



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시, 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리, 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지, 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사학위논문

외국인 투자자의 KT&G 적대적 기업인수 사례연구



부경대학교 경영대학원

경영학과(경영학전공)

김 재 이

경영학석사학위논문

외국인 투자자의 KT&G 적대적 기업인수 사례연구

지도교수 정 형 찬

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함.

2008년 2월

부경대학교 경영대학원

경영학과(경영학전공)

김 재 이

김재이의 경영학석사 학위논문을 인준함.

2008년 2월 26일



주 심 경영학박사 유 일 성 (인)

위 원 경영학박사 김 태 용 (인)

위 원 경영학박사 정 형 찬 (인)

[목 차]

[표 목차]	iii
[그림 목차]	iv
제 1장 서론	1
제 1절 연구의 목적	1
제 2절 연구의 방법 및 범위	4
제 2장 적대적 M&A에 관한 이론적 고찰	5
제 1절 적대적 M&A에 관한 선행연구	5
제 2절 적대적 M&A의 전략	7
1. 공격전략	7
2. 방어전략	11
제 3장 KT&G 적대적 M&A 참여기업 및 진행과정	20
제 1절 참여기업의 개요	20
1. 공격 측 참여기업	20
2. 방어 측 참여기업	27
제 2절 KT&G 적대적 M&A 진행과정	30
1. 탐색기	30
2. 분쟁기	34
3. 종료기	42
제 4장 KT&G 적대적 M&A 시장반응 및 참여기업 투자손익 · 47	
제 1절 KT&G 적대적 M&A 시장반응	47

1. 탐색기 주가변화	47
2. 분쟁기 주가변화	49
3. 종료기 주가변화	49
제 2절 참여기업 투자손익	50
1. 공격 측 참여기업	50
2. 방어 측 참여기업	51
 제 5장 외국인 투자자의 적대적 M&A에 대한 정책 및 시사점	53
제 1절 외국인투자자에 대한 정책	53
제 2절 KT&G 적대적 M&A 정책적 시사점	55
 제 6장 요약 및 결론	62
 참고문헌	66
 Abstract	68

[표 목차]

<표 1>	2006년 8월 ~2007년 5월 Carl Icahn 자산 운용 내용	23
<표 2>	2006년 12월말 기준 KT&G 주주 현황	28
<표 3>	2006년 12월말 기준 자사주 세부내역	28
<표 4>	Steel Partners II, L.P. 연합의 보유지분 현황	35
<표 5>	Steel Partners 연합의 주식 매집 현황	48



[그림 목차]

<그림 1> 종합지수 대비 KT&G 주가 변화추이	33
-----------------------------------	----



제 1장 서론

제 1절 연구의 목적

본 연구는 (주)KT&G에 대한 적대적 M&A를 시도한 미국의 대표적인 헤지펀드(hedge fund)인 Carl Icahn 및 Steel Parters의 사례연구를 통해 우리나라에서 지배주주가 없는 우량기업들이 외국인 투자자의 적대적 M&A 표적이 되는 이유, KT&G의 M&A가 진행되면서 사용되었던 공격 및 방어수단의 이론적 고찰, 진행과정, 적대적 M&A에 대한 시장반응, KT&G에 대한 외국인 투자자의 적대 M&A에 대한 정책 및 시사점 등을 구체적으로 고찰하고자 한다.

우리나라의 창업자들은 기업을 사유물로 인식하는 경향이 강하기 때문에 기업의 소유권과 함께 경영권을 친인척, 특히 아들에게 물려주는 예가 적지 않았다. 즉 한국에서 경영권 승계는 일종의 왕권 승계와 비슷한 양상을 보여 왔다고 볼 수 있다. 이는 소유와 경영의 분리가 보편화된 미국의 경우와 대비되는 현상인데, 미국은 기업의 규모가 커지면서 효율성차원에서 경영을 전문가에게 위임하는 경향이 증가해 온 데 기인한다. 이로 인하여 우리나라는 창업세대가 지나면서 창업 후세대들이 제대로 된 훈련 과정이나 검증절차도 없이 경영권을 승계 받는 경우가 적지 않았는데 이것이 경영 실패나 적대적 M&A의 타깃으로 귀결되는 이유이다(박정우, 정래용, 2007, p. 96). 그러면서 우리나라에서도 1997년 4월 이후부터 상장주식의 대량소유제한제도가 폐지되면서 적대적 기업인수가 자유로운 시장으로 발전하였고, 국내에서도 많은 크고 작은 적대적 M&A가 진행되었다. 하지만 우리나라에서는 기업의 내부통제기구인 이사회

및 감사기능이 최고 경영자의 경영방침을 따르는 경우가 많아 유명무실하고 효과적이지 못하였으며(장진식, 1998, p. 34), 대부분 국내자본시장에서 이루어지는 상황이었다. 그러나 우리나라가 1998년 11월 IMF 체제에 편입된 이후 「외국인투자 및 외자도입에 관한 법률」과 증권거래법의 외국인 주식투자 한도 등이 폐지됨으로써 외국인에 의한 적대적 M&A도 완전히 허용된 자유로운 시장 환경이 조성되었다(정형찬, 2004, pp. 2~3). 외국인에 의한 적대적 M&A 역사는 1997년 최초의 사례 ‘신동방의 미도파 인수시도(1997)’를 시작으로 ‘2003년 영국계 소버린의 SK공격’, ‘2003년 KCC의 현대엘리베이터 인수시도’, ‘2006년 Carl Icahn의 KT&G 인수시도’, ‘2007년 7월 Carl Icahn의 삼성전자 인수설’로 이어지면서 국내에서도 외국자본에 의한 크고 작은 적대적 M&A가 지속적으로 진행되고 있다. 이렇게 외국자본이 국내에서 적대적 M&A를 시도하면서 외국자본의 적대적 M&A에 대해서 국내 언론과 일부 학자들은 이에 대한 여러 가지 부작용을 지적하고 있다. 그 내용을 보면 적대적 M&A 시도는 적대적 M&A의 순기능보다는 단순히 주가를 끌어올려 단시간에 많은 수익만 챙긴 뒤 빠져나가는 투기적 성향을 띤 M&A와 우리나라의 기간산업에 외국자본의 적대적 M&A에 대해 방어수단과 제도적 장치가 미흡하다는 지적이 그 것이다.

KT&G는 1899년 8월 궁내성 내장원 삼정과 설치를 시초로 1952년 4월 전매청, 1987년 4월 한국전매공사, 1989년 4월 한국담배인삼공사, 1999년 10월 한국증권거래소 상장, 2003년 2월 KT&G로 사명개칭 이후 2006년 6월 한국기업 지배구조개선 지원센터 주최 3년 연속 최우수 기업지배구조 기업¹⁾으로 선정된 바 있다. 그러나 KT&G의 주력사업인 담배와 홍삼의 전매제도가 폐지되면서 더 이상 공익성을 띄는 사업이 아님으로 IMF를 맞으면서 국가 부채탕감을 위

1) 경영자의 지분보다 외부주주의 지분이 상대적으로 높아 외부주주(기관투자자 등)가 적극적인 경영 감시를 통해 주주이익의 극대화 방향으로 기업이 의사결정을 하도록 하는 효율적인 소유지분구조 (Grossman, Sanford and Oliver Hart, 1982.)

해 최우선 민영화가 이루어진 기업이다.

하지만 당시 언론이 KT&G에 대한 외국자본의 적대적 M&A 시도에 대해서 많은 비판을 하였는데, 그 이유로는 2만 명이 넘는 직원을 4,500여명으로 구조 조정하여 경영효율성을 제고하고 주가는 1999년 10월 1일 기업공개 당시 주당 28,000원에(종합주가지수 833.51p) 국민공모주 형태로 주식을 분산하여, Carl Icahn이 적대적 M&A 추진을 위한 사전작업이 시작되기 직전인 2005년 1분기 말 주가는 33,000원(종합주가지수 965.68p)으로 종합주가지수 상승률(15.8%)보다 2.1% 높았다. 또한 300만주 이익소각 결의(매일경제, 2003.10.10.), 2004년 주주우선정책 유망주로 추천 선정(매일경제, 2003.12.27.), 높은 배당률에 따른 배당자산주로 평가, 당기순이익의 지속적인 증가('03년 4,597억 원, '04년 4,723억 원, '05년 5,159억 원, '06년 6,497억 원) 등의 이유로 시장에서는 경쟁력 있는 기업으로 평가받고 있었기 때문이라고 판단된다.

그러나 KT&G는 위와 같은 우수한 지배구조, 주주가치의 극대화, 지속적인 경영실적 개선을 이룩하였음에도 적대적 M&A 시도를 받은 사례이다. 이에 우리나라에서 지배주주가 없는 우수기업들이 투기성 외국자본의 적대적 M&A 타깃이 되고 있는 문제점과 위기의식 및 대응 방향을 찾기에 좋은 사례연구로 판단되어 본 연구의 분석대상으로 선정하였다.

제 2절 연구의 방법 및 범위

본 연구는 2006년 KT&G에 대한 외국인 투자자의 적대적 M&A를 시도한 사례연구를 통해서 분석 하였으며, 자료는 공개된 자료원과 사적 자료원을 통해 수집하였다. 적대적 M&A관련 이론적 자료는 M&A관련 기존 논문 및 단행본을 중심으로 수집하고, KT&G M&A 진행경과 내용은 KT&G의 IR 자료와 기타 공개 자료, 주요 일간지 및 경제신문, 한국증권거래소 공시 자료 및 금융감독원 자료 등을 활용하고, 비공개 자료는 방어 기업의 IR 담당 및 이해관계자의 인터뷰 등을 통해 정보를 수집 했다.

본 논문의 구성은 제 1장 서론에 이어 제 2장에서는 적대적 M&A에 관한 선행연구와 Carl Icahn 과 Steel Partners가 KT&G에 대해 적대적 M&A를 시도하면서 사용한 주요 공격수단과 KT&G의 주요 방어수단을 간단하게 고찰하였고, 제 3장에서는 KT&G의 적대적 M&A 참여기업 및 진행과정에 대해서, 제 4장에서는 KT&G의 적대적 M&A에 대한 시장반응 및 참여기업 투자손익을 알아보았고, 제 5장에서는 외국인 투자자의 적대적 M&A에 대한 정책 및 시사점을 살펴보았다. 마지막으로 제 6장에서는 본 논문의 전체적 요약과 앞으로의 과제를 제시하는 것으로 본 논문을 구성하였다.

제 2장 적대적 M&A 전략에 관한 이론적 고찰

제 1절 적대적 M&A에 관한 선행연구

기존 연구들을 살펴보면 법경제학에 의해 적대적 기업인수의 유용성에 대한 이론적 대립이 활발히 일어났다. 기업인수의 발전과정에서 1980년을 기점으로 하여 적대적 기업인수가 활발히 전개되면서 이를 보게 된 학자들에 의해 기업인수에 대한 긍정론과 부정론의 대립이 전개되었다. 긍정론은 기업인수는 부의 창조적 기능이 존재한다는 것이고, 부정론의 견해에 의하면 적대적 기업인수는 기업을 정상적으로 경영하기보다는 일종의 투기대상으로 보는 경향이 있으므로 기업인수를 통한 단기차익을 노리는 자들에 의하여 경영지배권에 대한 투기적 조장을 일으켜 결국은 국민경제에 역기능이 크다는 입장이다(박신흥, 2005, pp. 15~16). 또 경영진의 동의여부에 따라 우호적 M&A와 적대적 M&A로 구분되는데 우호적 M&A는 주로 산업구조와 기업구조의 개편을 촉진하는 경제적 기능을 수행하는 반면, 적대적 M&A는 주로 기업 경영을 감시하여 궁극적으로 경영 효율성의 향상을 도모하는 경제적 기능을 수행한다(장진식, 1998, pp. 33).

적대적 M&A는 기업이 보유한 자원과 잠재력에 비해 경영성고가 낮은 기업을 다른 투자자들보다 앞서 발견하고 경영자들에게 효율적인 기업경영에 대한 압력(전략수정, 기업지배구조개선에 대한 제안 등)을 주어 경영감시 기능을 강화하여 경영자들로 하여금 기업경영의 투명성을 제고하고자 하는 순기능이 있는데 소버린의 SK에 대한 적대적 M&A 사례가 그 좋은 예가 될 것이다.

기타 M&A 동기이론으로는 통상적으로 국제사회에서의 M&A는 경쟁에 치열한 세계시장에서 필요한 경영자원과 시장지배력을 짧은 시간 내에 확보하려

는 동기가 주요 요인으로 작용(전용옥, 2000, p. 204), 이렇게 인수·합병을 통해 기업의 규모가 대형화되어 기업이 가용한 자원 사용의 집중력이 커지게 되면 시장지배력이 발생하여 기업의 이익이 향상된다는 시장 지배력 이론(Gaughan, 1996, p. 126), 합병 후의 기업 가치는 합의 분류합병이 일어나기 전의 개별 기업의 가치를 합한 것 보다 크다는 시너지이론(Copeland and Weston, 1981, p. 688) 등이 있다.

적대적 M&A 공격을 받는 기업의 방어행위에 대해서도 긍정설과 부정설로 대립되는데, 먼저 적대적 M&A에 있어서 대상회사의 이사 등 경영진이 행하는 방어행위의 허용 여부에 대한 긍정설에서는 경영진이 자신의 경영 판단에 의하여 적극적으로 방어수단을 취할 수 있다는 견해로 이사 등 경영진의 적극적 행위설이라고도 불리며, 전 세계에서 M&A가 가장 활발하게 일어나고 있는 미국의 지배적인 학설이다(Lipton, 1979. pp. 120~123).

반면 방어행위의 부정설을 주장하는 학자들은 공개매수와 같은 적대적 M&A에 의해 대상기업의 이사 등 경영진이 교체됨으로써 경영 효율을 극대화시키고 사회적 복지를 창출하게 된다. 따라서 이사의 방어행위는 기업 매수비용 부담증가로 인해서 그 빈도를 떨어뜨리게 되어 장기적으로는 시장 기구에 의한 경영자 통제를 저해하게 되고 결국 주주이익을 감소시켜 합병 후 기업의 장기성과가 부의 초과수익률로 나타난다(Franks, Harris, Titman, 1991, pp. 81~96)라고 말하고 있다. 물론 그들의 논문에서는 성과를 측정하는 시장지수를 무엇으로 하느냐에 따라 결과는 달라질 수 있다는 결론을 내린다.

이렇듯 기존연구에서는 적대적 M&A 동기에 대한 다양한 내용과 그 행위에 대한 찬반이 대립대고 있어 어떤 것이 반드시 옳다고 주장하기에는 힘들다. 다만 그 결과에 따라 그 행위의 정당성이 평가되어지고 있다고 판단된다.

제 2절 적대적 M&A의 전략

1. 공격전략

적대적 M&A를 통한 경영권 확보는 통상 주주총회의 의결권 확보를 목적으로 지분을 취득하는 단계, 이사 선임을 목적으로 지분을 취득하는 단계, 이사회를 장악하는 3단계로 구분할 수 있다(박정우, 정래용, 2007, p. 213). 경영권 확보는 임시주주총회를 통해 이루어지는 것이므로 임시주주총회에서 공격측의 최종 목적인 경영권 확보를 위한 안정적인 의결권을 확보하는 방법으로 시장매집이 이루어지고 이어 공개매수를 통한 지분확보, 이어서 위임장 경쟁으로 표결이 이루어진다. 이때 시장매집을 통한 주식매집은 대량보유보고제도(5% Rule)²⁾의 규제로 인하여 시장(증권거래소 시장)에서 경영권확보에 필요한 주식을 모두 확보할 수 없음으로 어느 정도 시장매집이 있고 난 뒤 공개매수와 위임장 경쟁이 진행된다. 이에 공개매수와 위임장 경쟁에 대해서 알아본다.

(1) 공개매수(Tender offer)

공개매수(Tender offer)란 신문 등을 통해서 공개적으로 인수대상 기업의 주주들을 상대로 일정한 매수가액을 제시하고 그에 응하여 매도의사를 표시한 주주들의 주식을 장외에서 매수하는 것을 말하는 것으로서, 증권거래법은 ‘불특정 다수인에 대해서 주식 등의 매수의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하고 유가증권시장 및 코스닥시장 밖에서 당해 주식 등을 매수하는 것’(증권거래법 제 21조 제 3항)이라고 정의하고 있다.

2) 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 주식 등의 총수의 100분의 5 이상인 경우 보유하게 된 자는 그날부터 5일 이내에 그 보유상황을 금융감독위원회와 증권거래소에 보고하여야 하며, 그 보유주식비율이 당해 법인의 주식 등의 총수의 100분의 1의 비율 이상 변동된 경우에는 그 변동이 있는 날부터 5일 이내에 그 변동내용을 금융감독위원회와 증권거래소에 보고하여야 한다.(증권거래법 제 200조 2의 1항)

증권거래법의 공개매수에 관한 규제내용을 보면 공개매수를 하고자 하는 자는 공개매수의 목적, 매수자금 내역, 매수기간, 가격, 결제일 등의 사항을 기재한 공개매수 신고서를 증권관리위원회에 제출하여야 하며, 공개매수에 응모한 주식의 총수가 매수예정주식 수를 초과하는 경우에는 모든 주주에 대하여 예정수량의 한도에서 안분비례의 방법으로 매수수량을 결정해야 한다. 또한 공개매수 가격도 대통령령이 정하는 가격 이상이어야 한다(장진식, 1998, pp. 58~60). 하지만 지난 2005년 1월 증권거래법에서는 M&A의 활성화를 위해 공개매수의 효력발생기간이 폐지되었고, 사전신고제에서 공고 후 사후신고제로 변경되었다(박정우, 정래용, 2007, p. 127). 일반적으로 대상기업이 발행한 주식을 단기간에 대량으로 매수하여 대상기업의 지배권을 획득하고자 하는 경우, 이를 장내에서 매수하는 때에는 주가의 상승으로 많은 비용을 지불하여야 할 뿐만 아니라 원하는 수량의 주식을 매수하기도 어렵기 때문에, 적대적 M&A 시도시 장외에서 공개적인 방법으로 주식을 매수하는 공개매수가 특히 많이 이용된다.

공개매수에는 현금지급 여부에 따른 주식교환 공개매수와 현금 공개매수, 매수규모에 따른 전량 공개매수와 부분 공개매수, 조건 부여에 의한 조건부 공개매수, 이 단계 공개매수로 나누어 볼 수 있는데(선우석호, 1999, pp. 380~387) 그 내용은 다음과 같다.

현금 공개매수는 말 그대로 공개 매수하는 주식에 대해 현금을 지급하는 것으로 교환 공개매수에 비하여 더 오랫동안 매수계획에 대한 비밀을 유지할 수 있는 장점이 있고, 교환 공개매수는 사전에 발행했거나 매수한 증권이 있어야 하기 때문에 시간적으로 현금 매수보다 지체되기 쉬우며, 특히 증권을 발행하기 위하여 사전에 유가증권신고서를 제출해야 하는 등 비밀유지가 어렵기 때문에 적대적 인수에는 자주 이용되지 않는다. 전량 공개매수는 대상기업 발행주식 전체에 대한 현금 공개 매수하는 것으로 이 단계 공개매수의 매도압력

이나 교환 공개매수의 시간적 지연문제 등을 회피하면서 대상기업의 경영권을 획득할 수 있는 방법이다. 부분 공개매수는 대상기업의 발행주식의 일부분을 공개 매수하는 것으로 대상기업의 주주가 주식매도를 과잉 청약할 경우 비례적으로 배분하여 매입해야 하기 때문에 매수를 바라는 모든 주식에 대해 완전한 프리미엄을 지급할 수 없다. 또한 조건부 공개매수는 공개매수 기간 동안에 일정한 조건이 충족됐을 때 매도 청약된 주식을 매수하겠다는 조건으로 공개매수를 제의하는 것이다. 이 단계 공개매수는 대상주주가 청약하는 주식에 대하여 일 단계 매수 시에는 높은 가격을 제시하고, 뒤이은 이 단계 매수 시에는 낮은 가격을 제시하는 전략을 말한다.

Carl Icahn도 KT&G에 대해 적대적 M&A를 시도하면서 공개매수를 시도하였지만, 실질적으로는 실행하지는 않았다. 다만 시도하였던 내용을 살펴보면 신문을 통해 “KT&G 주식에 대해 60,000원에(부분 공개매수) 공개매수 하겠다”(연합뉴스, 2006.2.24.)라고 언론 플레이를 펼치며 당시 경영진을 압박하였을 뿐 실질적으로 공개매수를 시도하지는 않았다. KT&G의 한 관계자에 의하면 당시 Carl Icahn은 “필요하다면 본국에서 추가적으로 투자자들을 모아 KT&G 상장주식 전량을 공개매수 할 수도 있다”라고 말하였다고 전한다.

공개매수를 시도하는 쪽은 우선 공개매수 대리인(증권사)을 지정해 신고서를 감독 당국에 제출하는 절차를 거쳐야 한다. 그렇지만 Carl Icahn은 신고서를 제출하지 않음으로 공개매수를 직접 시행하지는 않았던 것이다. 당시 언론에서는 이와 같은 Carl Icahn 측의 KT&G에 대해 주식 공개매수를 하겠다는 선언을 두고 그 배경에 많은 관심을 가졌다. 실제로 M&A를 하려는 것인지, 주가를 띄울 목적인지 여러 가지 추측들이 난무했었다.

실제 M&A 가능성도 나오고 있으며, 경영권 확보 의지를 표현한 것이라는 예상도 있었고, 단순한 주가 부양으로 시세차익을 노린 것이라는 해석도 있었다. 박동명 당시 굿모닝신한증권 과장의 인터뷰에 따르면 “공개매수 신고서를 아

직 제출하지 않아 다소 유동적이지만, 공개매수라는 것이 가장 적극적인 M&A 목적 달성을 위한 방법이기 때문에 Carl Icahn의 의도가 적대적 M&A 성격이 강하다고 본다”(매일경제, 2006.2.24)라고 말하고 있다.

(2) 위임장경쟁(Proxy Fight)

위임장경쟁이란 의결권 대리행사의 권유라고도 하며 주주총회에서 다수의 의결권을 확보할 목적으로 다수의 주주에게 자기에 의결권 행사를 위임해 줄 것을 권유하는 행위를 말한다. 위임장은 통상 인수 대상기업의 경영권의 장악을 목적으로 시장매집이나 공개매수와 결합하여 사용되나, 지배권을 확보할 목적이 아니라 주주들이 자기 측 이사를 이사회에 진출시키거나 현 경영진의 경영방침을 반대하는데 이용되는 경우가 많다. 또한 공격자가 주식을 1주도 소유하지 않고 위임장경쟁을 할 수 없을 것이므로 위임장경쟁을 위해서는 어느 정도 시장매집을 한 상황에서 주요 주주 및 일반 주주 등을 설득하여 공격자의 의결권과 위임받은 의결권을 함께 사용하여 경영권을 확보하려고 시도한다.

관련규정으로는 증권거래법 제 199조(의결권 대리행사의 권유의 제한)에 의하면 주권상장법인 등의 의결권 행사는 규정에서 정하는 방법에 의하지 않고는 자기 또는 타인에게 의결권을 대리행사하게 할 것을 권유하지 못하도록 규정하고 있다. 또한 공적 법인은 당해 법인만이 의결권 대리행사 권유가 가능하다(증권거래법 제 199조 2항)라고 정하고 있다. 주권상장법인 주식의 의결권 행사를 자기 또는 제3자에게 대리하게 할 것을 권유하는 자와 주주총회 소집 통지시 위임장을 송부하는 당해 주권상장법인 등은 그 권유를 받는 자에 대하여 권유와 동시에 또는 그 권유에 앞서 의결권의 대리행사에 관하여 참고서류를 송부하고 주권상장법인 등의 본 지점, 명의개서 대행회사, 금융감독위원회, 한국증권거래소에 주주총회 종료일까지 참고서류를 비치해야 한다(증권거래법 시행령 제 85조 1항). 이때 작성한 참고 서류의 내용에 대해서는 금융감독위원

해의 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한규정 제 137조, 제 138조에서 정하고 있다. 또한 권유 자가 피권유자에게 제공하는 위임장 용지는 주주총회의 목적 사항 각 항목에 대하여 피권유자가 찬부를 명기할 수 있게 된 것이어야 하며, 권유 자는 참고서류 및 위임장 용지를 피권유자에게 송부하고 정해진 장소에 참고 서류를 비치하는 날 2일 전까지 그 사본을 금융감독위원회에 제출해야 한다. 이때 피권유자로부터 위임받은 권유 자는 위임장용지에 나타난 피권유자의 의사에 따라 의결권을 행사해야 한다(증권거래법시행령 제 85조 2,3,4항, 동규칙 제 36의 21, 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한규정 제 17). 그러나 다음과 같은 경우에는 의결권 대리행사의 규정을 적용받지 않는다(증권거래법시행령 제 85조 7항). 첫째, 상장주식의 발행회사 또는 그 임원 외의 자가 10명 미만의 피권유자에게 그 상장주식의 의결권 대리행사를 권유하는 경우. 둘째, 신탁 기타 법률관계에 의하여 타인명의로 주식을 소유한 자가 그 타인에 대하여 의결권의 대리행사를 권유하는 경우이다.

우리나라에서는 1997년 한화중금의 경영권 분쟁과 관련하여 임시주주총회를 앞두고 한화 측(한화개발)과 우풍상호신용금고 박의송 회장 간에 의결권 확보를 위해 일반 제3의 주주들을 대상으로 의결권대리행사 권유를 시도한 것이 첫 번째 사례이다(박용욱, 정래용, 2007, p. 224).

2. 방어 전략

방어 전략은 공격 측의 공격 전략에 따라 그에 대하는 방어 전략이 다양하게 전개 될 것이다. 공격 측에서 임시주주총회의 개최 요구 시 그 목적(이사의 선임 및 해임, 기타 의안공고 등)과 의결권 확보를 위한 공개매수, 위임장대결 등의 공격수단과 기업지배구조의 취약에 따른 사전 위협 감지 수준 등에 따라

서 그에 대응하는 전략은 달라 질 것이다. 이에 Carl Icahn의 적대적 M&A 공격에 KT&G가 대응한 대표적인 방어 전략에 관해서 살펴본다.

(1) 잠재적 우호세력의 확보

적대적 기업인수에 대하여 우호적인 제3자를 이용하는 방법으로서, 대상기업의 경영진에게 우호적인 제3의 투자자를 찾아 교섭하여 자기주식을 매도하거나 신주를 발행하는 방법, 제3자에게 다른 잠재적인 매수자에 비해 유리한 조건을 부여하도록 하는 계약 또는 거래를 하는 선매권의 부여 방식, 우호적인 제3자에 대한 경쟁공개매수의 권유 등으로 구분할 수 있다.

우선 우호적인 제3자에 대한 신주의 발행 및 증자배정 방법은 적대적 공개매수자에게 주식을 매각하지 않을 것으로 신뢰되는 우호적인 제3자에게 대상기업이 자기주식을 양도하거나 신주를 발행함으로써 공개매수자가 지배권을 취득함에 필요한 주식수량의 매수를 곤란하게 하는 방어수단이다. 즉, 신주의 제3자 배정증자란 인수대상 기업의 이사 등 경영진을 지지하는 제3자의 투자자를 찾아 교섭하여 적대적 기업인수를 저지할 수 있는 정도의 인수대상 기업주식을 양도하는 방어방법이다. 이렇게 인수대상 기업의 대주주와 우호적인 제3의 투자자를 백기사(White Knight)라고 한다. 이 방어수단은 공격에 직면했을 때 가장 먼저 고려할 수 있는 방안일 것이다. 무엇보다도 사전에 백기사가 될 만한 후원자를 확보하는 것이 중요할 것이다. 사례로는 1994년 경남에너지의 적대적 M&A 시도 때 대응계약의 윤영환 회장이 백기사로 등장하여 경영권을 확보하게 된 것을 예로 들 수 있다(윤종훈, 이호준, 법무법인 한결, 화인경영회계법인, 2007, pp. 238~239).

신주발행의 경우 발행주식 총수를 증가시키고, 특히 무상증자나 주식배당의 경우에는 주가가 상승하는 것이 일반적이다. 주주배정에 의한 유·무상증자의 경우에는 신주를 배정받을 주주를 확정하기 위해서 주주명부를 폐쇄하거나 기

준 일을 두어야 하므로 공고절차 등 장기간이 필요하다. 그러나 제3자 배정증자의 경우에는 주주배정에 의한 증자와는 달리 배정주주를 확정하기 위해 주주명부를 폐쇄하거나 기준 일을 둘 필요가 없다. 따라서 제3자 배정에 의한 신주발행이 단기간에 종료될 수 있다는 점에서 더욱 신속하고 효과적인 방어수단이라고 할 수 있다.

우호적인 제3자에게 신주인수권을 부여하여 주식을 양도하는 경우에는 발행주식 총 수에 변화가 생기므로 경영권 인수를 노리는 주주를 포함한 모든 기존 주주들의 지분은 희석되고 기업인수 자금이 증가하게 되어, 회사의 지배권을 취득하거나 2단계 합병에 필요한 주식을 확보하고자 하는 적대적 기업인수자 측은 인수계획에 어려움을 겪게 된다. 또한 대상기업측은 안정주주를 확보할 수 있게 된다. 이러한 방어수단은 일본에서 많이 이용되고 있다.

상법은 정관으로 주주의 신주인수권을 제한하거나, 특정한 제3자에게 신주인수권을 부여할 수 있도록 규정하고 있다(상법 제 420조 5호). 여기서 제3자의 범위는 종업원·구종업원·임원·구임원 등과 같이 정관에 의하여 특정되어 있어야 하므로, 그 특정된 범위에 들지 않는 제3자에 대한 신주발행은 허용되지 않는다고 볼 것이다. 그리고 제3자에 대한 신주발행은 현저히 불공정하지 않아야 하며(상법 제 424조), 불공정한 발행은 회사법상 유지청구권 등의 대상이 된다. 기존 적대적 공개매수와 같은 지배권 쟁탈의 국면에서 제3자에게 대량의 신주를 발행하는 경우 문제가 되었다. 제3자 배정증자의 주요 목적이 현존 이사의 지배권 유지나 특정주주의 지분유지에만 있는 경우에는 현저히 불공정한 신주발행이라고 보는 견해, 신주발행이 기업경영상 합리적이라 해도 지배권 다툼에 영향을 주는 이상 불공정한 발행이라고 보는 견해, 지배권이 침해되는 주주의 불이익과 제3자 배정증자를 필요로 하는 회사의 이익을 비교형량하여 불합리한 경우 불공정한 발행이라고 보는 견해 등이 제시되고 있다(송종준, 1990, pp. 193~194).

하지만 증권거래법에 의하면 공개매수기간 중에도 유상증자가 가능하다(구 증권거래법 제 23조 4항)라는 조항과 경영권 분쟁 중에 사모CB는 발행할 수 없다(유가증권발행 및 공시 등에 관한규정 제 60조)라는 것은 상반된다.

그 내용을 사례로 살펴보면 의결권에 영향을 줄 수 있는 사채(전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등)의 발행을 통한 잠재의결권의 확보로 지분율을 증가시키는 것은 물론 공격자의 인수자금을 증가시키는 방법이므로 우리나라에서는 1997년 4월 1일 증권거래법이 개정(25% 의무공개매수 적용)되기 전에 많은 상장법인이 이 방법을 사용하였는데, 경영권 분쟁이 있던 한화종금, 미도파 등에 서도 주식관련 사채를 발행 바 있다. 한화(1996년)의 경우 공격자가 법원에 ‘전환사채 의결권 행사 금지 가처분 신청’을 하였는데 법원의 1심 재판에서는 ‘전환사채 의결권 행사 금지 가처분신청’이 이유가 없다고 판결하였는데, 그 이유는 ‘거래의 안정성’이 명분이었다. 그러나 본 사건의 2심재판부인 서울고법 민사20부에서는 ‘기존주주의 신주인수권을 침해한 불공정한 행위’라고 판시하였으며, 이후 대법원의 판결로 넘어갔으나 IMF로 인하여 상장 취소되고 말았다(김창주, 2002, pp. 77~82).

따라서 본 방어수단은 명분과 당위성의 싸움이라고 말하는 것이 옳겠다. 방어자는 제3자 배정 유상증자의 당위성과 합법성을 증명해야하고, 공격자는 대주주의 경영권 방어목적이며, 방어자가 내세우는 증자의 필요성이 설득력이 없다는 논리를 입증해야 하는 것이 중요하다.

(2) 자기주식 취득(Buy back shares)

자기주식취득 또는 자사주 매입은 회사가 발행한 자기주식을 회사가 매입하여 유통주식을 흡수하는 방어 전략을 말한다. 이를 통해서 적대적 인수 희망자의 수중에 주식이 흘러들어가는 것을 막고, 주식매입에 대량의 현금과 자원을 소모하거나 대량의 자금차입을 통해 인수 희망자의 입장에서의 매력을 떨어

어뜨리게 되는 전략을 말한다. 이와 함께 자사주 매입은 주가의 상승을 가져온다. 주가상승은 그 자체로도 주주에 이익이 되는 것은 물론, 적대적 인수에 대한 부담으로 작용하여 그만큼 인수 희망자의 인센티브를 감소시킬 수 있다.

KT&G는 Carl Icam 연합의 적대적 M&A 시도가 진행되던 2006년 2월에 자사주 300만주를 시장에서 매입하여 소각한 바 있다. 하지만 증권거래법 제 189조2에서는 배당 가능한 이익의 한도 내에서 자사주 매입을 허용하고 있고, 취득 금액이 이익배당 한도 이하로 제한되므로 적자기업의 경우 사용할 수 없다는 점과 이렇게 하여 취득한 자기주식에 대하여는 의결권이 없다는 점(상법 제 369조 제 2항)의 한계가 있다. 따라서 전략적 제후를 통한 주식상호보유 (Stock Swap)의 형태로 제3자의 우호세력과 협의 하에 서로의 주식을 매수하여 보유함으로써 상호 적대적 M&A로부터 방어수단으로 활용하는 방법이 유효하다.

일단의 예로 KT&G가 2007년 6월에 신한은행 주식 350만주를 매입하고, 7월에는 신한은행에서 KT&G 자사주 300만주를 사들였다. 이를 언론에서는 “KT&G는 최근 신한지주 주식 350만주를 매입했다. KT&G는 단순 투자 목적이라고 밝혔으나 업계에서는 적대적 인수·합병(M&A)에 대비해 우호세력으로 끌어들이겠다는 해석이 지배적이다”(매일경제, 2007.6.29.)라고 평가하고 있다. 또한 2007년 4월에는 포스코와 현대중공업이 주식을 맞교환한 것도 좋은 예가 될 것이다.

(3) 종업원 지주제도(Employee Stock Ownership Plan)

원래 종업원 지주제도란 근로자의 생산성을 향상시키고 근로자의 소유를 증진시키려는 취지에서 근로자에게 자신의 회사주식에 투자할 수 있는 길을 열어준 것이다. 우리사주조합의 의결권 행사에 대하여 근로자복지기본법 제 31조에는 조합장이 조합원의 의사표시 내용에 좇아 의결권을 행사하도록 하고

있다. 그리고 증권거래법 제 191조의 7 제 1항에 의하면 주권상장법인이 주식을 모집 또는 매출하고자 하는 경우에 당해 법인의 우리사주조합원은 모집 또는 매출하는 주식의 20% 범위 내에서 우선적으로 주식의 배정을 받을 권리가 있다. 따라서 방어 측 입장에서는 우리사주조합이 매우 유력한 우호지분의 역할을 수행할 수 있는 것이다.

특히 유상증자시 우리사주조합에 대한 우선배정은 방어 측 지분을 증대시킬 수 있는 합법적인 수단이 된다. 그러므로 이 종업원 지주제도는 대상기업에 있어서 안정주주의 역할을 하여 적대적 기업인수로부터 경영진을 보호하는 의미도 가진다. 이러한 종업원 지주제도의 이용은 경영진에게 우호적인 종업원에게 신주를 배정하는 것으로, 종업원을 넓은 의미에 있어서 우호적 제3자의 지위에 서게 하는 것이다. 이러한 종업원 지주제도는 구조상 제3자 배정증자의 한 유형으로 분류할 수도 있다. 또한 종업원 지주조합을 결성하고 종업원에게 자사 주식을 취득시켜 분산시킴으로써 얻은 결과가 경영권 안정을 통한 기업인수로부터의 방어뿐만 아니라 생산성 향상, 노사협조, 주식분산의 용이, 종업원의 이적 방지와 저축 촉진을 통한 재산 증식 등의 장점을 갖고 있다.

그러나 종업원 지주제도는 독립된 지위를 갖고 있는 계획수탁자를 만족시켜 주어야 하며, 특정 상황의 발생 시에는 매도자 측이 전부를 매입해야 하고, 회사의 상황이 양호하지 못할 경우에는 스스로 임금을 동결하거나 임금 지급을 자제해야할 경우도 발생하게 되는 단점도 있다(강정원, 1999. p. 68).

현재 우리사주 조합원들이 인수한 주식의 의결권은 조합장에게 위임되어 일괄 행사되는 것이 일반적인 관행이고 직접 인수한 주식의 의결권도 조합장이 행사하고 있으므로 우리사주 조합의 보유지분은 현 경영진에게 우호적으로 그 의결권이 행사될 것이다. 또한 우리사주 조합 지분의 증가는 외부의 공개매수를 어렵게 하나, 조합원들이 공개매수에 응하기 위해서는 보유주식을 인출하여 매도하여야 하는데 그것이 현재 자유롭지 못할 뿐 아니라 인출된 주식은

조합 또는 조합원에게 우선 매각해야 한다(증권거래법시행령 제 2조의 7). 따라서 적대적 M&A가 시도 될 때 경영권 방어를 위한 주요수단으로 활용할 수 있다. 다만, 우리사주에 주식을 신주발행을 통해 배정할 때는 공정성과 당위성을 지녀야 할 것이다.

(4) 여론호소

회사의 경영권을 둘러싼 다툼이 발생하거나 주식공개매수 제의에 의한 기업인수가 시도되는 경우 일반투자자나 기관투자자들은 중립적인 세력으로 보아야 할 것이다. 특히 높은 프리미엄을 수반하는 공개매수 시도가 있는 경우 투자자들은 시세차익을 얻기 위해 공개매수제에 응할 가능성이 극히 높으며 기관투자자들은 운용자산의 수익성 제고라는 절대적인 과제를 가지고 있기 때문에 강한 프리미엄 지향성을 보인다. 또한 위임장 경쟁에서도 공격 측과 방어 측이 서로 제3의 주주에게 의결권을 위임해달라는 권유를 할 때에도 공격 측의 요구가 주가부양에 도움이 된다고 판단된다면 위와 유사한 상황이 나타날 것이다. 그러므로 이러한 공개매수나 위임장 대결을 통한 적대적 M&A가 시도되면 방어측은 상대적으로 불리한 상황에 놓일 수 있다.

따라서 방어 측의 방안으로 인수공격 측의 비윤리성을 여론에 호소하고, 현 경영진의 임기 동안의 성과를 공개적으로 열거하거나 기업의 미래 비전을 제시하는 등의 행동을 통해 주주들에게 공개매수에 응하지 말 것을 호소하는 방법을 여론호소라고 한다(박정우, 정래용, 2007. p. 238).

한화중금의 사례에서 방어측은 종업원들에게 우리사주를 매각하지 말 것을 지시했던 것으로 알려지고 있으며, 실제 KT&G에서도 이러한 지시가 있었다고 전해지고 있다. 또한 KT&G는 Carl Icahn의 적대적 M&A가 시도되면서 이례적으로 기업설명회를 해외와 국내에서 기관 투자자를 대상으로 수차례 진행한 바 있었으며, 국내 언론사들도 일조하였다.

당시 언론 보도 내용을 살펴보면 “KT&G는 마치 ‘아파도 아프다고 얘기하지 못하는 갓난아기’와 같다. 어느 누구도 민영화라는 기치 아래 인수·합병(M&A) 세상에 나온 이 갓난아기가 외국계 자본에 넘어가는 것을 원치 않는다. 이제 KT&G는 아프면 아프다고 얘기하면 된다. 기관 등 국내 자본이 이번 KT&G 사태를 수수방관하지만은 못할 것이기 때문이다”(매일경제, 2006.2.6.). “요즘 Carl Icahn이 장안을 시끄럽게 하고 있습니다. 미국의 기업사냥꾼이라 불리는 Carl Icahn의 KT&G에 대한 적대적 M&A 시도가 바로 그것이죠! 얼마 전까지만 해도 정부는 KT&G가 공기업의 민영화 사례 중에서 가장 우수한 사례라고 치하를 했었습니다. 2005년에는 KT&G가 ‘기업지배구조 최우수 기업’이라며 시상까지 했습니다. 특정 기업이 주인이 되면 특혜 시비가 있을 수 있다고 해서 롯데 같은 대기업이 경영을 하겠다고 할 때 정부는 이를 막았습니다. 이렇듯 ‘주인 없는’ 기업이라 그런지 Carl Icahn의 먹이 감으로 안성맞춤이었나 봅니다. 이 지경이 되다 보니 이제야 정부는 경영권 방어 수단을 도입하는 것에 대해 적극적인 검토를 하고 있다고 합니다”(한국경제, 2006.2.8.). “민영화로 지분이 분산된 기업들이 주요타깃, KT&G 사례에서 보듯 국내 다른 기업들도 국제무대에서 활동 중인 기업사냥꾼들의 표적에서 예외일 수 없다. 무엇보다 경영실적은 좋지만 지배구조가 취약한 기업이 공략 대상이 될 수 있다. 특히 공기업 성격의 기업들은 민영화 과정에서 대주주가 사라지면서 외국 자본의 주요 공략 대상이 되고 있다”(매일경제, 2006.2.9.) 등이 있다.

즉, KT&G에서는 적대적 M&A에 대한 방어활동으로 여론호소라는 수단을 적극 활용하였던 것으로 판단된다.

기타 내용으로 인수 위협을 받는 인수대상기업의 경영진은 상대측이 증권거래법이나 반트러스트법³⁾을 위반하였다는 등의 이유를 내세워 상대를 제소하

3) 반트러스트법이란 시장을 지배하는 독점행위나 거래의 제한을 목적으로 하는 기업 활동을 금지 또는 제한하는 법률의 총칭이다. 미국·영국·독일·일본 등에서 존재하는데, 특히 미국의 반트러스트법이 중요하다. 미국에서는 1880년에 트러스트의 형성이 발전함에 따라 일반 소비자·중소기업·근로자·농민 등에 대한 경제적 억압이 생겨나고, 각 주(州)에서 반트러스트법이 제정되었으나 1890년

는 방어소송을 시도하기도 한다. 그러나 미국에서는 연방법원들이 일반적으로 이러한 종류의 소송에 대해 회의적인 태도를 견지하고 있기 때문에 소송을 제기하는 인수대상기업의 경영진도 승소보다는 자연작전의 일환으로 이를 이용하는 것이 보통이다(김화진, 1996. p. 125). 또 기업들은 경영권보호 차원에서도 이른바 IR(투자자관리)을 통해 기관 및 일반투자자들과의 관계를 평소에 돈독히 하여 경영권 분쟁이 발생하는 경우 도움을 받는 방어수단⁴⁾으로 활용한다.



에 연방법으로서 서면법 (法)이 제정되었다. 그 후 1914년에 클레이턴법·연방거래위 원회법이 제정되어(이 3법이 반트러스트법의 기본법) 독점 금지정책이 발전하였다.

4) 위임장경쟁 또는 주주총회에서 현 경영진을 지지하는 우군지분으로 작용

제 3장 KT&G 적대적 M&A 참여기업 및 진행과정

제 1절 참여기업의 개요

1. 공격 측 참여기업

(1) 칼 아이칸⁵⁾(Carl Icahn)

Carl Icahn은 미국의 억만장자 금융인, 기업사냥꾼, 자산운용가로 알려져 있다. 1936년 2월 New York City의 Queens에서 태어났고, 1957년에 Princeton 대학에서 철학을 전공하였으며, 뉴욕대학교 의과대학에서 의학을 공부하다가 자퇴하였다. 1961년 Carl Icahn은 월가에서 경력을 쌓기 시작하였고, 1968년 차익거래와 옵션매매를 주로 하는 증권회사인 Icahn & Co를 설립하였다.

그는 RJR Nabisco, TWA, Texaco, Philips Petroleum, Western Union, Gulf & Western, Viacom, Uniroyal, Dan River, Marshall Field, E-II(Culligan and Samsonite), American Can, USX, Marvel, Revlon, Imclone, Federal Mogul, Fairmont Hotels, Kerr-McGee, Time Warner, 그리고 Motorola 등과 같은 다양한 회사들의 임원으로 근무한 바 있다.

이후 1985년의 TWA에 대한 적대적 인수 후 악명 높은 기업사냥꾼으로서의 명성을 떨치게 되었고, 미 최대철강업체인 USX를 적대적 M&A 함으로써 세상을 놀라게 하였다.

5) www.wikipedia.org

Carl Icahn은 '행동주의적 투자가'로 불리는데 그 이유는 지분 매입을 통해 적극적인 주주 권리를 행사하는 경우가 많고, 특히 자사주 매입이나 자산 매각, 기업 피인수 유도 등 지분 매입 때 내세운 소기의 목적을 끝까지 달성하는 경향이 있기 때문이다. 2004년에는 Mylan Laboratories가 경쟁사(Tennessee, Bristol의 King Pharmaceuticals)를 인수한다는 발표를 한 후 곧 바로 이 회사의 거대 지분을 구매하였고, 2005년 2월 미국의 정유가스업체인 커-맥기사 지분 7.7%를 매입한 뒤 자사주 매입, 화학제조업 부문 매각, 주주이익 환원을 요구해서 40억 달러 규모의 자사주 매입과 북해지역 자산 매각이라는 성과를 거뒀다. 또 같은 시기에 미국 비디오 대여업체 블록버스터 지분 9.2%를 매입한 뒤에도 위임장 대결을 통해 결국 3개 이사직을 확보했다.

지금 Carl Icahn은 수십 억 달러로 가치평가 된 Time Warner의 지분 3.3%를 보유한 대주주이다. 그는 종종 Time Warner의 CEO Richard Parsons와 충돌을 일으키며 이 회사의 전략수립에 관여하려 해왔다. Time Warner가 최근 AOL의 지분 5%를 구글에 매각하려 할 때 Time Warner 주주 자격으로 체동을 걸기도 하였으며, 주주가치를 높이기 위하여 추가적 조치에 대한 압박을 가해왔다. 2006년 2월 Carl Icahn과 Lazard Freres의 CEO Bruce Wasserstein이 이끄는 투자가 그룹들은 Time Warner를 네 개 회사로의 분할을 요구하였고 약 200억 달러에 이르는 주식을 환매하라는 343페이지의 제안서를 공개하였다. 같은 해 2월 17일에는 이들은 2006 주주총회에서 Time Warner의 이사진 후보자의 재 선출에 대해서 항의하지 않기로 합의하였고, Carl Icahn은 그룹의 협조 대신 Time Warner는 200억 달러에 이르는 주식환매를 하였고 더욱 자립적인 멤버들을 이사회에 끌어들이게 되었다. 또한 2007년까지 10억 달러에 이르는 비용 절감을 진행 중이고 Time Warner Cable의 향후 방향성에 대한 이사진들의 제안에 대하여 열심히 협상을 진행하고 있다. 또한 2006년 2월 3일 KT&G의 주식 5% 이상 취득 사유를 경영참가 목적으로 공시하여 KT&G에

대한 적대적 M&A를 시도하였다.

최근 Carl Icahn의 자산운용 내용을 살펴보면 아래 <표1>과 같이 적극적인 M&A 활동을 전개하고 있는 것을 알 수 있다. 2007년에 들어서 Carl Icahn과 그의 동료들은 최근 ACF Industries, American Railcar, XO Communications, Philip Service, American Real Estate Partners, 그리고 American Casino and Entertainment Partners에서 임원을 맡고 있다. 또한 Carl Icahn은 Blockbuster Inc.의 이사, Imclone, American Real Estate Partners LP, XO Communications Inc, WestPoint Home Inc.와 American Railcar의 회장직을 맡고 있다. 그는 또한 Adventrx Pharmaceuticals Inc, Hollywood Entertainment, National Energy Group Inc, Vector Group Ltd의 실질주주(beneficial owner)이며 Time Warner Inc의 대주주이기도 하다. Casino에도 관심이 많아 Las Vegas와 Nevada에 있는 Stratosphere, Arizona Charlie's Boulder, Arizona Charlie's Decatur의 지분을 보유하고 있으며, Marvel Comics에 대해 인수 시도를 한 바 있다.

KT&G의 대주주가 된 Icahn Master Fund는 케이맨 체도에 소재한 투자조합으로 자산 규모가 15억 달러를 넘고, Icahn Partners Fund는 11억 달러 이상의 자산을 갖고 있다(한국경제, 2006.2.3.). 이상의 내용을 미루어 볼 때 시장에서 Carl Icahn은 '상어', '기업사냥꾼', '월가의 해적', '냉혹한 협상꾼'(매일경제, 2006.2.4.) 등의 별명이 무색하지 않을 만큼의 왕성한 활동을 하고 있으며, 자산운용 규모 또한 얼마인지 정확하게 알 수는 없지만 수백억불 이상의 대규모 헤지펀드 운용자인 것은 틀림없어 보인다.

<표 1> 2006년 8월 ~ 2007년 5월 Carl Icahn 자산운용 내용

일자	내용
2006년 8월	비디오 게임 발매사 Take Two Interactive 지분 인수.
2007년 1월	저평가된 암 연구 BT회사인 Telik Inc.(NASDAQ: TELK) 지분 9.2% 인수.
2007년 1월 16일	Carl Icahn이 WCI Communities Inc.(NYSE: WCI)의 14.57%(610만주)를 소유한 실질주주라고 Securities and Exchange Commission에 보고됨.
2007년 1월 30일	Motorola(NYSE: MOT) 측은 Icahn이 1.39%에 해당하는 3,350만주를 소유하고 있으며 그가 이사 1석을 요구한다고 밝힘. 하지만 5월 8일에 실시된 이사회 선출 투표에서 대주주들에게 일각에 거절당함.
2007년 2월 9일	Lear Corporation(NYSE: LEA)의 이사회는 기타 제안들과 주주들의 승인까지 45일간의 끈질긴 작업 기간 후 Icahn으로부터 23억 달러 인수제안을 수락.
2007년 2월 27일	North Carolina에 위치한 모바일 콘텐츠 전송기술 회사인 Motricity에 5천만 달러를 투자.
2007년 4월 23일	Stratosphere와 기타 3개의 카지노 13억 달러에 Goldman Sachs 계열사에 매각 발표.
2007년 4월	Medimmune Inc.(MEDI)에게 공개매수에 대한 압박을 가하였고 결국 AstraZeneca로 합병됨.
2007년 5월 7일	Carl Icahn의 Motorola 이사자리에 대한 요구는 당선에 필요한 유효득표수를 채우지 못하여 실패로 끝났지만 그는 회사의 지분을 팔지 않을 것이라고 말하였다.

※ 자료원: www.wikipedia.org

(2) 스틸 파트너(Steel Partners)

Warren Lichtenstein은 Steel Partners의 수장으로서 뉴욕 시에 위치한 크게 성공한 주주행동주의자적인 헤지펀드이다. Warren Lichtenstein은 Tulane 대학에 입학하였으나, Pennsylvania 대학으로 편입 후 경제학 학위를 받은 바 있다. Carl Icahn과 달리 Warren Lichtenstein의 Steel Partners는 국내에 잘 알려져 있지 않다.

Steel Partners는 고가치와 특정 상황 아래서의 투자에 초점을 맞추며 평균적으로 약 5년 간격으로 투자를 유지하고, Warren Lichtenstein의 지휘 아래 미국과 일본을 우선적으로 투자대상으로 하여 250여 개 이상의 기업들에 투자해오고 있다. 그는 필요에 따라서는 주주 권리를 행사하는 “요구하는 투자자”로 잘 알려져 있다.

Warren Lichtenstein은 투자 포트폴리오 회사들에 대하여 활동적인 역할을 맡으며 경영인들에 반하기보다는 함께 일하기를 선호한다. 그 결과, Steel Partners의 ‘주주 행동주의’적 행동들의 대다수는 눈에 보이지 않으며 크게 압박을 가하지 않는다. 이 회사는 투자대상 회사들의 관리자들과의 경영개선을 도와주는 전직 임원들로 이루어진 운영파트너들을 고용하고 있다.

특히 Warren Lichtenstein은 2004년 11월 로켓엔진 제조업체인 GenCorp의 적대적 인수에 나서면서 월가를 깜짝 놀라게 했다. Warren Lichtenstein의 펀드인 Steel Partners는 25개 기업의 지분을 15% 미만 보유하고 있지만 실제로는 소유 수준의 경영권을 행사하고 있다. 실제로 Warren Lichtenstein은 Steel Partners가 투자한 상장회사 이사나 이사회 의장을 맡아 지배 구조개선 등을 요구하며 기업 가치를 올리고 있으며 Warren Lichtenstein과 그의 회사는 Greenmailing과 같은 행동은 한 번도 하지 않았다고 한다(매일경제, 2006.2.9).

Steel Partners II, L.P.는 1993년 설립된 헤지펀드로 미국 뉴욕에 본사가 있고 자산은 총 17억 달러 규모다. 총자산의 60% 이상을 일본시장에 투자하고

있고 2002년에는 Steel Partners Japan Strategy Fund라는 자회사를 설립하는 등 일본에서 활발하게 활동하고 있다. Steel Partners의 표적이 된 일본 섬유 화학업체 소투주식회사는 2003년 촉발된 M&A 공방에서 Steel Partners와 수 차례 공개매수 경쟁을 벌이다 결국 전년 대비 15배 높은 주당 200엔의 배당금을 책정했다. 그 과정에서 주가는 공개매수 발표 시점 보다 두 배 이상 올랐다. 엄청난 배당금과 주가 차익을 남긴 Steel Partners는 2004년 3월 보유지분을 5.1%로 줄인데 이어 현재는 보유지분이 없는 것으로 파악되고 있다. 또한 Steel Partners가 2003년 12월19일 공개매수를 발표했던 일본 제조업체인 유시로 화학(Yushiro Chemical) 사례도 비슷한 흐름을 보인 바 있다.

2007년 8월 현재에도 엘리베이터 제조사인 산세이유수키(Sansei Yusuki) 지분 20.75%를 비롯하여, 페인트제조사 니혼토쿠슈(Nihon Tokushu) 13.05%, 주류제조사 삿포로홀딩스(Sapporo Holdings) 17.59%, 기계제조사 텐류(Tenryu Saw Manufacture) 6.39% 등 다양한 일본 기업들의 지분을 취득하여 보유 중인 것으로 알려졌다.

특히 최근에는 일본의 토종기업인 불도그소스에 대한 적대적 M&A를 시도 하였다가 실패한 것으로 알려지고 있다. 일본 사법부의 최종 판단에 의해 불도그소스는 2007년 8월 9일 스틸파트너스 이외 주주들에게 신주를 교부하고 스틸파트너스 측에는 현금 21억 엔을 제공할 예정이다. 신주 교부가 완료되면 스틸파트너스 측의 불도그소스 보유 지분율은 10.52%에서 2.86%로 낮아진다.

이에 앞서 불도그소스는 2007년 7월 11일 주당 3개의 신주예약권을 배당해 일본 최초의 적대적 M&A 방어권을 발동했다. 5년 전 일본에 진출한 스틸파트너스는 일본 기업 약 40곳의 주식을 사들였는데 이 가운데 10여 곳의 지분 보유율은 두 자릿수가 넘는다(매일경제, 2007.8.8.).

이렇듯 Warren Lichtenstein의 Steel Partners와 Carl Icahn의 Icahn Partners Fund 모두 특정 기업에 대한 지분을 획득, 처분하는 과정에서 고수

익을 추구하는 헤지펀드라는 점에서 유사하지만 수익추구 과정에서 미묘한 차이를 보여준다. Carl Icahn은 지분 매입을 통해 적극적인 주주 권리를 행사하는 경우가 많고, 특히 자사주 매입이나 유휴자산 매각, 기업 피인수 유도 등 지분 매입 때 내세운 소기의 목적을 끝까지 달성하는 경향을 보이는 반면, Warren Lichtenstein의 Steel Partners는 해당 기업들이 무리하게 배당금을 올릴 때까지 공격적으로 보유지분을 늘리거나 마치 M&A를 할 것처럼 공개매수 선언을 한 뒤 차익을 올리는 방식을 주로 사용한 것으로 나타났다(연합뉴스, 2006.2.26.).

(3) 법무법인 대륙

공격 측의 법무법인은 청안, 대륙, 에버그린이 참여하였다. 법무법인 청안은 Carl Icahn의 국내 법률대리인 이영훈변호사가 소속해있는 곳으로 주주총회결의금지 가처분신청 직전까지 기본적 대리 업무를 맡았으며, 에버그린은 2006년 밝은 미래 법률사무소와 에버그린 법률사무소가 통합하여 법무법인으로 탄생한 중소 법무법인이며, 대륙이 공격 측의 법무법인 중 그나마 규모가 있는 법무법인으로 KT&G와의 법률 분쟁에 있어 주도적인 역할을 한 것으로 알려져 있다. 법무법인 대륙은 1996년 법률사무소에서 법무법인으로 전환하여 국내외 변호사, 변리사 등 40여명의 변호사로 구성되어 있으며, 금융, 기업, 송무, 검찰, 공정거래 등의 다양한 전문분야를 가지고 있으나 대표변호사 정진국, 여상조씨는 기업, 증권, 일반 민사소송 등의 전문가로 알려져 있다.

2. 방어 측 참여기업

(1) KT&G

KT&G는 2007년 3월 현재 국내 담배시장 점유율 약 70%의 국내 1위 담배 제조 회사로 본사는 대전 대덕구 평촌동 100번지에 위치하고 1987년 4월 1일 설립되어 1999년 10월 8일 상장 등록되었으며, 종업원 수는 4,283명(2007. 3. 현재)으로 임원진은 곽영균 대표이사, 민영진 전무이사, 이광열 전무이사, 사외이사 7명으로 구성되어 있다.

KT&G는 국내의 절대 판매량 감소 및 시장점유율 축소로 내수담배의 성장이 저하 되었으나 수출담배의 고성장과 고가 신제품 출시의 성공으로 소폭의 매출신장세를 실현하고 있으며, 수출 부문의 고성장 및 고가 신제품의 매출비중 확대에 따른 수익성이 개선되면서 영업실적도 소폭 호전되는 양상을 보이고 있다. 또한 유희 부동산 개발 이익의 실현이 본격화되고 한국인삼공사의 성장성 및 수익성 호조에 따른 지분가치 상승으로 영업외수지의 호조세도 지속될 전망이다. 매출 실적으로는 2006년 제조담배 18,685억 원(내수), 3,338억 원(수출), 잎담배 132억 원, 기타 473억 원, 관계회사 5,580억 원 등 약 3조 3,000억 원에 달한다.

관계회사로는 (주)한국인삼공사, 영진약품공업(주), (주)한국채도이식연구소, 태아산업(주), Cosmo Tobacco Co., LTD, KT&G Mongolia LLC, KT&G Turkey, KT&G 복지재단 등이 있다.

KT&G는 담배사업의 특성상 사회공헌사업을 1994년부터 지속 시행 하였는데 사회복지, 보건의료, 교육/문화, 환경보호, 청소년보호 등의 테마로 이루어졌다. 특히 2003년 7월 사회복지지원 전담기구인 KT&G 복지재단을 설립한다. KT&G 사회복지재단은 저소득층복지, 아동·노인·장애인복지, 사회복지시설 및 연구기관 지원 등 기업의 사회 환원을 전담하고 있어 담배사업 특성상 받

생할 수 있는 국민들의 부정적 시각을 완화하고 있다.

2006년 말 기준 KT&G의 주요 주주현황은 아래 <표 2>,<표 3>과 같다.

<표 2> 2006년 12월말 기준 KT&G 주주 현황

구 분	2006년 12월말 기준		
	주 식 수	비율	의결권 기준
외국인	82,454,919	55.9%	61.9%
자사주	14,229,182	9.7%	-
기업은행	9,510,485	6.5%	7.1%
우리사주	8,708,032	5.9%	6.5%
기타 국내법인 및 개인	32,539,879	22.1%	24.4%
계	147,442,497	100.0%	100.0%
가. 외국인 주요주주 - 프랭클린 뮤추얼 1,489만주(10.1%, DR 716,750주 포함) - Steel Partners 468만주(3.2%), Citi Group Global 382만주(2.6%) ※ '06.12.5 Carl Icahn 연대 700만주 장외 처분 나. 국민연금 527만주(3.6%), JTI 286만주(1.9%) 다. 사내근로복지기금 421만주(2.9%), 복지재단 289만주(2.0%), 연초생산안정화재단 186만주(1.3%) ※ 의결권 있는 발행주식총수(자사주 제외) : 133,213,315주(100%)			

※ 자료원: 금융감독원 공시자료

<표 3> 2006년 12월말 기준 자사주 세부내역

구 분	2006년 12월말 기준	
	주식수	비율
자기주식	5,736,592	3.89%
신탁계정	8,492,590	5.76%
계	14,229,182	9.56%

※ 자료원: 금융감독원 공시자료

(2) 중소기업은행

중소기업은행은 정부기관이 출자한 중소기업 지원 전문은행으로 본사는 서울 중구 을지로 2가 50번지에 위치하고 1961. 8월 1일에 설립되어 現대표이사는 강권석이다. 2003년 12월 24일 상장 등록되어 종업원 수는 8,570명(2007. 3. 현재)이다. 총 발행주식수는 보통주 405,151,618주이며 높은 자산성장세에도 자산건전성이 양호하게 유지하여 자산 확대 전략을 구사하면서 가계대출 비중을 확대시키는 등 포트폴리오 다변화와 함께 높은 대출자산 성장세를 기록 중이다. 자산증가 효과에 의한 순이자이익 증가 및 양호한 자산건전성에 의하여 추가 충당금 적립에도 불구하고 대손비용 감소로 순이익 호조세를 실현하고 있으며, 연체율은 하향 안정화되고 있으며 고정이하여신의 금액 역시 역사적으로 최저 수준 수치를 나타내는 등 자산건전성이 우량한 수준이다. 또한 주택담보대출의 규제 강화로 인해 동사의 특화분야인 중소기업을 대상으로 한 대출성장세가 예상되어 경쟁우위에 따른 성장성이 부각될 전망이다.

반면 중소기업대출 시장의 경쟁심화로 시장금리 상승에 따른 마진개선 추이가 둔화될 가능성이 존재하나 예수금 기반 확대로 양호한 흐름이 지속되고 대출 증가에 따라 지속적으로 이자이익이 증가할 전망이며, 연체율 상승 시에도 양호한 자산건전성을 기반으로 대손비용 부담은 크지 않을 전망이다.

임원진으로 강권석 은행장 외 이사 5명, 사외이사 4명으로 구성되어 있으며, 수익원은 이자수익 55,594억 원, 수수료수익 4,039억 원, 기타 19,573억 원으로 대부분 이자수익에 의존하고 있다. 주주 구성은 재정경제부가 233,733천주(57.69%)로 최대주주이며, 얼라이언스벤처스타인이 24,509천주(6.05%)로 5% 이상 특수 관계인으로 이루어져 있다.

관계회사로는 (주)기은캐피탈, 기은에스지자산운용(주), (주)아이비케이텍, 기은신용정보(주), 기업은행기보캐피탈 제 1호 사모투자전문회사, 기업은행 KTB 제 1호 사모투자전문회사, IBKS 사모투자전문회사 등이 있다.

(3) 법무법인 세종

법무법인 세종은 1982년 3월 1일 세종합동법률사무소로 시작하여 1997년 법무법인으로 전환하여 김두식외 4명의 대표변호사와 국내외 변호사와 세무회계 및 특허 전문가 110여명들로 구성된 종합 법무법인으로 성장하였다. 세종은 M&A, 기업구조조정, 회사정리 및 파산 등 기업법무 분야에서 전문성을 갖추고 있으며, 특히 M&A 분야에서는 김&장과 태평양 등과 함께 상장기업 M&A 시장을 주도하고 있다. 세종은 그 자신도 2001년 1월 소송전문 법률회사인 열린합동법률사무소와 합병하여 사세를 더욱 확장하게 되었다. 한화종금 경영권 분쟁에서 우풍상호신용금고를 대리해 한화그룹을 맡은 김&장과 대결을 벌였던 세종이 미도파 M&A에서는 미도파를 대리해 법률자문을 해 주었다(정형찬, 2004, p. 16~17).

제 2절 KT&G 적대적 M&A 진행과정

1. 탐색기(2005년 6월 1일 ~ 2005년 12월 31일)

KT&G에 대한 M&A 설은 2004년 12월 초부터 시장에 흘러나왔다. 2003년 SK의 소버린펀드의 적대적 M&A 시도이후 우리나라 증권시장에서 본격적인 외국 헤지펀드에 의한 국내 기업 M&A가 시장에서 테마주를 형성하였다.

영국에서 IR 할 때 영국계 헤지펀드 TCI(The Children's Investment. 이하 'TCI'라고 한다)가 KT&G의 자사주를 모두 소각하지 않으면 유럽계 투자자와 연합해 이사진을 해임할 것이라는 언론 보도가 나왔다(한국경제, 2004. 12. 16.). 당시 시장의 여론은 헤지펀드가 KT&G 경영권을 위협하여 주가를 띄우려는 논란이라고 일축하였다. 왜냐하면 KT&G에 대한 시장의 평가와 지분 구

조 등을 감안할 때 M&A 가능성이 높지 않아 단기 차익을 노린 외국인 투자자의 주가 띄우기가 아니냐는 의혹이 제기되었기 때문이다.

TCI는 전체 주식의 24%를 자사주로 매입할 계획을 갖고 있는 KT&G가 매입 물량을 전부 소각하지 않고 이중 10%를 우리사주조합에게 넘기려고 하는 것은 주주 이익을 침해하는 것이라는 주장을 폈으며, 당시 KT&G 관계자는 “현재 유럽계 주주의 지분율은 20%에도 못 미치기 때문에 TCI의 주장대로 실제 경영권이 위협받을 상황은 아니다”라며 “영국계 자산운용사 헤르메스가 삼성물산에 취한 행태처럼 주가를 띄우려는 의도가 아닌가 의심 된다”라고 말했다. 또한 현대증권 정훈석 수석연구원은 “KT&G의 경영 투명성, 배당 및 자사주 매입, 소각 정책 등으로 시장의 신뢰성이 높기 때문에 TCI의 주장에 외국인 투자자가 얼마나 동조할지 의문”이라고 지적하기도 했다(연합뉴스, 2004.12.16.). 때를 같이하여 증권거래소가 M&A 재료 등을 이용한 불공정거래 의혹이 있는 세 종목에 대해 추적조사(예비조사) 및 심리에 착수했다.

세 종목 중엔 헤르메스와 연관된 삼성물산, TCI 펀드와 연관된 KT&G 등이 포함된 것으로 알려졌다. 이 같은 증권거래소의 조사 및 심리는 최근 외국계 펀드의 M&A 재료를 이용한 불공정거래를 차단하기 위한 조치로 판단된다(매일경제, 2004.12.24.).

2005년 1월 31일 서울 여의도 증권거래소 신관21층 대회의실에 KT&G가 주관으로 증권사 애널리스트, 펀드매니저, 기자 등을 대상으로 2004년 경영실적 및 2005년 경영계획을 발표하는 기업설명회에 Steel Partners 관계자가 첫 모습을 드러낸 후 Steel Partners 관계자는 KT&G 기업설명회에 매분기 참석하였다. 우리나라의 외국인 주식보유 한도 폐지가 있기 직전 2002년 12월 26일까지 외국투자자들은 KT&G의 주식보유한도를 100% 모두 채운 상태였으며, 2002년 12월 27일 48,997천주(전체주식의 27.0%)에서 2년 뒤인 2004년 12월 30일 외국인 지분은 98,167천주(전체주식의 55.95%)로 무려 30% 가까이 늘어났

다.

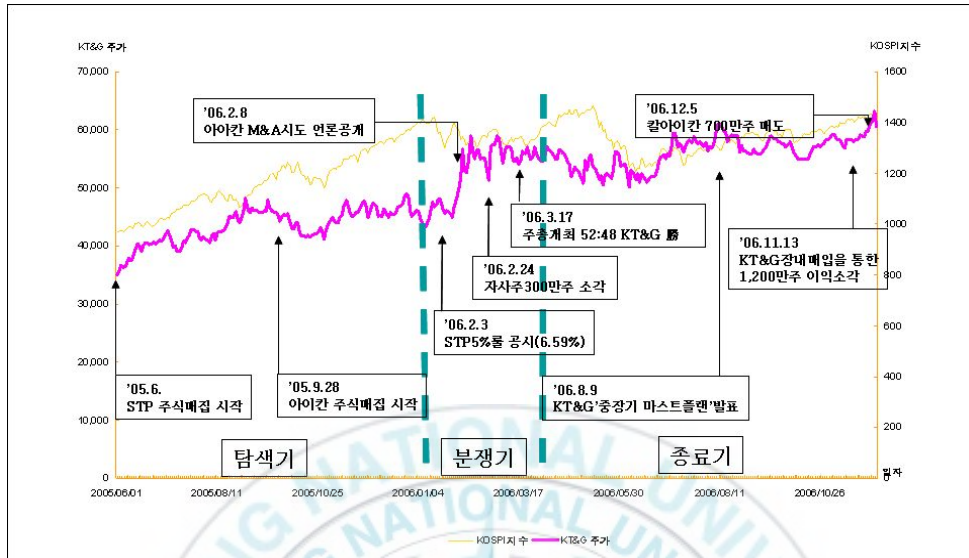
당시 KT&G는 위와 같은 상황을 인지하고 유례없는 많은 회수의 기업 IR를 진행하는데 2005년 1월 31일 국내를 시작으로 4월 26일 홍콩, 싱가포르, 영국, 5월 31일 미국, 7월 28일 국내, 9월 26일 미국, 영국, 10월 20일 국내, 10월 24일 홍콩, 싱가포르, 11월 2일 국내, 11월 28일 영국, 일본 등 2005년 한 해에만 총 9차례의 기업설명회를 갖고 우호자본 투자유치에 적극 나서게 된다.⁶⁾

하지만 KT&G는 이미 외국계자본의 연합으로 본격적인 적대적 M&A를 시도해온다면 경영권을 방어할 아무런 수단이 없었다. 이후 2005년 7월 11일 Steel Partners 관계자가 KT&G를 첫 방문하여 사업전반에 대한 일상적 질문 및 향후 경영계획에 관해 질의를 하고 돌아갔으며, 얼마 뒤 8월 3일 재차 Steel Partners 관계자가 KT&G를 2차방문하여 회사의 부동산 시가를 평가하겠다는 계획을 밝히는 등 본격적으로 KT&G 경영에 간섭을 하기 시작하였다. 외국인 지분도 2005월 1월부터 지속적으로 늘어나 2005년 8월 31일 현재 103,208천주(63.54%)로 8개월 만에 무려 5,041천주 늘어났다. 동기간 주가도 31,000원에서 48,200원으로 55.48% 폭등하였다⁷⁾. 같은 기간 종합지수 상승률 20.92%보다 34%이상 높은 주가를 형성한 것이다. 이후 2005년 9월부터 Steel Partners와 Car Icahn 연대는 KT&G에 대한 지분을 본격적으로 매집해나갔다. Steel Partners 측은 이에 앞서 6월부터 장내에서 주식매집을 시작한 것으로 알려지고 있어 본격적인 외국자본에 의한 KT&G 적대적 M&A 시작은 이때부터라고 말할 수 있겠다.

6) 당시 KT&G의 지분구조는 외국계 투자자본이 55.95%로 TCI는 그중 지분 4.3%를 보유하고 있으며 미국 자산운용사 프랭클린 템플턴(5.04%)에 이어 외국인으로서 2대 주주였으며, KT&G의 최대주주는 기업은행으로 11.12%의 지분외 우리사주와 기관투자가 및 기타 유동주식을 모두 합하여도 표 대결이 불가능한 상황이었다.

7) <그림 1> 종합지수 대비 KT&G 주가 변화추이 참조.

<그림 1> 종합지수 대비 KT&G 주가 변화추이



당시 언론에서는 이들 외국자본의 적대적 M&A 시도를 곱게만 보지 않았으며 ‘먹튀’ 논란이 일었다. 또 한나라당 김양수 의원은 국정감사 자리에서도 우량 공기업의 외국계 자본의 잠식을 우려하였으며, “경영권 행사를 목적으로 주식을 매집할 때는 반드시 신원 확인은 물론이고 5% Rule 위반 때에는 처벌 강화 등의 국내 경영권 보호 장치가 강화돼야 한다”(매일경제, 2005.10.5.)라고 주장하여 KT&G 사건이 시장에서 화두가 되고 있었다.

급기야 Steel Partners와 Car Iahn 연대의 대리인이 2005년 12월 28일 KT&G를 방문하여 경영진을 면담한 자리에서 한국인삼공사 IPO 추진, 유휴부 동산 매각, 자사주 매입 소각 요구 등을 주주이익 극대화라는 명분으로 요구하였다. 당시 이에 대한 KT&G의 반응은 검토해 보겠다는 내용과 일부 내용은 현실적으로 맞지 않아 수용하기 어렵다고 설득한 것으로 KT&G 관계자는 전하고 있다.

2. 분쟁기(2006년 1월 1일 ~ 2006년 3월 17일)

케이먼 아일랜드 소재의 사모투자조합인 Icahn Partners Master Fund LP는 경영 참여 목적으로 KT&G 발행주식 1,070여 만주를 장내 매수해 6.59%의 지분을 확보했다고 2006년 2월 3일 공시했다(증권거래소, 2006.2.3.). 그 내용은 <표 4>와 같다. 드디어 기업 사냥꾼으로 잘 알려진 미국의 억만장자 Carl Icahn이 KT&G의 3대 주주로 부상하며 KT&G에 대한 적대적 M&A 의사를 공식화하는 순간이었다.

Steel Partners 연합은 Icahn Partners LP, Icahn Partners Master Fund LP, High River Limited Partnership, Steel Partners가 특수 관계인으로 구성되었고, KT&G의 주식 매수 기간은 2005년 9월 28일부터 2006년 1월 9일까지라고 금융감독원에 신고했다. Carl Icahn이 등기 임원으로 등재돼 있는 헤지펀드인 Icahn Partners Master Fund LP는 이로써 최대주주인 중소기업은행(15.84%: 자사주 포함)과 프랭클린 뮤추얼 어드바이저(7.14%)에 이어 KT&G의 3대 주주로 떠올랐다. 당시 KT&G측의 우호 지분은 중소기업은행(5.8%)과 우리사주조합(7.1%), 국내 기관 및 연기금 등 주총에서 KT&G 측을 지지할 가능성이 있는 지분을 모두 합쳐 총 우호지분은 28% 정도였다.

KT&G는 외국계 투자자 중 현 경영진에 대해 지지 의사를 표명해 온 프랭클린 뮤추얼 어드바이저스(7.14%)도 KT&G 측에 가담할 것으로 기대하고 있었지만 이미 외국인 지분율은 61.8%에 달했다⁸⁾. 언론에서도 “Carl Icahn 측의 주가부양 의지가 확인된다면 외국인들이 Carl Icahn 측의 손을 들어줄 가능성이 적지 않다”(한국경제, 2006.2.5.). “KT&G가 외국계 투자자중 오랫동안 KT&G주식을 보유하고 있던 프랭클린 뮤추얼 어드바이저스를 우호지분으로 계산했지만 일부시각에서는 2004년 SK 주주총회에서 소버린 측 손을 들어준

8) 2005년 12월 31일 현재 금융감독원 공시자료.

<표 4> Steel Partners II, L.P. 연합의 보유지분 현황

(2006년 2월 24일 현재)

* Panel A: 권유자에 관한 사항						
성명(회사명)		주식의 종류	소유주식수 (주)	소유 비율 (%)	회사 와의 관계	비고
스틸 파트너스 투 리미티드 파트너쉽(Steel Partners II, L.P.)		보 통 주	2,945,280	1.81	주주	
		의결권 있는 우선주				
		계	2,945,280	1.81		
* Panel B: 권유자의 특별관계자에 관한 사항						
성명 (회사명)	권유자와의 관계	주식의 종류	소유주식수	소유 비율	회사 와의 관계	비고
Icahn Partners LP	공동 보유자	보 통 주	2,704,682	1.67	주주	의결권공 동행사 합의
		의결권 있는 우선주				
		계	2,704,682	1.67		
Icahn Partners Master Fund LP	공동 보유자	보 통 주	3,504,510	2.16	주주	의결권공 동행사 합의
		의결권 있는 우선주				
		계	3,504,510	2.16		
High River Limited Partnership	공동 보유자	보 통 주	1,554,670	0.96	주주	의결권공 동행사 합의
		의결권 있는 우선주				
		계	1,554,670	0.96		
Carl Icahn 연대		보 통 주	7,763,862	4.78		
		의결권 있는 우선주				
		계	7,763,862	4.78		
Steel Partners II, L.P. 연합		총계	10,709,142	6.59		

※자료원: 금융감독원 공시자료 / 무의결권 주식내역 : 자사주 15,558,565주

전례를 들어 주요 외국계 펀드들이 Carl Icahn 측에 가세할 경우 KT&G의 경영권 방어는 사실상 힘들다”(매일경제, 2006.2.9.)라고 보도하여 KT&G에 대한 적대적 M&A 가능성을 지적하였다. 특히 Carl Icahn은 미국 항공사인 TWA, 철강회사인 USX 등과 같은 거대 기업을 상대로 한 적대적 M&A로 유명해진 인물로, 2006년 1월 세계 최대 미디어그룹인 타임워너에 자사주 매입을 요구하며 압박을 가하는 등 기업사냥꾼으로 악명이 높았던 만큼 Carl Icahn 측의 이번 대량보유 신고에 대해 제2의 SK사태로 전개될 가능성을 우려하는 목소리가 많았다.

Carl Icahn이 외국인 투자자들과 연대할 경우 의외의 사태가 발생할 가능성도 무시할 수 없는 상황이었다.

한편 증권업계에서는 KT&G의 적대적 M&A 가능성에 있어서 2004년 TCI 사건을 떠올리며, Carl Icahn의 이사 선임 요구는 ‘단순한 주가 흔들기’와 ‘M&A 시도를 위한 포석 마련’이라는 두 가지 견해가 팽팽하게 맞서고 있었다. 또한 주총에서 이사 선임 안건 표 대결 결과 외국계 지분을 결집한 Carl Icahn 측이 KT&G 현 경영진 측을 이긴다면 향후 M&A 시도가 본격화될 공산도 적지 않았기 때문에 아무도 결과를 속단할 수 없었다.

하지만 시간이 지날수록 시장에서는 외국계 헤지펀드가 짧은 시간에 많은 수익을 올리기 위한 수단으로 M&A 시도를 하고 있으며, 실질적으로는 KT&G 경영에 관심도 없고 자신들이 예상한 정도의 수익을 올리게 된다면 또 다시 시장에서 철수 할 것이라는 쪽으로 기울어지며 많은 기관투자자나 단순 외국투자자는 이익 실현에 나섰다.

당시 언론에서는 Carl Icahn이 왜 KT&G를 적대적 M&A 대상으로 선택했을까에 대해서 시장에서는 이견 없이 8조원이 넘는 막대한 자산이 있는 자산 가치주이면서 경영 방어는 무방비 상태로 있는 KT&G가 기업사냥꾼인 Carl Icahn과 그 이외 외국계 헤지펀드의 표적이 되었다고 말하고 있었다. 이에 언

론에서는 일본은 황금주 허용 등 불합리한 적대적 M&A에 대해서 적극 대응하고 있는데 우리나라에서는 시장논리를 이유로 수수방관하고 있다며 ‘주인 없는 민영화’에 대한 정부 책임론이 부상하였다(한국경제, 2006.2.5.).

이어 윤증현 당시 금융감독위원장은 Carl Icahn 연합의 KT&G에 대한 적대적 M&A 시도와 관련하여 “현재로서는 외국자본의 적대적 M&A를 막기 위한 새로운 제도의 도입 필요성을 못 느끼고 있지만 우리 금융 감독 당국이 예의 주시하고 있으며 필요하다면 보완을 검토 하겠다”(연합뉴스, 2006.2.9.)라고 말하여 쉽게 외국자본에 의한 국내 우량기업에 대한 적대적 M&A를 간과하지 않을 것을 시사했다. 또한 여러 언론에서 ‘적대적 M&A 이대로 좋은가?’, ‘기업 사냥꾼 칼 아이칸’, ‘우량 상장기업 속수무책’, ‘아파도 아프다고 말 못하는 KT&G’ 등등의 칼럼을 쏟아 내었다. 이렇듯 언론과 일부 업계관계자들이 KT&G의 적대적 M&A에 직간접적으로 개입한 것도 사실이다.

한편 김석동 당시 재정경제부 차관보는 2006년 1월 9일 KT&G 경영권 논란과 관련, “우리는 개방경제를 지향하기 때문에 외국투자자에 대해 일반 법규에 의해 불이익을 줘서는 안 된다”(매일경제, 2006.2.8.)라고 밝혀 KT&G에 대한 적대적 M&A 시도를 시장경제 원칙에 입각해서 접근해야함을 주장하기도 하였다.

서론에서도 언급한 바와 같이 KT&G에 대한 외국인들의 적대적 M&A 위협은 이번이 처음이 아니었다. 2004년 하반기 영국계 펀드인 TCI가 외국계 주주들과 공동으로 KT&G의 자사주 소각을 요구했고 KT&G가 난색을 표하자 경영진을 교체하겠다고 으름장을 놓고 주가가 오르자 모든 주식을 매각하여 막대한 시세차익을 실현한 사건이 KT&G의 막대한 자산 가치와 그에 비해 취약한 지분 구조가 외국계 펀드 사이에 알려지는 계기가 됐다.

당시 부국증권에 따르면 현재 KT&G는 대구 수원 전주 청주 등에 담배공장 부지를 갖고 공시지가 기준으로 무려 1조 1,000억 원 수준이며, 100% 자회

사로 인삼 시장을 독점하다시피 하고 있는 한국인삼공사 가치는 9,000억 원에 이르는 것으로 평가된다고 말하고 있었다. 탄탄한 실적과 시장 지배력도 KT&G의 가치를 높이는 대목이었다.

한편 업계에선 이번 KT&G 경영참여 선언의 실질적인 주도자로 Warren Lichtenstein을 지목했다. 그 이유로는 Warren Lichtenstein은 Carl Icahn보다 앞서 2005년 6월부터 장내에서 KT&G 지분 취득에 나섰고 먼저 KT&G를 방문했으며, Icahn Partners Master Fund LP는 금융감독원에 제출한 보고서에서 “Steel Partners의 요청에 따라 KT&G 주주총회에서 Steel Partners 측의 이사후보에게 의결권을 행사하기로 계약을 체결했다”(연합뉴스, 2006.2.3.)라고 대량보유 목적을 밝힌 것으로 미루어 보아 KT&G에 대한 적대적 M&A의 주도자는 Steel Partners의 수장인 Warren Lichtenstein일 가능성이 매우 높았기 때문이다.

Steel Partners 연합과 KT&G와의 본격적인 경영권분쟁이 시작된 것이었다. Steel Partners 연합은 때를 같이하여 2006년 2월 3일 KT&G에 사외이사 후보추천 주주제안 공문을 접수하여 자신들이 원하는 3명(워렌 지 리히텐스타인, 하워드 엠 로버, 스티븐 울로스키)의 사외이사 후보를 제한하는 집중투표제를 요구하였고, 2006년 2월 8일에는 Steel Partners의 대주주인 Warren Lichtenstein이 KT&G를 방문하여 비핵심자산(바이더웨이, 영진약품, YTN)의 매각 요구, 한국인삼공사의 주식을 KT&G주주에게 분배한 후 상장, REIT⁹⁾를 통해 부동산 매각, 배당금 증액, 보유 자사주 소각, 공개 매수를 통한 추가 자사주 매입 후 소각 등 방대한 내용의 요구를 회사 측에 제안하였다. 2006년 3월 17일 KT&G의 주주총회가 예정되어있었던 만큼 KT&G는 “주주 제안에 대해 상법, 증권거래법, 정관상 절차에 따라 적법하게 처리 할 것”이라고 밝혔다 (매일경제 2006.2.7.).

9) Real Estate Investment Trust: 부동산 투자 신탁회사

하지만 내부적으로는 Carl Icahn의 경영참여 선언에 대해 겉으로는 '원칙대로 처리할 것'이라는 담담한 반응이었지만 2006년 2월 4일, 5일 주말에도 관련 임직원이 모두 출근해 대책 회의를 갖고 Steel Partners 연합이 KT&G에 요구한 내용들이 너무 과하여 받아들일 수 없다는 KT&G 내부 입장을 확인하고, Steel Partners 연합의 공격에 대한 방어수단으로 우호세력 확보에 나서 등 2006년 3월 초로 예정된 주주 총회를 앞두고 표 대결 준비에 들어갔다. 뿐만 아니라 상황에 따라 KT&G는 자사주를 우호세력에 넘기거나 제3자 배정 유상증자의 실시 계획 등 다양한 대책을 내부적으로 세워둔 상태였다. 또한 300만주의 이익소각을 완료일을 2006년 3월 31일까지 하겠다고 1월 25일 이사회를 통해 결정하였지만 본 계획일정보다 훨씬 앞선 2월 24일 300만주를 조기에 이익소각 완료하는 등 적극적인 움직임을 보였다.

한편 Carl Icahn 연합은 2006년 2월 15일에는 집중투표제를 요구하는 서신을 KT&G에 보내고 보도 자료를 배포하는 등 감사위원과 일반사외이사로 구분하여 이사를 선출하는 것은 현행법 위반이라고 촉구하며 사외이사 전원(9명 중 6명 선임)을 집중투표방식으로 선출할 것을 촉구하였다.

2006년 2월 23일 Carl Icahn은 KT&G 경영진에 주당 60,000원에 회사인수 제안서를 접수, 현재 2조원의 자금을 확보했으며, 필요하다면 추가적으로 자금을 동원하여 회사를 인수할 것이며 거래에 합의하는 경우 이사 후보자 추천을 철회할 것을 주장하는 주식공개매수 의사를 전달하며 적대적 M&A 시도를 선언하였다.

같은 날 KT&G를 상대로 주주총회 결의금지 가처분신청을 하였다. 이에 2월 28일 KT&G는 Carl Icahn 측의 공개매수제안에 거절 의사를 밝히자 Carl Icahn은 다시 주식매수가격을 올려 2차 공개매수 제안을 하게 된다.

또한 주주총회결의금지 가처분신청을 접수한 대전지방법원은 유례없는 중요 사안으로 받아들여 '즉시처리 중요사건'으로 분류 3월 9일 오전 변론을 거

쳐 3월 15일 1심 판결을 선고하고 신속히 사건을 처리하여 Carl Icahn 측이 낸 가처분 신청을 기각한다(매일경제, 2006.3.8.).

Carl Icahn 측이 법원에 제출한 주주총회결의금지 가처분신청은 사외이사를 뽑는데 있어 일반사외이사(2명)와 감사가 되는 사외이사(4명)를 구분지어 집중 투표하는 방식이 불합리함으로 사외이사 7명을 한꺼번에 집중투표제로 선출하자는 주장인 반면 KT&G는 이를 분리해서 따로 선출하겠다는 내용에 관한 것이다. 법원에서는 “사외이사선출에 있어 KT&G에 사외이사를 선출하는 방법이 상법이나 증권거래법, 기타 법률에서 사외이사를 선출하는 방법까지 정하고 있지 않고 있으며, 이러한 선출방법이 주주의 권익을 침해하는 것으로 보기 힘들”으로 Carl Icahn 측에서 제기한 주주총회 결의금지 가처분신청을 받아들일 수 없다고 판결하여 기각하게 된 것으로 전해지고 있다.

한편 외국의 언론에서는 “Carl Icahn과 Warren Lichtenstein은 10조원에 인수하겠다는 제안을 KT&G 경영진이 이를 거절하여 2006년 2월 23일의 종가보다 17% 높은 주당 60,000원에 공개매수 하겠다는 의사를 KT&G에 전달하였다”(The New York Times, 2006,2,24). “미국 억만 장자 투자자 Carl Icahn은 한국의 최대의 담배 제조 및 인삼 회사인 KT&G 이사회에 그의 요구 사항¹⁰⁾을 강제하려고 시도했으나 실패 했다”(BBC, 2006.3.14) 등의 간단한 사실보도만 했었을 뿐 이에 대한 별다른 견해는 밝히지 않았다.

드디어 3월 17일 KT&G 주주총회가 열리고 Carl Icahn 측과 KT&G 측은 표 대결에 임하게 된다. 당시 주요 안건은 재무제표 승인의 건, 사외이사 선출의 건, 감사위원이 되는 사외이사 선임의 건, 임원 보수한도 승인의 건 네 가지였다. 여기에서 임원보수와 재무제표 승인의 건은 투표 없이 만장일치로 통과되었지만, 예견되었던 대로 사외이사 선출의 건에서 집중투표가 이루어 졌다.

10) KT&G 주식을 주당 60,000원에 공개매수 할 의향과 사외이사 3석 요구 및 기타 요구사항

Carl Icahn 측에서는 3명의 사외이사후보를 내세웠는데 당시 의결권이 있는 참석 주식 수는 112,621,268표에 주주 수는 251명이었다.

Warren Lichtenstein 84,803,263표 1위, 안용찬 74,745,402표 2위순으로 사외이사가 뽑혔으며, Carl Icahn 측의 나머지 추천 사외이사 하워드 엠 로버, 스티븐 울로스키는 탈락하였다. 감사위원이 되는 사외이사 선임 전에서는 Carl Icahn 측에서 사외이사를 추천하지 않았고, KT&G에서 추천하는 김진현, 이윤재, 이창우, 소순무 4명이 선임되었다. 이로써 사외이사 6명이 모두 선임되었지만 주총에 참석했던 KT&G의 한 관계자에 의하면 당시 주주총회에서 표 대결이 이루어졌을 때 KT&G 경영진 측의 손을 들어 줄 주 알았던 프랭클린 측이 Carl Icahn 측의 손을 들어 표 대결에서 박빙의 승부¹¹⁾가 연출되는 위기상황이 벌어지기도 했다고 전하고 있다. 일부 언론에서 우려하였던 것이 현실화되었고, 외국자본의 영원한 우군은 없었던 것이다. 이로써 시장에서 우려했던 외국계투자자들이 이익을 추구하는 측면에서 언제든지 입장과 자세를 바꿀 수 있다는 것이 증명되었고 시장논리로 접근한다면 지극히 당연한 결과라고 할 수 있겠다.

결국 2006년 3월 17일 정기주주총회에서 KT&G는 회사에서 추천한 사외이사 다수 석을 차지하면서 현 경영진에대한 주주의 신임이라는 명분을 얻었고, Carl Icahn 연합은 목표한 3석의 사외이사를 모두 얻지는 못했으나 반드시 관철시키려 했던 Warren Lichtenstein이 1위 득표로 사외이사로 선출되어 소기의 목표를 달성한 것으로 판단된다.

11) 전체 투표 결과: KT&G 52%, Carl Icahn 측 48%

3. 종료기(2006년 3월 18일 ~ 2006년 12월 5일)

주주총회는 끝이 났지만 누구의 승자도 누구의 패자도 없었던 결과인 것 같다. 이후 2006년 4월 19일 KT&G는 비핵심자산인 바이더웨이(발행주식 전체의 43.67%) 주식을 전량 매각하기로 결정하였다.¹²⁾ 결과론적으로 '06년 2월 KT&G에 Warren Lichtenstein이 요구한 비핵심자산 매각 요구를 일부분 수용한 것이다. 계속해서 적대적 M&A에 시달리는 궤영균 사장은 지난 3월 주주총회에서 경영권방어에 성공했지만, 적대적 M&A는 아직 진행 중이었으므로 7월초 개최되는 정기이사회에서 이러한 난관을 돌파할 전략수립이 간절하였다.

이로 인하여 외부 컨설팅회사인 부즈 알렌 해밀턴과 함께 'KT&G 기업가치 극대화 종합전략'을 수립하는 데, 그 내용을 종합하면 궤영균 사장은 경영권 확보의 대상을 '지속가능 성장'으로 인식하고 KT&G의 지속가능 성장에 저해되는 요소를 차단하는 것을 경영권 확보의 목표로 삼은 것이다(매경경제, 2006.7.5.). 이것이 KT&G의 '중장기 마스터플랜'이다. 이를 7월 정기이사회에 보고하고 8월 9일 시장에 발표하게 되는데 '사업포트폴리오 재구축 전략', '사업별 가치 극대화 전략', '주주이익 환원전략'이 그것이다. 그 내용을 간단히 살펴보면 다음과 같다.

첫째는 사업포트폴리오 재구축 전략으로 '담배사업'을 KT&G 가치기반사업(Value Base)으로서의 역할 수행하도록 하고, '인삼사업'은 KT&G 가치성장사업(Value Grower)으로서의 성장시키며, '제약사업'은 KT&G 가치촉매사업(Value Catalyst)으로서의 역할을 담당하게 한다는 것이다.

둘째는 사업별 가치 극대화 전략으로 '국내 담배사업'은 향후 5년 내에 국내 담배시장 점유율 76%를 탈환하여 2010년에는 매출 2조 1천억 원과 영업이익 7천억 원의 달성 목표와 '비업무용 부동산'은 경제적 가치를 극대화하고,

12) 이후 YTN 지분도 매각하였으나 금융감독원에서 사실 확인은 할 수 없었음

‘바이오 투자지분 등 기타 투자자산’은 시너지 확보를 위한 신규투자자로 구분하여 전략적으로 추진하며, ‘해외 담배사업’은 2010년 매출 7,000억 원, 영업이익 2,000억 원, 수출량 500억본 이상의 목표 달성하고, ‘인삼사업’은 2010년 매출 1조원, 영업이익 2,600억 원을 달성하며, ‘제약사업’에서 2010년 매출 2,300억 원, 영업이익 230억 원의 목표 달성하여 2010년에는 총 매출 4조 4,000억 원, 영업이익 1조 3,000억 원을 달성하겠다는 사업별 구체적 목표를 제시하였다.

셋째는 주주이익환원 전략으로 향후 3년간 최대 2조 8,000억 원 범위 내에서 시장 여건과 주가 수준 등을 고려하여 주주에게 환원하고, 기 누적 배당가능이익 1조 3,000억 원은 전액 자사주 소각에 활용한다는 등의 내용을 결정 한 것이다(금융감독원, 2006.8.9.).

위의 자료는 같은 날 코스모타워 18층 대회의실 기업 IR에서 언론, 증권사, 기타투자자 등을 대상으로 전격 발표가 이루어졌다. 위 내용이 발표되자 언론에서는 “Carl Icahn 측이 의도한대로 KT&G가 모든 의견을 수렴하고 있지 않는가?”, “외국자본에게 무작정 퍼 주고 있다”, “주주총회 이전 이미 이면협상을 한 것이 아니냐?” 등 여러 가지 의견이 분분하였다.

하지만 시장에서는 이번 마스트플랜발표는 더 이상 외국자본에 의한 적대적 M&A에 시달리지 않는 구체적이고 실질적인 대책이라고 평가하고 있었다. 이렇게 경영권 방어에 여념이 없는 광영균 사장에게 그동안의 노력의 대가가 날아든다. 때를 같이하여 Carl Icahn 측에 섰던 프랭클린 뮤추얼펀드가 지분보유목적을 경영참가에서 단순 투자로 돌아섰고, Carl Icahn 연대와 Steel Partners가 결별을 선언한 것이다.

이후 KT&G는 실질적으로 2006년 8월 9일 1,200만주 이익소각 결의를 통해 11월 8일까지 동 수량을 증권선물거래시장 장내거래를 통해 매입 완료하여 11월 13일 소각하였다. 이후 Carl Icahn 연대는 12월 5일 장내에서 시간외거래를 통해 자신이 보유한 700만주에 달하는 주식을 전량 매각하였다. 2006년 초

KT&G 지분의 대량 매입을 공시하며 경영권 분쟁을 촉발했던 미국계 기업사냥꾼 Carl Icahn이 주식 전량을 팔고 KT&G에서 손을 뗐다.

Carl Icahn은 10개월간의 투자로 배당금과 주식매매 차익을 포함해 1,500억 원 가량을 벌었다. 5일 주식매각 주관사인 씨티글로벌마켓증권에 따르면 Carl Icahn은 이날 개장 전 시간의 대량매매를 통해 KT&G 주식 700만주(4.75%) 가량을 총 4,225억 원에 팔았다. 매수자는 외국인인 것으로 알려졌다. 2005년 9월 28일부터 2006년 1월 9일까지 Carl Icahn이 KT&G 주식 776만주를 사들이는데 3,351억 원 가량을 투자한 점을 감안하면 이날 매각으로 874억 원의 차익을 남겼다. 이미 팔았을 것으로 추정되는 70~80만주로도 약 484억 원의 차익을 벌었을 것으로 보이며, 주식 배당금 124억 원(주당 1,700원)까지 더하면 Carl Icahn이 KT&G에 10개월간 투자해 얻은 이익은 1,482억 원에 달한다(한국경제, 2006.12.5.). 이에 언론에서는 Carl Icahn을 전형적인 ‘경영권 위협을 통한 차익을 챙기는 투기전형’이라고 당시언론들은 꼬집어 말하고 있다.

이후 KT&G 관계자는 “Warren Lichtenstein은 이사회에 참석하지 않고 있으며, 서신과 화상회의 등을 통해 경영진과 의사소통하고 있다. 그리고 지분 매각과 관련한 내용은 논의한 바 없다”라고 진하고 있어 이로써 Carl Icahn의 KT&G 지분 매각과 함께 KT&G의 적대적 M&A 시도는 일단락 되게 된다.

하지만 과연 KT&G의 적대적 M&A 방어에 관해 성공적이었냐는 의문을 제기하지 않을 수 없다. 왜냐하면 실질적으로 Carl Icahn 측이 당초 KT&G에 대한 적대적 M&A를 시도하면서 요구한 자사주 이익소각, 비핵심 자산 매각, 배당금 증액, 한국인삼공사 상장, 유희부동산 매각 등의 방대한 요구에 대해 바이더웨이, YTN의 보유 지분 매각과 배당금액 증액, 자사주 이익소각 등의 상당 부분에 걸쳐 수렴하였고 이는 과도한 자본지출이며, 외국투기자본의 배를 불러주는 결과를 낳았다는 의견도 만만치 않게 일고 있기 때문이다.

언론에서는 위와 같은 성장전략에 대해 긍정론과 비판론이 혼재했다. 비판

론자들은 현 경영진이 자신들만의 자리를 보전하기 위해 외국 주주들에게 막대한 이익을 줬다고 비판하며 ‘퍼주기’라고 일축했으며, 심지어 적대적M&A를 시도한 Carl Icahn 측에 항복한 게 아니냐는 지적도 있었다. 반면 KT&G 이영태 상무는 “Carl Icahn 측의 요구를 모두 수용했다면 7조 7000억 원에 달하지만 2조 8000억 원의 주주이익 환원으로 끝났으며 그것도 당초 Carl Icahn 측의 요구가 없었더라도 3년 동안 7,500억 원의 배당금과 매년 실실했던 감자금액이 9,000억 원에 이르기 때문에 실질적으로 추가로 환원될 배당금과 감자액은 7,000억 원에 불과하다”는 얘기이다. 또한 당시 서울대 이창우 교수는 “7,000억 원이 더 환원됐다고 해서 외국 주주에게 항복했다는 지적은 적절하지 않다. 성장잠재력을 키우기 위한 투자로 이해하는 게 옳다”라고 설명한다(매일경제, 2006.9.13.).

하지만 본 논문에서는 Carl Icahn과 Steel Partners 연합의 M&A는 공격측의 승리라고 평가한다. 왜냐하면 서론에서 언급한 것처럼 Carl Icahn은 유휴부동산, 비핵심자산의 매각, 자사주소각 등을 일부 관철시켜 단시간 주가부양을 통해 큰 수익을 얻고 보유주식을 모두 매각하였으며, Steel Partners는 사외이사 1석 확보를 통해 경영에 직간접적으로 관여하고 있기 때문에 이들의 투자스타일대로 소귀의 성과를 달성하였다고 말할 수 있다. 또한 KT&G는 7,000억 원 가량의 추가비용을 투입하여 경영권방어라는 명분을 얻는데 그쳤다. ‘중장기 마스트플랜’이라는 미래 비전을 수립하였다고 하지만, 이것은 현경영진의 지속적인 조직의 경쟁력강화, 사업다각화, 주주우선정책 추진, 투명경영 등의 기존 경영마인드를 미루어보아 M&A 시도에 따른 경영권방어를 위한 결과물이라고 속단하기는 어렵기 때문이다.

따라서 Carl Icahn의 KT&G에 대한 적대적 M&A 시도는 원점에서 되짚어 본다면 처음부터 경영권을 노린 적대적 M&A가 아니라 몇몇 외국투자자 집단이 자신들의 투자목적을 달성하기위해 의기투합하여 적대적 M&A라는 거창한

투자전략을 전면에 내세운 결과라고 판단된다. 즉, 작은 자본으로 KT&G 경영에 직간접적으로 영향력을 발휘하고 싶은 Warren Lichtenstein이 단기 투자차익을 노리는 Carl Icahn을 끌어들여 KT&G에 대한 적대적 M&A를 시도하는 형태를 갖추므로 두 외국투자자의 목적을 동시에 달성하였다고 말할 수 있다.

이에 KT&G에 대한 적대적 M&A 시도는 M&A 성사 없이 공격 측의 목적 달성이라는 보기 드문 형태가 탄생하였다. 기존 적대적 M&A는 통상적으로 실패하게 되면 공격 측과 방어 측 기업 모두 큰 피해를 보는 것이 대부분이었으나 양측의 수렴과 협상을 통해 이상적인 결과를 도출하였다는 점에서 또 하나의 새로운 M&A 유형이 만들어 졌고 이를 본 논문에서는 ‘타협형 M&A’라고 정의한다.



제 4장 KT&G 적대적 M&A 시장반응 및 참여기업 투자손익

제 1절 KT&G 적대적 M&A 시장반응

1. 탐색기 주가변화(2005년 6월 1일 ~ 2005년 12월 31일)

Carl Icahn 연대가 시장에 알려지기 전까지 31,000원과 38,000원 사이에서 등락하던 주가는 단순히 자사주소각의 호재와 해외 IR을 통한 외국투자자 유치 등의 이유에서 주가상승의 이유를 찾아야 한다. 그러나 시장에서 Steel Partners와 Carl Icahn이 각각 주식을 매집하기 시작한 6월과 9월부터 연말까지 38,000원에서 50,000원까지 31.6% 상승하게 된다. 당시 같은 기간 종합주가 지수 상승률 42.3%에 비추어본다면 시장수익율보다 오히려 낮은 주가 상승률을 기록한다. 당시 시장에서 본격적으로 M&A설이 없었으며, 간혹 시장에서는 M&A설이 흘러나왔으나 이는 Steel Partners 연합이 아닌 영국계 헤지펀드인 TCI의 설이 있었으며 실현 가능성 여부의 논란에 따라 주가는 등락을 거듭하고 시장에서는 그다지 M&A에 대한 실현 가능성이 없다고 보았으며 단지 외국인들의 단순 주가 흔들기일 뿐으로 단정하는 여론이 지배적이었다. 이에 일부 기관들은 이익실현에 나서기도 하였다. 하지만 Steel Partners는 Carl Icahn 연대와 연합을 공고히 하며 시장에서 주식을 꾸준히 매집해 나갔다¹³⁾.

13) <표 5> Steel Partners 연합의 주식매집현황 참조.

<표 5> Steel Partners 연합의 주식매집 현황

일자	Carl Icahn 연대				Steel Partners II, L.P.	총합계(주)
	High River Limited Partnership	Icahn Partners LP	Icahn Partners Master Fund LP	소계		
05-06-21 ~ 09-24					1,716,980	1,716,980
05-9-28	22,150	40,480	47,520	110,150		110,150
05-9-29	7,010	13,800	14,200	35,010		35,010
05-9-30	48,000	88,320	101,980	238,300		238,300
05-10-4	27,000	47,520	60,480	135,000		135,000
05-10-5	52,200	91,880	116,920	261,000		261,000
05-10-6	32,000	56,070	69,440	157,510		157,510
05-10-7	23,360	41,150	52,380	116,890		116,890
05-10-10	785,640	1,473,012	1,669,730	3,928,382		3,928,382
05-10-11	80			80		80
05-10-12	41,400	76,160	89,440	207,000		207,000
05-10-13	55,100	102,280	118,390	275,770		275,770
05-10-14	34,080	62,760	73,710	170,550	100,000	270,550
05-10-17	25,370	46,680	54,800	126,850		126,850
05-10-18	1,200	2,100	2,700	6,000		6,000
05-10-19	17,410	30,650	39,020	87,080		87,080
05-10-20	15,820	27,550	35,070	78,440	100,000	178,440
05-10-24	4,000	7,020	8,980	20,000	40,260	60,260
05-10-26	1,200	2,100	2,700	6,000	16,020	22,020
05-10-27	12,400	21,570	27,010	60,980		60,980
05-10-28	43,000	75,680	96,340	215,020	43,720	258,740
05-10-31	14,000	24,640	31,360	70,000	5,920	75,920
05-11-1	320	670	360	1,350	9,800	11,150
05-11-2	78,750	138,600	176,370	393,720		393,720
05-11-3	2,340		8,810	11,150		11,150
05-11-4	19,790		79,210	99,000		99,000
05-11-7	10,760		43,020	53,780		53,780
05-11-8	24,970		99,840	124,810		124,810
05-11-9	1,310		5,940	7,250		7,250
05-11-17	11,390		45,100	56,490		56,490
05-11-18	3,690		15,510	19,200		19,200
05-11-21	120		690	810		810
05-11-22	5,120	4,900	13,570	23,590		23,590
05-11-29	2,000	3,400	4,500	9,900		9,900
05-12-6	8,400	13,500	19,200	41,100		41,100
05-12-7					10	10
05-12-8	1,000	1,700	2,300	5,000	13,350	18,350
05-12-9	3,020	5,440	6,750	15,210	36,470	51,680
05-12-13	25,760	43,000	57,000	125,760	170,170	295,930
05-12-16					80,000	80,000
05-12-19					42,430	42,430
05-12-20					2,450	2,450
05-12-22					50,090	50,090
05-12-23					188,640	188,640
05-12-27					28,970	28,970
05-12-28					100,000	100,000
06-1-5	2,960	5,170	6,850	14,980		14,980
06-1-6	30,550	53,680	70,520	154,750		154,750
06-1-9	60,000	103,200	136,800	300,000	200,000	500,000
총합계	1,554,670	2,704,682	3,504,510	7,763,862	2,945,280	10,709,142

※자료원: 한국증권거래소

2. 분쟁기 주가변화(2006년 1월 1일 ~ 2006년 3월 17일)

2006년 2월 3일 Steel Partners 연합의 KT&G에 대한 5% 취득으로 적대적 M&A 시도가 시장에 전해지면서 주가는 연초 45,000원에서 60,500원까지 34.4% 급등하게 된다. 동 기간 종합주가지수는 1,389.27p에서 1,333.50p으로 오히려 4.02% 하락한 것과 비교한다면 시장에서 M&A에 대한 주가반응이 매우 컸던 것으로 짐작할 수 있다. 그러나 시장 일부에서는 적대적 M&A의 실현 가능성이 크지 않다는 여론으로 기관들은 주식을 시장에서 팔기 시작하여 주가는 50,000원대로 하락한다. 하지만 이것도 잠시 2월 24일 KT&G의 자사주 300만주 이익소각 소식이 시장에 전해지면서 주가는 크게 반등하여 60,000원에 바짝 근접하게 되고 3월 17일 주총을 맞게 된다.

3. 종료기 주가변화(2006년 3월 18일 ~ 2006년 12월 5일)

2006년 3월 17일 주주총회에서 KT&G의 판정승으로 끝나게 됨에 따라 주가는 다시 50,000원대 초반에서 등락을 거듭하다가 8월 9일 ‘중장기 마스트플랜’ 발표로 다시 주가는 한 단계 레벨업하여 55,000원에서 60,000원 사이의 박스권을 형성한다. 이후 11월 8일 장내 매입한 12,000만주의 이익소각이 시장에 알려지면서 또다시 주가 60,000원에 안착하였고, 시장에서 배당주로도 주목을 받으며 주가는 Carl Icahn이 매도하기 전날 12월 4일까지 63,000원까지 지속 상승하였다.

그러나 12월 5일 시간외 거래를 통해 Carl Icahn 연대가 보유주식 700만주 전량을 전일 종가에서 10%할인한 55,000원에 제3의 외국인에게 매도함으로써 적대적 M&A 시도는 여기에서 끝을 맺는다. 동기간 KT&G 주가변화와 종합

주가지수를 비교하면 종합주가지수 1,341.12p에서 1,420.59p로 5.9%상승한데 비해 KT&G 주가는 54,000원에서 60,500원으로 12%상승하여 시장수익률 보다 6%정도 높은 시장초과수익을 나타내었다. 이는 분쟁은 일단락되었지만 KT&G에서는 동 기간 동안 Carl Icahn 측의 요구에 의한 자사주 이익소각 및 비핵심자산 매각 등의 수용 안을 진행하였으며, 적대적 M&A의 원천봉쇄를 위한 중장기 마스트플랜 발표 등 자구책을 강구하는 일련의 활동으로 시장에서 긍정적인 평가를 받은 결과라고 판단된다. 본 논문에서 종료기라고 표현한 동 기간을 보면 적대적 M&A가 마무리되는 것처럼 보이지만 실제로는 적대적 M&A에 대한 타협기라는 표현일 맞을 것이다.

제 2절 참여기업 투자손익

1. 공격 측 참여기업

Carl Icahn 연대는 2005년 9월 28일부터 2006년 1월 9일까지 장내에서 총 776여 만주를 평균 43,171원에 매입하여 약 3,352억 원의 자금이 들었으며, 2006년 12월 5일 제3의 외국투자자에게 700만주를 주당 55,000원에(3,850억 원) 매각하여 828억 원의 차익과 12월 5일 이전에 매도한 763,862주의 추정이익 484억 원¹⁴⁾, 2005년 배당으로 얻은 이익 124억 원을 모두 합하면 1년 여 만에 1,436억 원의 이익을 남긴 것으로 나타난다. 이것은 투자원금의 43%에 육박하는 막대한 수익률이다. 또 하나의 참여자인 Steel Partners 측은 2005년 6월 21일부터 장내에서 매수한 주식 2,945,280주의 매입평균가 44,204원으로 전체

14) 2006년 8월 Steel Partners와 Carl Icahn 연대의 연합 종료로 인하여 소량주식 변동 신고 의무가 없음으로 정확한 매도가격 산정이 어려움.

자금은 약 1,302억 원이 투입되었으며, Steel Partners는 주식을 전량 보유하고 있으므로 12월 5일 종가를 기준으로 주당 60,500원으로 환산할 경우 480억 원의 평가차익과 2005년 배당수익 46억을 모두 합하면 526억 원의 투자수익을 올린 것이다. 이 또한 40%가 넘는 높은 투자수익이다.

2. 방어 측 참여기업

당시 방어 측 참여기업으로는 기업은행과 우리사주조합 및 국내 기관투자자 등으로 분류할 수 있지만 다수 기관투자자들의 지분을 확인할 수 없어 중소기업은행과 우리사주조합에 한해서 투자 손익을 계산해보면 다음과 같다.

중소기업은행은 2005년 12월 31일 당시(주당 45,050원) KT&G 지분 5.9% (9,510,485주)를 보유하고 있어 2006년 12월 5일 기준(주당 60,500원) 1,469억 원의 평가차익을 얻었고, 우리사주의 경우 동기간 5.8%(9,334,632주)를 보유하고 있어 1,442억 원의 평가차익을 올렸다. 결과적으로 방어 측 참여 기업은 총 2,901억 원의 평가차익을 거둔 셈이다.

하지만 이는 단순 주가변화를 이해관계자들의 당시 보유수량을 기준으로 한 계산이므로 이모든 것이 M&A 진행과정에서 발생한 결과물로 단정하기에는 무리가 따른다. 물론 당시 동 기간 종합주가지수의 변화와 비교하면 종합주가지수는 1,397.37p에서 1,420.59p로 1.7%상승에 그쳤고 KT&G 주가는 45,050원에서 60,500원으로 34.4% 상승하여 시장수익률보다 무려 32.7% 높은 초과수익을 낳았다. 하지만 그 이후 본 논문을 진행하는 2007년 10월 11일 현재 종합주가지수는 2,058.85p로 2006년 12월 5일 기준 대비 638.26p 상승하여 44.9%의 높은 상승을 이루고 있지만 KT&G 주가는 동기간 60,500원에서 76,800원으로 16,300원 상승하여 26.9% 상승에 그치고 있어 시장수익을 보다 오히려 18%

못 미치고 있다. 따라서 KT&G의 현 주가를 다른 외적변수 없이 단순히 M&A 시도에 의한 결과물로 전제하고 M&A 시도가 KT&G에 있어 긍정적이었고 방어활동도 성공적이었다면 동기간 주가 수익은 시장수익율을 쫓아가고 있지 않을까 하는 생각이 든다. 다만 다양한 시장 변수들이 복합적으로 작용하여 주가가 결정되어지는 만큼 향후 좀 더 많은 시간을 두고 다양한 시각에서 KT&G 적대적 M&A 시도에 대한 평가가 필요할 것이다.



제 5장 외국인 투자자의 적대적 M&A에 대한 정책 및 시사점

제 1절 외국인투자자에 대한 정책

외국인투자자에 대한 우리나라 정책은 그 취지가 외국인투자자에 대한 지원과 편의 제공을 통하여 외국인투자의 유치를 촉진하기 위한 것으로 외국인투자자에 대해 매우 우호적이다. 예를 들면 외국인이 국내기업의 주식을 10% 이상 취득하려면 산업자원부 장관에게 사전 신고해야 한다. 이때 10% 미만이면서 임원의 파견 또는 임원을 선임할 수 있는 계약, 1년 이상의 기간 동안 원자재 또는 제품을 납품하거나 구매하는 계약, 기술의 제공·도입 또는 공동 연구개발 계약 등을 체결하는 경우에도 동일하다(외국인투자촉진법 제2의 ①항 4호, 제6의 ①항, 동령 제2의 ②항). 위반 시 1천만 원 이하의 과태료 부과로 불이익이 작아 동 규정의 취지와 별척 규정을 고려한다면 외국인의 적대적 M&A 추진 시 동 규정의 준수는 중요한 고려 사항이 될 수 없다. 일련의 예로 2003년 SK의 사례에서 보면 SK 주식 14.99%를 취득한 소버린에 대해 산업자원부는 외국인투자촉진법 위반 혐의로 검찰에 고발하였으나 법원은 다음과 같이 기소유예 처분을 내린다. ‘10% 이상 주식 취득 시 사전 신고의무 규정을 어긴 것은 사실이지만 국내법을 숙지하지 못한 상태에서 주식을 매집했다가 이틀 뒤 취득사실을 공시했고 증권거래법상 충실히 이행한 데다 재발방지를 약속한 점 등을 고려해 기소유예 처분 한다.’ 이처럼 우리나라의 외국인투자자에 대한 정책은 매우 관대한 편이다.

1992년 증권시장 개방 당시에는 외국인 투자자 전체 한도와 개인별 한도를

각각 10%와 3%로 제한하였으나, 그 이후 여러 차례에 걸친 확대 조치로 각각 20%와 5%로 확대되었다가 1997년 IMF를 맞으면서 외국인 주식투자 전체 한도는 55%까지 확대되었다. 이후 1998년 말 전체 한도 자체가 완전 폐지된다. 1인당 외국인 주식투자 한도는 현행대로 50%를 유지하는 가운데 적대적 기업 인수·합병이 허용되도록 하였다. 채권시장 또한 1997년 12월 완전 개방되어 외국인들에 대해 국내 모든 채권에 투자할 수 있는 길이 열렸다. 이러한 외국자 본유치는 국내 주식시장 상승에 크게 기여한 것으로 분석된다(정현철, 2005, p. 204).

다만 기본적으로 국가의 기간 시설 및 공공시설에 해당하는 산업의 법인 중에 적어도 외국인의 손에 넘어가면 국가의 중대한 위험이 발생할 수 있는 산업에 한해서 증권거래법 199조 2항의 대통령이 정하는 상장 또는 등록법인이 투자제한 중목으로 되어 있다. 이것은 2007년 4월 현재 한전만이 이 법령에 따라 투자제한이 되고 있다.

또한 개별법으로도 외국인 투자제한이 이루어지고 있는데 전기통신사업법에 의해서 KT가 투자제한중목으로 지정되어 있고, 또 방송법이나 항공법 등 국가 기간산업에 해당하는 법인들을 개별법에 의해 투자제한을 하고 있다. 그 내용을 간략하게 살펴보면 기간통신사업자의 지분에 대하여는 외국인(외국인이 15% 이상의 지분을 소유한 국내법인 포함) 모두가 합하여 49%를 초과하여 소유할 수 없다(전기통신사업법 제6조). 지상파 방송 사업을 영위하는 방송사업자의 주식은 자산 3조원 이상의 기업집단의 회사 또는 외국인 등의 소유를 금지하고 일반인은 특수 관계자를 포함하여 30%를 초과하여 소유하지 못한다. 이때 외국인이 50% 이상 보유한 국내기업은 외국인으로 의제한다(방송법 제8조, 14조). 한국가스공사의 경우 내국인은 15%, 외국인은 동일인의 경우 5%, 외국인 전체는 30%한도로 취득이 제한된다. 그리고 대한항공 및 아시아나항공의 경우 외국인 주식 취득한도는 49.99%이다(공기업의 경영구조개선 및 민영

화에 관한 법률 제18조, 항공법 제6조). 2007년 4월 현재 장내종목 중에는 12개의 투자제한 종목이 있다.

제 2절 KT&G 적대적 M&A 정책적 시사점

우리나라도 90년대 중반 이후 민영화를 추진해오던 중 경제위기 극복 과정에서 포스코, KT, KT&G, 한국중공업 등 상업성이 강한 공기업 다수를 민영화했다. 특히 1997년 우리나라가 IMF를 맞으면서 국가부도 위기를 모면하기 위한 일련의 탈출구로 당시 민영화된 기업들의 정부지분을 외국자본에 상당부분 처분하게 된다. 과거 민간자본 시장이 미미하던 때 급속한 경제개발을 추진하다 보니 정부가 많은 기업을 설립·운영할 수밖에 없었던 것이 사실이다. 전력·통신가스 등의 서비스나 철강·담배·발전설비 등의 상품 생산 자체가 극도로 중요했던 경제개발 초기 공기업들은 국민경제에 많은 기여를 했다. 그러나 공기업 체제는 정부가 주인이어서 많은 비효율을 안고 있었다. 이윤 동기 활동에 한계가 있고, 정치권과 관료 조직의 경영 개입을 막을 수 없는 등의 이유가 존재하여 우리나라가 세계 경제 강국으로 한 단계 도약하기 위해 공기업 민영화 추진은 반드시 이루어 져야하는 상황이었기에 단계적 민영화 추진이 이루어지고 있었다. 그러나 1997년 IMF라는 초유의 국가부도 위기사태를 맞이하면서 이러한 단계적 민영화 추진은 줄속으로 진행된 것도 사실이다.

당시 공기업의 민영화에 있어 가장 큰 문제점으로는 지배주주가 없는 민영화로 외국투기자본에 의한 국가 기간산업의 헐값 매각이라는 화두가 쟁점이었다. 물론 앞에서 언급한 외국투자자에 대한 규제부분이 있었지만 사실 유명무실한 규제였으며 1997년 12월을 기점으로 이러한 규제도 모두 폐지되었다. 이후 2004년과 2006년 두 차례에 걸쳐 KT&G는 공기업에서 민영화된 기업이 외

국자본에 의한 적대적 M&A가 시도된 최초의 기업이 되었으며 당시 졸속 민영화정책에 대한 우려가 현실화되었던 것이다.

정부보유 지분을 여러 차례에 걸쳐 외국자본에 분산하여 매각하였으며, KT&G도 민영화 이후 각고의 체질 개선 및 경쟁력 강화를 통하여 시장경쟁 체제하에서 경쟁력을 갖기는 하였지만 문제는 지배주주가 없는 기업이라는 것이 가장 큰 문제점으로 지적된다. 이것은 외국자본에 의해 경영권이 위협받고 우량기업이 외국자본에 넘어가는 사태가 발생할 수 있기 때문이다. 물론 이러한 문제는 시장경쟁 논리에 맡겨 두어야 하겠지만 정부의 잘못에 의한 국가자본의 해외 유출이라면 문제가 될 것이다.

이러한 관점에서 2006년 3월 이재웅 당시 성균관대 경제학교수는 2006년 3월 10일 세계일보에 투고한 '시론'에서 다음과 같이 설명한다. “훌륭한 기업 지배구조를 자랑하던 KT&G도 미국의 기업사냥꾼 아이칸의 경영권 공격을 받고 있으며, 우리나라의 대표적인 우량기업 포스코가 외국 투기자본의 적대적 M&A의 다음 표적이 될 수 있다. 정부는 글로벌 경쟁에서 외국 자본의 적대적 M&A조차 국내 기업의 지배구조 개선, 투명성 제고, 구조조정 촉진 등 긍정적인 효과가 적지 않다고 한다. 따라서 정부는 기업의 경영권 방어 요구를 엄살 정도로 여기고 M&A 가능성은 없다고 묵살해왔다. 기업 지배구조만 좋으면 그런 위험은 없으며, 코리아 디스카운트도 해소된다는 것이다. 경영을 잘 해서 주가나 올리면 된다는 원론적인 주장만 되풀이하고 있다. 정부가 무얼 믿고 그렇게 장담하는지 모르겠다. 국내 우량기업들이 외국인 수중으로 넘어가면 무얼 어찌겠다는 건가. 이러다가 상당수 국내 우량기업이 외국 투기자본에 넘어가고 국부가 유출되고 국내 자본시장이 유린당하지 않을까 매우 걱정스럽다.

그렇다고 해서 국내 기업의 경영권은 무조건 보호해야 한다고 주장할 이유는 없다. 문제는 외국 투기자본의 폐단은 긍정적 효과에 못지않게 크다는 것이다. 단기 차익을 목적으로 하는 외국 자본의 경영권 탈취는 시장을 교란하고

대량실업을 유발하며 국부 유출을 초래하는 등 국민경제의 불안 요인이 된다. 정부는 소유와 경영을 분리하고 주식을 분산함으로써 지배주주의 출현을 억제하는 것이 모범적인 기업 지배구조라고 강조한다. (이하 중략)”

이렇듯 KT&G는 소유와 경영이 완전 분리된 우수한 기업지배구조의 장점¹⁵⁾이 단점으로 작용하였고, 적대적 M&A에 대해 적극적인 방어수단을 취하는데 한계가 있었던 것이다. 이는 KT&G를 정부기관에서 기업공개로 하는 과정에서 시장의 힘의 논리를 정부가 미처 고려하지 못했던 것으로 판단되며, 당시 외국자본 유치를 위해 외국투자 및 외자도입에 관한 법률의 시행이 제도적 문제점을 가지고 있음을 보여주는 단적인 예라고 할 수 있다.

뿐만 아니라 '90년대 초 이후 몇몇의 경영자와 학자들은 미국경제의 활황과 상대적으로 부진한 유럽 및 일본경제를 비교 분석한 결과 기업 지배구조가 발달된 국가일수록 기업의 경영효율성도 높다고 주장하고 있다. 이들은 기업의 경영효율성이 높은 한 요인으로 M&A 시장 발달에서 찾고 있다. 이러한 연구들은 M&A와 관련된 연구를 진행하고 있는 많은 학자들에게 시사점을 주고 있지만, 각 국가별로 다른 지배구조를 갖고 있는 기업들 간의 M&A의 경우 M&A 동기와 주주 부에 대한 연구가 차이를 보인다는 결과를 말하며, 국제 M&A 동기가설 검정결과 선진국기업이 선진국기업을 인수할 경우 인수기업이 기업이익 내지 주주의 부를 극대화하려는 목적이 강하지만, 선진국 기업이 개도국 기업을 인수하는 경우에는 개도국 기업은 오히려 재무적 곤경 등의 피해를 입으며 이로 인하여 피인수기업의 교섭력이 약화되고, 피인수 기업은 손실을 보는 것으로 나타났다. 특히 몇몇 사례의 경우 피인수 기업은 할값매각과 관련기업 모두 국제 M&A로 인해 손실을 보는 사례도 나타났다(김병선, 2002, pp. 52~55).

15) 소유와 경영이 분리되어 있지 않는 기업소유구조하에서는 주주와 경영자간의 정보 불균형으로 인해 경영자는 주주부의 극대화가 아닌 자신의 부를 극대화함으로써 비효율적비용을 유발하게 되고 결국 주주로 하여금 대리인비용을 부담하게 소유와 경영의 분리는 이를 방지할 수 있는 장점이 있다(Denis and McConnell, 2003, pp. 1~36)

따라서 외환위기 이후 자본시장을 서둘러 개방하면서 경영권 방어 장치 마련에 소홀했기 때문에 외국 투기자본을 불러들인 결과를 낳았다고 말할 수 있다. 그러나 지나친 경영권 방어 조치는 기업의 도덕적 해이를 초래하고 주주의 이익에 반할 우려가 있을 뿐만 아니라 글로벌 경쟁 시장 안에서 소외당할 수 있을 것이다.

그러므로 원칙론에 있어 M&A는 시장경제논리에 의해서 움직여야하지만 국가 중요기간산업 또는 필요에 의한 공기업 민영화추진 시에는 정부의 충분하고 계획적인 민영화추진이 이루어져야지만 외국 투기자본에 의한 폐단을 최소화 시킬 수 있을 것으로 판단된다.

또한 소유구조 취약은 적대적 인수활동의 전개에 따른 과도한 자본시장규율이 경영자들로 하여금 기업의 장기적 이익에 배치되는 행동을 취하도록 가용하는 결과를 초래하기 때문에 경영자의 인센티브가 왜곡되는 원인(정광선, 1996, pp. 147~148)이 나타나는데 그 내용을 살펴보면 다음과 같다.

첫째 정보비대칭이 존재하고, 주가가 단기적 회계이익에 민감하게 반응하며, 경영자가 장기적 주가보다는 현재의 주가에 더욱 큰 관심을 가질 때는 경영자들은 장기투자 안을 희생하여 현재의 회계적 이익을 부풀리려 할 인센티브를 가질 수 있다. 특히 기업인수시장이 경영자들에게 과도하게 큰 압력을 가하고 훌륭한 경영자와 열등한 경영자 간의 구별에 필요한 정보가 단기적 이익이나 주가, 그리고 기업의 기타 공시사항에 지나지 않을 때 경영자들이 근시적으로 행동할 가능성은 더욱 커질 수 있다.

둘째 주가는 항상 기업의 기본적 가치를 반영하는 것은 아니며 새로운 정보에 과잉반응 할 수 도 있기 때문에 저평가된 기업의 경우에는 인수대상이 될 수도 있다. 만약 일시적으로 저평가된 주식이 기업 인수활동을 촉발한다면 이에 따라 경영자들의 행동이 왜곡될 수도 있을 것이다.

셋째 기업인수는 때로는 기업 이해관계자들 간의 부의 이전을 위해 발생한

다. 즉 기업인수는 경영자를 포함한 종업원과 기업 간 또는 하청 업체와 기업 간의 묵시적 계약을 파기하고 주주의 이익을 증진시키기 위한 목적에서 발행하기도 한다는 것이다. 이 때 경영자나 종업원은 해고되기도 하고 보수가 전보다 낮은 수준에서 재 책정될 수도 있다. 이러한 기업인수가 자주 발생한다면 경영자들은 기업고유의 인적자본에의 투자를 기피하는 등의 왜곡된 형태를 보일 것이다.

이상과 같이 기업인수는 주주와 기업 간의 정보비대칭, 주식의 저평가, 또는 부의 재분배 때문에 발생할 가능성이 있다. 결국 이러한 이유에서 적대적 인수는 경영비효율을 감소시키고 경영자들의 단기기업적주의의 초래, 인수에 따르는 거래비용의 낭비, 그리고 경영자 및 종업원들의 기업고유의 인적자본투자 기피와 이로 인한 생산성의 저하 등의 문제를 야기 시킨다. 또한 우리나라에서는 대부분의 기업들이 주주부의 극대화과 상충되는 것을 알면서도 최적의 지배구조를 이루지 않는 것은 오너경영이 전문경영기업에 비해 높은 경영성과를 달성하는 경우가 많은 것으로 분석되고 있기도 하기 때문이다(최우석, 이우백, 2005, p. 12).

현재의 KT&G는 자체적으로 시장 경쟁력과 기업 가치를 높여 시장경쟁에서 살아남아야 할 것이다. 그러나 투기자본에 의한 시장혼란을 야기 시킬 수 있는 적대적 M&A에 대해서는 제도적인 장치가 필요할 것으로 판단된다.

따라서 이러한 문제를 해결하기위해 안정적인 소유구조를 만드는 것이 무엇보다도 중요(박경서, 이은정, 2004, p. 164)하겠지만 현재 소유와 경영이 완전히 분리되어있고 지배주주가 없는 KT&G나 기타 유사한 기업들의 경우에는 현실적으로 불가능한 수단 일 것이며, 적대적 M&A로부터 위협을 받지 않고 안정적으로 유지할 수 있을 정도의 경영자의 소유지분이 높아지면 경영자는 현재 상태에 안주하게 되어 주주의 이익을 소홀이 하는 상반된 문제가 발생할 수 있다(Demsetz, Harold and Kenneth, 1985, pp. 1157~1177). 그러므로 이

러한 기업들이 적대적M&A로부터 자유롭기 위해서는 경영을 잘하여 높은 주가관리를 통해 M&A비용을 증가시키고 우호지분을 확보 등의 수단을 통한 적대적 M&A 방어 수단이 주요하겠다.

뿐만 아니라 KT&G를 시작으로 포스코와 같은 경쟁력 있는 기간산업도 적대적 M&A 표적이 될 수 있음으로 우리나라에서도 선진국처럼 자국 기업의 기간산업에 대해 경영권을 방어하는 장치 마련이 시급하다. 그리고 당시 국내 기업인 롯데와 삼성 등의 대기업에서 KT&G에 대한 투기적 자본운영 시도에 대해 정부에서는 적극적으로 차단한 것과 비교한다면 정부의 외국자본에 대한 역차별이 분명 존재하였던 것으로 판단된다. 물론 국내 기업에 의한 적대적 M&A는 괜찮다는 얘기는 아니며 더욱이 최근 기업지배구조 개선을 위한 대기업의 모회사들의 지주사전환과 관련하여 이에 반하는 상기 롯데와 삼성그룹 등에 의한 투기적 자본운영은 더욱 막아야 한다.

다만 본 논문에서 말하고자 하는 내용은 국내자본과 외국자본과의 제도적 문제점을 지적한 것이다. 우량기업을 외국자본에 헐값으로 매각하여 국부를 유출하고 이를 국민이 세금으로 부담해야 하는 상황에서 제도적 보완으로 건전한 국내 자본에 의한 공정한 경쟁과 제값받기가 필요하다는 주장이다.

특히 글로벌 스탠더드를 강조하는 선진국들도 자국 기업의 경영권을 방어하는 장치를 일정한 정도로 허용하고 있는데 ‘엑슨-플로리오법’¹⁶⁾이 바로 그것이다. 따라서 KT&G에 대한 외국 투기적자본의 적대적 M&A 시도는 수면 밑으로 가라앉았지만 1997년 외국자본 유치를 위해 취해졌던 외국자본에 대한 관대한 제도들의 정비를 통해 외국자본과 국내자본과의 경쟁상의 역차별적 규제는 개선되어야 하겠다. 예를 들면 보험, 투신, 연금, 은행 등과 소액주주들로

16) ‘엑슨-플로리오법’[Exon-Florio Act] 미국 기업을 인수하거나 경영권을 취득하려는 외국인의 시도가 국가 안보에 영향을 미친다고 판단될 경우, 대통령이 인수를 금지할 수 있다는 내용을 미국 종합 무역법에 포함시킨 조항. 1986년, 일본 후지쓰사가 미국 반도체 회사인 페어차일드사를 인수하려 하자 제정된 법으로, 이 법의 제안자인 민주당 엑슨 상원 의원과 플로리오 하원 의원의 이름에서 법안의 명칭이 유래되었다.

구성된 컨소시엄 형식의 국내자본 형성을 통해 외국자본과 공정한 경쟁을 하거나, 우수한 지배구조의 기업에 한해서 출자총액 제한을 선별적으로 폐지하고 사모펀드를 활성화해서 외국 자본의 무차별 국내 기업 사냥을 견제하는 등의 조치일 것이다.



제 6장 요약 및 결론

본 연구는 KT&G에 대한 외국인 투자자의 적대적 기업인수 사례를 통해 우리나라의 지배주주가 없는 우량 기업들을 외국 자본이 적대적 M&A 대상으로 삼는 전략적 동기, 이러한 적대적 M&A에 대한 시장반응, 참여기업들의 투자손익, 외국인투자자에 대한 정책 등을 구체적으로 살펴보았다.

1998년 우리나라가 IMF 체제로 들어가면서 외국자본을 유치할 목적으로 외국자본에 대한 제도적 규제를 완화하고 정부는 국가의 빚을 탕감하기 위해서 국내 우량공기업들을 민영화하여 정부 보유지분을 외국자본에 대량 매각하였다. 당시 정부는 외자유치를 위해서 우수한 지배구조라는 명분으로 국내 자본에 의한 지배주주 움직임은 사전에 차단하였으며, 상대적으로 외국투자자에 대한 규제는 대폭 완화함으로써 국내 우량 기업들이 외국자본에 의한 적대적 M&A 표적이 되는 원인을 제공하였다. KT&G에 대한 적대적 M&A 시도는 실패로 끝났지만, 당시 KT&G의 적대적 M&A 시도가 시장에서 크게 관심을 받은 이유는 적대적 M&A를 시도한 Steel Partners 연합의 핵심 인물이 세계적으로 대규모 헤지펀드를 운용하면서 악명을 쌓은 Carl Icahn과 Warren Lichtenstein이라는 것과 공기업에서 민영화되면서 우수한 지배구조를 자랑하던 KT&G가 그들의 적대적 M&A 대상이 되었기 때문이다. 이에 대해 당시 언론들은 국부유출, 정부의 무책임하고 졸속한 민영화 정책 이라고 질타하였다.

KT&G에 적대적 M&A를 시도한 Steel Partners 연합이 KT&G의 지분을 겨우 6.59% 취득한 상태에서 적대적 M&A 시도를 공식화 한 것은 당시 KT&G의 주식을 많이 보유하고 있는 다른 외국인 투자자들이 있었기 때문이다. SK의 사례에서도 보았듯이 KT&G 주주총회에서 많은 외국인 투자자들은

기존 단순투자에서 경영참가 목적으로 입장을 바꾸어 Carl Icahn 측에 투표하였다. 외국투자자들이 단기 주가부양이나 자신들의 목적을 위해서 의기투합 한 것이다. 이것은 당시 언론에서 우려하였던 것이 현실로 나타난 것이며 KT&G 주가도 본 논문에서 정의한 분쟁기(2006년 1월 1일 ~ 2006년 3월 17일)와 종료기(2006년 3월 18일 ~ 2006년 12월 5일)에서 일시적으로 시장 수익률 대비 초과 수익률을 나타내었지만 대부분 오히려 시장 수익률 보다 하락하였음을 알 수 있었다. 주주총회에서 이사선임 표 대결에서 박빙의 승부로 겨우 승리한 KT&G는 적대적 M&A를 시도한 Carl Icahn 측의 요구를 상당부분 받아들이며 'KT&G 중장기 마스트플랜'을 발표하는 것으로 적대적 M&A 시도는 일단락되었다. 시장에서 예견되었듯이 Carl Icahn 연대는 보유주식 700여 만주를 모두 처분하여 투자 1년 여 만에 투자원금의 43%에 달하는 1,436억 원의 수익을 남기고 떠났다. 또 Steel Partners의 수장인 Warren Lichtenstein 자신은 KT&G 이사로 선임되어 2007년 11월 현재까지 경영에 참가하고 있다.

KT&G는 Carl Icahn 측의 적대적 M&A 시도에 7,000억 원의 추가 비용이 소요된 것 이외에 별다른 비용을 지불하지 않았다는 공식적 입장을 발표하였으나, 시장에서는 이를 단순한 시장경쟁체제 하에서의 자연스런 현상으로 받아들이지 않는다. 지배구조가 취약한 우리나라의 우수한 기업들이 외국 자본에 의해 적대적 M&A가 시도되는 시작으로 보는 견해가 많다.

그 이면에는 IMF 당시 외자유치를 위한 '외국인투자 및 외자도입에 관한 법률'과 증권거래법의 '외국인 주식투자 한도' 등의 관련규제의 폐지가 외국자본과 국내자본과의 역차별을 만들었고 이는 우리나라 기간산업이 외국자본에 넘어갈 수도 있다는 것을 우려하는 것이다. 물론 KT&G는 더 이상 공기업도 아니며, 국가의 기간산업으로 분류되지는 않는다.

하지만 우리나라는 더 이상 IMF 체제하에 있지 않음에도 불구하고 외국자본으로부터 기간산업을 보호할 수 있는 제도적 장치나 우수한 지배구조를 갖

추고 있는 우량기업들의 경영권을 보호하여 안정적으로 경영할 수 있는 환경 조성이 미흡하며 오히려 외국자본과 국내자본과의 역차별이 존재하는 것은 분명 시정되어야 할 것이다.

또 적대적 M&A는 순기능과 역기능이 시장에서 항상 병존하기 때문에 원칙적으로 시장경쟁논리에서 접근하는 것은 바람직하지만 공기업에서 IPO를 통해 시장에 나서는 경우에는 정부에서 충분한 계획 수립을 통한 단계별 민영화 추진이 이루어져야 할 것이고, 이때 시장경쟁체제하의 경쟁시스템을 사전에 도입하여 시행함으로써 공기업이 시장경쟁력을 갖출 수 있고 시장에서도 기업의 본질 가치를 받을 수 있을 것이다.

또한 훌륭한 지배구조와 우수한 경영성도가 투기적 외국자본에 의한 적대적 M&A 표적에서 안전할 수 없다는 것을 본 논문에서 알 수 있었다. 때문에 무조건적 주주이익의 극대화라는 대의명분아래 소수의 일부 투기자본의 횡포가 시장 질서를 문란 시키는 경우는 막아야 할 것이다. 이에 훌륭한 지배구조와 우수한 경영성도가 있는 기업으로 선정된 기업들이나 기간산업에 대해서는 단기간 주가부양을 위한 적대적 M&A 시도에 대해서 적절한 방어수단이 조기에 도입되어야 할 것이다.

미국의 '액션플로리어법' 도입이나 '제3자 신주발행' 보장, '사모투자펀드' 제도 활성화를 통한 백기사 역할 수행 등과 같은 제도적 장치의 도입은 근시안적 투기자본의 횡포에 좋은 대안이 될 것이다. 또한 이는 지배주주나 전문경영인을 위한 단순한 경영권 방어가 아닌 사업의 연속성과 기업의 미래 지향적인 경영환경을 위한 제도적 장치이어야 하겠다. 따라서 기업가치도 주주이익의 극대화가 아니라 기업 이해관계자의 이익 극대화라는 포괄적 가치가 시장에서 자리 잡아야 할 것으로 판단된다.

물론 위의 대안들이 국내기업들에 광범위하게 적용되어 외국인 투자자들에게 불이익을 주거나 투자를 제한하게 해서는 안 될 것이다. 따라서 정책입안자

들이나 많은 연구자들이 보호대상 기업 선정이나 제도적 장치를 마련하게 된다면 신중을 기하고 이에 대한 깊이 있는 연구가 필요할 것이다. 그리고 본 논문에서 표현한 ‘타협형 M&A’는 진행형 이므로 향후 또 다른 연구대상이 될 수 있을 것 같다.



<참고문헌>

I. 국내 문헌

- 강정원, “적대적 기업인수합병의 방어수단에 관한연구”, 숭실대학교 석사학위 논문, 1999.
- 김병선, “다국적기업의 국제 M&A 동기에 관한 실증적 연구”, 중앙대학교 박사학위논문, 2002.
- 김창주, “기업인수·합병과 관련한 단계별 전략수립에 대한 연구”, 연세대학교 석사학위논문, 2002.
- 김화진, 「기업인수합병과 경영권보호」, 증권, 1996.
- 김철중, 송명규, “M&A에 있어서 가격결정과 주가행태”, 한국재무학회 2003.
- 매일경제신문사, 매일경제신문, 2003~2007.
- 박경서, 이은정, “대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향”, 한국재무학회, 2004.
- 박신흥, “적대적 기업인수에 있어서 정보공시규제에 관한 법적 연구”, 경성대학교 박사학위논문, 2005.
- 박정우, 정래용, 「M&A와 자본거래의 세무」, (주)영화조세통람, 2007.
- 변해영, 황이석, “기업지배구조와 주가동조화 연구”, 한국경영학회, 2007.
- 선우석호, 「M&A」, 법문사, 1999.
- 송종준, “유가증권 공개매수에 관한 연구”, 고려대학교 박사학위논문, 1990.
- 연합뉴스사, 연합뉴스, 2004~2007.
- 오세경, “법률용어사전”, 법전출판사, 2007.
- 윤종훈, 이호준, 법무법인 한결, 화인 경영회계법인, 「M&A 전략과 실전사례」, 매일경제신문사, 2007.
- 장진식, “적대적 M&A에 따른 기업가치 변화에 관한 연구”, 고려대학교 석사학위논문, 1998.
- 전용욱, 「21C 미래경영」, 김영사, 2000.
- 정광선, “기업지배권시장의 역할”, 「21세기 한국기업의 통할체제서울대학교」,

- 경영대학 증권금융연구소, 1996.
- 정현철, “이머징마켓의 주식시장개방이 추가수익률에 미치는 연구”, 한국재무학회, 2005.
- 정형찬, “한국 기업지배권 시장에서의 적대적 기업인수: 미도와 M&A에 대한 사례연구”, 한국경영학회, 2004.
- 최우석, 이우백, “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구”, 한국재무학회, 2005.
- 한국경제신문사, 한국경제신문, 2004~2007.

II. 국외 문헌

- Copeland, Thomas and Weston Fred, "Financial Theory and Corporate policy" 3rd ed, New York : Addison-Wesley, 1981.
- Demsetz, Harold and Johnson Kenneth, "The structure of ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy* 93, 1985.
- Easterbrook, Franks, Robert Harris and Sheridan Titman, "The postmerger share-price performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 29, 1991.
- Gaughan, Patrick, "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings", New York: John Wiley & Sons, inc, 1996.
- Grossman, Sanford and Oliver Hart, "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in J. McCall(ed.)", *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago, IL, University of Chicago, 1982.
- Lipton, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 Bus. Law, Now, 1979.
- Mueller, Denis and John McConnell, "International Corporation Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 2003.
- news bbc.co.uk
- www.nytimes.com
- www.wikipedia.com

The Hostile Takeover attempts The Foreign Investors; The Case of KT&G

Chae I Kim

Department of Business Administration, Graduate School
Pukyong National University

Abstract

KT&G was the focus of a case study demonstrating the effects of a hostile M&A of hedge funds. Through this case study, we will find out that even if a certain company has an excellent governance structure which is strongly encouraged by business specialists and government, the structure of excellence itself sometimes results in the high possibility of hostile M&A attempts.

Under the IMF system, there was a wide range of regulation abolitions over foreign capitals so as to attract them to domestic market. Previous researches discovered the existence of reverse discrimination between foreign and domestic investors in South Korea during this period.

One year of investment in KT&G by Carl Ichan Union and Steel Partners gained more than 40% of the whole investment as a trading profit. This is a typical example of market distortion from hostile M&A of hedge funds which pursues short term trading profit only. However, KT&G successfully defended management, though defense activities were not aggressive. KT&G accepted nearly all of the requirements from the bidders under mutual agreements.

Many studies have demonstrated the positive effects of M&A specifically; it follows the logics of the market economy. However, we also can observe the necessity of an institutionally complementary system on domestic markets where reverse discrimination between foreign and domestic investors exists. An institutionally complementary system is essential to solving this problem, in addition to researchers and professional specialists continually striving to produce appropriate systems.

Keyword: hostile takeover, case study, KT&G, M&A, corporate governance, Carl Icahn, Warren Lichtenstein.

