마저 그 대상에 포함되었다. 또, 삼성 전자나 포스코와 같은 거대 공룡기업들조차 외국인의 적대적 M&A 위협으로부터 자유롭지 못한 것으로 여겨진다.

2006년 칼아이칸(Carl Icahn)과 헤지펀드 연합이 시도한 KT&G에 대한 경영권

\* 이 논문은 서울대학교 법학발전재단 출연 법학연구소 기금의 2007학년도 학술연구비의 지원을 받았음.

\*\* 서울대학교 법과대학 부교수

1) 이 글 내용의 일부는 “A Tale of Two [Three] Companies: The Emerging Market for Corporate Control in Korea”라는 제목의 영문 자료로 일본 동경대학교 국제심포지엄, 서울대학교 법과대학 ‘법의 지배 포럼’, 2007년 경제학 공동학술대회에서 각각 발표되었다. 귀중한 코멘트를 주신 참가자들에게 감사 드린다. 이 글에서 인용된 외국의 Working Paper들은 모두 SSRN에서 구할 수 있으며, 우리나라 기업들에 대한 정보는 공개된 자료에서 입수할 수 있는 것들에 국한하여 활용하였다. 이 글에서 사용된 정보와 자료의 일부는 2006년 가을 학기에 서울대학교 법과대학에서 개설된 전문분야 법학연구과정 ‘M&A의 이론과 실무’ 강사진과 참가자들이 제공한 것이다. 여기서 감사의 뜻을 표한다. 정보출처 중 미디어 정보원으로서 페이지가 표시되지 않은 것은 인터넷 검색에 의한 것이다.

쉽 내지는 적대적 인수는 우리나라의 기업경영권 시장에 전혀 새로운 국면을 조성하였다. 이와 병행하여 이른바 기업지배구조펀드의 활동이 시작되었다. 이 두 가지 변수는 국내의 기업경영권 시장을 글로벌 시장의 조류에 편입시키는 역할을 했는데 외국인의 국내 기업에 대한 적대적 M&A 가능성과 경영권 시장 문제는 다시 정치, 경제적으로 초미의 관심사가 되었다. 이는 학계나 정부, 나아가 국회에서도 이와 관련된 연구회와 토론회가 자주 개최되는 것을 보면 잘 알 수 있다.<sup>2)</sup>

이 글은 우리나라 적대적 M&A 시장의 현황을 최근에 발생한 사례를 통해 간략히 조명해 보기 위한 것이다. 고전적 형태의 분쟁이었던 현대그룹 경영권분쟁, 중간적 형태의 분쟁이었던 SK에 대한 소버린의 적대적 인수 시도<sup>3)</sup> 등을 거쳐 미래형 분쟁인 KT&G 사건이 발생함으로써 우리나라의 기업경영권 시장은 급속한 진화를 보인 바 있다. 이 사건들은 적대적 M&A와 경영권 분쟁이 기업지배구조상의 문제로 인해 발생할 수 있으며 기업지배구조를 개선하는 효과도 있다는 것을 보였고 특히, 헤지펀드 활동주의의 산물인 KT&G 사건은 기업지배구조 전략과 법률, 정책 연구에 전달하는 함의가 대단히 크다. 또, 최근의 사건들은 적대적 M&A와 경영권 분쟁 관련 법리와 실무도 급속히 발달시켰는데 경영권 분쟁하의 주주총회에 있어서 가장 중요한 절차규칙이라 할 수 있고, 헤지펀드 활동주의의 확산으로 이른바 ‘소유와 경영의 재결합’ 현상이 시대적인 흐름으로 자리잡는다면 기업경영권 시장에서 주주제안에 관한 규칙과 함께 가장 중요한 규칙으로 부각되게 될 위임장 관련 법령의 해석과 운용 지침을 깊이 있게 생각해 볼 필요도 발생시켰다.

우리나라는 이른바 ‘비효율적인 지배주주 시스템’(inefficient controlling shareholder system)으로 분류된다. 기업 경영권 시장이 법과 제도의 개선, 기업의 국제 금융시장에의 노출 등과 함께 기업지배구조를 개선하는 역할을 어느 정도 하고 있는가, 할 수 있을 것인가에 대한 답의 발견이 시급하다.<sup>4)</sup> 아직 제한된 데이터와 선

2) 예컨대, 적대적 M&A와 경영권 보호의 두 얼굴(국회 시장경제와 사회안전망 포럼 심포지엄 자료, 2006. 4. 28); M&A시장 활성화를 위한 제도 개선방안(국회 금융정책연구회 세미나 자료, 2006. 5. 3) 참조.

3) BFL 제3호(2004) 참조(SK사태에 대한 법적 조명); 박상용, “기업지배구조의 정치경제학: 적대적 기업인수와 종업원 경영참여를 중심으로,” *경영학연구* 제34권 제2호(2005) 569.

4) Ronald J. Gilson, “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy,” 119 *Harvard Law Review* 1641 (2006). 예컨대, Kee-Hong Bae et al., “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business

례만을 가지고 평가할 수 있을 뿐이라는 한계가 있으나 이 글에서 살펴 보는 사례와 헤지펀드 활동주의의 현황 조사를 통해 기업경영권 시장의 성장이 우리나라 기업들의 지배구조에 미치는 영향과 그 시사점을 살펴보고 회사법과 자본시장법의 새로운 연구과제들도 제시해 보기로 한다.

## II. 기업 경영권 시장의 환경<sup>5)</sup>

### 1. 기업지배구조와 M&A

1997년의 외환위기 전에 서서히 시작되었고 외환위기 후 급속히 진행된 우리나라에서의 기업지배구조 개선에 관한 노력은 이미 많은 논문과 자료들을 통해 국제사회에도 잘 알려져 있다.<sup>6)</sup> 특히, 기업지배구조 개선 노력의 핵심이라고 할 수 있는 사외이사제도는 외환위기 전에 도입되어 기업들이 채택하기 시작하였는데 올해로 사외이사제도는 10년을 맞이한다. 기업지배구조와 관련하여 상장회사를 규율하는 증권거래법은 1997년 이후 무려 16회 개정되었고 은행법은 11회,

---

Groups,” 57 *Journal of Finance* 2695 (2002) 등이 그를 잘 보여주고 있다. 길슨 교수는 이러한 시스템의 개선 방안들 중의 하나로 경영권 시장의 활성화를 든다. Gilson, 위의 논문 1676-1677. 또, Ronald Gilson, *Controlling Family Shareholders in Developing Countries: Anchoring Relational Exchange* (Working Paper, 2007) 참조. 국내 문헌으로는 송옥렬, “기업 경영권 승계의 사회적 효율성,” *BFL* 제19호(2006) 65. 지배주주가 회사를 경영하지 않더라도 유사한 문제가 발생할 수 있다. Stephen Choi & Eric Talley, “Playing Favorites with Shareholders,” 75 *Southern California Law Review* 271 (2002).

5) 이 글 이 부분의 일부와 아래 KT&G 사례 사실관계 설명의 일부는 필자의 저서 **이사회** 제2판(박영사, 2007) 해당 부분을 보완한 것이다.

6) 예컨대, Peter. A. Gourevitch & James Shinn, *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance* 123-131 (Princeton, 2005); Hwa-Jin Kim, “Toward the “Best Practice” Model in a Globalizing Market: Recent Developments in Korean Corporate Governance,” 2 *Journal of Corporate Law Studies* 345 (2002); Bernard Black et al., “Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness,” 26 *Journal of Corporation Law* 537 (2001); Hwa-Jin Kim, “Living with the IMF: A New Approach to Corporate Governance and Regulation of Financial Institutions in Korea,” 17 *Berkeley Journal of International Law* 61 (1999); Jeong Seo, “Who Will Control Frankenstein? The Korean Chaebol’s Corporate Governance,” 14 *Cardozo Journal of International and Comparative Law* 21 (2006).

상법도 4회 개정되었다. 현재 대대적인 상법 개정 작업이 진행되고 있다. 상법개정안은 집행임원제도, 이중주주대표소송제도, 회사기회 유용의 금지 등 새로운 장치들도 포함하고 있다.<sup>7)</sup> 기업의 회계와 자본시장의 구조를 개선하기 위한 작업도 미국 회계개혁법(Sarbanes-Oxley Act of 2002)의 영향 하에 지속적으로 전개되어 왔다.<sup>8)</sup> 증권관련집단소송법의 제정이 그 하이라이트이며 동법은 2007년 1월 1일자로 전면 시행에 들어갔다.<sup>9)</sup> 자본시장 관련 7개 법령을 통합하고 투자은행을 육성하기 위한 입법 작업도 진행 중이다.<sup>10)</sup>

1997년 이후 우리나라의 M&A 시장은 급성장하기 시작하였으며 외환위기를 거치면서 대외적으로도 거의 완전히 개방되었다.<sup>11)</sup> 미국, 일본에서와는 달리 적대적 M&A는 특별한 저항 없이 사회적으로 용인되는 사회현상으로 자리잡았다. 특히 1997년 이후로는 적대적 M&A의 기업지배구조 개선 기능이 부각되어 적대적 M&A를 용이하게 하고 촉진시키기 위한 방향으로 여러 법령이 개정되어 왔다. 경영권 방어 장치의 제도적 도입은 잘 이루어지지 않고 있으며 대규모 기업 집단 소속 회사들에 대해서는 추가의 제약이 가해지고 있을 뿐 아니라 정부는 적대적 M&A를 포함한 시장의 통제 기능을 제고하기 위해 대기업의 소유구조에 대해서도 여러 가지의 규제를 시도하고 있다. 대표적인 장치가 기업집단 소속 기업들의 소유-지배피리도 조사와 소유구조의 공표이다.<sup>12)</sup> 적대적 M&A에 흔히 수

7) 법무부 보도자료(2006년 10월 4일자): 상법(회사편) 개정안 입법예고 참조. 기회유용 금지 규정에 대하여는 김화진/문병순, “회사기회의 유용과 부당내부거래,” **기업지배구조리뷰** 제30호(2007) 15.

8) 권대영, “회계제도 선진화 등 관련 법률 개정 내용,” **BFL** 제3호 (2004) 113; 김성범, “내부회계관리제도 모범규준 해설,” **BFL** 제13호(2005) 64. 미국 회계개혁법이 기업의 지배구조에 미치는 영향에 대하여는, Roberta Romano, “The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance,” 114 *Yale Law Journal* 1521 (2005).

9) Stephen Choi, “Evidence on Securities Class Actions,” 57 *Vanderbilt Law Review* 1465 (2004); Dae Hwan Chung, “Introduction to South Korea’s New Securities-Related Class Action,” 30 *Journal of Corporation Law* 165 (2004).

10) 재정경제부, 자본시장과금융투자업에관한법률 제정안 축조 설명자료(2006년 6월 30일); **BFL** 제18호(2006) (자본시장통합법의 전망과 과제); 김건식/정순섭(편), **새로운 금융법 체제의 모색**(2006) 참조.

11) Hwa-Jin Kim, “Taking International Soft Law Seriously: Its Implications for Global Convergence in Corporate Governance,” 1 *Journal of Korean Law* 1 (2001). 이 글에서는 다루지 않는 우호적 M&A의 법률적 문제들은 **BFL** 제20호(2006. 11) 참조(M&A 계약의 법률문제).

12) 공정거래위원회 보도자료(2005년 7월 13일자)에 의하면 2005년 상호출자제한기업집단의 의결권승수는 2004년의 7.60에서 6.86으로 감소하였다.

반되는 주식의 공개매수도 꾸준히 활용되고 있는데 2003년 이후 2006년 상반기 까지 모두 36건을 기록하였다. 한편, 적대적 M&A와 경영권분쟁이 빈발함에 따라 학계와 실무에서도 그에 대한 연구를 활발하게 진행하고 있다.<sup>13)</sup>

국내의 기업경영권 시장은 직접, 간접으로 글로벌 시장의 영향 아래 있다. 2006년 글로벌 M&A 시장은 사상 최대 규모를 기록하였고, 그 일부인 적대적 M&A의 규모도 마찬가지이다. 2006년 글로벌 M&A 시장의 규모는 사모투자펀드에 의한 7,000억 달러를 포함하여 약 3조 9,000억 달러로 추산되는데 이는 2000년의 최고 기록 보다 약 16% 더 큰 것이며 적대적 M&A는 총 355건으로 2005년의 94건에 비해 무려 4배 정도 늘어났다.<sup>14)</sup> 2006년은 세계적인 레이더(Raider)들의 활동이 재차 부각된 해 이기도 하다.<sup>15)</sup>

## 2. 외국인 문제

우리나라 대기업들의 소유지배구조와 기업경영권 시장의 가장 두드러진 특징은 높은 외국인 주주 비율이다. 블룸버그(Bloomberg)에 의하면 2006년 6월 22일 기준으로 우리나라 내 10대 기업의 외국인 주주 지분 평균비율은 55.7%이다. 우리나라 최대의 금융기관인 국민은행의 외국인 지분비율은 무려 83.4%에 이르고 있으며 우리나라의 대표기업인 삼성전자의 경우도 그 비율은 51.8%이다. 이들 외국인들의 경영참여 의사가 상당히 분명하다. 금융감독원의 자료에 의하면 2006년 상반기의 5%보고에 의할 때 우리나라의 상장회사 지분의 5% 이상을 보유한 외국인의 수는 모두 307인이었는데 그 중 87인이 경영권에 영향을 주기 위한 목적으로 지분을 취득하였다고 보고하였다.<sup>16)</sup> 아래에서 논하는 사례들과 2004년 발생한 노르웨이의 콜라LNG의 대한해운에 대한 적대적 인수 시도 때문에 우리

<sup>13)</sup> 예컨대, 서울대학교 금융법센터에서 격월로 발간하는 BFL도 이미 2회의 특집으로 이 문제를 다루었다: 2004년 7월호(최근의 경영권분쟁과 적대적 M&A에 관한 법적 쟁점); 2005년 7월호(적대적 M&A에 대한 경영권 방어). 통상적인 의미에서의 경영권 분쟁이나 적대적 M&A에는 해당하지 않으나 최근에는 법정관리 중에 있는 회사들을 둘러싼 공개매수 경쟁이나 법정 공방이 벌어지기도 했다. 국제상사의 인수를 위해 E1과 이랜드가 진행한 분쟁, 충남방직 공개매수 경쟁 등이 그 좋은 예이다. 정리회사 M&A에 관하여는 일반적으로, 홍성준, “회사정리·회생절차와 M&A,” BFL 제20호(2006) 55.

<sup>14)</sup> 매일경제(2006년 12월 21일자).

<sup>15)</sup> “Raiders Show Their Staying Power,” *Financial Times*, August 16, 2006, 11.

<sup>16)</sup> 2006년 상반기 경영권 관련 지분공시 현황(금융감독원 보도자료, 2006. 9. 10.).

나라 기업들은 특히 외국인에 의한 경영권 탈취 가능성에 신경을 곤두세우고 있으며 우리나라 최대기업인 삼성전자<sup>17)</sup>와 포스코마저 그를 걱정하고 있다.<sup>18)</sup>

기업들은 포이즌 필(Poison Pill),<sup>19)</sup> 차등의결권주식 등을 포함한 새로운 경영권 방어 장치의 도입을 계속 요구하는 동시에 현행법 상 가능한 방법을 찾아내기 위한 노력을 기울이고 있으며<sup>20)</sup> 황금낙하산과 같이 법률적으로 검증되지 않은 불안정한 방법들도 인기를 얻고 있다.<sup>21)</sup> 황금낙하산의 채택 외에도 회사 정관 내의 다양한 규정을 통해 경영권 안정 장치를 마련하려는 기업들의 움직임이 계속되고 있다.<sup>22)</sup> 이사시차임기제가 그에 해당된다.<sup>23)</sup> 경영권 방어에 관한 법원의 판례는 극히 희소하며 신주 제3자 배정 유상증자<sup>24)</sup>나 자기주식의 우호세력에 대한 처분 등 자주 사용되는 방법에 관한 판례들이 그나마 가장 많다. 특히, 자기주식의 처분은 우리나라의 기업들이 가장 많이 사용하는 경영권 방어 방법인데

17) 2004년의 경우 삼성전자는 우리나라 전체 수출의 14.8%, 연구개발 투자의 40.1%(3조 5천억 원), GDP의 6%를 차지하였다고 한다(삼성그룹 내부 자료). 삼성전자의 반도체 생산라인 14개 중 13개가 국내에 소재하였고 LCD의 경우 7개 전부가 국내에 소재하였다. 이러한 수치들은 삼성의 지배구조와 경영권 문제가 한 회사의 문제에 그치지 않는 것임을 잘 보여 준다.

18) "POSCO Might Need to Steel Itself for Pressure by Activist Investors," *Wall Street Journal*, March 6, 2006, C10.

19) David A. Katz & Laura A. McIntosh, Corporate Governance Update: Poison Pills-Maintain Flexibility in Takeover Defense (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, January 26, 2006).

20) 송옥렬, "포이즌필의 도입 가능성: 일본에서의 논의를 중심으로," BFL 제12호(2005) 40 참조.

21) 2006년 3월 말 현재 무려 54개의 상장회사가 이를 도입하였다. 머니투데이(2007년 2월 1일자) 15.

22) 미국 기업들은 우리 기업들보다 정관을 통한 경영권 안정 장치 마련에 훨씬 더 큰 자유를 누리고 있으며 특히 IPO 기업들의 경우 그 경향이 강하게 나타난다. Lucian Bebchuk, "Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements," 152 *University of Pennsylvania Law Review* 713 (2003); Robert Daines & Michael Klausner, "Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs," 17 *Journal of Law, Economics & Organization* 83 (2001); Laura Field & Jonathan Karpoff, "Takeover Defenses of IPO Firms," 57 *Journal of Finance* 1857 (2002) 참조.

23) 이사시차임기제는 미국에서는 가장 강력한 경영권 방어 장치로 기능한다. Lucian Bebchuk et al., "The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy," 54 *Stanford Law Review* 887 (2002).

24) 김화진, "M&A 시장의 최근 현황과 정책 및 법적 과제," BFL 제6호(2004. 7) 31, 51-53; 최문희, "신주(예약권)의 제3자 배정에 의한 경영권 방어의 적법성," BFL 제12호(2005) 19 (일본방송 사례연구) 참조.

최근에 그를 허용하지 않는 결정이 나와 기업들을 곤란하게 하고 있다. 후술하는 법원의 이 결정은 우리나라의 10대 기업에 있어서 2003~2005년간 자사주 매입 금과 배당금을 합한 금액을 순이익으로 나눈 값의 백분율인 주주환원율이 평균 48.2%에 이르며, 그 이유들 중 하나가 경영권 안정을 위한 과도한 자기주식의 취득이라는 점을 생각해 보면 기업들에게 심각한 우려를 안겨준다는 것을 쉽게 알 수 있다.<sup>25)</sup>

우리나라의 기업들은 특히 최근에 외국계 펀드들에 의한 경영권 위협을 강조하면서 정부에 제도의 개선을 강하게 요구하고 있다. 우리나라 기업들은 경영권 방어 장치를 새로 준비해 주거나, 아니면 공정거래법상의 일련의 제약을 철폐하라고 정부에 요구하고 있다.<sup>26)</sup> 특히 삼성그룹은 공정거래법상의 제약들<sup>27)</sup>이 그룹 전체를 적대적 M&A에 취약하게 만들고 있으며 관련 정책과 법률의 불안정성이 장기적인 경영전략의 수립을 거의 불가능하게 하고 있다는 점을 내세워 2005년에 삼성생명, 삼성화재, 삼성물산 등 3사가 헌법소원을 제기하기까지 하였다. 그러나, 삼성의 헌법소원은 법률적인 판단을 받지 못한 채 삼성의 일련의 기업지배구조 상의 문제가 드러나자 여론의 압력 등으로 2006년 초에 중단되었다. 삼성은 대대적인 사회공헌을 약속하면서<sup>28)</sup> 거액의 기금을 내놓기도 했다.

우리나라 정부의 태도는 최소한 최근까지는 원론에 충실한 것이다. 즉, 정부와 1997년 외환위기 이후 큰 영향력을 획득한 참여연대 등의 시민단체들<sup>29)</sup>은 적대적 M&A의 기업지배구조개선 기능에 대한 기대는 다른 어떤 논리로도 꺾일 수 없는 것이라고 생각하는 듯하다.<sup>30)</sup> 대개 외국인의 국내 기업 적대적 M&A

25) 연태훈, “기업 경영권 방어와 자사주 보유에 대한 분석,” *기업지배구조리뷰*(2006/7-8) 참조(“재벌 규제의 대상이 되고 있는 우리나라의 대기업집단 소속 기업들의 경우에는 자사주 보유 수준이 소유 및 지배구조 관련 변수들과 밀접한 관계를 맺고 있어 적대적 M&A 방어기질이 일정 부분 성립한다”).

26) 기업집단 문제에 대해 일반적으로, 김화진, “기업집단의 지배구조에 대한 법적 평가와 바람직한 기업지배구조,” *인권과 정의*(2006/10) 6; 송옥렬, “기업집단 부당내부거래 규제의 법정책적 이해,” *서울대학교 법학* 제46권 제1호(2005) 227참조.

27) 금융보험회사 의결권 제한, 왜 필요한가?(공정거래위원회, 2005).

28) 언론에서는 이를 ‘2·7 선언’이라고 부르고 있다.

29) Jooyoung Kim & Joongi Kim, “Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance,” 1 *Journal of Korean Law* 51 (2001).

30) Henry G. Manne, “Mergers and the Market for Corporate Control,” 73 *Journal of Political Economy* 110 (1965) (이 논문은 미국에서 적대적 M&A가 본격화되기 이전인 1965년에 발표된 것임). 또, Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, “The

에 대해서는 우려하는 의견이 많으나 그마저 환영해야 한다는 생각이 있으며 심지어 국가기간산업에 속하는 기업군에 대해서도 외국인의 적대적 M&A를 특별히 저지할 이유가 없다는 의견이 있다. 최근 타결된 한미 FTA 협정에서는 한국전력이나 KT 등과 같은 기간산업 기업에 설치되어 있는 49% 외국인 지분 제한이 사실상 철폐된 것으로 알려진다. 국회 일각에서는 한국판 엑스-플로리오(Exon-Florio)법<sup>31)</sup>을 제정하거나 외국인투자촉진법을 개정하여 이 문제에 대처하려는 움직임이 있다.

아래에서 논하는 2006년 초의 KT&G 사건 이후로 외국인에 의한 국내 기업의 적대적 M&A 가능성에 대한 논의는 다소 소강 국면으로 접어들고 있으나 이는 언제 다시 활성화 될지 모르는 성질의 것이다. 특히, 2006년 12월 22일에 금융산업의구조개선에관한법을 개정안<sup>32)</sup> 국회를 통과하면서 삼성에 대한 적대적 M&A 가능성이 재차 논의되기 시작하였다. 삼성 뿐 아니라 우리나라의 대기업들이 헤지펀드를 포함한 재무적투자자가 아닌 전략적 투자자에 의한 적대적 인수 위협을 받을 수 있다는 것은 이미 2004년 9월 노르웨이의 해운회사인 콜라LNG가 국내 5대 해운회사인 대한해운을 적대적으로 인수하려는 사건에서 잘 나타난 바 있다.<sup>33)</sup> 콜라LNG는 이와 거의 동시에 세양선박과 범양상선, 현대상선 등에도 관심을 표하고 그 주식을 대량으로 매수하여 국내 해운업계가 외국인 적대적 M&A 우려에 휩싸인 바 있는데 콜라LNG의 사례는 본격적인 제조업 또는 서비스업 소속 외국기업들도 우리나라 기업을 전략적인 필요에 따라 필요하면 적대적으로 인수할 가능성이 있음을 보여주었으며 비교적 적은 규모의 자금을 투입하여 대형 자산에 대한 운영과 처분 권한을 확보할 수 있다는 것도 보여주었다. 콜라LNG가 대한해운 지분의 약 20%를 매수하여 그 경영권을 위협하는 데 투입

---

Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer," 94 *Harvard Law Review* 1161 (1981) 참조. 또, 반대 입장의 고전인 Martin Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom," 35 *Business Lawyer* 101 (1979)와 그에 대한 새로운 조명 Ronald Gilson & Reinier Kraakman, "Takeovers in the Boardroom: Burke Versus Schumpeter," 60 *Business Lawyer* 1419 (2005); Martin Lipton, "Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target's Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War," 60 *Business Lawyer* 1369 (2005) 참조.

31) Patrick L. Schmidt, "The Exon-Florio Statute: How It Affects Foreign Investors and Lenders in the United States," 27 *International Lawyer* 795 (1993).

32) 전성인, "금산법의 제정과 운용의 역사," BFL 제16호(2006) 17.

33) 한국경제(2004년 9월 3일자) A3.



한 자금은 약 400억원에 못 미치는 것으로 알려진다.<sup>34)</sup>

### 3. 약탈적 M&A 논란

이른바 ‘약탈적 M&A’란 사업상의 운영 시너지나 재무시너지를 추구할 목적 없이, 회사의 경영권을 장악하고 그를 이용해서 회사와 소수주주, 종업원들의 이익에 반하는 조치를 취함으로써 개인적인 이익만을 극대화하기 위한 M&A를 가리킨다. 미국의 회사법에서는 ‘약탈’(looting)은 불법적인 목적을 위해 회사를 활용하는 것을 의미한다.<sup>35)</sup> 그러나, 약탈적 M&A는 불법적인 목적을 위한 회사의 인수뿐 아니라 사회적으로 부정적인 효과를 발생시키는 M&A, 비정상적인 방법

<sup>34)</sup> 2003년 8월 고 정몽헌 회장의 사망과 함께 시작된 현대그룹 경영권 분쟁도 외국인 문제가 상당히 중요한 부분을 차지하였다. 현대그룹의 경영에 공백이 발생하자 한 외국계 펀드(GMO Emerging Markets)가 현대엘리베이터의 지분을 집중적으로 매입하기 시작하였다. 그러자 정상영 회장의 KCC 그룹이 현대그룹을 외국인들로부터 지키겠다는 이유를 내세워 M&A를 시도하였다. 현대그룹의 경영권방어는 KCC측이 5%규칙을 위반한 것이 이유가 되어 성공하였다. 2006년에 접어들면서 KCC는 스위스의 선들러(Schindler)에게 보유지분을 매도하고 철수한다. 그리고, 현대중공업이 갑자기 골라LNG로부터 현대상선의 지분을 넘겨받아 현대상선의 대주주가 된다. 현대중공업은 경영권 보호 지원 차원이라고 그 이유를 내세웠다. 이 상황은 상당기간 지속되다가 2006년 10월 24일 현대엘리베이터의 외국계 투자사와의 현대상선 주식에 대한 파생상품계약 체결로 안정되었다. 이 사건에서는 KCC의 적대적 M&A 시도가 직접적으로는 한 외국계 펀드의 지분 다량매입에 의해 촉발되었음이 흥미롭다. 현대중공업의 현대상선 지분 매입도 현대상선이 외국인의 적대적 M&A 표적이 되어 있음을 고려한 것이라고 발표된 것이 인상적이다. 또, 현대그룹과 KCC간의 경영권분쟁 시에 만들어진 자료들을 보면 기업인수를 통한 시너지의 주장이나 그에 대한 반론보다는 기업지배구조 상의 문제 지적과 그 개선 약속이 주요 이슈로 일관되었음을 알 수 있다. 이 사건에 대하여는, *Financial Times*, May 5, 2006, 28 (“Shakespeare could hardly have written a more convoluted tale of sibling rivalry, palace intrigue and thirst for power.”); 금융감독원 보도자료(2004년 2월 11일자: ㈜금강고려화학등의 대량보유(변동)보고 위반등에 대한 조치); 수원지방법원 여주지원 민사부 2004카합51 의결권행사허용가처분 결정; 서울중앙지방법원 제50민사부 2004카합809 의결권행사금지가처분 결정 등을 참조.

<sup>35)</sup> 미국의 판례법은 위법한 목적을 가지고 회사를 인수하려는 상대방에게 주식을 매도하는 지배주주는 그로부터 발생하는 손해에 대한 배상책임을 진다고 한다. 이러한 주식의 매도에 따른 배상책임은 과실에 의한 매도에도 적용될 수 있다. 어떤 판례는 이를 통상적인 불법행위 사건으로 본다. Robert Clark, *Corporate Law* 478-480 (Little, Brown, 1986). 이 문제는 유럽의 많은 나라에서와는 달리 미국에서(우리나라도 같다) 소수주주가 지배주주의 주식매도에 참여할 법령상의 기회를 갖지 못하기 때문에 발생한다. 일반적으로, Lucian Bebchuk, “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control,” *Quarterly Journal of Economics* 957 (1994) 참조.

에 의한 M&A 등을 포괄적으로 지칭한다.

약탈적 M&A로 지칭되는 M&A는 주로 ‘투기성 외국자본’에 의해 행해진다. 대표적인 사례로 거론되는 것이 브릿지증권 사건이다. 여기서는 대주주가 고율의 배당을 통해 투자자금을 회수해 가고 반복적인 유상감자를 통해 자본을 회수해 갔다. 이 회사에서는 2002년에만 3회의 유상감자로 대주주가 600억 원을 회수해 갔고, 2004년에는 유상감자를 통해 1,125억 원을 회수해 간 바 있다. (주)만도의 대주주도 2002년 2회에 걸친 유상감자를 통해 950억 원, 2003년에는 760억 원을 회수하였는데 그 결과 투자금액이었던 246억 원보다 훨씬 많은 총 1,710억 원을 회수하였다고 한다.<sup>36)</sup>

약탈적 M&A는 M&A의 결과로 나타나는 현상을 지칭하는 것이고 약탈적 목적 자체는 사전에는 물론, 사후에도 명확히 드러나지 않는 경우가 대부분이어서 특별한 조치를 생각할 수는 없다. 다만, 최근 사회적으로 파장이 컸던 몇 건의 사례에 비추어 보면 당해 회사의 노동조합이 특정 M&A를 약탈적인 것이라고 주장하여 M&A의 진행에 장애 요소로 등장할 가능성이 있다. 이 경우, 대상회사가 금융기관이라면 여론을 의식한 정부가 M&A 과정에서 일정한 역할을 하게 될 수도 있을 것이다. 그러나, 일반적으로 ‘약탈적’이라는 확인할 수 없는 당사자의 의사에 근거한 행정, 사법상의 특별한 대처는 적절하지 못하며 방법론상으로도 불가능할 것이다. M&A의 과정이나 경영권 인수 후에 위법한 행위가 발생한다면 그에 대해 조사, 처벌하는 것으로 충분할 것이다. 그러나, 외국인 비중의 증가와 헤지펀드의 활동 증가, 외국인의 적대적 M&A 위협 등의 제반 요인들이 이러한 약탈적 M&A의 모습을 부각시켜 외국인에 의한 국내 기업 M&A를 사회적으로 민감한 이슈로 만들고 있다.

#### 4. 국민연금 역할론

우리나라 대기업들이 외국자본에 의한 적대적 M&A 위협 하에 있다는 우려가 높을 때마다 나오는 것이 국민연금의 역할론이다. 이는 국민연금의 적극적인 의결권 행사 방침과 연계되어 ‘연금 사회주의’, ‘연금 백기사’라는 말을 만들어 낸다.<sup>37)</sup> 그러나, 국민연금이 기업의 지배구조와 M&A에서 일정한 역할을 할 수 있

<sup>36)</sup> 펀드자본주의의 명과 암(삼성경제연구소 CEO Information, 2006. 9. 20) 18; 오마이뉴스(2005년 3월 17일자) (투기자본 BIH 한국 법정 넘어설까). 투기자본 감시센터라는 단체가 있다. 이 단체의 웹사이트가 많은 정보를 제공한다. <http://www.specwatch.or.kr>

고 또 해야 하는 것은 당연한 일이지만 외국자본의 적대적 M&A에 대해 투자대상 기업의 경영권을 방어하는 역할을 하는 주주라는 것은 잘못된 관념이다. 국민연금의 운영자들은 연금수혜자들의 최선의 이익을 위해 연금을 운영해야 할 것인데<sup>38)</sup> 재무적 고려를 도외시 하고 국내 기업의 경영권을 보호해 줄 수는 없기 때문이다. 따라서, 국민연금이 있기 때문에 경영권 방어를 크게 우려하지 않아도 된다는 것은 지나치게 정치적인 논리이며 현실성이 없다.

이 글에서 자세히 다룰 문제는 아니지만 기관투자자로서의 연기금들은 독특한 이해상충 문제를 가지고 있고 다른 기관투자자들에 비해 강도가 높은 사회적 책임 투자 압력 하에 있어서 기업지배구조와 M&A에서 차지하는 역할에 일정한 제약이 있다.<sup>39)</sup> 그리고, 최근 유럽과 남미에서 나타나는 신중 보호주의의 일환으로 국가기간산업의 국유화 현상을 들 수 있는데 외국인의 경영권 위협에 대응해서 국민연금을 동원한다는 것은 일종의 국유화로 볼 수 있으며 이는 전혀 다른 차원의 정치경제적 고려 요소가 개입되는 문제이다. 만일 국민연금의 의결권 행사가 관련 법령에 규정된 바와는 다른 사실상의 정치적 고려에 좌우된다면<sup>40)</sup> 기업들에게는 국민연금이라는 주주가 외국인보다 덜 반가운 존재일 수도 있는 것이다.

### III. 미래형 경영권 분쟁: KT&G 사례

#### 1. 사건의 개요와 의의

KT&G는 1952년에 설치된 전매청과 1989년 4월 1일 창립된 한국담배인삼공사의 후신이다.<sup>41)</sup> 1999년에 홍삼사업을 영위하는 한국인삼공사<sup>42)</sup>가 분리되어 나

37) 머니투데이(2007년 1월 31일) 4(다시 불붙은 ‘연금 사회주의’) 참조. 안수현, “연금과 회사지배구조,” BFL 제15호(2006) 21 참조.

38) 국민연금법 제83조.

39) Roberta Romano, “Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered,” 93 *Columbia Law Review* 795 (1993).

40) 2005년 초에 개정된 기금관리기본법은 공무원의 기금 자산운용에 대한 부당한 영향력 행사를 배제하기 위한 규정을 마련하였다(동법 제15조제1항 및 제2항). 이에 의하면 공무원이 직권을 남용하여 자산운용담당자에게 부당한 영향력을 행사한 경우 5년 이하의 징역, 10년 이하의 자격정지 또는 1천만원 이하의 벌금에 처하며, 발생한 손해에 대하여는 손해배상 책임이 있는 자산운용담당자와 연대하여 그 손해를 배상하여야 한다.

갔으며 같은 해 상장회사가 된다. 2002년 6월에 기업은행, 산업은행, 수출입은행 등 정부출자은행들이 보유한 19.37%의 지분 국내 매각을 완료하고 동년 10월에 GDR (Global Depository Receipt)을 발행, 정부 보유 주식의 처분되면서 완전 민영화되었다. 사명이 KT&G가 된 것도 이 때였다. 외국인들을 제외하면 2005년 9월 30일 현재 중소기업은행이 5.75%를 보유한 최대주주이다. 룩셈부르크에 GDR을 상장하고 있는데 2005년 말 기준 외국인 비중은 63%이다. 전문경영인과 이사회에 의한 경영을 하고 있으며 선임사외이사가 선임되어 있고 서면투표제를 채택하고 있지는 않으나 집중투표제를 채택하고 있다. 상임이사와 사외이사의 비율은 3 대 9이다. KT&G는 2004년 이후 기업지배구조 최우수기업으로 계속 선정되어 오고 있다. 한국증권선물거래소 자료에 의하면 2003~2005년간 KT&G의 주주환원율은 우리나라에서 최고 수치인 96.09%를 기록한 바 있다.

칼아이칸의 KT&G 공격은 외국자본의 위협에 신경과민이 되어 있던 재계와 정부를 당황하게 하였다. 민영화 기업으로서 소유분산, 전문경영인 경영기업이자 지배구조 우수기업으로 평가 받아 온 KT&G가 투기자본의 이미지를 가지고 있는 헤지펀드의 목표가 된 것이다. 이 사건으로부터는 한국이 가지고 있는 기업지배구조 평가 기준에 문제가 있다는 경고가 나왔고 국영기업 민영화 과정에서 소유지배구조 측면이 적절히 다루어지지 않은 것이라는 비판도 제기되었다.<sup>43)</sup> 실제로 분쟁의 진행 중에 KT&G 경영상, 지배구조상의 많은 문제점들이 칼아이칸 측에 의해 노출되었다. 칼아이칸은 위임장경쟁에서 ISS (Institutional Shareholder Services)의 지지를 받아 좋은 성과를 거두었으나 후술하는 바와 같은 법률 상의 실책으로 2006년 3월의 주주총회에서 자기측 사외이사 1인을 이사회에 진출시키는 데 그친다. 그러나, 2006년 8월 KT&G는 칼아이칸 측의 요구를 사실상 거의 모두 수용하였으며<sup>44)</sup> 칼 아이칸 측은 그 후 2006년 12월, 약 1,000억원의 차익을 실현하면서 보유 지분을 대부분 매각하고 KT&G에서 철수하였다.<sup>45)</sup>

칼아이칸은 종래 자신이 사용하던 공격 전략을 그대로 KT&G에도 적용하였다.<sup>46)</sup> 이로써 한국 시장은 국제적인 헤지펀드들의 전략과 기술을 직접 경험하게

41) <http://www.ktng.com>.

42) <http://www.kgc.or.kr>.

43) 머니투데이(2006년 2월 27일자) (KT&G, 아이칸공격불써 정부가 키웠다?).

44) "KT&G Bows to Icahn Demand to Return Cash to Shareholders," *Financial Times*, August 10, 2006, 1.

45) 매일경제(2006년 12월 6일자) A2.

되었다. 사건 당시 ‘소버린이 초등학생이었다면 칼아이칸은 대학생이다. 앞으로 대학원생들이 몰려와서 한국 기업들을 공략할 텐데 경영권방어 대책은 있는가?’라는 식의 이상한 논리도 등장하였는데 실제로 상당한 설득력을 발휘하였다. 이 사건은 회사 주주 구성의 국제성 때문에 국제적인 플레이어들도 다수 참가하였다. KT&G는 골드만삭스와 리먼브라더즈의 재정자문을 받았으며 주주총회에서는 유서 깊은 조지슨(Georgeson Shareholder Communications)이 위임장권유를 대행하였다.

KT&G 사건은 우리나라의 기업들을 어느 정도 적대적 M&A의 가능성에 노출시키는 것이 좋은가에 대한 논의를 폭발시켰다. 특별 토론회, 세미나가 개최되었다. 이는 적대적 M&A의 사회경제적 효용을 강조하는 학술적 입장과, 제한 없는 적대적 M&A의 허용과 경영권 방어의 제약은 기업가치 저하와 사회경제적 효용의 하락을 초래한다는 논쟁의 연장이다. 적대적 M&A의 경영자 통제기능, 즉, 외부통제장치로서의 기능이 경제학자들에 의해 입증되었기 때문에 제한 없이 적대적 M&A가 가능하도록 해야 한다는 의견에 의하면 현재 세계에서 부족하다고 말하고 있는 경영권 방어 장치를 도입하는 것은 ‘오너’들의 경영권의 사적 이익 추구만을 가능하게 해 줄 것이며 오히려 경영권 방어장치가 없어도 기업집단에 소속되어 있는 회사들은 순환출자나 기타 복잡한 소유구조에 의해 적대적 M&A의 위협에서 벗어나 있기 때문에 정부는 소유구조의 단순화 작업에 더 진력하여 적대적 M&A가 실효성 있게 작동되도록 해야 한다고 한다. 이 의견에 의하면 KT&G가 쉽게 헤지펀드의 목표물이 될 수 있었던 것은 KT&G가 전형적으로 소유가 분산된 서구형의 기업이었고 기업집단에 소속되어 있지도 않았기 때문이다.<sup>47)</sup> KT&G에 대한 헤지펀드의 경영권 위협은 주주들을 포함한 이해관계자들의

<sup>46)</sup> Ken Auletta, “The Raid: How Carl Icahn Came Up Short,” *New Yorker*, March 20, 2006, 132-143. 칼 아이칸은 KT&G를 공격하기 직전에 미국의 AOL/Time Warner를 공격하였다가 실패하였다. 하버드 법대에서는 2006년 10월에 이 사건의 중심인물들을 초청한 토론회를 개최하였다. 여기에는 Time Warner의 CEO Richard Parsons, 칼 아이칸을 자문한 Lazard의 CEO Bruce Wasserstein과 회사를 자문한 골드만삭스의 글로벌 M&A 총책임자 Gene Sykes가 포함된다. 토론회는 클락 전 학장과 스트라인 판사가 주재하였다. 참석자들은 주주행동주의의 시대에 회사와 주주들간의 커뮤니케이션 확대가 필요하다는 데 의견의 일치를 보였다고 전해진다. *Harvard Law Today* 5 (December 2006). 칼 아이칸의 타임워너 공격에 대해서는 Harold Bierman, *Stockholder Rights and Carl Icahn* (Working Paper, 2005).

<sup>47)</sup> 미국에서는 M&A 전문 로펌들이 헤지펀드에 대한 대응전략을 자문하고 있다. Be Prepared For Attacks By Hedge Funds (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, December

이익으로 연결되었고 KT&G의 기업가치 제고에 도움이 되는 사건이었다고 한다. 따라서, 이 사건은 우리나라 자본시장의 발달에 긍정적인 전기를 제공하는 사건이었다고 한다.

## 2. 법률적 쟁점

### 가. 감사위원회와 집중투표

이 사건에서는 칼 아이칸 측의 이사 선임 시도를 둘러싼 법률적 공방이 가장 큰 관심의 대상이었다. 증권거래법이 대주주의 의결권을 제한하면서 감사위원회 위원의 선임, 해임은 당연히 주주총회에서 해야 한다는 것처럼 규정하고 있는데서 실무상의 어려운 문제들이 발생하는데<sup>48)</sup> 이 문제가 세간의 관심을 모으면서 법률적 분쟁으로까지 발생한 첫 사건이 되었다. 판례가 없기 때문에 이에 관하여는 종래 세 종류의 실무가 있었다.<sup>49)</sup> (1) 주주총회에 감사위원회 위원의 선임 및 해임 권한이 있는 것으로 보고 감사위원인 이사는 다른 이사와 분리하여 선임하는 실무에 의하면 이사 선임의 안건은 분리되어서 ‘일반이사 선임의 건’과 ‘감사위원 선임의 건’이 각각 상정되고 후자의 안건에는 대주주의 의결권 제한이 적용되는 투표가 이루어진다. (2) 이사선임의 건에서 필요한 수의 이사를 선임하고 새로 선임된 이사와 기존 이사들 중에서 후보를 정하여 별개의 안건으로 감사위원 선임의 건을 상정하고 감사위원을 선임한다. (3) 이사선임의 건에서 필요한 수의 이사를 선임하고 선임된 이사들 중 감사위원을 선임하는 결의를 하지 않고 감사위원으로 선임될 수 있는 자격을 부여하는 결의만을 행하는 실무에 의하면 이사회에서 다시 감사위원 선임 결의를 해야 한다.

(2)와 (3)에 의하면 경영권을 보유한 회사의 입장에서는 대주주 의결권 제한에서 발생하는 부담이 사실상 소멸된다는 문제가 있으며 이는 입법 취지와 상반되는 결과를 초래한다.<sup>50)</sup> 그러나, (1)의 방법에 의하면 집중투표를 실시하는 경우

21, 2005); Attacks by Activist Hedge Funds (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, March 7, 2006); How to Handle Hedge Fund Activism, deallawyers.com Webcast, May 9, 2006.

48) 증권거래법 제191조의11 제1항, 제191조의17 제2항, 제54조의6 제6항 등 참조.

49) 이는 BFL 제13호(2005. 9) ‘감사위원회의 법과 실무’ 좌담회 기록 중 해당 부분(9-11)을 정리한 것이다.

50) 위 좌담회 기록 11 -12 참조(SK 주주총회에서는 소비린이 사내이사, 사외이사, 감사위원이 되는 사내이사, 감사위원이 되는 사외이사 등 4 가지의 주주제안을 했고 회사측

부당한 결과를 발생시키는 문제가 있다. 이사의 선임을 두 그룹으로 분리하여 실시하는 것은 집중투표제의 기초를 부인하는 것이기 때문이다. 물론, 회사의 입장에서 법률의 구조 전체가 혼란스러운 상황에서는 가장 유리한 결과를 예상할 수 있는 방법을 채택하는 결정을 하기 마련이다. 따라서, 집중투표를 실시하는 주주총회에서는 감사위원회 위원인 사외이사를 선임할 것을 주주제안하면서 그를 특정하지 않는 경우 예기치 못한 불이익을 입을 수 있다. 회사가 주주제안을 일반 사외이사 선임에 위한 주주제안으로 취급하여 안전을 분리시키고 감사위원 후보를 제안하지 않은 것으로 받아들일 수 있기 때문이다.<sup>51)</sup>

칼아이칸 측은 주주제안권과 집중투표제의 방법에 의한 이사선임청구권 등을 피보전권리로 하여 법원에 주주총회결의금지가처분을 신청하였으나 KT&G의 2006년 정기주주총회에는 법원이 감사위원 후보임을 특정하지 않은 칼아이칸 측의 주주제안을 일반 사외이사 후보 제안으로 취급한 회사측의 손을 들어 주었다. 그 결과, 칼아이칸측은 의결권의 수로는 2인의 사외이사를 선임할 수 있었음에도 불구하고 1인의 사외이사만을 선임하는 데 그친 바 있다. 법원은 종래 주권상장 법인들의 주주총회 운영 실무가 “① 감사위원회 위원이 되는 사외이사를 다른 사외이사들과 분리하여 주주총회에서 뽑는 방식”(분리선출 방식)과 “② 감사위원회 위원이 될 사외이사를 포함하여 이사후보 전체를 대상으로 이사선임결의를 하고 나서 선임된 이사 중에서 대주주 의결권 제한규정을 적용하여 감사위원을 뽑는 방식”(일괄선출 방식)으로 나뉘어져 운영되고 있는 실정을 지적한 후에, 이 문제가 입법적으로 해결되어야 할 성질의 것이지만, 현행 상법 및 증권거래법의 해석 상 위 두 가지 방식이 주주총회의 결의 방법으로 모두 가능하고 그 가운데 어느 방식을 취할 것인지에 대한 결정권한은 별도의 주주제안이 없는 이상 이사회에 있다는 입장을 취하였다. 법원은 그 이유로 “첫째로, 분리선출 방식에 의할 경우 소수주주의 집중투표에 의한 이사선임청구권이 약화된다고 하더라도 상법 및 증권거래법상 집중투표제는 정관에 의해 배제될 수 있는 성질의 것이라

에서는 감사위원이 되는 사외이사, 감사위원이 아닌 사외이사, 사외이사 아닌 이사 등 3 건으로 안전을 나누었다고 한다).

51) 미국에서의 주주제안에 관한 논의는, Lucian A. Bebchuk, “The Case for Shareholder Access to the Ballot,” 59 *Business Lawyer* 43 (2003); Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, “Election Contests in the Company’s Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come,” 59 *Business Lawyer* 67 (2003); Randall Thomas & James Cotter, *Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction* (Working Paper, 2007) 등을 참조.

는 점...; 소수주주들로서는 사외이사의 선임방법에 관하여 일괄선출 방식을 택하도록 제안할 수 있을 것이라는 점 등에 비추어 보면, 분리선출 방식이 소수주주의 의결권 또는 집중투표제의 취지를 현저하게 침해한다고 보기 어렵다”는 것과 “둘째로, 일괄선출 방식에 의할 경우 제1단계의 사외이사 선임결의에서 대주주가 지지하는 후보들이 대부분 사외이사로 선임될 가능성이 큰 것은 사실이지만, 제2단계 감사위원회 위원의 선임결의에서 상법상 대주주 의결권 제한규정을 적용하여 감사위원회 위원을 선임하는 이상 이를 법률에 위반된 것이라고 보기 어렵다”는 점 등을 들고 있다.<sup>52)</sup>

이 쟁점은 감사위원회가 종래 주식회사의 기관인 감사를 대체하는 기구라는 점에 집중한 나머지 감사위원회가 이사회하의 하부 위원회로서의 지위를 가진다는 점을 간과하고 증권거래법에 해당 규정이 설치된 데서 발생한 것이다. 입법적인 해결이 필요하다. 그리고, 회사가 종래와 다른 방식으로 주주총회의 의안을 설정한 것이 경영권 방어를 위한 것이었다는 점에 착안하여 이사의 충실의무 위반 여부를 따져 볼 필요가 있다는 견해가 있다.<sup>53)</sup>

#### 나. DR과 외국인의 위임장

이 사건에서도 SK, 현대 등 사례에서와 마찬가지로 이사회하의 구성이 주주총회에서 달라질 것으로 예상되었기 때문에 위임장 경쟁이 치열하였다. 다른 사례들과의 차이는 외국인 투자자들에 대한 활발한 위임장 쟁탈전이 벌어졌고 서구의 전문기관이 개입되었다는 사실이다(KT&G 측의 조지스과 칼아이칸 측의 Innisfree M&A).

KT&G의 2006년 정기주주총회에서 나타난 것과 같이 이제 외국인 지분율이 높은 회사들의 경우 위임장 경쟁은 미국, 유럽 등을 망라하는 강도 높은 로드쇼(NDR: Non-Deal Roadshow)를 통해 행해져야 한다. 여기서는 해외의 우수한 투자은행들과 위임장권유 대행회사들의 도움을 받게 된다. 외국에서 행해지는 로드쇼는 주로 기관투자자들을 대상으로 하지만 미국, 유럽에서 기관투자자들의 의결권 행사에 관해 거의 절대적인 영향력을 가지고 있는 위임장 자문회사들인 ISS, Glass Lewis 등에 대한 홍보도 대단히 중요하다. 이에 관하여는 후술한다.

DR을 발행한 기업의 경우 DR의 보유자들은 의결권을 가지고 있지 않기 때문

52) 대전지방법원 제10민사부 결정 2006카합242 주주총회결의금지가처분.

53) 송옥렬, “감사위원회의 구성을 통한 경영권 방어,” BFL 제20호(2006) 93 참조.



에 주주총회에서 의결권을 행사하기 위해서는 원주로 전환을 하여야 한다.<sup>54)</sup> 원주로 전환을 하지 않는 경우 주주명부에 주주로 등재된 예탁기관이 의결권을 행사한다. 통상적인 예탁계약에 의하면 DR의 보유자는 예탁기관에게 의결권의 행사에 관해 지시할 수 있는 것이 보통이며 그러한 지시가 없는 경우 예탁기관은 자체 판단에 의해 의결권을 행사하게 된다. 예탁기관은 DR 보유자의 명시적인 지시가 없는 경우 의결권을 행사하지 않을 수도 있고, 새도우 보팅(proportional voting)을 할 수도 있으며 발행회사가 지정한 자에게 의결권의 행사를 위임하기도 하고 자체 위원회(voting committee)가 의결권 행사의 방향을 결정한 후 그에 따라 의결권을 행사하기도 하는 것으로 알려져 있다.<sup>55)</sup>

DR이 아닌 주식을 직접 보유하고 있으나 해외에 있는 외국인의 경우 한국에 거주하는 대리인에게 위임장을 교부하거나 증권예탁결제원의 온라인 시스템을 통해 의결권을 행사할 수 있다. 국내에 상임대리인(Standing Proxy)을 둔 외국인들은 상임대리인에게 이와 관련한 권한을 위임하며<sup>56)</sup> 상임대리인은 역시 증권에

<sup>54)</sup> ADR (American Depository Receipt)의 구조: 신주의 발행회사는 주식을 발행하여 증권예탁원 등의 국내 보관기관(Custodian)에 주권을 인도한다. 발행회사는 미국 내 예탁기관(ADR Depository)과 예탁계약(Deposit Agreement)을 체결하고 주식발행의 증거로 ADR을 발행하여 미국 내 투자자들에게 교부한다. ADR의 투자자들은 예탁계약에 서명하지는 않으나 ADR을 수령함으로써 예탁계약의 당사자가 된다. 발행회사의 주주명부에는 예탁기관이 주주로 등재된다. ADR 소유자들과 미국 예탁기관과의 관계는 뉴욕주법상 “Bailment”이다. 원주에 상응하는 개념으로 미국에서는 ADS (American Depository Share) 개념이 사용되는데 ADS는 원주와 상호전환이 가능한 관념상의 주식이며 ADR은 ADS를 표창하는 유가증권이다. 김화진, **소유와 경영**(박영사, 2003) 333; K. Thomas Liaw, *The Business of Investment Banking* (2<sup>nd</sup> ed. John Wiley, 2006) 190-207 참조. ADR에 관한 다양한 정보는 JP Morgan이 개설한 <http://www.adr.com>과 Bank of New York이 개설한 <http://www.adrbny.com> 참조.

<sup>55)</sup> 기업지배구조 측면에서 ADR 보유자들의 입장에서 가장 중요한 권리는 주주총회에 관한 통지를 받을 권리와 그에 출석하여 의결권을 행사하거나 위임장에 의해 의결권을 행사하는 것이다. 그러나 대부분의 국가들이 ADR의 경우 예탁기관으로 하여금 이와 같은 주주권을 행사하도록 하고 있고 ADR 소유자가 주주권을 행사하기 위해서는 ADR의 원주전환이라는 절차를 거치도록 하고 있다. 미국법이 외국회사의 주식에 대한 ADR에 대해 보호를 제공해 줄 수 없기 때문에 ADR 보유자들에게는 예탁계약을 통한 권리의 보호가 대단히 중요하게 된다. 이에 관해 ICGN Consultative Document, March 26, 2002 참조. 한편, ADR을 발행한 기업에 대한 M&A에는 원칙적으로 미국의 관련 법령들도 적용된다. 개관으로 John M. Basnage et al., “Cross-Border Tender Offers and Other Business Combination Transactions and the U.S. Federal Securities Laws: An Overview,” 61 *Business Lawyer* 1071 (2006).

<sup>56)</sup> 상임대리인은 보관기관(Custodian)을 겸하는 것이 보통이다. 국내에서는 HSBC, 씨티은행, 스탠다드차타드, 도이치은행 등이 보관기관의 업무를 행한다.

탁결제원과 온라인으로 연결된 예탁자통신시스템(SAFE)을 통해 의결권을 행사한다.<sup>57)</sup> 이는 흔히 ‘전자투표’로 불린다. 예탁결제원의 서비스를 이용하려면 주주총회가 열리기 5영업일 전에 주총안건에 대한 찬반여부를 SAFE 시스템을 통해 알려야 한다. 이 기회를 놓치면 주주총회에 직접 또는 대리인을 통해 참석하는 수밖에 없다. KT&G 사건에서는 증권예탁결제원이 종래 또는 다른 회사의 경우에 적용하던 다소 신축성 있는 업무 관례를 외국인 주주들에 대해서는 적용하지 않고 엄격하게 규칙을 운용했던 것이 문제되었다.

DR의 보유자들은 직접 의결권을 행사할 수 없기 때문에 그에 대한 위임장권유는 문제되지 않는다. 그러나, 발행회사의 입장에서는 필요하면 예탁기관을 통해 회사의 입장을 전달할 수 있을 것이고 그를 통해 DR의 보유자들로 하여금 회사의 입장을 지지하는 내용의 의결권 행사를 예탁기관에 지시하게 할 수 있다. KT&G 사건에서는 회사가 주주들에게 제공한 위임장 용지를 예탁기관이 DR의 보유자들에게 전달하여 주주들의 의사를 확인하였다. 그런데 이는 예탁기관의 편의를 위한 방법으로서 위임장권유가 아니며 DR의 보유자들이 수령하는 위임장 용지 역시 의사표시의 편의를 위한 것으로서 위임장이 아니다. 현재 통용되고 있는 예탁계약은 위임장과 관련한 규정들을 두고 있지 않다.

회사의 경영권에 도전하는 측의 입장에서는 DR의 보유자들의 의사표시에 영향을 미칠 수 있는 방법은 언론과 홍보를 통한 것 밖에는 이렇다 할 것이 없다. 이들도 예탁기관에게 회사가 하는 것과 같은 방법으로 위임장 용지의 전달을 의뢰할 수 있는가? 예탁계약의 당사자는 회사이기 때문에 예탁기관으로서는 그러한 요청을 들어 줄 필요는 없을 것이다. 그러나, KT&G 사건에서는 회사의 동의 하에 칼아이칸 측도 회사와 같은 방식으로 예탁기관을 통해 DR의 보유자들에게 위임장 용지를 전달하였다.

한편, 첨예한 분쟁상황에서 회사가 외국인에게 엄격한 위임장의 진정성 입증을 요구하는 것을 생각해 볼 수 있다. SK 주총에서는 SK가 경영권을 다투는 소버린 측에 대해서만 일방적으로 위임장에 인감증명서를 첨부할 것을 요구하였고, 소버린 측이 주총에서 패배를 하였지만 특별한 법률적 문제를 발생시키지는 않은 것으로 알려진다.<sup>58)</sup> 그러나 SK 주총에서는 소버린 측이 SK의 인감증명서 첨

57) 증권거래법 제174조의6 제1항.

58) 좌담회, 최근의 경영권분쟁과 적대적 M&A에 관한 법적 쟁점, BFL 제6호(2004), 19-21 참조.

부 요구에 따라 모든 위임장에 대해 인감증명서를 첨부하였기 때문에 결과적으로 소버린 측에 대리권을 위임하였음에도 대리권이 인정되지 않은 주주는 없는 것으로 보이고, 표결결과에서 소버린 측은 40%에 약간 못미치는 표를 모은 반면에 기존 지배주주 측은 60%를 넘는 지지를 얻어 표 차이가 많이 났다는 사정이 있었으므로 선례로서의 의미는 크지 않다. 회사가 어떠한 방법으로든지 간에 주주에게 인감증명서 첨부를 미리 요구한 사실이 없음에도 주총 현장에서 갑자기 위임장의 진정성 증명방법으로 인감증명서 첨부를 요구하는 것은 신의성실의 원칙에 어긋난다고 할 수도 있고, 이렇게 하는 경우 인감증명서가 첨부되지 않은 위임장이 상당수에 이르러 실제로 의결권을 행사하지 못하는 주주가 많아지면 주주총회결의의 효력이 문제될 것이다.<sup>59)</sup>

#### 다. 위임장권유 규칙

KT&G 사건을 포함, 최근의 경영권 분쟁 사건들에서는 위임장과 관련된 법률적 쟁점이 골고루 등장하였음이 잘 보인다. 그리고, 이 사건들에서뿐 아니라 거의 모든 경영권 분쟁과 적대적 M&A에서는 전화와 방문, 그리고 미디어 광고 등을 통한 위임장권유(proxy solicitation)가 행해진다. 기업들의 규모가 커질수록 위임장권유만으로 회사의 경영권을 쟁취하기는 어렵기 때문에 위임장권유가 일종의 구식 방법으로 여겨지는 경향이 있으나,<sup>60)</sup> 미국의 경우 적대적 M&A를 위한

<sup>59)</sup> 대리인에게 위임장을 교부하고도 직접 주주총회에 참석하는 주주가 있을 수 있다. 단순한 참관을 위한 것일 수도 있고 우리사주조합원들이 조합대표에게 의결권의 행사를 위임하고도 주주총회에 참석할 가능성이 있다. 이런 주주들을 주주총회에 참석시킬 것인지, 발언을 허용할 것인지는 의장의 질서유지권 범위 내에서 결정하면 될 것이다. 그러나, 특히 경영권 분쟁의 경우 단순히 세를 과시하기 위한 목적에서 다수의 인원이 참가하는 것은 회사에서 통제할 수 있다고 본다. 관련 판례는 이철송, **회사법강의** 제 12판(박영사, 2005), 429-430 참조. 다수의 대리인에게 분산하여 위임장을 교부하는 경우와, 다수의 대리인에게 위임장을 교부하고 나머지 주식으로 본인이 직접 참가하는 주주의 경우도 마찬가지이다. 본인이 다수의 대리인과 함께 출석한 경우 본인만 주주총회에 참석하도록 허용하면 아무런 문제가 없을 것이고, 본인을 제외한 수인의 대리인이 출석한 경우 의결권불통일행사 요건을 갖추지 못하였음을 이유로 대리권을 부인할 수도 있을 것이다. 이 문제는 독일에서도 중요한 현안으로 논의되고 있다. Hendrik van Laak & Martin Ulbrich, "Entsendung mehrerer Stimmrechtsvertreter in der Hauptversammlung?," 51 *Die Aktiengesellschaft* 660 (2006) (주식이 내포하는 자본적 권리와 인적 권리의 균형 상, 다수의 대리인 선임 가능성을 원칙으로 인정하면서도 권리남용에 해당하는 경우에는 허용될 수 없다고 함).

<sup>60)</sup> 적대적 M&A의 방법으로서 위임장경쟁이 공개매수에 의해 대체되어 가는 과정에 대

위임장권유는 공개매수와 결합되어 사용되면 가장 높은 효율을 보인다는 보고가 있다.<sup>61)</sup> 특히, 대규모 기업들보다는 주식의 유동성이 낮고 대주주 지분이 높은 중소형 상장회사에 있어서 경영권의 향배는 위임장 확보 결과에 좌우된다. KT&G 사건에서 드러난 바와 같이 헤지펀드와 기업지배구조펀드의 활동이 증가하고 미래형 경영권 분쟁이 빈발하게 되면 주주제안과 함께 위임장권유에 관한 법리가 정치성을 요구 받게 될 것이다. 미국에서 헤지펀드의 활동이 증가한 데는 SEC의 위임장권유 규제가 완화된 데도 한 이유가 있다고 한다.<sup>62)</sup>

주주총회는 대체로 적대적 기업인수와 경영권분쟁의 하이라이트이자 종결 이벤트이다. 그 준비과정에서는 주주총회 결의의 효력이 법률적으로 문제가 되지 않도록 하는 세밀한 노력이 기울여진다. 쌍방 공히 승리를 예측하기 때문에 그러한 노력은 양측에서 마찬가지로의 진지성을 가지고 이루어진다. 위임장 확보전은 그러한 주주총회를 향한 가장 중요한 준비과정이다.<sup>63)</sup> 우리나라에서 의결권 행사를 위해 위임장권유를 한 사례는 2005년의 경우 총 133건을 기록하였다. 2005년의 133건 중에는 의결권 경쟁 목적의 위임장 권유 19건(14.3%)이 포함되어 있고 나머지는 모두 주주총회 정족수 충족 목적에 의해 행해진 것이다. 이들 19건 중 9건을 분석한 결과 회사안이 가결된 경우가 7건, 경쟁자측의 의사가 관철된 경우가 1건(아세아조인트), 회사측과 경쟁자측이 각각 주주총회를 개최하여 각각 안건을 가결시킨 경우가 1건(신호제지) 등인 것으로 나타났다.<sup>64)</sup> 2006년 상반기 동

---

한 설명으로, Guhan Subramanian, "A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill," 23 *Delaware Journal of Corporate Law* 375, 383-397 (1998). 위임장경쟁이 여전히 중요한 적대적 M&A 수단으로 기능한다는 관측도 있다. J. Harold Mulherin & Annette B. Poulsen, "Proxy Reform as a Single Norm? Evidence Related to Cross-Sectional Variation in Corporate Governance," 17 *Journal of Corporation Law* 125, 131-132 (1991).

<sup>61)</sup> Lucian Bebchuk & Oliver Hart, *Takeover Bids v. Proxy Fights in Contests for Corporate Control* (Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 336, 2001).

<sup>62)</sup> Thomas W. Briggs, "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis," 32 *Journal of Corporation Law* 1, 6-17 (2007) (SSRN 버전).

<sup>63)</sup> 위임장 경쟁은 미국에서는 포이즌 필(Poison Pill)을 갖춘 회사의 경우 협상 없이 경영권을 확보할 수 있는 유일한 방법이다. 공개매수는 포이즌 필을 무력화시킬 수 없다. 한편, 위임장 경쟁에서 승리하더라도 시차임기제 이사회가 설치되어 있는 경우 경영권 장악은 대단히 어려워진다. 미국에서 가장 강력한 경영권 방어 장치가 시차임기제 이사회라 함은 이를 두고 하는 말이다. 미국에서 1990년대 중반에 위임장 경쟁에서 승리하여 이사회 1/3을 장악하였음에도 불구하고 결국 경영권의 인수에 실패한 사례가 3건이나 있다고 한다. Guhan Subramanian, "Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses," 113 *Yale Law Journal* 621, 627 (2003) 참조.

안에는 의결권 경쟁이 있었던 회사의 수가 6개사였는데 이들 중 5개 회사에서 모두 회사측 안건이 가결되었고 KT&G의 경우만 경쟁자 측의 안건이 일부 관철되었다.<sup>65)</sup>

위임장권유에 관한 규칙의 본질은 주주들의 권익 보호이다.<sup>66)</sup> 전통적인 회사관에 의하면 이사회는 구성이나 회사의 구조에 관한 중요한 결정은 주주들의 권한이기는 하지만 소유가 분산되어 있다면 주주들의 힘은 집결되지 못하므로 사실상 경영진에 의해 주주총회의 권한이 제한된다. 주주총회에서 결의할 내용에 관한 선택과 관련 정보도 경영진의 압도적인 영향 아래 주주들에게 전달된다. 정보의 정확성에 관한 의심이 발생하는 것은 당연한 일이 된다. 위임장권유에 관한 규칙은 이러한 현상을 교정하는 데 도움을 주는 것으로 여겨진다.<sup>67)</sup> 반면, 경영진에게 보다 유연한 행동의 자유를 보장해 주어 사업적인 효율을 높이는 것이 회사법의 한 역할이라고 보는 이른바 고전적인 회사법관에 의하면 위임장권유 규칙 자체와 과도한 위임장권유 규제는 바람직하지 못한 것이다. 위임장권유 관련 법령의 해석에는 이러한 정책적 시각이 반영될 필요가 있다.<sup>68)</sup>

64) 금융감독원 정례브리핑자료(2006. 2. 7) 참조. 미국에서는 위임장 대결(proxy contest)의 수가 2000, 2001, 2002년에 각각 90, 58, 66건이었던 것으로 보고되어 있다. Hanno Merkt & Stephan R. Göthel, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht* 411 (2.Aufl. Recht und Wirtschaft, 2006).

65) 금융감독원 보도자료(2006. 9. 10) 참조.

66) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economics Structure of Corporate Law* 81-89 (Harvard, 1991) 참조. 증권거래법은 의결권 대리행사를 권유하는 경우 (1) 위임장 용지는 주주총회의 목적사항 각 항목에 대하여 피권유자가 찬부를 명기할 수 있는 것을 사용하고, (2) 주주총회의 목적사항 등을 기재한 참고서류를 송부하고, (3) 송부하는 참고서류와 위임장용지를 일정 장소에 비치하고 금감원에 제출·공시하여야 하는 등의 제한을 규정한다. 누구든지 위와 같은 방법에 의하지 아니하고는 의결권 대리행사를 권유하지 못한다. 동법 제199조, 동법시행령 제85조, 유가증권의발행및공시등에관한규정 제137-140조. 권유자가 이 규제에 위반하는 경우 2년 이하의 징역 또는 1천만 원 이하의 벌금에 처할 수 있다. 김건식, **증권거래법** 제3판(두성사, 2004), 230-238 참조. 그러나, 이 규정은 단속법규이므로 이에 위반하더라도 주총결의의 효력에는 영향이 없다. 주주들의 주주총회 목적사항에 대한 찬반 의사 형성과정에 영향을 미칠 수 있을 정도로 중대한 허위의 사실을 참고서류에 기재한 경우 이는 주주총회결의의 하자를 구성한다는 시각은, 김상곤, “적대적 기업인수를 위한 위임장 대결이 있는 상장법인 주주총회 운영과 관련된 문제점,” **상장협** 제52호(2005) 80, 98 참조.

67) 그러나, 이스터브룩과 피셀은 위임장권유 규칙의 존재가 주주들의 주주총회 참여도를 높였다는 실증적인 증거가 없음을 지적한다. 위의 책, 83.

68) 미국 위임장권유 규칙에 대한 경제학적 분석이 있다. Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, “A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests,” 78

위임장 권유에 소요되는 비용은 누가 부담하는가? 이는 헤지펀드와 기업지배 구조펀드의 증가로 위임장 경쟁이 빈번해 질수록 중요한 문제가 될 것이다. 일단 회사가 권유의 주체인 경우 회사가 그 비용을 부담하는 것이 관행인 것으로 보인다. 주주가 권유의 주체인 경우 회사로 하여금 그 비용을 부담할 것을 요구할 수 있는가? 위임장 권유에 소요되는 비용에 관한 자료는 찾기 어려우나 1968년에 발간된 미국의 한 자료에 의하면 당시 이미 회사 측에서 87만 5천 달러, 반대주주 측에서 약 130만 달러의 비용을 지출하였다고 한다(New York Central Railroad 사례).<sup>69)</sup> 2001년 미국의 한 자료도 위임장 경쟁 평균 비용이 건당 620만 달러라고 보고하고 있다.<sup>70)</sup> 이에 비추어 보면 관련 법령에 의한 규제가 훨씬 강화되고 회사의 사업 내용이 복잡해졌을 뿐 아니라 주주들의 수와 지역적인 분포가 확대된 오늘날 위임장 권유 비용이 통상 수백만 달러에 달할 것임은 쉽게 짐작할 수 있다. 우리나라에서는 아직 이에 관한 논의가 본격적으로 시작되지 않은 것으로 보이는데 반대주주가 위임장권유 비용을 회사에서 부담할 것을 요청했다는 이야기도 없다. 미국에서도 반대주주는 위임장권유 비용을 스스로 부담하는 것이 관행이라고 한다. 단, 위임장권유가 회사의 사업 방향에 관한 주주들간의 다툼으로 인해 경영권 분쟁의 과정에서 행해지고 반대주주가 경영권의 쟁취에 성공하는 경우 새로 구성된 이사회가 반대주주의 위임장권유 비용을 그것이 적절한 규모라면 회사가 부담한다는 결의를 할 수 있으며 이 결의를 주주총회가 승인하는 경우 회사가 비용을 부담하는 것이 허용된다는 판례가 있다.<sup>71)</sup> 미국에서는 반대주주가 위임장 경쟁을 중단하는 것을 조건으로 회사가 1,000만 달러에 달하는 비용을 부담한 사례가 있다고 한다.<sup>72)</sup>

*California Law Review* 1071 (1990). 방대한 심포지엄 자료로, Lucian Bebchuk ed., *Symposium on Corporate Elections* (Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 448, 2003). 또, Jill Fisch, "From Legitimacy to Logic: Reconstructing Proxy Regulation," 46 *Vanderbilt Law Review* 1129 (1993) 참조. 위임장에 관한 독일과 미국법의 비교연구로, Robin A. Tuerks, *Depotstimmrechtspraxis versus U.S.-proxy-system* (C.H.Beck, 2000); Douglas G. Smith, "A Comparative Analysis of the Proxy Mechanism in Germany, Japan and the United States: Implications for the Political Theory of American Corporate Finance," 58 *University of Pittsburgh Law Review* 145 (1996).

<sup>69)</sup> Merkt & Göthel, 위의 책, 414.

<sup>70)</sup> Stephen Choi & Jill Fisch, "How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries," 113 *Yale Law Journal* 269, 300 (2003).

<sup>71)</sup> Merkt & Göthel, 위의 책, 414-415.

<sup>72)</sup> Choi & Fisch, 위의 논문, 301 (Computer Associates International의 사례).

회사의 노동조합은 일반적으로 외부 세력의 기업 인수에 대해 부정적이며 적대적인 성격의 M&A 시도에 대해서는 더 그러하다. 더구나, 이른바 ‘투기자본’의 이미지를 가지고 있는 헤지펀드에 의한 경영 간섭이나 적대적 인수 시도에 대해서는 현경영진의 입장을 지지할 가능성이 높고 실제로 2003년 하나로통신 인수 전 등에서 그런 현상이 나타난 바 있다. 노동조합이 주주가 아닌 노동조합의 자격으로 위임장권유를 하는 것이 우리나라에서는 별다른 법률적 문제를 발생시키지 않는 것으로 보인다. 미국에서는 일부 노동조합이 노사교섭에 있어서 유리한 도구로 사용할 목적으로 위임장 권유를 하는 사례가 있고 이것이 주주들의 권익을 위해 마련된 위임장 권유규칙을 정부가 엄격하게 운영하는 방향으로 진전되게 할 가능성이 우려되고 있다.<sup>73)</sup>

#### 라. 자기주식의 처분<sup>74)</sup>

자기주식의 우호세력에 대한 처분은 비교적 많은 법률적 판단을 받은 경영권 방어 조치이다. 소버린과 분쟁 중이던 SK는<sup>75)</sup> 2004년 3월의 주주총회를 앞두고 보유 중이던 자기주식을 우호적인 세력에게 처분하여 우호지분을 높이려 시도하였는데 그를 저지하려는 소버린의 법적 조치는 법원의 지지를 받지 못하였다. 서울지방법원은 2003년 12월 23일의 결정에서 자기주식은 취득의 목적이 경영권 방어가 아니었던 한 자유롭게 처분할 수 있다고 하였다.<sup>76)</sup>

그러나, 2006년의 대림통상 판결은<sup>77)</sup> 위 SK 사건 판결과 정면으로 배치되는

<sup>73)</sup> John Coffee, “The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?,” 51 *University of Miami Law Review* 605 (1997) 참조. 방대한 자료로, Stewart J. Schwab & Randall S. Thomas, “Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions,” 96 *Michigan Law Review* 1018 (1998).

<sup>74)</sup> Hwa-Jin Kim, “Directors’ Duties and Liabilities in Corporate Control and Restructuring Transactions: Recent Developments in Korea,” 7 *Oxford University Comparative Law Forum* 2 (2006).

<sup>75)</sup> 소버린은 2005년 7월 보유 주식을 모두 매각하고 SK에서 손을 떼다. 소버린이 거둔 차익은 약 1조원에 이른다. 외관상 기업지배구조 펀드로서 최상의 성과를 거둔 것처럼 보이기도 한다. 소버린은 이후 LG그룹에 투자하여 시장을 다시 긴장시켰으나 6개월 만에 매각하고 철수하였다. 매일경제(2005년 8월 24일자) A1.

<sup>76)</sup> 2003카합4154 - 의결권행사금지처분: 이 결정에서 법원은 “이 사건 이사회결의는 피신청인 회사 이사들이 신청인의 기업매수에 직면하여 이를 방어하기 위한 경영판단에 의하여 한 것으로 일응 적법하다”고 하였다.

<sup>77)</sup> 대림통상 판결(서울서부지방법원 2005가합8262 - 자기주식 장외거래 무효확인; 2006카합393 - 의결권행사금지처분).

결론을 내리고 있어 기업들에게 큰 불확실성을 발생시켰다. 이 판결에서 법원은 신주발행의 효과와 자기주식 처분의 효과를 비교하여 자기주식을 일방적으로 특정 주주들에게만 매각하는 경우 기존 주주의 지분율의 감소로 신주발행의 경우와 동일한 결과를 초래한다는 이유에서 이를 통제할 필요가 있다고 보았다. 나아가, 법원은 전환사채의 발행에 신주발행에 관한 상법의 규정이 유추적용되어 일정한 경우 전환사채의 발행이나 전환권의 행사에 의한 주식의 발행을 무효로 할 수 있음을 들어 자기주식의 처분행위도 특정 주주에게만 매도함으로써 회사의 경영권 내지 지배권에 중대한 영향을 미치고 그 결과가 심히 부당한 경우 그를 무효로 보아야 한다고 하였다.<sup>78)</sup>

KT&G도 보유하고 있던 자기주식을 우호세력에게 처분하려는 계획을 가지고 있었던 것으로 알려졌는데 칼아이칸 측은 그에 대해 이사들의 충실의무 위반 책임을 물을 것이라고 위협하였고<sup>79)</sup> 그 위협이 원인이었던지는 불분명하지만 KT&G는 자기주식 처분을 경영권 방어 수단으로 사용하지는 않았고 따라서 법률적 쟁송이 발생하지는 않았다. 2005년 말 기준으로 KT&G의 자사주 비중은 9.6%에 달하였다. 이 사례는 경영권 방어 행위에 대해 이사들의 책임을 추궁하겠다는 전형적인 미국식의 접근 방법을 보여 준다. 만일 칼아이칸 측의 접근방법이 효과적이었다면 이러한 접근방법은 전문경영인이 경영하고 사외이사가 중심이 된 이사회를 보유하고 있는 KT&G와 같은 회사에 대해서는 많이 활용될 것이다. 상술한 SK 사건 당시의 서울중앙지방법원 결정도 이사의 책임 문제에 대해 언급하고 있으나 판단의 초점은 자기주식 처분 행위의 적법성이었다. 법원은 결정문에서 “자기주식 처분이 현 이사들의 경영권 유지 또는 대주주의 지배권 유지에 주된 목적이 있는 것으로서 아무런 합리적 이유도 없이 회사와 다른 주주들의 이익에 반하는 등 경영권의 적법한 방어행위로서의 한계를 벗어난다면 주식회사 이사로서의 주의의무에 반하는 것으로서 위법하다고 볼 여지가” 있다고 하였다.

#### 마. 바이-아웃과 상장폐지

법률적 쟁점들 중의 하나는 아니었으나 이 사건에서는 경영권 방어 방법의 하나로 MBO(Management Buyout)와 상장폐지가 거론된 것처럼 보인다.<sup>80)</sup> 이 문

<sup>78)</sup> 한편, 수원지방법원 성남지원의 2007년 1월 30일자 결정은(2007카합30) 대림통상 판결과는 반대의 결론을 내리고 있어 혼란은 더욱 가중되는 양상을 보인다.

<sup>79)</sup> “Icahn Threatens to Sue KT&G Board,” *Financial Times*, March 15, 2006, 22.



제는 2006년 2월 초에 한 외지가 KT&G의 경영진이 MBO와 상장폐지를 위해 MBK파트너스라는 사모펀드와 협의를 시작했다고 보도함으로써 세간의 관심을 끌게 되었다. 통상 사모펀드는 기업을 인수하기 위해 현 경영진이 포함된 팀을 구성하고 공개매수를 통해 주식을 시장에서 거둬들인 후에 상장을 폐지하는데 이 방법이 경우에 따라서는 경영권 방어에도 사용될 수 있다. 한 헤지펀드가 또 다른 사모펀드에게 KT&G의 공동인수를 제안했다는 보도도 그 뒤를 이었다. KT&G는 급기야 2006년 2월 9일자의 자진공시를 통해 그러한 사실이 없다고 밝히게 된다.

이 해프닝은 관련된 사모펀드간의 ‘토종성’ 논란마저 불러일으켰고 국내 금융기관들과 국내 사모펀드들의 시급한 역량제고 필요성이 부각되었다. 사실 여부와는 무관하게 이러한 논의는 우리나라 기업 경영권 시장의 수준을 한 단계 높일 수 있는 가능성을 보여주었다. 경영권 시장의 발전에는 경영권 방어 목적, 또는 일반적 형태의 바이-아웃(Buy-Out)거래의 활성화가 필요하기 때문이다.<sup>81)</sup>

#### IV. 헤지펀드 활동주의의 함의

##### 1. 소유와 경영의 재결합<sup>82)</sup>

KT&G 사건은 세계적인 헤지펀드 활동주의<sup>83)</sup>가 국내로 직수입된 사례이다.<sup>84)</sup>

<sup>80)</sup> 일반적으로 김화진/송옥렬, “상장폐지와 차입매수(LBO) 개관”, CFO 제6호(2004) 29.

<sup>81)</sup> 바이-아웃거래는 소유와 경영을 결합시키며 그로부터 당사자들에게 새로운 부가 창출된다. 소유와 경영의 결합은 경영권을 강화하게 되어 그로부터 부가가치가 창출된다. 또, 바이-아웃거래는 회사가 상장회사로 있는 데서 발생하는 비용을 절감하게 함으로써 거래 당사자들에게 이익을 가져다 주고 회사의 자산을 보다 효율적으로 활용될 수 있게 한다. Luc Renneboog & Tomas Simons, Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs (European Corporate Governance Institute Working Paper, 2005).

<sup>82)</sup> 초기적 관측은, 김화진, “소유와 경영의 ‘재결합,’” 머니투데이(2007년 1월 18일자).

<sup>83)</sup> 헤지펀드 활동주의에 대해 The Alpha Effect: How Hedge Funds Are Reshaping Deals (International Financial Law Review, June 2006) 참조. 또, April Klein & Emanuel Zur, Hedge Fund Activism (European Corporate Governance Institute Working Paper, 2006); Reid Pearson, Hedge Funds and Shareholder Activism (Altman Group Advisor, February 2006) 참조. 헤지펀드는 1949년에 Alfred Winslow Jones라는 사람이 설립한 것이 최초라고 한다. 유명한 Long Term Capital Management (LTCM)도 헤지펀드의

소버린의 SK 공격에 비해 한 단계 진화된 양상을 보여준다. 2006년은 이른바 ‘장하성 펀드’로 불리는 국내의 기업지배구조펀드가 본격적인 활동을 하기 시작한 해이기도 하다.<sup>85)</sup> 다만 국내의 기업지배구조펀드는 아직 경영권 인수 가능성을 명확히 내세우지는 않았다는 차이가 있다. 이 사회현상이 우리 자본시장과 기업지배구조의 발달에 어떤 의미를 가질 것인지는 아직 평가하기에 이르다. 그러나, 이 문제를 세계적인 주주권 보호 운동(Shareholder Activism)과 연결시켜 생각해 보면<sup>86)</sup> 많은 학술적, 정책적 시사점이 보인다.

기업의 소유와 경영이 분리되는 것은 기업의 규모가 커짐에 따라 사업에 필요한 자금을 조달하기 위한 것이다. 어떤 창업자도 예컨대 삼성전자와 같은 대기업이 필요로 하는 자금을 자체 공급할 수 없고 은행을 통한 간접금융에는 한계가 있다. 이에 따라 기업이 자본시장에서 유상증자를 거듭하면서 소유가 분산되면 어느 주주도 경영에 영향을 미칠만한 힘을 가질 수 없게 되고 여기서 전문경영인의 시대가 도래한다. 대표적인 경제가 바로 미국과 영국이다. 그러나, 이들 나라에서는 기업의 가치를 높이는데 주주들의 권한을 조금 더 크게 하는 것이 바람직하다는 논의가 현재 활발하게 전개되고 있다. 이는 세계적인 기업지배구조 개선 움직임의 일환이다. 주주들은 기업의 운영에 필요한 정보를 가지고 있지 못하게 때문에 경영판단은 경영자와 이사회에 맡기려는 것이 전통적인 법률의 태

---

하나였다. LTCM은 1994년에 설립되었는데 1997년 노벨경제학상을 공동수상한 Myron Scholes와 Robert C. Merton이 이사였던 것으로도 유명하다. 초기에 40%의 수익률을 기록하기도 한 이 펀드는 2000년 초에 대규모 스캔들과 함께 해산하였다. Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (Random House, 2000); Jonathan Gatsik, “Hedge Funds: The Ultimate Game of Liar’s Poker,” 35 *Suffolk University Law Review* 591 (2001) 참조. 헤지펀드를 정의하는 일과 다른 형태의 기관투자자와 구별하는 일은 쉽지 않다. K.A.D. Camara, “Classifying Institutional Investors,” 30 *Journal of Corporation Law* 219 (2005); Frank Partnoy & Randall Thomas, Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation (Working Paper, 2006) 참조. Hedge Fund Research에 의하면 2006년 상반기 말 현재 헤지펀드 운용자산의 규모가 1조 2,250억 달러에 달하였는데 헤지펀드들이 레버리지 전략을 사용함을 감안하면 보유 자산의 규모는 이 보다 더 클 것으로 짐작된다. 헤지펀드의 수는 가장 큰 UBS Global Asset Management를 포함하여 약 9,000개로 추산된다. 상세한 데이터와 정보원은 Wikipedia를 참조할 것.

84) 투기성 외국자본 유입의 영향과 대응방향(대통령보고서, 2005년 2월).

85) 한국경제(2006년 8월 24일자) A3 (“한국판 소버린 떴다” 세계 긴장).

86) Stuart Gillan & Laura Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States* (Working Paper, 2007) 참조. 이 논문은 헤지펀드가 기업지배구조에 미치는 영향에 관한 최신 문헌들을 소개하고 있다.

도였다. 그러나, 엔론 사건 등을 거치면서<sup>87)</sup> ‘무능한 주주가 부정직한 경영자 보다 낫다’는 시각이 설득력을 얻음에 따라<sup>88)</sup> 주주들이 경영에 직접 영향을 미칠 수 있는 장치인 주주제안과 위임장권유 규칙 등의 정비가 논의되고 있다.

기업지배구조펀드나 헤지펀드는 ‘어느 날 갑자기’ 많지 않은 지분으로 주주들을 규합하고 효과적인 홍보 전략을 구사해서 원하는 바를 성취한다. 이론은 있지만 이들이 성취하는 것은 회사와 주주 전체의 이익이다. 인상적인 것은, 이들의 회사에 대한 요구는 핵심적인 경영상의 결정에 관한 것이 많다. 2002년 이후 헤지펀드의 타깃이 되었던 130개 기업을 분석한 미국에서의 한 연구에 의하면 헤지펀드들의 요구가 핵심적인 경영판단을 대체하는 경우가 많다는 것이 드러났다고 한다.<sup>89)</sup> 국내에서는 여기서 본 KT&G 사건이 그를 잘 보여주었다. 자본구조, 배당정책, 투자, 자산처분 등에 관한 결정권은 경영진과 이사회에 고유의 권한으로 여겨져 왔던 것들이다. 이는 주주총회에서 다루어 지는 사안들이 아니기 때문에 펀드들은 경영권에 대한 위협을 무기로 장외에서 이들 요구사항을 관철한다. 여의치 않으면 위임장 대결을 통해 이사를 이사회에 진출시키거나 경영권을 장악하려는 시도를 전개한다.

이는 결국 소유와 경영의 재결합 현상이다.<sup>90)</sup> 지배구조펀드와 헤지펀드가 스스로 주장하듯이 이들의 활동은 주주가치의 제고를 위한 것이므로 소유와 경영의 분리가 최고의 지향점이었던 시대를 종식시킬 수도 있는 현상이다.<sup>91)</sup> 이러한 추세가 계속된다면 이사의 법률적 책임에 관한 법리도 상응하는 변화를 겪어야 할 것이고 주요주주의 책임 논의도 나올 가능성이 있다.<sup>92)</sup> 더 큰 맥락에서는 주주와

87) 엔론 사건에 대한 탁월한 소개가 있다: Kurt Eichenwald, *Conspiracy of Fools: A True Story* (Broadway, 2005).

88) Bernard Black & Reinier Kraakman, “Delaware’s Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value,” 96 *Northwestern University Law Review* 521 (2002).

89) William W. Bratton, *Hedge Funds and Governance Targets* (Georgetown Law and Economics Research Paper No. 928689, 2006).

90) Marcel Kahan & Edward Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control* (European Corporate Governance Institute Working Paper, 2006), 2에서는 헤지펀드가 회사의 효율을 높이고 주주들의 이익을 가장 잘 보전할 수 있는, 회사법학계의 오랜 탐색을 종결시켜 줄 성배(Holy Grail)인가를 묻고 있다.

91) 그러나, 머니투데이(2007년 1월 31일자) 18 참조(신규투자 등은 경영진의 고유권한으로 본다는 장하성 교수의 시각 보도).

92) Roberta Karmel, “Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders?,” 60 *Business Lawyer* 1 (2004). 서구에서는 가족 기업들에 대한 연구가 쏟아져 나오고 그 ‘공과’가 재조명 받고 있다. David Landes, *Dynasties* (Viking, 2006);

이사회간의 권한 분배에 대한 회사법의 내용이 재조정 되어야 할 필요도 발생할 것이다. 주주총회에서의 의결권 행사 또는 주주제안 등의 소수주주권 행사를 통해 표출되는 주식회사 주주의 권한과 회사의 경영에 관한 제반 결정을 내리고 경영진을 감독하는 이사회 권한 사이의 경계획정은 회사법의 가장 원초적인 과제들 중 하나인데 회사법은 이사회의 구성을 주주들이 하도록 하고 합병 등 회사의 중요한 구조변경에 관해 주주총회의 승인을 그 요건으로 함으로써 주주의 권한을 가장 상위에 두는 듯 하지만 실제로 주주총회 내지 주주와 이사회간의 힘겨루기는 서구에서도 100년이 넘는 역사를 가지고 있고 아직도 전개되고 있는 현상이다. 그리고, 이 문제는 주식회사가 존재하는 한 끝나지 않을 영원한 ‘권력투쟁’이라 해도 과언이 아닐 것이다.<sup>93)</sup> 우리나라에서는 이 문제가 종래 큰

---

Mike Burkart et al., “Family Firms,” 58 *Journal of Finance* 2167 (2003); Ronald Anderson et al., “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” 58 *Journal of Finance* 1301 (2003) 참조.

- 93) 미국 회사법학은 이 문제를 적대적 M&A에 대한 경영권 방어 문제를 중심으로 논의해 왔는데 최근 하버드 법대의 뱀척 교수가 이를 보다 넓은 범위에서 논하는 논문을 발표하였고 그에 대해 본격적인 토의가 이루어지는 계기를 제공하였다. Lucian A. Bebchuk, “The Case for Increasing Shareholder Power,” 118 *Harvard Law Review* 833 (2005). 뱀척 교수의 논문에 대해서는 반대 입장에서 서 있는 UCLA 법대 베인브리지 교수와 중간적인 입장을 취하는 델라웨어 주 법원 스트라인 판사가 논평하였고; Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy and Shareholder Disempowerment,” 119 *Harvard Law Review* 1735 (2006); Leo E. Strine, Jr., “Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk’s Solution for Improving Corporate America,” 119 *Harvard Law Review* 1759 (2006), 그에 대해 뱀척 교수가 다시 답하였다. Lucian A. Bebchuk, “Letting Shareholders Set the Rules,” 119 *Harvard Law Review* 1784 (2006). 주주들의 현실적인 권한 범위와는 별개로 회사법은 관념적으로 주주를 회사의 운명을 결정하는 최상의 지위에 있는 것으로 설정하고 있다. 이를 ‘Shareholder Primacy’라고 한다. 아이젠버그 교수는 대다수의 학자들이 주식회사 이사의 임무가 주주들의 이익을 증진시키는 것이라는 이 관념을 받아들이고 있다고 지적한다. Melvin Eisenberg, “The Conception That the Corporation Is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm,” 24 *Journal of Corporation Law* 819, 832 (1999). 이 관념을 표방하는 상징적인 논문은, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, “The End of History for Corporate Law,” 89 *Georgetown Law Journal* 439 (2001). 과도한 주주이익 모델에 대한 경고로 Matthew T. Bodie, “AOL Time Warner and the False God of Shareholder Primacy,” 31 *Journal of Corporation Law* 975 (2006). 이사회를 최고의 위치에 놓아야 한다는 견해를 ‘Director Primacy’라고 부른다. Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance,” 97 *Northwestern University Law Review* 547 (2003); Iman Anabtawi, “Some Skepticism About Increasing Shareholder Power,” 53 *UCLA Law Review* 561 (2006). 주주들이 Director Primacy를 선호한다는 주장은 Lynn Stout, “Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy,” 75 *Southern*

이슈가 아니었는데 회사를 직접 경영하는 대주주의 존재로 주주총회와 이사회가 직접 대립되는 기관이 아니었기 때문이다. 이 글에서 나타나는 바와 같은 변화하는 자본시장에 비추어 현행 상법 상의 권한 배분 구조는 효율적인지, 비효율적이라면 그 비효율성을 상쇄할 만한 다른 가치가 반영되어 있는지, 그렇지 않다면 어떤 형태로 변화되어 가야 하며 법령이 규정하고 있지 않은 영역에서 법관은 어떤 기준에 의해 분쟁을 해결해야 할 것인지에 대한 연구가 필요하다.<sup>94)</sup>

## 2. 프리미어 정유 사례<sup>95)</sup>

프리미어 정유(Premier Oil)는 영국의 중형 석유회사로서 석유와 천연가스 탐사 및 개발업을 영위한다. 2004년 현재 종업원 수 485명, 매출액 2억 6,300만 파운드를 기록했던 영국 기업이다. 우리나라에서 삼성물산 주가조작 사건을 일으킨 바 있는 영국의 허미스(Hermes)는 프리미어에 기관투자자로서 투자하고 있었으나 2000년에 들어서면서 프리미어의 저평가를 이유로 회사의 경영에 본격적으로 개입하기 시작하였다.

우선 허미스는 프리미어가 그 양대 주주인 Amerada Hess와 Petronas가 각각

---

*California Law Review* 1189 (2002). 이 문제의 M&A 측면에서의 논쟁도 계속되고 있다. Stephen M. Bainbridge, "Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers," 31 *Delaware Journal of Corporate Law* 769 (2006) (이사의 경영권 방어에 관한 강력한 권한을 인정한 판결에 대한 호평). 반대 견해로는, Ronald Gilson, "Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)," 26 *Delaware Journal of Corporate Law* 491 (2001); Robert B. Thompson & D. Gordon Smith, "Toward a New Theory of the Shareholder Role: Sacred Space in Corporate Takeovers," 80 *Texas Law Review* 261 (2001).

<sup>94)</sup> 특히, 전통적인 주주와 이사회 간 권한 배분의 균형을 바꾸는 가장 가시적인 현상인 주주제안권은 주주가 회사의 경영에 사전적으로 관여할 수 있는 가장 강력한 도구임에도 불구하고 많은 법률적 불확실성을 내포하고 있다. 미국법 개관은 Stephen J. Choi & A.C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Materials* 701-719 (Foundation Press, 2005). 미국, 영국, 독일, 프랑스, 스위스, 캐나다 등 6개국의 제도에 대한 비교 연구로, Dirk Zetzsche, "Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations: A Six Country Comparison," 2 *European Corporate & Finance Law Review* 105 (2005) 참조.

<sup>95)</sup> 이는 영국 허미스의 홈페이지에 소개되어 있는 사례이다. [http://www.hermes.co.uk/corporate\\_governance](http://www.hermes.co.uk/corporate_governance) 허미스는 가장 활동적인 기업지배구조 펀드의 하나이다. 허미스 등의 자료에 의한 분석 결과 기업지배구조에의 관여가 상대적으로 우수한 수익률을 가능하게 했다는 보고가 있다. Marco Becht et al., *Returns to Shareholder Activism* (European Corporate Governance Institute Working Paper, 2006).

25%를 보유하고 있는 지분구조가 이사회 독립성을 저해하고 회사의 경영실적을 저하시키는 원인이라는 의견을 제시하였는데 허미스는 양대 주주가 25%씩을 차지하는 지분 구조가 외부의 적대적 M&A를 사실상 불가능하게 하여 주식의 저평가를 초래하였다고 보았다. 나아가, 허미스는 프리미어가 메이저 석유회사들과 석유탐사 및 제품생산에 있어서 효과적으로 경쟁하는 데 필요한 규모를 갖추지 못하고 있음을 지적하고, 프리미어는 메이저 석유회사들이 대규모 탐사에 집중하는 과정에서 발생하는 중소 규모 탐사 기회도 잡지 못할 만큼 기동성과 유연성이 없음도 지적하였다.

한편, 허미스는 프리미어가 군사독재와 인권탄압으로 유명한 버마에서 사업을 수행하는 것이 회사의 국제적 이미지에 부정적인 영향을 미침을 지적하였다. 프리미어는 1990년대 초에 텍사코와 함께 버마에 투자하여 Yetagun Gas Field를 소유하였으나 1997년에 미국의 클린턴 대통령이 버마에 경제제재를 가하면서 텍사코가 철수하자 그 지분을 인수하여 Yetagun 지분의 26.67%를 보유하고 있었다. 허미스는 이러한 ‘우려 사항’을 회사의 이사회에 지속적으로 전달하였고 2001년에 회사는 일부 비전략적 자산을 처분하고 구조조정을 시작, 2002년 9월에는 양대 주주가 각각의 지분을 회사에 매각하고 철수하였으며 2003년에는 회사는 13년간의 사업을 정리하고 버마에서 완전히 철수하기에 이른다.

이 사례는 회사의 경영판단과 전략의 결정, 경영철학에 관한 사항들은 전통적으로 회사의 경영진과 이사회 권한영역 내에 유보되어 있는 것이며 그 결과에 대해서는 회사의 경영진과 이사회가 도의적, 법률적 책임을 진다는 주식회사 운영의 기본적인 원리를 일부 주주가 사실상의 실행행사를 통해 주주총회에서 경영진을 교체함이 없이 변경하고 회사를 위해 실질적인 경영전략과 경영판단, 사업상의 결정 등을 내릴 수 있음을 보여준다.

### 3. 헤지펀드 증가의 위험

국내에서도 헤지펀드(Hedge Fund)의 활동이 증가하고 있다.<sup>96)</sup> 헤지펀드 활동의 증가는 순기능과 역기능을 동시에 가질 것이다. 헤지펀드를 허용하되 소유지

<sup>96)</sup> 헤지펀드 경영참여 ‘큰 목소리’, 파이낸셜뉴스(2006년 12월 28일자); 초대형 헤지펀드 잇단 상륙, 한국경제(2006년 12월 26일자); 기관, 헤지펀드 투자 늘린다, 한국경제(2006년 12월 19일자); 이봉구, “헤지펀드 전성시대,” 한국경제(2007년 2월 9일자) 등 참조.

배구조에 관한 정보를 공개하도록 해야 한다는 의견도 나온 바 있다.<sup>97)</sup> 헤지펀드에 대한 정책은 다른 기회에 다루기로 하고 아래에서는 헤지펀드 활동의 증가가 발생시킬 수 있는 새로운 문제들만 간단히 소개한다. 아래에서 제시하는 유형의 위험은 일반 기관투자자나 심지어는 개인투자자들에 의해서도 발생할 수 있는 것이지만 고객에 대한 엄청난 수익률 달성 압력 하에 있는<sup>98)</sup> 헤지펀드에 의해 발생할 가능성이 상대적으로 높다. J.P. Morgan의 한 자료에 의하면 위에서 본 바와 같이 기업지배구조나 경영권에 개입함으로써 순기능을 하는 헤지펀드는 전체 헤지펀드의 5% 정도에 불과하므로<sup>99)</sup> 아래에서 보는 위험 요소들이 오히려 헤지펀드의 속성을 더 잘 반영한다는 주장도 가능하다.

### 가. 위험 유형 1

회사의 대주주, 주요주주가 회사가 손해를 보는 방향으로 의결권을 행사하는 일이 일어날 수 있을까? 있다. 회사의 손해와 그로부터 발생하는 주가 하락 등의 손해가 다른 개인적인 이익으로 충분히 커버된다면 그럴 수도 있을 것이다.

헤지펀드인 Perry Corporation은 2004년 말 현재 King Pharmaceuticals 주식 700만주를 보유하고 있다. King의 경쟁회사인 Mylan Labs는 King 주가에 상당한 프리미엄을 지불하면서 King을 합병하기로 King과 합의하였다. 이 합병이 이루어지면 Perry는 약 2,800만 달러의 차익을 실현하게 된다. 그러나, 합병이 발표되자 Mylan의 주가는 급락하였고 주주총회의 승인도 불투명해졌다. 그러자 주주총회의 승인을 가능하게 하기 위해 Perry가 Mylan 지분의 9.9%를 취득하였다. 동시에 Perry는 파생금융상품 달러들과의 주식스왑을 포함한 일련의 거래를 통해 Mylan 주가 하락에서 발생할 수 있는 리스크를 완전히 헤지하였다.<sup>100)</sup>

97) 이호진 외, **헤지펀드에 대한 주요국 규제동향과 정책적 시사점**(대외경제정책연구원, 2006). 미국의 현황에 대하여는 Shartsis Friese, *U.S. Regulations of Hedge Funds* (American Bar Association, 2006); 송중준, “미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점,” **증권법연구** 제7권 1호(2006). 또, Theodor Baums & Andreas Cahn 편, *Hedge Funds: Risks and Regulation* (de Gruyter, 2004) 참조.

98) 업계 현황에 대해서는 Barton Biggs, *Hedgehogging* (Wiley, 2006). 미국 예일대학교 기금의 25.7%가 헤지펀드에 투자되어 있다는 보고가 있다. Kahan & Rock, 위의 논문, 34. 아시아 지역 헤지펀드의 실적에 대해 Francis Koh et al., *Asian Hedge Funds: Return Persistence, Style, and Fund Characteristics* (Working Paper, 2003).

99) Kahan & Rock, 위의 논문, 18.

100) 이 사례와 아래 루비콘 사례는 Henry Hu & Bernard Black, “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership,” 79 *Southern California Law*

KT&G 사건의 주인공인 칼아이칸은 Mylan의 주요주주였는데 이 합병거래에 반대하면서 Perry와 Mylan을 미국연방증권법 위반을 이유로 고소하였다. 칼아이칸은 Perry와 다른 헤지펀드들이 지분공시의무를 위반하였으며 경제적 위험은 부담하지 않은 상태에서 Mylan 의결권의 19%를 확보하였다고 주장하였다. 만일 이 주장이 사실이라면 Perry와 다른 헤지펀드들은 Mylan의 가치 하락에도 불구하고 합병을 진행할 인센티브를 가지게 된다. 실제로, Mylan의 가치가 하락하면 하락할수록 헤지펀드들은 더 큰 이익을 실현하게 된다. Mylan 주식에 관해서는 리스크가 헤지되어 있으므로 Mylan이 불리한 조건에 King과 합병할수록 King 주식에서 얻어지는 이익은 증가하기 때문이다. 그러나, 이 소송은 King의 회계문제가 드러나고 Mylan이 합병을 포기함으로써 중단되었다.

이 사례는 지배주주나 경영자가 자기 회사 주식에서 발생하는 리스크를 완벽하게 헤지할 수 있다면 개인적인 이익을 위해 회사에 불리한 거래를 할 인센티브가 발생할 수 있음을 잘 보여주고 있다. 헤지펀드의 기업지배구조 개선 노력은 이기적인 재무적 이익 시현을 그 본질로 하고 있음을 잊지 않게 해 주기도 한다.

#### 나. 위험 유형 2

2001년 초, Perry는 뉴질랜드의 상장회사인 Rubicon의 주요주주였다. 뉴질랜드는 우리나라의 5% 규칙과 유사한 대량지분 공시규칙을 가지고 있으며 Perry는 공시의무를 이행하고 있었다. 2001년 6월, Perry는 5% 미만을 보유하게 되었음을 공시하였다. 그러나, 2002년 7월 11일, Perry는 도이치은행과 UBS Warburg로부터 3,100만주를 매입하여 16%의 지분을 보유하게 되었다고 다시 공시하여 시장을 놀라게 하였다. Rubicon의 주주총회는 7월 19일로 예정되어 있었다.

2001년 5월 31일, Perry는 도이치은행에 1,400만주, UBS Warburg에 1,700만주를 각각 매도하고 동시에 같은 주식을 대상으로 하는 주식스왑계약을 체결하였다. 주식스왑계약은 뉴질랜드법상 공시의무 대상에서 제외된다는 것이 Perry의 주장이었다. Perry는 필요할 때면 바로 스왑계약을 해제하고 주식을 매수할 수 있었다. 1심법원은 Perry가 공시의무를 위반했다고 판결하였으나 항소심에서는 Perry가 승소하였다.<sup>101)</sup>

*Review* 811, 828-829, 836-838 (2006)에 소개된 것이다. 또, Shaun Martin & Frank Partnoy, "Encumbered Shares," 2005 *University of Illinois Law Review* 775 참조.

<sup>101)</sup> Perry Corporation v. Ithaca Ltd., [2003] NZCA 220 (12 September 2003) (Court of



스왑계약이 해제되더라도 주식의 매수인들이 주식을 보유하고 있지 않으면 Perry는 주식을 매수할 수 없다. 그러나, 해당 주식에 대한 시장이 그다지 크지 않기 때문에 매수인들인 금융기관들은 주식을 계속 보유하고 있는 것이 가장 안전한 헤징 수단이라고 생각하였고 Perry가 주식을 매수하기를 원할 때 그를 거절할 이유도 없었다. 이 점을 Perry는 잘 인식하면서 거래를 이행하였다.

이 사례는 시장의 현실을 잘 파악하면 안전하게 의결권을 확보할 수 있음을 보여 준다. 파생금융상품거래의 비용이 낮아질수록 그 활용은 늘어날 것이다. 우리나라에서도 이러한 위험이 인지되어 금융감독원이 5%보고를 통한 공시의무를 강화하는 방안을 발표한 바 있다.<sup>102)</sup> 5%보고서에 포함되는 보유주식에 대한 주요계약에 주식대차계약이나 손실회피를 위한 헤지계약 등이 포함되는지의 여부가 불분명하였는데 이들을 포함하도록 보고서 서식이 개정되었고 보고서의 심사도 강화되었다. 그러나, 이러한 위험에 대해 정부가 지분공시의무의 강화로만 대처할 수 없다는 문제가 있다. 왜냐하면 공시의무의 강화는 비용을 수반하고 거래의 위축까지 초래할 수 있어 쉬운 정책적 선택이 아니기 때문이다.

#### 다. 위험 유형 3

삼성전자의 적대적 M&A 가능성 문제는 허미스(Hermes)의 삼성물산 주가조작 사건을 발생시켰다. 1983년에 출범한 허미스는 헤지펀드는 아니며 위에서 본 바와 같이 거액의 자산을 운용하는 영국의 대표적인 기업지배구조 펀드이다. 허미스의 원칙(Hermes Principles)이라는 자산운용과 투자 지침을 가지고 있는데 이 원칙의 일본어와 한국어 번역이 홈페이지에 게시되어 있다. 그러나 여기서 제시된 위험 유형은 헤지펀드에게도 적용될 수 있다.

삼성물산은 보유하고 있는 삼성전자 주식의 가치에 비해 자체 저평가 되어 있어 항상 적대적 M&A 위협에 노출되어 있는 것으로 여겨져 왔는데<sup>103)</sup> 허미스는 삼성물산에 지배구조 개선 압력을 가하다가 결국 2004년 12월 1일 한 일간지를 통해 삼성물산의 지배구조 개선이 이루어지지 않는 경우 적대적 M&A를 지원하겠다는 의사를 표명하였다. 그 영향으로 주가가 급등하자 허미스는 이틀만에 주

Appeal of New Zealand); Perry Corporation v. Ithaca Ltd., [2003] NZCA 284 (8 December 2003) (Court of Appeal of New Zealand).

102) 헤지거래계약을 이용한 무위험 투자행위에 대한 공시강화방안 검토(금융감독원 정례브리핑자료, 2006. 3. 14.).

103) 한국경제(2004년 6월 19일자) 16.

식을 처분하여 무려 200억원에 가까운 시세차익을 거둔 것으로 알려진다.<sup>104)</sup> 금융감독원은 2005년 3월 허미스의 본부가 있는 영국의 런던에서 조사활동을 수행한 후 2005년 7월 22일 금융감독위원회가 최초로 외국 회사인 허미스를 검찰에 고발하였다.<sup>105)</sup> 허미스는 혐의사실을 부인하면서 강력 반발하였다. 이 사건은 삼성전자를 포함한 우리나라 기업들의 주가가 M&A설로 왜곡될 수 있으며 그 결과 증권시장에서 각종 불공정거래행위를 유발할 수 있음을 극명하게 보여준 사례이다. 허미스는 SK 경영권분쟁에서 소버린을 지지하였다.

#### 라. 위협 유형 4

엘리어트 어쏘시에이즈 펀드의 자회사인 맨체스터 시큐리티즈는 2002년 9월 삼성전자의 우선주 4만주를 매입하였는데 동년 12월에 자신들이 우선주를 매입하기 전인 2002년 정기주주총회에서 우선주의 보통주 자동전환 조항이 정관에서 삭제된 것을 무효라고 주장하는 소송을 제기하였다.

그러나, 그와 병행하여 맨체스터는 삼성전자에게 소송을 중단하는 것을 조건으로 자신들이 보유하는 우선주를 보통주 가격에 매입해 달라는 요청을 하였다고 한다. 이는 적대적 M&A의 위협을 받고 있거나 경영권분쟁이 발생한 회사의 주식을 취득해서 회사나 대주주의 궁박한 입장을 이용해 이득을 취하는 이른바 그린메일(Greenmail)이다. 삼성전자는 이를 거절하였다고 하나 이와 같은 사례는 향후 얼마든지 재발생할 수 있고, 언론을 통해 시장에 알려짐으로써<sup>106)</sup> 모방세력이 등장할 수도 있으며, 그린메일은 위 위협유형3에서 나타난 바와 같은 M&A설을 이용한 회사 주식에 대한 불공정거래행위와 연계되어 회사와 다른 주주들의 이익에 심대한 타격을 줄 수 있다.

국내 대기업들에게 적대적 M&A가 실제로 발생할 것인지의 여부와는 별개의 문제로, 경영권의 안정을 위해 활용될 여지가 별로 없는 현행의 제도가 존속되는 한 지속적으로 M&A 설을 이용하거나 조작해서 증권시장에서 불공정거래행위를 하거나 그를 통해 그린메일을 시도하려는 세력이 등장할 것이다. M&A 가능성을 이용해서 위협한 행위를 하는 경우가 아니라 해도, M&A 가능성은 단기차익을

104) 매일경제(2004년 12월 14일자).

105) 유가증권 불공정거래 혐의 등에 대한 조사결과 조치(금융감독원 보도자료, 2005. 7. 22); "Tough Line on Hermes Likely," *Financial Times*, July 22, 2005, 1; 한국경제(2005년 7월 23일자) A7(투기자본에 '초강수' 경고).

106) "맨체스터, 삼성전자에 그린메일 시도했었다," 이데일리(2004. 7. 14).

추구하는 주주들에게 유리한 환경을 조성하게 된다. 이는 회사에 대한 신뢰를 기반으로 하여 장기적으로 주식을 보유하고 지배구조에 적극적으로 참여하고자 하는 우량주주들이 받아야 할 수익을 회사에는 아무 관심도 없이 고수익만을 추구하는 단기투자 주주들이 차지하는 결과를 발생시킨다.<sup>107)</sup> 최근 독일에서는 이러한 문제 때문에 주식 보유기간이 긴 장기투자자를 의결권의 수 측면에서 우대하는 제도 개선까지 검토되고 있다.<sup>108)</sup>

#### 4. 기관투자자 서비스 회사

KT&G를 위해 위임장 권유를 행한 대행회사 조지슨(Georgeson Shareholder Communications)은 1935년에 설립된 오래된 회사이며 엄청난 양의 정보와 경험을 보유하고 있다.<sup>109)</sup> 외국인 주주들이 많은 회사의 경영권 분쟁에서는 이런 전문 회사의 도움이 필수적이다. 그러나, 최근 헤지펀드의 활성화와 함께 기관투자자 서비스 회사의 역할이 한층 더 부각되고 있다. 이는 위에서 언급한 ISS,<sup>110)</sup> Glass Lewis<sup>111)</sup> 등의 기관이다. 한 조사에 의하면 미국 대기업들의 약 40% 지분이 의결권 행사에 관한 ISS의 권고에 따르는 기관투자자들의 소유라고 한다.<sup>112)</sup> 경영권분쟁이나 적대적 M&A에서 이기는 데는 ISS의 우호적인 의견이 대단히 중요하며 KT&G 사건에서도 양측 모두 그를 위해 노력하였다.

이러한 기관투자자 서비스 회사들은 경영권 방어에 대해 통상 비우호적인 입장을 취하기 때문에 주로 회사를 공격하는 헤지펀드들이 ISS와 같은 회사의 의견을 백분 활용하며, 심지어는 ISS와 같은 회사들이 헤지펀드 활동주의를 강화하

<sup>107)</sup> 경영학자들은 단기적 이익의 추구를 위한 주식 매매 결정, 또는 단기적인 주가를 의식한 사업상의 결정은 회사의 장기적인 사업기회의 현재가치를 반영하는 주가를 기준으로 하기 때문에 문제될 것이 없다고 본다. Richard E. Kihlstrom & Michael L. Wachter, "Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law," 152 *University of Pennsylvania Law Review* 523, 566-567 (2003) 참조.

<sup>108)</sup> "독, 헤지펀드 경영참여 제한," 한국경제(2005년 5월 18일자). 독일에서의 헤지펀드 규제 논의로, Hanno Berger & Kai-Uwe Steck, *Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland* (Institut für Bankrecht, Universität Frankfurt, Arbeitspapier Nr. 114, 2003) 참조.

<sup>109)</sup> <http://www.georgesonshareholder.com>.

<sup>110)</sup> <http://www.issproxy.com>.

<sup>111)</sup> <http://www.glasslewis.com>.

<sup>112)</sup> Thomas W. Briggs, "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis," 32 *Journal of Corporation Law* 1, 14-15 (2007) (SSRN 버전).

는 것으로 이해된다.<sup>113)</sup> 우리나라에는 아직 ISS와 같은 서비스를 제공하는 회사가 없으나 그 등장은 시간 문제인 것으로 보아야 할 것이다.<sup>114)</sup> 우리나라에 ISS와 같은 회사가 만들어지면 현재 진행되고 있는 기업지배구조펀드와 헤지펀드의 활동에 가속이 붙을 가능성이 있다. 다만, 미국에서도 논의되고 있는 바와 같이 국내의 기관투자자들이 기업지배구조 문제로 ISS와 같은 회사에 거액의 수수료를 지불할 용의가 없을 수도 있다는 점이 변수이다. 미국에서는 연기금들이 ERISA (Employee Retirement Income Security Act)라는 법률상의 충실의무를 이행하는 간편한 방법으로 ISS의 조력을 받고 있으며 그러한 법령상의 제약이 없는 기관들의 ISS 이용률은 높지 않다고 한다. 실제로 ISS가 속해 있는 업계의 경쟁 상황은 열악하며, ISS는 최근 경쟁업체들을 흡수하여 거의 독점적인 지위에 올라 있다.<sup>115)</sup>

그러나, 다른 한편에서는 이러한 서비스 회사들의 비중 증가에 대한 우려의 목소리도 높다. 기관투자자들이 서비스 회사에 의존할수록 서비스 회사들이 사실상의결권을 행사하는 셈이 되기 때문이다. 이들은 회사나 고객이 아닌 주주들에 대해서는 아무런 충실의무도 부담하지 않는다. 이들은 주주나 연기금등 기관투자자들과 달리 잘못된 의결권의 행사 결과로 발생하는 궁극적인 위험(residual risk)으로부터도 자유롭다. 서비스 회사의 육성에 있어서는 이러한 ‘소유와 소유의 분리’<sup>116)</sup> 현상이 가지는 문제도 인식되어야 한다.

## 5. 헤지펀드의 이사회 참여

상술한 바와 같이 칼아이칸과 헤지펀드 연합은 KT&G에 사외이사 1인을 진출시켰다. 지배구조에의 직접 참여는 헤지펀드들이 많이 쓰는 전략이다. 여기서 회사법, 증권거래법 상의 문제가 발생할 수 있다. 주식회사의 이사는 자신을 이사회에 진출시킨 주주의 이익을 위해 임무를 수행하는 것이 아니고 회사와 전체 주주들의 이익을 위해 임무를 수행해야 하므로<sup>117)</sup> 헤지펀드의 이익과 다른 주주

<sup>113)</sup> Briggs, 위의 논문, 15.

<sup>114)</sup> Paul Rose, “The Corporate Governance Industry,” 32 *Journal of Corporation Law* (2007) (SSRN 버전) 참조.

<sup>115)</sup> Choi & Fisch, 위의 논문, 294-298.

<sup>116)</sup> Strine, 위의 논문, 1765.

<sup>117)</sup> 이에 관한 미국의 리딩 케이스는 *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 708-711 (Del. 1983).

들의 이익이 상충되는 상황에서는 전체주주들의 이익을 추구해야 한다. 이는 현실적으로는 어려운 문제이며 이로부터 충실의무 위반이 발생할 가능성이 높다. 최근에는 이사를 이사회에 진출시키는 기관투자자 주주도 지배주주가 아니지만 지배주주나 이사와 같이 충실의무를 부담하게 해야 한다는 논의가 있을 정도이다.<sup>118)</sup> 또한, 헤지펀드가 이사회에 진출시킨 이사가 회사의 기밀 정보를 헤지펀드에게 전달하는 경우 충실의무 위반이 발생할 수 있음은 물론이고 헤지펀드가 미공개 중요정보를 보유하게 되어 주식의 매매가 불가능해 지는 상황이 발생할 수 있을 것이다.<sup>119)</sup> 심지어는 경우에 따라서 단기매매차익을 회사에 반환해야 할 수도 있다.<sup>120)</sup>

그러나, 이러한 문제점들에도 불구하고 헤지펀드들은 이사회에 이사를 진출시켜 투자 목적을 달성할 수 있는 회사의 결정을 유도하려고 애쓴다. 실제로 소유와 경영이 잘 분리된 이른바 ‘주인 없는’ 미국의 대기업들에 있어서 소수의 헤지펀드 선임 이사가 다른 이사들의 의사결정에 유효한 영향을 미치거나 이사회에서 주도적인 역할을 하는 경우가 있다는 보고가 있다.<sup>121)</sup> 특히, M&A와 같이 회사의 구조변경에 관한 결정에 있어서는 단 한 사람의 이사가 반대하더라도 거래가 성사되기 어려운 것이기 때문에 헤지펀드로서는 이사회에 이사를 진출시킴으로써 투자 자산의 안전성을 높일 수 있게 된다.<sup>122)</sup>

## 6. 헤지펀드와 의결권

### 가. 의결권과 시간

헤지펀드는 보통 단기실적의 달성에 치중한다. 기업지배구조펀드의 경우도 뮤추얼펀드나 다른 기관투자자들 보다는 상대적으로 단기적인 안목으로 움직인다. 여기서 헤지펀드를 장기 투자 주주들과 지배구조 측면에서 같이 취급해야 하는 가라는 오래된 문제가 다시 등장한다.

기업의 지배구조에 대한 결정적인 이벤트는 주주총회이다.<sup>123)</sup> 주주총회가 이사

118) Karmel, 위의 논문.

119) Briggs, 위의 논문, 47.

120) Briggs, 위의 논문, 47.

121) Briggs, 위의 논문, 49-51.

122) 헤지펀드의 M&A에 대한 영향에 대하여는, The Convergence of Hedge Funds and Its Impact on M&A, deallawyers.com Webcast, October 11, 2005.

123) 미국에서는 일부 회사에서 결의를 익명으로 하자는 주주제안에 따라 실제로 익명의

회를 구성하고 기업의 구조에 대한 근본적인 결정을 내리기 때문이다. 그리고, 주주총회에서 의결권을 행사할 주주는 주주총회보다 몇 시점 전인 기준일, 주주명부폐쇄일 등에 결정되는데, 특정 주주의 의결권이 제한되어야 할 사유가 있다면 그는 다시 주주총회 시점을 기준으로 한다. 즉, 시간이 변수가 됨을 알 수 있다. 그러나, 여기서 시간이 변수가 된다 함은 다분히 기술적인 문제이기 때문에 근본적인 이론의 문제는 아니다.

기업지배구조에 있어서 시간이 결정적인 요소가 되는 것은 의결권에 주어지는 제약 또는 무제약이다. 우리 법은 특정 시점에 의결권을 인정받는 데 있어서 시간이라는 요소를 전혀 고려하지 않는다. 10년간 주식을 보유한 주주와 하루 동안 주식을 보유한 주주, 대개 1년 미만으로 주식을 보유하는 헤지펀드 모두 똑 같이 주주총회에서 같은 비중으로 의결권을 행사한다. 서구에서는 주식 보유기간을 의결권 수와 연계시킴으로써 기업지배구조에 시간의 요소를 개입시키는 경우가 있는데 이는 도입을 검토할 가치가 있다. 실제로 우리 법이 시간을 전혀 고려하지 않고 있는 것은 아니다. 예컨대, 증권거래법은 그 제191조의13과 제191조의14 등에서 소수주주권의 행사나 주주제안을 위해 ‘6개월간 계속하여’ 주식을 보유할 것을 요구하는데 바로 이 점이 기업지배구조에 시간적 요소가 반영되어 있는 좋은 사례가 된다. 증권거래법상의 5% 보고의무를 고의로 위반한 주주가 위반 상황을 시정한 후 6개월간 의결권의 행사를 금지 당하는 것도 유사한 맥락에서 이해할 수 있다.<sup>124)</sup>

#### 나. 의결권과 자산의 분리

위에서 본 헤지펀드의 위험 유형에서도 드러나듯이 현대 자본시장에서 주주의

---

결의가 이루어진다고 한다. 기관투자자들의 경우 투자 대상 회사와의 다면적, 다층적 관계로 인해 기업지배구조 개선을 위한 결의에 찬성할 수 없는 경우가 있으며 익명 결의는 이 문제를 해결해 준다고 믿어진다. 이는 적대적 M&A의 경우도 마찬가지이다. 적대적 M&A 시도가 불발로 끝나면 현경영진에 반대하는 투표를 한 기관은 불이익을 입을 가능성이 있어서 진정한 의사를 표하기 어렵다. 적대적 M&A를 시도하는 측은 익명 결의를 선호하게 된다. Gerald F. Davis & E. Han Kim, *Would Mutual Funds Bite the Hand that Feeds Them? Business Ties and Proxy Voting* (Working Paper, 2005). 실효성 여부는 별론으로 하고, 우리 법상으로도 제3자의 관리에 의한 익명 결의는 가능할 것이다. 그러나 익명 결의가 결의 결과에 영향을 미치지 않는다는 보고가 있다. Roberta Romano, *Does Confidential Proxy Voting Matter?* (Yale ICF Working Paper, 2002).

<sup>124)</sup> 증권거래법 제200조의3 제1항 및 동법 시행령 제86조의10 제1호.

의결권은 종래와 같은 철학 하에서 다루어질 수 없는 상황에 이르렀다. 1주1의결권 원칙이 19세기 무렵에 그 전까지 널리 통용되던 1주주의결권 원칙을 대체하여<sup>125)</sup> 보편적인 기본원칙으로 확산되게 된 것은 그 경제적 효율성, 즉, 대리인 비용 통제 효과 때문이다.<sup>126)</sup> 그러나, 최근의 시장 상황의 변화에 따라 1주1의결권 원칙은 그 기본원칙으로서의 가치를 의심 받기 시작하였다.<sup>127)</sup> 주주들의 기업 지배구조에 대한 이해관계는 보유 주식의 수와 반드시 일치하지 않으며, 그 때문에 주주들간에는 의결권에 관한 다양한 개별적 약정이 이루어지고 있다. 주식대차도 광범위하게 활용되고 있다.<sup>128)</sup> 1주1의결권 원칙이 강행규정인 경우에는 파

125) Katharina Pistor et al., “The Evolution of Corporate Law: A Cross-Country Comparison,” 23 *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law* 791, 819 (2002) 참조.

126) Easterbrook & Fischel, 위의 책, 63-89; Bernard Black & Reinier Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law,” 109 *Harvard Law Review* 1911, 1945-1946 (1996). 1주1의결권 원칙이 경영권 시장의 기능을 제고한다는 주장은 Sanford Grossman & Oliver Hart, “One Share - One Vote and the Market for Corporate Control,” 20 *Journal of Financial Economics* 175 (1988). 1주1의결권이 대주주의 경영진에 대한 통제에 필요하다는 주장은 Andrei Shleifer & Robert Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” 94 *Journal of Political Economy* 461 (1986). 주주의 의결권에 대한 방대한 연구가 있다. Dale A. Oesterle & Alan R. Palmiter, “Judicial Schizophrenia in Shareholder Voting Cases,” 79 *Iowa Law Review* 485 (1994).

127) Martin & Partnoy, 위의 논문. 물론, 미국법과 유럽 국가들의 법은 회사가 1주1의결권 원칙을 벗어날 수 있도록 하고 있다. 여기서 논하는 것은 1주1의결권 원칙의 기본 규범으로서의 가치이다. 그 미국에서의 역사는 Joel Seligman, “Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy,” 54 *George Washington Law Review* 687 (1986) 참조. 또, Guido Ferrarini, One Share - One Vote: A European Rule? (European Corporate Governance Institute Working Paper, 2006) 참조.

128) 헤지펀드의 주식대차거래와 그로부터 발생하는 문제에 대하여는 김화진, “ICGN의 주식대차거래에 관한 기준,” BFL 제16호 113(2006) 참조. 주식대차시장에 관하여는 Gene D’Avolio, “The Market for Borrowing Stock,” 66 *Journal of Financial Economics* 271 (2002). 의결권을 증가시키기 위해 시장에서 주주총회 기준일 직전에 다량의 주식을 대차해서 주주명부상 지분을 올린 후 반환하는 기법을 ‘Record Date Capture’라고 부른다. 이에 관한 실증적 자료는 Susan Christoffersen et al., Vote Trading and Information Aggregation (European Corporate Governance Institute Working Paper, 2007). 주식의 대차가 아닌 단순한 의결권의 유상거래는 위법이다. 이철송, **회사법강의** 제12판(박영사, 2005), 434-435. 이에 관한 미국 문헌으로, Robert Clark, “Vote Buying and Corporate Law,” 29 *Case Western Reserve Law Review* 776 (1979); Douglas R. Cole, “E-proxies for Sale? Corporate Vote-buying in the Internet Age,” 76 *Washington Law Review* 793 (2001). 의결권의 유상거래가 허용되면 관련 시장이 형성될 것이며 의결권의 유상거래가 기업 경영권 시장을 보다 효율적으로 만들 것이라는

생금융상품이나 다른 금융기법을 통해 주주들은 필요한 목적을 달성하고 있다.<sup>129)</sup> 주식대차에 관한 사례들이 그를 잘 보여준다. 헤지펀드들은 이러한 경향을 촉진시킬 것이며 이는 회사법학이 지금까지 큰 관심을 기울이지 않았던 주주들의 의결권에 대한 경제적, 규범적 측면에 대한 연구의 필요성을 시사해 준다.

한 사례로 뉴스콕을 들 수 있다. 2004년 1월, Liberty Media는 루퍼트-머독의 News Corp. 주식 3,720만주를 과거 60일간 시장에서 취득하였고 공시 전일 8,800만주를 장외에서 취득하였음을 공시하였다. 그 결과 Liberty Media는 30%의 지분을 보유한 머독 가족에 이어 9.1% 지분(1억 9,200만주)으로 2대 주주가 되었다. Liberty Media는 이 외에도 8억 4,300만주의 무의결권우선주를 보유하고 있다. Liberty Media는 News Corp. 주식 전체의 약 17.4%를 보유하게 되었다. 이와 동시에 Liberty Media는 보통주 1억 5,200만주를 2008년부터 특정한 가격에 세 트랜치로 씨티은행에 인도하기로 하는 선도거래계약을 체결함으로써 보통주에서 발생하는 리스크를 상당 부분 헤지하였다. 또, 2004년 11월, Liberty Media는 Merrill Lynch와 주식스왑계약을 체결하였다. 이 계약에 의하면 Liberty Media는 무의결권우선주와 교환으로 8%의 보통주를 취득하게 된다. 그렇게 되면 Liberty Media는 약 17%의 의결권을 보유하게 되어 전체 주식 지분과 거의 일치하는 규모의 의결권을 가지게 된다. 이런 복잡한 약정이 이루어진 이유는 자료상 분명하지 않으나 이 사례는 자산과 의결권이 별개로 움직이는 시장에서의 동향(decoupling)을 극적으로 보여준다.<sup>130)</sup>

## V. 맺는 말

1. 기업 경영권에 관한 최근의 사례들은 기업지배구조가 적대적 M&A와 밀접한 관계를 가지고 있으며 적대적 M&A는 지배구조 상의 문제에 의해 촉발될 수

견해가 있다. Douglas H. Blair et al., "Unbundling Voting Rights and Profit Claims of Common Shares," 97 *Journal of Political Economy* 420 (1989).

<sup>129)</sup> 파생금융상품을 포함한 첨단 금융기법들이 기업지배구조에 미치는 영향에 관한 논문이 있다. Henry Hu, "New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare," 69 *Texas Law Review* 1273 (1991).

<sup>130)</sup> Hu & Black, 위의 논문, 830-831 참조.



있음을 명백히 보이고 있다. KT&G 사건은 우리나라 기업들도 헤지펀드 활동주의의 세계적인 조류에서 자유로울 수 없으며 새로운 경영권 시장에서 적응하는 법을 신속히 습득하여야 함을 말해준다. 또, 헤지펀드의 활동이 경영진의 경영판단에 영향을 미치는 범위가 확대된다면 ‘소유와 경영의 분리’라는 고전적인 명제에도 일대 전환이 발생할 것이며 헤지펀드가 회사의 지배구조와 자본시장에 미치는 영향을 감안한 정책이 준비되어야 한다.

2. 이 글에서 소개한 사건은 치열한 법률적 쟁송을 동반하였다. 역사가 일천한 우리나라에서의 M&A에 관한 법리의 발전에 큰 공헌을 한 셈이다. 우리나라의 주요 로펌들도 모두 동원되었으며 이 분야에 있어서 오랜 경험을 축적하고 있는 미국계 로펌들도 간접적으로 관여되었다. 그러나, 아직 이사들이 경영권분쟁이나 적대적 M&A 상황에서 의존할 수 있는 행동 지침은 부족하다. 우리나라에서는 분쟁이 이사의 책임을 위주로 전개되는 것이 아니라 특정 행동의 법률적 유효성을 위주로 전개되기 때문이다.<sup>131)</sup> 이는 이사회제도의 발달에는 장애요인이므로 상황이 개선될 필요가 있다.

3. 우리나라 M&A 시장의 또 다른 특성은 주요 기업들의 외국인 주주 비중과 외국 증권시장 상장 등과 같은 요인들 때문에 분쟁이 발생하면 거의 반드시 서구계 투자은행, 로펌, 컨설팅 펌 등이 개입된다는 것이다. 예컨대, KT&G 사건에서는 골드만 삭스가 회사를 자문하였다. 이들을 통해 서구의 발달된 여러 가지 경영권 방어, 금융 기법들이 수입되고 국내 전문직 종사자들과 전문기업들의 수준을 높이는 결과가 발생한다. 질서 있는 M&A 시장 발달에 이런 전문기업들이 차지하는 역할이 크다고 볼 때 이는 바람직한 현상이다.<sup>132)</sup> 특히, KT&G 사건에서는 위임장권유 회사와 기관투자자 서비스 회사의 역할이 두드러졌는데 향후 주목해야 할 점이다.

<sup>131)</sup> 이옥래, “적대적 M&A에 대응한 이사의 방어행위에 대한 법적 평가,” BFL 제12호 (2005) 7 참조. 우호적 M&A에 있어서 이사의 의무에 대하여는 Melvin A. Eisenberg, “The Director’s Duty of Care in Negotiated Dispositions,” 51 *University of Miami Law Review* 579 (1997). 우호적 M&A에서는 이사의 주의의무와 경영판단이 주로 문제되며 이에 관한 미국의 리딩 케이스는 *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985)이다. 이 사건에 관한 심포지엄 기록이 있다. *Van Gorkom and the Corporate Board: Problem, Solution, or Placebo?*, 96 *Northwestern University Law Review* 447 (2002).

<sup>132)</sup> 일반적으로, John Coffee, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* (Oxford, 2006) 참조.

4. 위임장에 의한 의결권의 행사는 기업지배구조에 있어서 기본적인 원칙, 즉, 회사의 주인인 주주가 스스로 회사의 운명에 관한 의사표시를 하는 것이 바람직하다는 원칙에 대한 예외이다. 그러나, 이는 모든 주주가 직접 의사표시를 하는 데 따르는 비효율과 기술적인 문제를 해결해 주는 예외이기도 하다. 따라서, 위임장에 의한 의결권의 행사가 최대한 본인의 의사를 반영하고 효율적으로 처리되도록 하는 데 제도의 초점이 맞추어져야 할 것이다. 이는 외국인들의 지분율이 급증하고 있는 현실에서 더 큰 중요성을 갖는다. 외국인들이 주주권의 가장 중요한 속성인 의결권의 행사에 불편이 없도록 하는 것은 우리나라 자본시장과 M&A 시장의 발달에 필수적인 전제 조건이다. 경영권 분쟁과 적대적 M&A가 빈발할수록, 그리고 헤지펀드 활동의 증가로 인한 이른바 미래형 경영권분쟁이 증가할수록 위임장 관련 법 원칙은 그 중요성을 더해 갈 것이다. 경영권 분쟁은 대개의 경우 주주총회에서의 표결로 그 결과가 가름 지어진다. 이 때문에 위임장을 확보하기 위한 경쟁은 경영권 분쟁에서 승리하기 위한 가장 중요한 관문이 된다. 여기서는 제도가 공정한 경쟁의 환경이 조성되게 하는 것이 핵심이라 할 것이다. KT&G 등 외국인 지분률이 높은 회사에서 발생한 위임장 경쟁과 그에 참가한 서구의 전문가들은 위임장 경쟁의 전형을 보여준 바 있다. 이를 참고하여 기술적으로 진보한 위임장 경쟁 시스템과 위임장 경쟁 행동 양식을 만들어야 할 것이다.

주제어: 경영권, 헤지펀드, 위임장 경쟁, M&A, 주주총회

<Abstract>

## The Market for Corporate Control and Hedge Fund Activism in Korea

Hwa-Jin Kim\*

The year 2006 opened the new era of the market for corporate control in Korea. Carl Icahn and his hedge fund allies' surprise attack on KT&G in early 2006 reignited policy discussions in respect of the market for corporate control and takeover defenses. According to the liberalist economists, a hostile takeover attempt puts a rein on directors and managers, thereby serving as an effective external controlling mechanism. The Korean government has been subscribing to the proposition and diligently pursuing legislative measures to vitalize the market for corporate control. The need for takeover defensive mechanisms as demanded by large companies was exaggerated. Liberalists view that Korean companies that belong to large corporate groups are already free from any hostile takeover attempts because the recourse is available for them through the means of circular shareholdings and complicated ownership structure. They also argue that KT&G became the target of Carl Icahn and the hedge fund because its dispersed ownership with professional management and because it did not belong to a large business conglomerate. The threat imposed on KT&G in the end benefited the shareholders and other interest parties and increased the value of the company and the social welfare, as well.

In view of the on-going discussions, this article analyzes KT&G's fight against Carl Icahn and his allies. This article, in particular, focuses on the role of takeovers in the improvement of the corporate governance of Korean companies as exemplified by the KT&G case and other recent takeover cases. Also, this

---

\* Associate Professor of Law and Business, College of Law, Seoul National University

article accounts various risks that hedge fund activism could bring about. This is particularly important for Korea because Korea expects the new consolidated capital markets law in 2007. The new law would revolutionize the Korean capital markets through liberalizing the business activities of the securities companies and the introduction of new financial products. In recent years, hedge funds and corporate governance funds' activities have been increasing in the Korean capital markets, and the new law inevitably would facilitate the trend. They will be equipped with more effective tools in approaching the portfolio companies. This article suggests that Korean companies must promptly adapt to the international current of hedge fund activism and corporate governance paradigm shift.

Key words: Corporate Control, Hedge Fund, Proxy Contest, M&A, Shareholders Meeting