

국내 상장사의 다양한 M&A 방어수단 도입현황

CSR현황Ⅱ

엄수진 | 한국기업지배구조원 연구원

1. 머리말

적대적 M&A는 보유하고 있는 인적·물적 자원에 비해 경영성도가 낮은 기업을 인수 또는 합병하여 비효율적인 부문은 구조조정하고 핵심역량을 강화하여 기업의 효율성을 제고시키는 순기능이 있다. 또한 적대적 M&A에 대한 부정적 인식이 완화되고 자본시장에서 활성화 될 경우 기업 간 자발적 경쟁을 유도하여 자율적인 경쟁력 강화 효과를 기대할 수 있다.

그러나 적대적 M&A를 당하는 기업의 입장에서는 기존 경영권 박탈로 인한 기득권 상실과 방어 과정에서 과도한 노력 낭비를 우려하지 않을 수 없고, 만일 인수합병 주체가 단기적 이득을 취할 목적으로 인수합병 대상기업을 이용할 경우 대상기업의 가치가 오히려 하락하는 결과를 초래할 수도 있다. 이에 따라 적대적 M&A 대상기업은 방어 수단을 통해 경영권을 지키려는 유인을 가지게 되는데, 이러한 방어 수단은 매수기업의 인수비용을 높이거나 지분율을 희석시키는 방식 또는 기존 지배주주의 기득권 침해를 철저히 방어하는 형태로 나타난다.

구체적인 M&A 방어 수단으로는 초다수결의제(Supermajority Voting), 최대주주 및 특수관계인에 대한 제3자 배정 또는 사모 방식 유상증자, 최대주주 및 특수관계인에 대한 주식연계채권¹⁾의 사모 발행, 발행 즉시 의결권이 있는 주식으로 전환이 가능한 종류주식 발행, 이사 시차임기제(Staggered Election), 황금낙하산(Golden Parachute), 포이즌 필(Poison Pill), 주식대량보유신고제도(Filing of Changes in Ownership of

1) 전환사채(Convertible Bond, CB)와 신주인수권부사채(Bond with Warrant, BW) 등을 말함

Block Shares), 의무공개매수제도(Mandatory Bid), 차등의결권주(Dual-class Share), 황금주(Golden Share) 등이 있다.

본 고에서는 상기 적대적 M&A 방어 수단의 개념을 상세히 설명하고 국내 상장사들의 M&A 방어 수단 도입 현황을 분석해 보고자 한다. 본론에 들어가기에 앞서 M&A 방어 수단 관련 현황은 한국기업지배구조원의 2013년 지배구조 평가에 근거한 것임을 밝힌다. 상기 방어 수단 중 포이즌 필, 의무공개매수제도, 차등의결권주, 황금주는 국내에 아직 도입되지 않은 제도이고 주식대량보유신고제도는 모든 상장법인에 적용되기 때문에 도입 현황을 살펴보는 것이 무의미하여 별도로 다루지 않았다.

2. M&A 방어 수단의 종류 및 개념

1) 초다수결의제

임원 해임 및 인수합병은 통상적으로 상법상 주주총회 특별결의(출석주주 의결권의 2/3 이상과 발행주식총수의 1/3 이상 총족)를 통해 가능한데 주주총회 특별결의보다 더 까다로운 요건을 만족시켜야만 임원의 해임이나 기업의 인수합병이 가능하도록 정관에 별도의 가중 규정을 도입하는 경우가 있다. 이를 초다수결의제(Supermajority Voting)라고 하는데 특별결의보다 더 가중된 결의요건을 의무화함으로써 이사진 교체와 인수합병에 필요한 주주 찬성률 기준을 높여 해당 안건이 주주총회에서 가결되기 어렵게 하는 것이 주 목적이다. 기존 경영진은 초다수결의제를 도입함으로써 경영권을 안정화시킬 수 있으나 한편으로 동 제도는 무능한 경영진의 교체를 어렵게 하여 기업의 가치를 저하시키는 부작용도 있다.

초다수결의제는 또한 낮은 지분율로 회사의 지배권을 유지할 수 있도록 하여 대리인 비용(Agency Cost)을 높이는 부작용도 있다. 예컨대 주가가 급등할 때 임원을 겸직하고 있는 대주주는 보유하고 있는 주식을 매도해 매매차익을 얻을 수 있는데 초다수결의제가 정관에 도입된 경우 지분율이 감소해도 해임이 되거나 경영권을 빼앗길 가능성이 낮으므로 주식을 매도할 유인이 커진다. 주식 거래를 통한 단기 매매차익을 노리는 임원보다는 주식의 상당 지분을 장기간 보유하면서 근본적인 기업 가치를 증대시키고자 노력하는 임원이 주주의 권익을 보호하는 방향으로 경영의사결정을 수행할 확률이 더 높을 것이다. 지분율이 낮아지는 만큼 해당 기업의 주인으로서 행동하기 보다는 대리인으로서 행동하게 되므로 높은 지분율을 가진 자가 회사 경영의 상위 의사결정자가 되는 것이 바람직하

다. 그러나 초다수결의제는 낮은 지분율로도 회사를 장악할 수 있게 하여 진지하게 회사의 미래를 고민하기 보다는 개인적인 이익을 추구하는 사람이 경영권을 유지할 수 있도록 일조하는 역할을 한다. 임원 해임과 인수합병의 주주총회 결의 요건을 가중하는 정관 규정으로 아래 예시를 들 수 있다.

제22조 **【총회의 결의방법】** 주주총회의 결의는 법령 또는 이 정관에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는 출석한 주주의 의결권의 과반수로 하되 발행주식총수의 4분의 1 이상의 수로 하여야 한다. 단, 이사 및 감사위원의 해임을 의결할 경우에는 출석주주의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 과반수로 한다.

-A사 정관 中-

제36조 **【이사의 해임】** ① 주주총회에서 이사를 해임하고자 하는 때에는 총회에 출석한 의결권의 100분의 90 이상의 수와 총 발행주식의 100분의 70 이상의 수가 찬성한 경우에 이사를 해임할 수 있다.

② 이사의 해임에 관한 요건을 변경하고자 할 때에는 제1항에서 정한 의결 요건에 의하여 그 변경을 가결할 수 있다.

-B사 정관 中-

제27조 (주주총회의 결의방법) 주주총회의 결의는 법령에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는 출석한 주주의 의결권의 과반수로 하되 발행주식총수의 4분의 1 이상의 수로 하여야 한다. 단, 의결사항이 적대적 M&A를 위한 안전입이 객관적으로 명백하고, 총회 소집통지 전 이사회 결의로 이를 확인한 경우, 이에 관한 결의는 출석한 주주의 의결권의 100분의 90 이상의 찬성과 발행주식 총수의 3분의 2 이상의 찬성으로 한다. 이와 같은 결의방법을 적용할 안건은 총회를 소집할 때 미리 적시하여야 한다.

-C사 정관 中-

제23조 (주주총회의 의결) ① 주주총회의 의결은 법률 또는 이 정관에 정함이 있는 경우를 제외하고는 출석한 주주의 의결권의 과반수로 하되 발행주식총수의 4분의 1 이상의 수로 하여야 한다.

② 다음 각호의 경우에는 발행주식 총수의 과반수에 해당하는 주식을 가진 주주의 출석과 그 출석 의결권의 3분의 2 이상의 찬성으로 의결한다.

1. 정관의 변경
2. 이사의 해임

3. 해산결의
4. 회사의 합병
5. 영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도
6. 타회사의 영업 전부의 양수
7. 기타 법령에서 요구한 사항

-D사 정관 中-

2) 최대주주 및 특수관계인 지분율의 인위적인 증대

최대주주 및 특수관계인의 지분율을 인위적으로 증대하는 방식은 유형이 다양할 뿐 아니라 기존 주식의 가치를 희석시키고 경영권 세습을 위해 악용될 수 있다는 점에서 주의 깊게 살펴보아야 할 적대적 M&A 방어 수단이다. 세부 방식으로는 최대주주 및 특수관계인에 대한 제3자 배정 또는 사모 방식 유상증자, 최대주주 및 특수관계인에 대한 전환사채(Convertible Bond, CB) 또는 신주인수권부사채(Bond with Warrant, BW)의 사모 발행, 발행 즉시 의결권이 있는 주식으로 전환이 가능한 종류주식 발행 등이 있다.

우선 최대주주 및 특수관계인에 대한 제3자 배정 또는 사모 방식 유상증자가 부정적으로 평가되는 이유는 일반 주주 또는 일반 투자자를 유상증자 단계 초기부터 배제하기 때문이다. 유상증자의 유형으로는 일반공모, 주주우선공모, 주주배정, 제3자 배정 및 사모 방식이 있는데 각 유형에 대한 설명은 다음과 같다.

〈표 1〉 유상증자의 유형

유 형	설 명
일반공모	● 기존 주주 뿐 아니라 주주가 아닌 일반 투자자에게까지 공개적으로 주식을 인수할 수 있는 기회를 제공함 ● 기존 주주는 공모에 참여할 수 있지만 일반인과 철저히 동일한 조건으로 참여하는 것이므로 기존 주주로서의 특권이 없음 ● 동 방식은 해당 회사 정관에 주주의 신주인수권을 배제할 수 있다는 조항이 있어 야만 가능함
주주우선공모	● 주간사회사인 증권회사가 유상증자분을 총액인수하여 구(舊)주주와 우리사주조합원에게 우선 청약과 받고 청약미달분에 한해 일반 투자자를 대상으로 공모하는 방식임 ● 공모에서도 청약 미달된 잔여주식은 주간사회사가 인수하기 때문에 실권주의 발생이 없음 ● 주주가 아닌 일반 투자자는 초기 단계에서는 공모에서 배제됨 ● 기존 주주의 자금력이 충분하지 않은 경우 대규모 자금 조달시 활용됨 ● 지분율에 비례하여 신주인수권이 우선적으로 부여되는 주주배정 방식과 달리, 주주우선공모 방식은 지분율과 상관없이 기존 주주 내 경쟁을 통해 신주를 획득할 수 있음 ● 기존 주주 간 경쟁을 통해 청약에 성공해야 하므로 신주인수권을 온전히 보장하는 것은 아님

유 형	설 명
주주배정	● 신주를 기존 주주들의 지분율에 비례하여 배정함 ● 기존 주주는 할당량의 전부 또는 일부를 청약 가능하며 전혀 청약하지 않을 수도 있음 ● 신주인수권자가 청약 기일까지 청약을 하지 않거나 청약 후 납입일에 인수 금액을 지불하지 않아 발생한 실권주(失權株)는 기존 주주를 포함한 일반인에게 공모되거나 예외적으로 제3자배정을 통해 소유권이 결정되기도 함
제3자 배정 및 사모	● 기존 소액주주나 일반 투자자가 청약에 참여할 기회 자체를 주지 않고 사전에 정해진 특정인에게만 신주를 인수할 기회를 부여함 ● 발행 절차가 주주배정이나 일반공모 방식 등에 비해 상대적으로 간편하여 비용이 적게 들고 소요기간이 짧다는 장점이 있음 ● 제3자 배정 대상자가 아닌 주주는 신주를 인수할 기회에서 배제된 것이므로 동 유상증자 방식은 주주평등의 원칙을 위배한다고 볼 수 있음 ● 제3자 배정 방식은 사모 방식의 일종으로, 사모 방식은 제3자 배정처럼 사전에 정해진 특정인에게 신주 인수의 기회를 우선적으로 제공하는 방식을 통칭한다고 볼 수 있음

이와 같이 제3자 배정 및 사모 방식의 유상증자는 일반 소액주주가 신주를 인수할 수 있는 기회를 박탈하고, 최대주주 및 특수관계인을 대상으로 시행될 경우 지배주주의 지분율만을 높여 기존 주주가 보유하고 있던 주식의 가치를 희석시킨다. 또한 친인척 내 경영권 세습 수단이나 인수합병에 대응하는 경영권 방어 수단으로 이용될 가능성이 높다.

일반공모나 주주배정 유상증자 시에 배정된 신주의 인수를 포기하는 주주가 있을 경우 실권주가 발생하는데 이러한 실권주를 최대주주 및 특수관계인에게 배정하는 것은 넓은 의미의 제3자 배정으로 볼 수 있다. 일반 주주에게 청약의 기회를 제공하기만 하면 그들이 청약을 하지 않아 발생한 실권주는 통상 이사회에서 임의로 제3자에게 배정할 수 있다. 이로 인해 일부 기업들은 대량의 실권주를 의도적으로 유도하고 이를 대주주나 특수관계인에게 배정해 편법적인 지분 확보 수단으로 악용하기도 한다. 이러한 문제점을 해결하기 위해 2013년 8월 29일부터 개정 시행된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)에서는 상장법인 유상증자시 실권주가 발생하면 원칙적으로 그 발행을 금지하였다.²⁾

한편 유상증자시 신주인수권 증서의 매매를 허용하거나 불허용할 수 있는데 자금력이 부족한 소액주주가 매입하지 못한 신주를 자금력이 충분한 소액주주가 매입할 수 있는

2) 예외적으로 실권주를 발행할 수 있는 세 가지 경우가 있다. 첫째는 주간사회사인 증권회사가 실권주를 인수하는 경우다. 주간사회사는 인수한 실권주를 보유할 수도 있지만 일반 투자자에게 공모 방식으로 다시 매각할 수도 있다. 둘째는 주주배정 증자를 하면서 실권주가 발생할 것에 대비해 주주들이 청약할 때 배정된 물량을 초과해 청약하는 경우다. 실권주 배정을 위해 초과 청약할 수 있는 물량은 당초 지분율에 비례해 배정받은 물량의 20%를 초과할 수 없다. 마지막으로 소액 공모나 우리사주조합에 배정하는 경우와 같이 대주주가 지분 확보를 위해 실권주를 남용할 여지가 없는 경우다.

기회를 제공한다는 점에서 신주인수권 증서의 매매를 허용하는 것이 더 바람직하다.

최대주주 및 특수관계인에 대한 전환사채(Convertible Bond, CB) 또는 신주인수권부사채(Bond with Warrant, BW)의 사모 발행 역시 최대주주 및 특수관계인에 대한 제3자 배정 또는 사모 방식 유상증자와 유사한 맥락에서 이해할 수 있다. 전환사채란 일정한 조건에 따라 그것을 발행한 회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 채권으로서 전환 전에는 사채로서의 확정이자를 받을 수 있고 전환 후에는 주식에서 나오는 배당금을 수취할 수 있는 사채와 주식이 혼합된 형태의 증권이다. 신주인수권부사채란 사채 발행 이후에 발행회사가 신주를 발행하는 경우 미리 약정된 가격에 일정한 수의 신주 인수를 청구할 수 있는 권리가 부여된 채권이다. 즉, 전환사채와 신주인수권부사채는 일반 사채와 달리 의결권이 있는 주식으로의 전환이나 신규로 발행된 주식의 인수가 용이하여 지배주주의 편법 증여나 경영권 승계를 위해 악용될 수 있다. 이러한 주식연계 채권이 만일 적대적 M&A 시기에 대량으로 사모 발행되면 최대주주 및 특수관계인이 해당 채권을 의결권이 있는 주식을 확보하는 데 사용하여 지분율을 높임으로써 결국 M&A에 대항하여 기득권을 보호하려는 수단으로 변질될 것이다.³⁾

발행 즉시 의결권이 있는 주식으로 전환이 가능한 종류주식을 발행하는 것 역시 경영권 세습 및 방어를 위해 사적으로 악용될 수 있으므로 바람직하지 않은 관행으로 평가된다. 경영권을 확보하거나 유지하기 위해서는 일정 수준 이상의 지분율이 필요한데 적대적 M&A가 진행될 경우 M&A 시도자의 공격적인 지분율 확대에 의해 기존 대주주의 영향력이 약화될 수 있다. 동 상황에 대응하고자 기존 지배주주가 이사회 결의로 임의로 전환 시기를 정할 수 있거나 발행 즉시 전환이 가능한 전환 우선 주식을 발행한 직후, 해당 주식을 의결권이 있는 보통 주식으로 전환하게 되면 지분율을 유지할 수 있게 된다. 이 같은 이유로 발행 즉시 의결권이 있는 보통주로 전환이 가능한 종류주식을 발행할 수 있도록 정관에 명시하는 것은 적대적 M&A를 방어하거나 경영권의 배타적 상속을 위한 의도로 간주되는 것이다.

3) 시차임기제

이사 시차임기제(Staggered Election)는 매년 전체 이사 가운데 일부만 선임하여 이사들의 임기 만료 시점을 분산시켜 임원 전체가 교체되는 시점을 지연시키는 적대적 M&A 방어 수단이다. 기업 인수자는 과반수의 주식을 매입하여 적대적 M&A에 성공하였다 하더라도 임원진을 일괄적으로 교체하지 못하고 기존 경영진의 일부를 잔존시켜야하므로

3) 이러한 맥락에서 한국기업지배구조원은 정관에 주식 연계 채권의 발행한도를 명시하여 전환사채나 신주인수권부사채의 무제한적 발행으로 인한 폐해를 일정 부분 방지하고 있는 기업을 긍정적으로 평가하고 있다.

경영권을 실질적으로 장악하는 시간이 지연된다. 다시 말해 신규 경영진이 소위 ‘자신의 입맛에 맞는 사람’으로만 구성된 이사회를 가지는 데 시간이 더 소요되게 되는 것이다.

시차임기제는 적대적 M&A 방어 수단으로 이용되는 것 외에 부수적으로 집중투표제의 효과를 저해하는 부작용도 있다. 집중투표제란 2인 이상의 이사 선임시 1주마다 이사의 수와 동일한 수의 의결권을 인정하고 그 의결권을 1인의 후보에게 집중하여 투표하거나 다수의 후보에게 분산하여 투표할 수 있도록 한 후 다수득표자부터 순차적으로 선임되도록 하는 제도이다. 즉, 2명 이상의 이사를 선임할 때 이사의 수와 비례하는 투표권을 한 사람에게 집중할 수 있어 보유 지분의 2배 이상의 투표권 행사가 가능해지므로 소액주주의 의견이 반영될 가능성이 높아진다. 그러나 만일 이사들의 임기에 시차를 두면 매번 소수의 후보만 선임하게 되므로 이사 후보 수가 많을수록 효과가 강력해지는 집중투표제가 효력을 발휘하기 어렵게 된다.

4) 황금낙하산

인수합병 대상기업의 임원이 적대적 M&A로 인하여 임기 전에 사임하게 될 경우 거액의 퇴직금 또는 저가로 주식을 매입할 수 있는 콜옵션 등의 권리를 부여할 것을 사전에 고용계약에 기재하거나 정관에 명시하여 인수 비용을 사실상 증가시키는 방어 전략을 황금낙하산(Golden Parachute)라고 칭한다. 황금낙하산 규정은 직접적으로 경영진의 신분을 보장할 뿐 아니라 M&A 주체의 인수합병 비용을 인상시켜 기존 경영권을 방어하는 방법으로도 유효하다. 유사한 방어 수단으로 주석낙하산(Tin Parachute)이 있는데 이는 경영진이 아닌 일반 직원에게도 적대적 인수합병으로 인한 퇴직시 고액의 퇴직금을 지급하도록 하여 기존 직원의 고용을 보장하는 한편 M&A 비용을 증가시켜 인수합병 시도를 방해하는 수단이다.

경영진의 소신 경영을 지원한다는 취지로 도입된 동 제도가 무능하고 나태한 경영진에게 과도한 금전적 보상을 안겨주거나 자리를 내주어야 마땅한 경영진이 자신의 지위를 고수하려는 수단으로 전략할 수 있다는 점이 가장 우려해야 할 부작용이다. 그 외에 M&A 대상기업의 임원들이 이를 역이용하여 충분한 보상만 준다면 얼마든지 회사를 나가겠다는 무책임하고 근시안적인 태도를 취할 수도 있다는 것도 단점이다.

정관에 명시된 황금낙하산과 관련된 규정으로 아래 예시를 들 수 있다.

제22조[임기]

(중략)

③ 이사가 임기중에 적대적 인수합병으로 인하여 실직한 경우에는 통상적인 퇴직금이

외에 퇴직보상액으로 대표이사는 30억 이상, 일반이사에게는 10억원 이상을 지급한다.

- ④ ③항의 조항을 개정 또는 변경할 경우 그 효력은 개정 또는 변경을 결의한 주주총회가 속하는 사업년도 종료후 발생한다.

-E사 정관 中-

제38조(이사의 보수와 퇴직금)

(중략)

③ 대표이사 또는 이사가 임기 중에 적대적 인수합병으로 인하여 그 의사에 반하여 대표이사, 또는 이사직에서 해임 될 경우에는 회사는 통상적인 퇴직금 외에 퇴직보상금으로 대표이사에게 300억원을, 이사에게 100억원을 퇴직 후 7일 이내에 지급한다.

- ④ 본 항 및 제3항을 변경하고자 하는 경우에는 출석한 주주의 100분의 80이상, 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 70이상의 찬성으로 한다.

-F사 정관 中-

5) 포이즌 필

적대적 M&A로 인해 기존 경영권이 위협을 받을 경우 기존 주주들에게 회사 신주를 시가보다 훨씬 낮은 가격으로 매입할 수 있는 콜옵션을 부여하여 기존 주주의 지분율을 높이거나, 기존 주주의 의결권을 강화함으로써 적대적 M&A 시도자의 지분 확보를 어렵게 하는 것을 포이즌 필(Poison Pill) 즉, 독약 증권이라고 한다. M&A 주체의 인수합병 비용을 높이거나 인수합병 시도 자체를 저지하는 것이 마치 M&A 주체에게 독약처럼 작용한다고 하여 붙은 이름이다. 우리나라에서는 2010년 3월에 신주인수선택권(포이즌 필) 제도 도입을 골자로 한 상법 개정안이 국무회의를 통과하였으나 제18대 국회 임기만료로 인해 의안이 폐기되었다.

포이즌 필 제도 도입시 긍정적인 효과는 경영권 방어를 목적으로 자사주를 매입하는 자금을 절약할 수 있다는 점이다. 또한 포이즌 필은 적대적 M&A의 시도라는 특정한 사건이 발생하는 경우에만 행사 가능한 신주인수선택권을 부여하는 제도이므로, 제3자 배정 방식에 의한 신주 발행이나 자사주 취득 등과 같은 경영권 방어 수단에 비해 불필요하게 자본을 조달하거나 자본을 환급하는 비효율성이 감소한다는 장점도 있다.

그러나 포이즌 필은 기업의 이사회가 지배주주나 기존 경영진 보호를 위해서가 아니라 회사와 주주들의 이익 극대화를 위해 독립적이고 합리적인 의사결정을 내린다는 전제 하에 순기능을 발휘할 수 있다. 만약 그렇지 않을 경우 무능한 지배주주의 경영권을 고착화

해 해당 기업의 주주에게 손해를 미칠 뿐 아니라 경쟁력 없는 기업이 시장에 잔존하는 비효율적인 상황을 야기할 수도 있다.

포이즌 필의 주요 유형으로는 우선주 계획(Preferred Stock Plan), 플립오버 계획(Flip-over Rights Plan), 지분 플립인 계획(Ownership Flip-in Plan), 이단계가격 계획(Back-end Rights Plan), 의결권 계획(Voting Right Plan)이 있으며, 자세한 내용은 아래 표와 같다.

〈표 2〉 포이즌 필의 유형

유형	설명
우선주 계획 (Preferred Stock Plan)	● 인수합병 완료시 기존 지분을 수 배로 전환시킬 수 있는 우선주를 M&A 대상 기업의 주주에게 배당하여 M&A 성사 후 인수합병 주체의 지분율을 급격히 희석시킬 수 있는 방어 수단임 ● 우선주는 재무적 측면에서 장기부채로 간주되어 기업의 재무구조에 부정적인 영향을 끼친다는 단점이 있음
플립오버 계획 (Flip-over Rights Plan)	● M&A 대상기업의 기존 주주들에게 인수합병이 완료된 후 존속회사의 주식을 시가보다 낮은 가격으로 매수할 수 있는 콜옵션을 배당의 형태로 부여하는 방식임 ● 동 옵션을 행사하면 M&A 주체의 지분율이 낮아지고 M&A 주체가 보유하고 있는 주가의 실질가치도 낮아지는 효과가 생김 ● 합병이 완료되기 전까지는 주식매수 권리가 정상가격으로 상환될 수 있기 때문에 인수기업이 적대적 M&A를 시도하기 전에 피인수기업의 경영진과 사전 협의를 할 유인을 제공하는 효과도 있음 - 피인수기업의 이사회는 콜옵션을 행사하지 않고 동 권리를 정상가격 또는 그보다 낮은 가격에 상환할 수 있음 - 만약 피인수기업의 임원들이 적대적 M&A가 성사되는 것을 원한다면 동 콜옵션을 저가에 상환할 가능성도 있음 - M&A를 수월하게 진행시키기 위해 인수기업의 협상자들이 정상가격으로 보전해주겠다는 조건으로 피인수기업의 이사회를 설득할 수도 있음 ● 우선주 계획과 달리 재무구조를 악화시키지 않음 ● M&A가 완전히 성사되지 않으면 효력이 발생하지 않는다는 한계가 있음
지분 플립인 계획 (Ownership Flip-in Plan)	● 적대적 M&A 주체가 대상기업의 주식을 '일정 비율 이상' 취득하는 경우에 M&A 대상기업 주주들에게 주식을 낮은 가격으로 매수할 수 있는 콜옵션을 부여하는 것임 ● 매수기업의 매입 지분이 일정 비율에 도달하여 동 콜옵션이 행사되면 매수기업의 지분율이 희석됨 ● 매수기업이 대상기업에 대한 적대적 인수합병을 완료하지 않으면 권리 행사가 이루어지지 않는 플립오버 계획의 문제점을 보완하기 위해 고안된 방법임 ● 콜옵션이 행사되는 기준이 '인수합병이 성사되는 비율'이 아니라 '일정 비율 이상'으로 완화되었기 때문에 플립오버 계획보다 더 강력한 적대적 M&A 방어 전략이라 할 수 있음 ● 포이즌 필을 사용하여 경영권을 방어하고자 하는 기업은 통상적으로 플립오버 계획과 플립인 계획을 결합하여 사용함

유형	설명
이단계가격 계획 (Back-end Rights Plan)	● 매수기업이 대상기업 주식을 일정 비율 이상 취득하면 대상기업 주주들이 자신들이 보유한 주식을 우선주, 사채, 현금 등으로 전환 또는 교환해 줄 것을 청구할 수 있는 권리를 부여하는 전략임 ● M&A 시도자가 특정 비율 이상의 대상기업 지분을 확보할 경우, 대상기업의 기존 주주는 자신이 보유한 주식을 이사회가 정한 이단계가격에 해당하는 현금 또는 증권과 교환할 수 있는데, 이 가격은 주식의 시가보다 높기 때문에 결국 이 이단계가격이 주주 입장에서 최고 매도가격이 됨 ● 시가보다 높은 가격에 주식을 처분할 수 있는, 일종의 풋옵션 권리를 대상기업의 기존 주주에게 부여하여 그들이 보유한 주식을 대상기업에게 매도하게 함으로써 피인수기업의 지분을 증대시키는 방어 수단임
의결권 계획 ⁴⁾ (Voting Right Plan)	● 의결권이 없는 일반적인 우선주와 달리 복수의 의결권을 보유한 우선주를 보통주에 대한 배당으로 지급한 후, 매수기업이 특정 비율 이상의 의결권 지분을 매집하면 이 M&A 주체를 제외한 우선주 보유자들이 1주당 수 개의 의결권을 행사할 수 있도록 하여 매수기업의 경영 지배권 확보를 어렵게 만드는 전략임 ● 혹은 우선주를 장기간 보유한 주주에게 1주당 수 개의 의결권을 행사할 수 있는 권리를 부여하여 적대적 M&A 주체가 단기간 내 지배적인 의결권 지분을 확보하는 것을 차단하는 방식임

6) 주식대량보유신고제도

5% 규칙이라고도 불리는 주식대량보유신고제도(Filing of Changes in Ownership of Block Shares)는 상장법인의 의결권 있는 발행주식총수의 5% 이상을 신규 취득하는 경우, 5% 이상 대량보유자가 1% 이상 지분을 사거나 팔 경우, 주식대량보유목적에 변경이 있는 경우 5일 이내에 금융위원회와 한국거래소에 보고하도록 한 제도이다. 동 제도는 상장법인이 자사 지분의 상당한 변동이 있을 경우 즉시 알 수 있도록 도와주는 역할을 하며, 자본시장법 제147조에 규정되어 있다.

7) 의무공개매수제도

의무공개매수제도(Mandatory Bid)란 적대적 M&A를 목적으로 시장에서 주식을 공개적으로 매입할 때 인수 부담을 가중시키기 위해 반드시 특정 비율 이상의 주식을 매수하도록 강제하는 제도다. 보통 25~30% 이상의 지분을 매수하였을 경우 총 지분율이 50%를 초과할 때까지 추가 매입해야하거나 잔여 지분 전부를 매입해야하는 식이다. 우리나라에서는 IMF 이후 1998년에 폐지되었다.

4) 아래 설명될 차등의결권주의 일종이라고 볼 수 있음

8) 차등의결권주

차등의결권주(Dual-class Share) 또는 복수의결권주라고도 불리는 동 제도는 1주(株) 1의결권 원칙의 예외로서 경영권을 보유한 대주주의 주식에 대해서는 일반 주주가 보유한 보통주보다 더 많은 의결권을 부여하는 것이다. 광의로는 주식 종류별로 의결권 수에 차등을 두는 제도나 관행을 모두 지칭하므로 무의결권 주식이나 의결권 제한도 차등의결권주에 포함된다. 동 주식을 보유한 지배주주는 강화된 의결권으로 적대적 인수합병에 대응할 수 있다. 동 제도는 적은 지분으로 적대적 M&A로부터 경영권을 방어하는 효과가 있지만, 적대적 M&A와 무관한 평소의 주주총회에서 소수의 의견이 다수의 의결권으로 반영되어 의사결정의 왜곡이 일어날 수 있다는 단점이 있다.

미국 및 유럽 등지에서 도입하고 있는데, 미국 포드(Ford) 자동차의 포드 집안이나 스웨덴 발렌베리(Wallenberg) 그룹의 발렌베리 가문은 차등의결권주를 통해 실제 지분보다 더 많은 의결권을 행사할 수 있다. 프랑스에서는 주식을 2년 이상 보유하면 1주에 2개의 의결권을 부여하는 방식으로 차등의결권을 채택하고 있다. 스웨덴, 덴마크, 핀란드 등 북유럽 국가에서 특히 활성화되어있는 적대적 M&A 방어 전략이다.

우리나라의 현행 상법은 주주평등의 원칙에 따라 1주에 1개 의결권만을 부여하고 있고 이는 정관으로도 변경할 수 없으므로 차등의결권주는 국내에서는 활용되지 않고 있다.⁵⁾

9) 황금주

황금주(Golden Share)란 보유 수량이나 비율에 관계없이 극단적으로 단 1주만 가지고 있어도 적대적 M&A 등 특정한 주주총회 안건에 대하여 거부권을 행사할 수 있는 권리를 가진 주식을 말한다. 일반적으로 공기업이 민영화된 뒤에도 공익성과 민주성을 유지할 수 있도록 보유하는 특별주식을 의미하며, 정부는 이를 통하여 민영화된 기업의 주요 경영의사결정에 대하여 거부권을 행사할 수 있다. 일종의 차등의결권을 지닌 비거래형 주식의 성격을 띠며, 정관에 명시하는 것이 일반적이지만 인수기업 측과 합의하여 매각 계약에 근거를 두는 경우도 있다.

1984년 영국의 브리티시텔레콤(BT)을 민영화하는 과정에서 처음 도입되었는데 그 취지는 민영화된 이후에도 공익성을 유지할 수 있도록 정부가 민간 경영진을 견제하려는 것이었다. 이후 유럽 여러 국가에 확산되었으나 주주평등의 원칙을 위반하여 다른 주주의 권리를 심각하게 침해한다는 점, 정상적 자본이동조차 어렵게 한다는 점, 민영화의 전제인 자율경영을 저해하는 점 등의 문제점이 제기되었다. 유럽연합(EU) 재판부는 황

5) 상법 제369조 (의결권) ① 의결권은 1주마다 1개로 한다

금주 도입을 불법으로 판정한 바 있으며, 이 제도를 처음 도입한 영국 정부도 자유로운 자본이동을 제한할 뿐 아니라 기업가치를 훼손한다는 이유로 보유하고 있던 브리티시텔레콤의 황금주를 소각하였다. 그러나 2000년대 후반에 영국 정부는 방위산업체 BAE 시스템스(Systems)와 제트엔진 및 자동차 제조업체 롤스로이스(Rolls-Royce)에 대한 황금주를 보유하고 있었다.

2008년에 유럽항공우주산업(EADS, European Aeronautic Defence and Space Company)은 대주주인 프랑스 정부와 프랑스 미디어그룹 라가르데(Lagardere), 독일 자동차 제조업체 다임러(Daimler)에게 황금주를 부여하려는 의도를 내비쳤다. 이러한 행보는 2007년에 세계적인 국부펀드 두바이인터내셔널캐피털이 유럽항공우주산업의 지분 3.1%를 매입하고 러시아 국영 은행인 VEB(Vnesheconombank)가 5%를 취득한 정황으로 보아 아시아 국부펀드 등 해외 투자자들이 유럽의 국방산업 경영에 참여하는 것을 사전에 막기 위한 것으로 해석되었다. 유럽연합은 유럽항공우주산업의 황금주 도입 시도에 대해 공개적으로 비판하였고, 결국 동 시도는 좌절되었다.

우리나라에서는 2006년에 상법개정 시안으로 거부권부주식과 임원선·해임권부주식의 발행요건을 완화하려는 시도가 있었으나 이는 실질적으로 황금주로 기능할 가능성이 크며 재벌의 경영권 유지 수단으로 전락할 것이라는 시민단체의 반발이 컸다. 결국 제17대 국회 임기가 만료되면서 의안이 폐기되었다.

3. 국내 상장사의 M&A 방어 수단 도입 현황

한국기업지배구조원이 매년 실시하는 ESG 평가의 지배구조 문항 중 M&A 방어 수단과 관련된 10개의 문항이 있다. 이 중 4개 문항은 적대적 M&A를 직접적으로 방어하는 것을 목적으로 하는 제도나 정관 조항의 도입 여부를 확인하는 문항이다. 나머지 6개 문항은 적대적 M&A를 방어하기 위한 목적으로 활용될 여지가 있는 제도나 관행의 존재 여부를 확인하는 문항으로서 적대적 M&A 공격과 같은 유사시(有事時)가 아니더라도 지배주주의 영향력을 강화하기 위해 이용될 수 있다. 편의상 전자인 4개 문항을 ‘직접적 M&A 방어 수단 관련 문항’, 후자인 6개 문항을 ‘간접적 M&A 방어 수단 관련 문항’이라 칭하겠다. 아래 본 문항을 정리하였다.

〈표 3〉 M&A 방어 수단 관련 지배구조 평가 문항

직접적 M&A 방어 수단 관련 문항	간접적 M&A 방어 수단 관련 문항
● 정관에서 임원해임요건을 가중하고 있는가? ● 정관에 합병특별결의 요건의 가중규정을 도입하고 있는가? ● 이사 시차임기제(모든 이사를 동시에 선임하지 않는 경우 포함)를 도입하고 있는가? ● 경영권 이전 시 경영진에게 지나치게 과도한 퇴직보상금을 지급하게 하는 규정을 두고 있는가?	● 정관에 주식연계채권(CB 또는 BW)의 발행한도를 명시하고 있는가? ● 지난 1년 동안 최대주주 및 특수관계인에게 제3자배정 또는 사모방식으로 유상증자를 실시한 적이 있는가? ● 지난 1년 동안 최대주주 및 특수관계인에게 CB(전환사채) 또는 BW(신주인수권부사채)를 사모발행한 적이 있는가? ● 발행 즉시 의결권이 있는 주식으로의 전환이 가능한 의결권이 없거나 제한된 종류주식을 사모로 발행할 수 있도록 정관에서 정하고 있는가? ● 유상증자시 신주인수권 증서의 매매를 허용하였는가? ● 지난 1년 동안 최대주주 및 특수관계인(계열사 포함)에게 실권주를 배정한 적이 있는가?

2012년 사업연도를 분석한 2013년 평가 결과 중 상기 10개 문항에 대한 답변을 기준으로 M&A 방어 수단 도입 현황을 아래와 같이 정리하였다. 시차임기제, 황금낙하산 등 특정 제도의 존재 여부는 2012년 사업연도 말 시점 기준이며 유상증자 실시, 주식연계채권 발행, 실권주 배정과 같은 특정 사건 발생 여부는 2012년 사업연도 1년 동안의 기간 기준으로 하였다.

〈표 4〉 2013년 국내 상장사 M&A 방어 수단 도입 현황

M&A 방어 수단	유가 (693사)	코스닥 (908사)	전체 (1601사)
(1) 임원해임 요건 가중	2.5%	11.8%	7.7%
(2) 합병 특별결의 요건 가중	1.3%	5.1%	3.4%
(3) 이사 시차임기제 도입	87.9%	86.6%	87.1%
(4) 황금낙하산 도입	2.0%	12.6%	8.0%
(5) 주식 연계 채권의 무제한적 발행 허용	5.3%	3.5%	4.3%
(6) 최대주주 및 특수관계인에게 제3자 배정 또는 사모 방식 유상증자 실시	2.3%	1.9%	2.1%
(7) 최대주주 및 특수관계인에게 주식연계채권의 사모 발행	0.6%	5.2%	3.2%
(8) 발행즉시 의결권 있는 주식으로 전환 가능한 종류주식 사모 발행	8.7%	11.7%	10.4%
(9) 유상증자시 신주인수권 증서의 매매를 불허용	4.6%	6.5%	5.7%
(10) 최대주주 및 특수관계인에게 실권주 배정	0.6%	1.1%	0.9%

(1)~(4)번은 직접적 M&A 방어 수단으로서 목적 자체가 적대적 인수합병을 저지하려는 것이고, (5)~(10)번은 M&A 시도가 있을 경우에 경영권 수호 목적으로 이용될 수도 있으나 평상시에도 지배주주가 지분율을 늘리기 위해 사적으로 악용할 가능성이 있는 제도나 관행들이다. 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분하여 도입 비율을 살펴보면 두 그룹 중 도입 비율 숫자가 더 큰 쪽을 굵은 글씨체로 강조하였다.

표에서 확인할 수 있듯이 (3), (5), (6)번 항목을 제외한 모든 항목에서 코스닥 기업의 M&A 방어 수단 도입비율이 더 높았다. 이마저도 (3)번 이사 시차임기제 도입 비율과 (6)번 최대주주 및 특수관계인에게 제3자 배정 또는 사모 방식 유상증자를 실시한 기업 비율의 경우 사실상 유가기업과 코스닥기업 간 차이가 유의미하게 크다고 보기는 힘든 수준이다. 시차임기제 도입 비율이 다른 방어 수단 도입 비율에 비해 압도적으로 높은 이유는 이사의 임기가 정관 등에 1년으로 명시되어 있거나 단 한 명의 예외 없이 모든 등기임원의 임기만료일이 통일되어 있을 경우에만 동 제도를 도입하지 않은 것으로 간주하고, 그 외의 경우는 모두 도입한 것으로 평가하기 때문이다.

코스닥시장에 속한 기업이 유가증권시장에 속한 기업에 비해 M&A 방어 수단을 구비한 비율이 대체로 더 높은 이유는 유가기업이 더 엄격한 법적 규제를 받기 때문만은 아니다. 이는 유가증권시장에 속한 기업은 대개 자산총액이 크거나 대규모 기업집단에 속한 기업으로서 상대적으로 여론의 관심이 더 집중되고 도덕적 책임을 더 엄격히 준수할 것이 요구되기 때문인 것으로 보인다. 상기 10개 M&A 방어 전략 중 (1), (2), (5), (8), (10)번의 경우 상법 등에 관련 조항이 있고, 나머지 항목은 특별한 관련 법규가 없다. 관련 법규가 있는 이 5개 항목과 관련된 규정 역시 M&A 방어 수단의 도입을 금지하는 조항이라기보다는 특정 제도나 경영의사결정이 M&A 방어 기제로 작동하는 것이 명백해지는 기준을 제시한 것에 불과하다. <표 5>의 관련 법규를 보고 좀 더 상세히 설명하겠다.

〈표 5〉 M&A 방어 수단 관련 법규

M&A 방어 수단	관련 법규 조항
(1) 임원해임 요건 가중	상법 제434조 (정관변경의 특별결의) 제433조제1항 ⁶⁾ 의 결의는 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수로써 하여야 한다. 상법 제385조 (해임) ① 이사는 언제든지 제434조의 규정에 의한 주주총회의 결의로 이를 해임할 수 있다. 그러나 이사의 임기를 정한 경우에 정당한 이유없이 그 임기만료전에 이를 해임한 때에는 그 이사는 회사에 대하여 해임으로 인한 손해의 배상을 청구할 수 있다.
(2) 합병 특별결의 요건 가중	상법 제434조 (정관변경의 특별결의) 제433조제1항의 결의는 출석한 주주

M&A 방어 수단	관련 법규 조항
	의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수로써 하여야 한다. 상법 제522조 (합병계약서와 그 승인결의) ① 회사가 합병을 함에는 합병계약서를 작성하여 주주총회의 승인을 얻어야 한다.
(5) 주식 연계 채권의 무제한적 발행 허용	상법 제513조 (전환사채의 발행) ① 회사는 전환사채를 발행할 수 있다. ② 제1항의 경우에 다음의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 이를 결정한다. 그러나 정관으로 주주총회에서 이를 결정하기로 정한 경우에는 그러하지 아니하다. 1. 전환사채의 총액 (후략) 상법 제516조의2 (신주인수권부사채의 발행) ① 회사는 신주인수권부사채를 발행할 수 있다. ② 제1항의 경우에 다음의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 이를 결정한다. 그러나 정관으로 주주총회에서 이를 결정하도록 정한 경우에는 그러하지 아니하다. 1. 신주인수권부사채의 총액 (후략)
(8) 발행즉시 의결권 있는 주식으로 전환 가능한 종류주식 사모 발행	상법 제344조(종류주식) ① 회사는 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서의 의결권의 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 종류의 주식(이하 “종류주식”이라 한다)을 발행할 수 있다. ② 제1항의 경우에는 정관으로 각 종류주식의 내용과 수를 정하여야 한다. 상법 제346조(주식의 전환에 관한 종류주식) ① 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관으로 정하는 바에 따라 주주는 인수한 주식을 다른 종류주식으로 전환할 것을 청구할 수 있다. 이 경우 전환의 조건, 전환의 청구기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다. ② 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 일정한 사유가 발생할 때 회사가 주주의 인수 주식을 다른 종류주식으로 전환할 수 있음을 정할 수 있다. 이 경우 회사는 전환의 사유, 전환의 조건, 전환의 기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다.
(10) 최대주주 및 특수관계인에게 실권주 배정	증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-18조(유상증자의 발행가액 결정) ① 주권상장법인이 일반공모증자방식 및 제3자배정증자방식으로 유상증자를 하는 경우 그 발행가액은 청약일전 과거 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가(그 기간 동안 증권시장에서 거래된 해당 종목의 총 거래금액을 총 거래량으로 나눈 가격을 말한다. 이하 같다)를

M&A 방어 수단	관련 법규 조항
	기준주가로 하여 주권상장법인이 정하는 할인율을 적용하여 산정한다. 다만, 일반공모증자방식의 경우에는 그 할인율을 100분의 30 이내로 정하여야 하며, 제3자배정증자방식의 경우에는 그 할인율을 100분의 10 이내로 정하여야 한다. 자본시장법⁷⁾ 제165조의6(주식의 발행 및 배정 등에 관한 특례) ② 주권상장법인은 신주를 배정하는 경우 그 기일까지 신주인수의 청약을 하지 아니하거나 그 가액을 납입하지 아니한 주식[이하 이 조 및 제165조의18에서 “실권주”(失權株)라 한다]에 대하여 발행을 철회하여야 한다. (후략)

임원 해임이나 합병에 대한 승인 요건은 보통 정관에서 정해지는데 (1)번과 (2)번 방어수단과 관련된 법규 조항을 보면, 정관 변경시에는 주주총회 특별결의를 통해야 한다고 명시되어있다. 그런데 임원 해임이나 인수합병을 승인해야 하는 경우에 이러한 특별결의 요건보다 더 가중된 의결권 수와 주식 수를 요구하는 것은 본 사안에 대한 주주총회 승인을 저지하려는 의도로 해석될 수밖에 없다. 즉 동 법규 조항은 정관에 있는 임원 해임과 합병에 대한 승인 요건이 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수보다 더 까다로운 조건일 때 M&A 방어 목적인 것으로 해석될 수 있다는 일종의 기준을 제시한다고 볼 수 있다.

(5)번 항목 관련 법규는 전환사채와 신주인수권부사채의 총액을 주주총회를 거쳐 정관에 명시할 수 있으나 정관에 규정이 없을 경우 이사회에서 결정할 수 있도록 하여 기업의 자율적 선택을 허용하였다. 주식연계채권이 지배주주의 지분율을 확대하는 데 남용될 가능성이 있다는 점을 감안할 때 기업이 자율적으로 정관에 주식연계채권의 발행한도를 명시하는 것이 기업지배구조 관점에서 좀 더 바람직할 것이다. 정관에 주식연계채권의 발행한도를 규정하지 않아 이사회가 이를 자의적으로 결정할 수 있는 여건을 조성하는 기업은 지배주주가 지분율을 용이하게 확대할 수 있는 환경을 제공하려는 의도를 가진 것으로 간주된다.

(10)번 방어 수단 관련 법규는 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에 있는 조항인데, 사실 동 조항도 유상증자시 발행가액의 할인율에 대한 일종의 가이드라인일 뿐, M&A 방어 수단을 금지하는 것이 목적은 아니다. 이미 앞에서 언급했지만 실권주를 일부러 대량 발생시켜 최대주주 및 특수관계인에게 실권주를 배정하는 관행을 규제하기 위해 개정된 자본시장법에서는 예외적인 경우를 제외하고는 실권주의 발행을 금지하였다.

6) 제433조 (정관변경의 방법) ① 정관의 변경은 주주총회의 결의에 의하여야 한다.

7) 2013년 8월 29일부터 시행된 개정 자본시장법임

상기 규정들은 자산총액이나 상장시장 유형 등으로 기업 그룹을 구분하여 차별적으로 규제하지 않았으므로 유가증권시장에 속한 기업이 코스닥시장에 속한 기업에 비해 더 강력히 규제를 받는다고 할 수는 없다. 다만 유가기업에 비해 상대적으로 사회적 비판이나 여론의 감시로부터 자유로운 코스닥기업이 지배주주의 권력을 강화하거나 적대적 M&A로부터 경영권을 보호하는 등 사적인 이익을 추구하기가 좀 더 수월할 뿐이다.

한편 코스닥시장에 속한 기업이 유가증권시장에 속한 기업에 비해 M&A 방어 수단을 더 적극적으로 활용하고 있는 이유로는 약자로서 자기 방어 수단이 필수적이기 때문이기도 하다. 1주당 가격이 비싸고 자금력, 인력, 경험이 풍부한 유가기업에 비해 코스닥기업은 인수합병 공격에 취약할 수밖에 없다. 반면 코스닥기업은 주가가 상대적으로 낮아 적대적 M&A 주체가 지분을 매입하는 부담이 적을 가능성이 높으며, 설사 그렇지 않더라도 자금력, 인력, 경험 등 자원이 부족하기 때문에 레이더스(Raiders, 약탈자, 적대적 M&A 주체를 빗대어 표현하는 말)의 자금력과 노하우를 당해내지 못하는 경우가 많을 것이다. 이러한 이유로 부득이하게 위와 같은 자기 보호 수단을 마련해 놓는 것이라고 해석할 수도 있을 것이다.

4. 맺음말

지금까지 다양한 M&A 방어 수단의 종류와 개념에 대해 상세히 설명하고, 2013년 지배구조 평가 결과에 근거하여 유가증권시장과 코스닥시장 간 M&A 방어 수단 도입 현황을 비교분석해 보았다. 본 고를 통해 적대적 M&A를 방어하기 위해 고안된 제도들과 본질적인 목적은 M&A 방어가 아니지만 지배주주의 경영권 강화를 위해 악용될 잠재성이 있는 관행들에 대한 이해도를 높일 수 있었기를 바란다. 또한 그러한 제도와 관행의 악용을 방지하기 위해 노력해야할 필요성을 절감하였기를 희망한다.

적대적 M&A가 항상 긍정적이라거나 항상 부정적이라고 말할 수는 없다. 마찬가지로 적대적 M&A에 대한 방어 수단이 부작용만 있는 것도 아니다. 1997년 IMF 사태 직후 외환위기를 극복하기 위한 외자유치 방법 중 하나로 인수합병 시장이 개방되었고, 이후 국내 기업들은 적대적 M&A의 타겟이 될 수 있는 위협에서 자유롭지 못했다. 무방비 상태로 M&A의 먹잇감이 되는 것보다는 적대적 인수합병에 대항할 수 있는 경영권 방어 수단을 사전에 마련하는 것이 현명할 것이다. 그러한 점에서 적대적 M&A 방어 전략은 기업이 자기 보호를 위해 최소한 한 가지 이상은 필수적으로 갖추어야 하는 방패인지도

모른다.

그러나 소액주주 및 일반 투자자에 비해 막강한 정보력을 갖추고 사적 이익을 위해 회사의 자원을 몰래 활용할 수 있는 우월적 지위에 있는 최대주주나 특수관계인이 도입 당시의 건전한 목적과 달리 적대적 M&A 방어 수단을 오용하는 것은 반드시 방지해야 한다. 지배주주가 M&A 방어 수단을 이용해 악의적으로 경영권을 장악하여 개인적인 이득을 위해 회사의 자원을 유용할 경우 순수하게 적대적 M&A를 방어하려는 목적으로 도입된 제도가 결과적으로 무고한 일반 주주와 직원들에게 막대한 피해를 입히게 될 것이다.

결국, 저평가된 우량기업의 잠재성을 이끌어내기 위한 바람직한 취지의 M&A는 활성화되, 부실기업의 지배주주 및 경영진이 이기적인 목적으로 적대적 M&A를 저지할 수 있는 여지는 최소화할 수 있도록 법적 제도의 정비와 소액주주 및 사회단체의 지속적인 감시가 필요할 것이다.