

# 국내 상장사 황금낙하산 도입 현황

엄수진 연구원 (sujin.eom@cgs.or.kr)

- ▶ 황금낙하산이란 경영진이 적대적 인수합병으로 인해 비자발적으로 해임하게 될 경우 당사자에게 거액의 퇴직위로금을 지급하도록 하는 제도임
- ▶ 전체 주주의 권익 보호가 아닌, 대주주나 기존 경영진의 사적이익 추구를 목적으로 하는 황금낙하산 제도 도입은 기업가치 훼손의 우려가 있음
- ▶ 국내 상장사의 2014년 사업보고서에 첨부된 정관을 조사한 결과, 코스닥시장 상장사가 유가증권시장 상장사보다 황금낙하산 제도를 도입한 비율이 4배 이상 높은 것으로 나타남
- ▶ 황금낙하산의 형태는 대부분 특정금액을 하한으로 설정하는 방식이었으나 퇴직금의 배수, 자기자본의 일정비율과 같이 특이한 보상유형을 채택한 경우도 있었음

## ‘황금낙하산(Golden Parachute)’이란

- 황금낙하산이란, 적대적 M&A로 인해 기존 임원이 임기만료 전 본인의 의사와 상관없이 해임하게 될 경우, 해당 임원에게 거액의 보상금을 지급하도록 하는 제도로써 인수합병비용을 높여 경영권을 방어하기 위한 수단으로 이용되기도 함
  - 황금낙하산의 긍정적 측면으로는 이사회와 소신경영을 지원한다는 점, 주주에게 유익한 인수합병에 경영진이 동의하도록 하기 위한 인센티브로 활용될 수 있다는 점, 인수합병이 잦은 산업의 경우 능력 있는 경영자를 고용할 때 혜택으로 제시할 수 있다는 점 등이 있음
  - 그러나 기존 경영진의 참호구축(Entrenchment)을 도울 뿐 아니라 부실경영으로 인해 경영권을 잃은 임원에게조차도 기업의 자산을 희생해 과도한 보상금을 지급하게 되므로 기업가치 훼손 및 주주권리 침해를 야기할 수 있음
    - 특히 국내에서는 최초 도입 사례가 다소 불미스러웠던 점, 이사와 회사 간 이해관계의 충돌이 있는 경우 회사의 이익을 우선시 해야한다는 상법 조항<sup>7)</sup>에 위배될 우려 등으로 인해 부정적으로 간주되는 경향이 있음

7) 제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.

- 국내에서는 2001년 6월, 옵셔널벤처스코리아(現 옵셔널캐피탈)가 임원 퇴직금 지급규정에 ‘대표 이사의 경우 자진퇴임이나 기간만료에 의한 퇴임의 경우 이외에는 상기 기준에 의한 금액 이외에 퇴직위로금으로 50억 원을 추가로 지급함’이라는 문구를 추가한 것이 최초의 황금낙하산 도입 사례임<sup>8)</sup>
  - 당시 2대주주였던 광주은행과 소액주주들의 반대에도 불구하고 임원 퇴직금 지급규정 개정 안건이 주주총회에서 승인되었고, 당시 대표이사는 퇴임하면서 동 규정을 근거로 46억 원을 가져감<sup>9)</sup> 이 회사는 이듬해인 2002년에 감사범위제한으로 인한 한정 의견을 사유로 코스닥시장에서 상장 폐지 됨<sup>10)</sup>
  - 이 사건을 계기로 국내 투자자들 사이에서 황금낙하산 제도를 부실기업의 자금 횡령 수단으로 간주하는 경향이 확산됨
  
- 한편, 이화전기공업은 2003년 8월에 적대적 M&A로 인한 이사 실직 시 통상적인 퇴직금 이외에 보상액으로 대표이사에게 30억 원 이상, 일반이사에게 20억 원 이상을 지급한다는 내용의 조항을 정관에 추가하려고 하였으나, 같은 해 10월 해당 안건을 상정 철회한 적이 있음<sup>11)</sup>
  - 이화전기공업은 M&A에 대한 기대감으로 2003년 7월 주가가 급등하였지만, 이후 황금낙하산 추진을 발표하자 M&A 무산을 우려한 투자자들의 매도로 주가가 하락하였음<sup>12)</sup>
  
- 2001년 옵셔널벤처스코리아의 최초 도입 이후 2000년대 중반에 국내 기업들의 황금낙하산 도입 추세가 급격히 가속됨
  - 코스닥협회의 조사에 따르면, 12월 결산 코스닥시장 927사 중 황금낙하산 제도를 정관에 명시한 기업은 2005년 사업보고서 기준 43사에서 2006년 사업보고서 기준 79사로 약 83.72% 급증하였음<sup>13)</sup>
  - 한국상장회사협의회가 유가증권시장 662사의 황금낙하산 현황을 조사한 결과에 따르면, 2004년 사업보고서 기준 3사에서 2005년 사업보고서 기준 10사로 1년 새 3배 이상 증가하였음<sup>14)</sup>

8) <http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20010604000094>

<http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20010607000146>

9) 아시아경제, “적대적 M&A 방패? 황금낙하산 도입 드문 이유는”, 2014.02.22., <http://view.asiae.co.kr/news/view.htm?idxno=2014022108395744177>

10) <http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20020626900216>

11) <http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20030802000044>

<http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20031002000135>

12) 머니투데이, “[코스닥] 이화전기, 황금낙하산 이후 '주가 급등락'”, 2003.08.12., <http://news.naver.com/main/read.nhn?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=008&aid=0000310043>

13) 매일경제, “코스닥, 황금낙하산·초다수결의제 급증”, 2007.05.29., <http://news.mk.co.kr/newsRead.php?year=2007&no=279483>

14) 한국일보, “초다수결의제·황금낙하산 경영권 방어책 도입 급증”, 2006.07.10., <http://news.naver.com/main/read.nhn?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=038&aid=0000336895>

### 2014년 국내 상장사 황금낙하산 도입 현황 - 시장별

- 2015년 1월 2일 기준 상장사를 대상으로<sup>15)</sup> 2014년 사업보고서에 첨부된 정관<sup>16)</sup>을 조사한 결과, 유가증권시장 714사 중에서는 25사가, 코스닥시장 978사 중에서는 158사가 황금낙하산 제도를 도입하고 있었음<sup>17)</sup>
- 코스닥시장의 황금낙하산 제도 도입 비율(16.16%)이 유가증권시장의 도입 비율(3.50%)보다 4배 이상 높은 것으로 나타남
- 유가증권시장과 코스닥시장의 전체 상장사에 대해 살펴보면, 상장사 1,692사 중 10.82%(183사)가 황금낙하산 제도를 보유하고 있는 것임

〈표 5〉 2014년 국내 상장사 황금낙하산 도입 현황: 시장별

	유가증권	코스닥	계
시장 전체 기업 수	714	978	1,692
도입 기업 수	25	158	183
도입 비율	3.50%	16.16%	10.82%

- 유가증권시장보다 코스닥시장에서 황금낙하산 도입 비율이 더 높게 나타나는 이유는, 코스닥시장 상장사가 적대적 M&A 공격에 상대적으로 더 취약하기 때문인 것으로 분석됨
- 코스닥시장 상장사가 유가증권시장 상장사보다 주가가 상대적으로 낮기 때문에 인수합병 주체가 주식을 매입하는 부담이 적음
- 자기자본 규모 역시 상대적으로 작은 편이기 때문에 M&A 주체가 경영권 장악에 필요한 지분율을 확보하는 것이 유가증권시장 상장사보다 상대적으로 수월함

### 2014년 국내 상장사 황금낙하산 도입 현황 - 보상유형별

- 한편, 황금낙하산을 도입한 대부분의 기업들은 통상적 퇴직금 외 추가로 특정금액을 지급하는 방식이었으나, 정해진 퇴직금의 배수 또는 자기자본의 일정비율 등 특이한 방식으로 규정하는 경우도 있었음

15) 특수목적 회사, 외국주권 회사, 2014년 중 신규상장한 회사, 2015년 1월 2일 시점에는 상장되어있었으나 연초 상장폐지 등의 사유로 사업 보고서를 제출하지 않은 회사는 제외함. 비12월 결산법인도 포함함

16) 임원 퇴직금 지급규정이 정관과 함께 공시된 경우 임원 퇴직금 지급규정도 살펴봄

17) 회사에 공로가 있는 임원에게 퇴임 시 정해진 퇴직금 외 특별 공로금을 지급할 수 있다는 내용만으로는 황금낙하산으로 간주하지 않음

〈표 6〉 2014년 국내 상장사 황금낙하산 도입 현황: 보상유형별

보상유형	기업 수	비율	대표이사* <sup>1</sup> 퇴직보상 하한 최댓값* <sup>2</sup>
특정금액	161	87.98%	300억 원
배수	17	9.29%	100배
미정	2	1.09%	-
기타	3	1.64%	-
계	183	100.00%	-

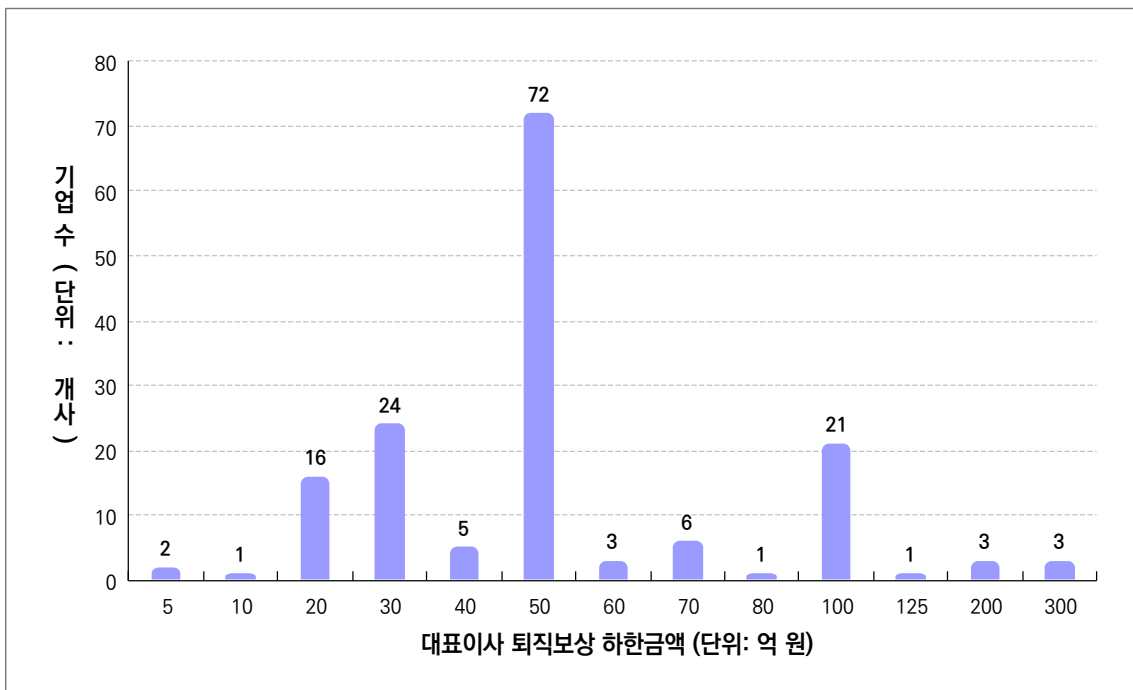
\*<sup>1</sup> 황금낙하산 규정이 일반이사 및 감사에 대해서는 적용되지 않고 대표이사에 한해서만 있는 경우가 많고, 일반이사와 감사에 대한 황금낙하산 규정이 별도로 있다 해도 대표이사 금액이 가장 크기 때문에 대표이사 기준으로 함

\*<sup>2</sup> 도입 기업들은 대부분 지급 금액에 대해 특정액수로 명시하거나, 특정액수 '이상'을 지급할 것으로 정했기 때문에 하한 최댓값을 활용하였음. 하한이 아닌 상한을 정한 기업은 단 1사였음

- 특정금액으로 퇴직금을 규정한 사례 중 500억 원 한도에서 지급하도록 한 경우도 있었으나 이는 하한선이 아닌 상한선을 정한 것이었기 때문에 최댓값으로 취급하지 않음
  - 보상유형이 특정금액인 사례 중 대표이사에 대한 퇴직보상금 최솟값은 5억 원이었음
  - 대표이사를 제외한 다른 임원에 대해서만 황금낙하산 규정을 적용한 2사도 포함함
- 보상유형이 배수인 경우에는 퇴직금의 일정 배수로 정한 경우가 대부분이었으나 연봉을 곱셈의 대상으로 한 경우도 있었음
  - 배수의 최댓값은 100이었으며, 이 경우는 모두 퇴직금의 100배로 정하고 있었음
  - 연봉에 대한 배수의 최댓값은 30이었음
- 미정인 경우는 비자발적인 사임 시 이사에게 퇴직위로금을 지급한다고는 하였으나 구체적인 금액에 대한 내용이 없는 경우를 말함
  - 이 경우 자의적인 위로금 지급이 가능하므로 유용의 여지가 많음
- 기타에 해당되는 3사는 각각 다음과 같이 황금낙하산 규정을 도입하고 있었음
  - 자기자본의 일정비율을 지급하도록 한 경우: 대표이사는 자기자본의 20%, 일반이사는 자기자본의 15%
  - 대표이사에 대해서는 배수를 적용하고 일반이사에 대해서는 특정금액을 지급하도록 한 경우 (특정 금액과 배수의 혼합): 대표이사는 퇴직금의 3배, 일반이사는 30억 원
  - 재임연수당 특정금액씩 비례하여 증가하도록 한 경우: 대표이사는 연당 3억 원씩, 일반이사는 연당 1억 원씩

- 한편, 황금낙하산 보상유형을 특정금액으로 정한 161사 중 500억 원을 하한선이 아닌 상한선으로 정한 1사, 감사에 대해서만 황금낙하산 규정을 도입한 1사<sup>18)</sup>, 대표이사를 제외한 일반이사와 감사에 대해서만 황금낙하산 규정을 도입한 1사<sup>19)</sup>를 제외한 158사에 대해, 대표이사 퇴직보상 금액별 해당 기업 수를 나타낸 결과는 [그림 1]과 같음
- [그림 1]에서 확인할 수 있듯, 158사의 약 45.57%에 달하는 72사가 대표이사의 비자발적 해임 시 최소 50억 원을 지급할 것을 정관에 명시하고 있었음
- 158사 중 28사(17.72%)가 100억 원 이상의 거액을 퇴직보상금으로 정하고 있었음

[그림 1] 보상유형이 특정금액인 경우 대표이사 퇴직보상 하한금액별 기업 수



- 자기자본 대비 대표이사 퇴직보상 하한금액의 비율로 분석해 본 결과, 해당 금액들은 평균적으로 자기자본 대비 약 20.35%에 달하는 금액임
- 160.34%(자기자본 규모가 약 31억 원에 불과한데 적대적 인수합병으로 인한 해임 시 대표이사에게 50억 원을 지급하도록 한 경우)인 사례가 비율 중 최댓값이었음

18) 이사에 대해서는 황금낙하산 규정이 없고 감사에 대해서만 있었는데 금액 하한이 30억 원이었음

19) 대표이사에 대해서는 황금낙하산 규정이 없고 일반이사 및 감사에 대해서만 있었는데, 금액 하한이 각각 1억 원이었음

**맺음말**

- 책임감 있는 경영진이라면 경영권 방어수단의 마련보다는, 탁월한 경영능력 및 주주권의 보호 노력을 통해 경영권을 유지하도록 해야 하며, 인수합병 주체에게 유독 불리한데다 경영진의 사익 추구에 유용될 여지가 있는 M&A 방어수단을 도입하는 것은 바람직하지 않음
- 앞서 확인했듯이 황금낙하산을 도입한 상장사 중 적대적 인수합병으로 인한 해임 시 대표이사에게 무려 300억 원의 퇴직위로금을 지급하도록 한 사례가 있었으며, ‘최대주주인’ 등기이사에 한해서만 비자발적 해임 시 추가 퇴직금을 지급하도록 명시한 경우도 있어, M&A 방어수단이 실제로 부적절하게 이용되는 사례를 발견할 수 있음
- 특히 코스닥 기업의 경우 지배주주 일가의 지분율이 높은 경우가 많아 회사 자금의 편법적 유용을 위해 황금낙하산 도입을 위한 정관 변경 등을 쉽게 결의할 수 있는데, 실제로 코스닥 기업에서 황금낙하산 도입 비율이 유가증권 기업보다 압도적으로 높은 것을 확인할 수 있음