

한국 기업지배권 시장에서의 적대적 기업인수: 미도파 M&A에 대한 사례연구

정형찬
부경대학교 경영학부
(hjung@pknu.ac.kr)

우리나라와 같이 아직까지 이사회나 감사 등 기업내부 통제기구가 경영감시 활동을 효율적으로 수행하지 못하는 상황에서 기업지배권 시장에서 적대적 기업인수 활동에 의한 경영감시가 기업의 투명성을 높이고 주주 부를 보호하는 데 더욱 필요하다. 따라서, 본 연구에서는 우리나라의 대표적인 적대적 기업인수 사례인 미도파 M&A에 대한 사례연구를 통해 적대적 M&A 시장의 메커니즘과 제도적 문제점을 이해하고, 나아가서는 적대적 기업인수에 대한 정책방향 등을 구체적으로 고찰하였다. 인수기업인 신동방은 외국인투자자와 연계하여 미도파의 경영권 인수를 시도하였으나, 적대적 M&A에 대한 전경련의 공동대응 선언과 정부 개입으로 결국 실패하였다. 미도파 M&A는 비록 실패로 끝났지만 우리나라의 적대적 기업인수 시장을 이해하는 귀중한 학습기회를 제공하였다. 뿐만 아니라, 이를 통해 외국인투자자의 역할과 이들에 대한 법적 규제가 갖는 효과 등을 실제로 경험할 수 있게 됨으로써 더욱 공정하고 투명한 시장 환경을 조성하기 위한 정책 방향을 설정하는 데 크게 기여하였다. 특히, 증시 개방 이후 외국인이 국내기업과 연계하여 특정 기업의 지분 매입에 나선 경우 해당 기업의 경영권까지 위협할 수 있다는 사실이 실제로 확인된 첫 번째 사례라는 점에서도 그 의의를 찾을 수 있다.

1. 서론

본 연구는 신동방의 미도파 경영권 인수 시도에 대한 사례연구를 통해 우리나라 기업지배권 시장 (market for corporate control)에서 인수기업의 전략적 동기, 인수 및 방어 전략, 적대적 기업인수에 대한 시장 반응, 외국인투자자의 역할, 적대적 M&A에 대한 정책 방향 등을 구체적으로 고찰하고자 한다. 미도파 M&A 사례는, 신동방이 외국인 투자자와 연계하여 동방페레그린증권, 고려산업, 성원건설 등의 국내기업과 공동으로 미도파 경영권을 인수하려고 시도했으나, 전국경제인연합회(이후 '전경련'으로 칭함)를 중심으로 한 재계의 미도파

공동지원과 정부의 개입으로 실패한 우리나라의 대표적인 적대적 기업인수 사례이다. 우리나라에서는 그 동안 특정 상장주식의 10% 이상을 취득하고자 할 때 증권관리위원회의 승인을 받도록 한 舊증권거래법 제200조와 같은 정부의 경영권 보호정책으로 말미암아 적대적 기업인수가 거의 허용되지 않았다. 그러나, 1997년 4월부터 이러한 대량소유제한제도가 폐지됨으로써 이제는 적대적 기업인수가 제도적으로 보다 자유로운 시장으로 발전하고 있다. 특히, IMF 체제 편입 이후에는 그동안 외국인의 적대적 M&A를 사실상 금지했던 「외국인투자 및 외자도입에 관한 법률」(이후 '외자도입법'이라 칭함)과 증권거래법의 외국인 주식투자 한도 등이 폐지됨으로써, 이제는 외국인에 의한 적대적 M&A

논문접수일: 2004. 2 게재확정일: 2004. 9

* 본 논문의 심사과정에서 귀중한 논평과 조언을 해주신 익명의 두 분 심사위원님께 진심으로 감사드립니다. 그리고, 부경대학교 교수 학술심포지엄에서 본 논문의 토론을 맡아 좋은 의견을 제시해 주신 이명철(경성대학교), 유일성(부경대학교) 교수님께도 감사드립니다.

도 완전히 허용된 자유로운 시장 환경이 조성되어 있다. 이러한 새로운 시장 환경의 변화와 최근처럼 외국인투자자가 국내 증권시장을 주도하고 있는 상황에서는 외국인투자자에 의한 국내기업의 적대적 기업인수가 시장 참여자들에게 초미의 관심사로 떠오르고 있다. 실제로 유럽계인 소버린자산운용 측이 SK의 지분 14.99%를 확보함으로써 17~18%의 지분을 보유하고 있는 최태원 회장 측에 이어 2대 주주로서 SK 경영에 상당한 영향력을 행사하고 있다. 물론, 2004년 3월에 개최된 SK의 주주총회에서 표 대결 끝에 일단 최태원 회장 측의 승리로 끝났다. 그러나, 외국인투자자들이 SK의 지분 50% 이상을 소유하고 있는 점을 감안해 본다면, 앞으로 소버린자산운용 측이 우호적인 외국인과 기관투자자들의 도움으로 SK의 경영권을 인수할 가능성도 배제할 수 없는 상황이다.

이처럼, 느리지만 조금씩 진화과정을 거치고 있는 우리나라 기업지배권 시장에서 적대적 기업인수가 기업구조조정 방안으로 가장 효과적인 대안이 될 수 있는가 하는 문제는 미국과 마찬가지로 우리나라 학계에서도 앞으로 논란의 대상이 될 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고, 우리나라와 같이 주식회사의 이사회나 감사 등과 같은 기업내부 통제 기구가 경영감시 활동을 제대로 수행하지 못하는 상황에서는 기업지배권 시장에서 적대적 기업인수 활동에 의한 경영감시가 기업의 투명성을 높이고 주주 부를 보호하는 데 더욱 필요하다는 인식을 거부하기는 어려울 것이다.

그런데, 우리나라 기업지배권 시장의 실상은 미국과 유럽 등의 선진국 시장에 비해 인수합병 실적

이 매우 저조할 뿐만 아니라, 대규모 기업집단인 재벌을 중심으로 한 비경제적·타율적인 시장 특성을 보여주고 있다. 그것은 인수합병의 대부분이 재벌그룹의 계열기업 간에 이루어지므로 다른 기업이 경영권 인수경쟁에 참여할 여지가 거의 없었기 때문이었다. 이와 같이, 재벌그룹의 계열사를 중심으로 이루어지는 비경쟁적인 기업지배권 시장의 특성상 대부분의 M&A 거래가 우호적 합병(friendly mergers)에 의해 이루어졌으며, 적대적 기업인수(hostile takeovers) 사례는 극히 소수에 지나지 않는다. 1976년 증권거래법 개정 때 처음 도입된 주식공개매수(tender offer)에 의해 최초로 상장기업인 동해종합금융을 인수한 한솔제지, 쌍룡그룹의 인천투자금융의 인수, 동부화학의 한농 인수, 신동방의 미도파 인수 시도 등이 적대적 기업인수의 대표적인 사례로 인용되고 있을 정도이다. 이처럼, 우리나라 기업지배권 시장에서 적대적 기업인수 활동은 그 규모나 빈도 측면에서 매우 저조한 실정이다. 따라서, 우리나라 증권시장에서 적대적 기업인수의 경제적 효과와 정책방향에 대한 연구를 수행하고자 할 때, 기존의 연구에서처럼 대규모 표본을 이용한 연구방법(large-sample study)을 사용할 경우 적대적 M&A 사례가 많지 않기 때문에 소표본 문제¹⁾와 같은 연구방법론 상의 문제점을 피할 수 없게 된다.

이러한 연구방법론 상의 문제점을 해소하고 보다 구체적으로 우리나라 기업인수 시장의 메커니즘을 이해하는 데에는 대규모 표본에 대한 실증연구보다는 특정 사례를 통한 사례연구가 더욱 효과적이다. 미국과 같이 M&A 시장이 매우 활발한 경우에

1) 장영광(1985), 김희석(1990), 정형찬·박경희(1999), Bae, Kang and Kim(2002) 등의 연구에서는 인수합병의 표본을 적대적 M&A만으로 한정하지 않았기 때문에 소표본 문제가 발생하지 않았다.

있어서도 1980년대 이후 많은 연구자들이 기업인수합병과 관련된 다양한 사례연구를 수행해 오고 있다(Ruback, 1983; Kaplan, 1989; Baker and Wruck, 1989; Gillan, Kensinger and Martin, 2000). 그래서, 본 연구에서는 우리나라의 대표적인 적대적 기업인수 사례인 미도파 M&A를 대상으로 우리나라 적대적 기업인수 시장의 메커니즘과 제도적 문제점, 주식시장의 반응, 그리고 앞으로의 정책 방향 등을 고찰하고자 한다.

미도파 M&A는 중견 재벌그룹인 신동방그룹의 신동방과 대농그룹의 지주회사격인 미도파 간에 일어난 적대적 기업인수 사례이다. 만약 신동방이 미도파를 인수한다면 미도파를 포함한 대농그룹 전체의 경영권을 장악할 수 있었기 때문에, 미도파 M&A가 두 재벌그룹 간의 치열한 경영권 분쟁으로 확대되었으며 이 점에서 많은 시장참여자들과 정책입안자의 관심을 집중시켰다. 그리고, 미도파 M&A가 시장의 관심을 끌게 된 또 다른 이유로, 신동방이 외국인투자자와 연합하여 미도파의 경영권 인수를 시도했다는 점이다. 따라서, 미도파 M&A에 대한 사례연구는 인수공격 측에 가담한 외국인투자자들의 역할과 규제내용 등을 분석함으로써 내국인과 외국인 모두에게 보다 공정하고 투명한 시장체제를 갖추기 위한 정책 방향을 제시하는 데에도 기여할 수 있다. 뿐만 아니라, 경영권 분쟁 과정에서 양측은 신주인수권부사채(bond with warrants: BW)나 전환사채(convertible bond: CB) 등과 같은 잠재주권의 발행, 조세피난처의 역외펀드의 활용, 그린메일(greenmail) 등 경영권의 인수와 방어를 위해 다양한 전략을 활용하였다. 또한 미도파 M&A 과정에서 얻은 경험은 적대적 M&A와 관련된 우리나라의 제반 법규를 개정·보완하는 데 크게 기여하였다. 이러한 관점에서 우리

나라의 적대적 기업인수 시장을 연구하는 데 미도파 M&A가 가장 적합한 사례로 판단되어 본 연구의 분석대상으로 선정하였다.

본 연구의 사례연구에 사용될 자료는 공개된 자료원과 사적(私的) 자료원을 통해 수집하였다. 공개된 자료원은 신동방과 미도파의 주식수익률 자료 및 재무제표, 주요 일간지 및 경제신문, 한국증권거래소의 공시자료 등을 활용한다. 또한, 참여기업의 경영진과의 면담 등을 통해 비공개 정보를 수집한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 다음 제II장에서는 미도파 경영권 분쟁의 진행과정을 설명하며, 인수경쟁에 참여한 기업들의 개요와 M&A 진행과정에 있어서의 역할 등을 함께 살펴보도록 한다. 제III장에서는 주요 사건(event)에 대한 시장반응과 참여기업의 투자손익을 분석하고, M&A 이후 참여기업들의 경영상황 등을 기술한다. 제IV장에서는 미도파 사례가 갖는 적대적 기업인수에 대한 정책적 시사점을 논의하며, 마지막 제V장에서는 본 연구의 요약 및 결론을 제시한다.

II. 미도파 경영권 분쟁의 진행과정 및 참여기업

기업의 인수합병 거래에는, 그것이 우호적이든 적대적이든 간에, 인수기업과 인수대상기업과 같은 직접적인 당사자뿐만 아니라 쌍방기업에 우호적인 타기업, 증권회사, 은행 등의 금융회사, M&A 전문법률회사, 차익거래자(arbitrageurs or arbs), M&A전문투자자, 정부감독기관 등 다양한 이해관계자들과 전문가 집단이 참여하게 된다. 미도파 경

영권 분쟁에서도 인수공격을 시도했던 신동방 측과 이를 방어한 미도파 측에 양진영의 계열회사, 우호적인 타기업, 증권회사 등의 금융기관, M&A 전문 법률회사 등이 참여해 수개월 동안 치열한 경쟁을 치렀다. 인수공격 측에는 신동방의 주도로 동방페레그린증권, 홍콩페레그린증권, 고려산업, 성원건설, 김·장법률사무소 등이, 방어 측에는 인수대상 기업인 미도파를 중심으로 대농과 대농중공업, 메트로프로덕트 등 대농그룹 계열회사와 세종법률사무소 등이 각각 참여하였다(〈그림 1〉 참조).

본 장에서는 미도파 경영권 분쟁의 진행과정을 주요 사건(major events)을 중심으로 기술하고, 또한 미도파 M&A의 인수공격 측과 방어 측에 참여했던 기업들의 개요와 M&A 전개과정 중에 담당했던 그들의 역할을 함께 살펴보도록 한다.

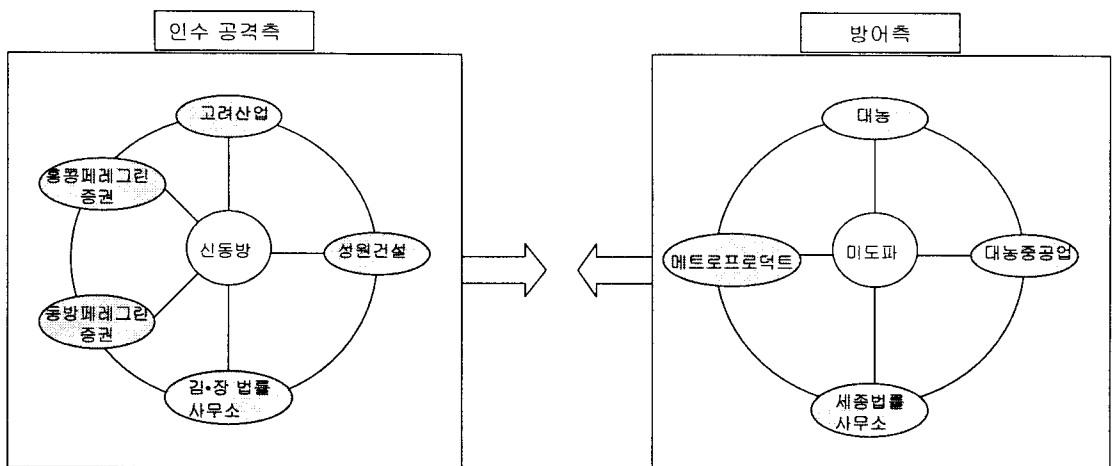
2.1 미도파 경영권 분쟁의 진행과정

미도파 M&A는 1996년 9월부터 시작하여 이듬해인 1997년 3월까지 진행된 신동방과 미도파 간

의 경영권 분쟁이다. 본 연구에서는 이 기간 동안 진행된 미도파 M&A의 전체 과정을 크게 다음 세 하부기간으로 구분하여 각 기간별로 주요 사건을 중심으로 경영권 인수 경쟁의 특성을 분석하도록 한다: 탐색기, 분쟁기, 종료기.

2.1.1 탐색기: 1996년 9월 23일~1997년 1월 31일

미도파가 M&A 대상기업이 될 수 있다고 언론에 보도되기 시작한 것은 이미 1996년 5월 초부터이다. 당시 재벌기업 참여를 허용하는 통합방송법 개정안이 1996년 7월에 임시국회에 상정될 예정이어서 케이블TV 운영업자로 선정된 미도파, 한성기업 등이 M&A 대상기업으로 부각될 가능성이 큰 것으로 처음 보도되었다(한국경제신문, 1996년 5월 7일자). 그러나, 이것은 신동방의 미도파 인수 사례와는 아무런 관련이 없었다. 이 사례와 관련이 있는 첫 번째 언론 보도는 외국인의 미도파 주식에 대한 각별한 관심을 언급한 1996년 9월 23일자 한국경제신문의 기사를 들 수 있다. 이 날 기사에



〈그림 1〉 미도파 M&A의 주요 참여기업

서 외국인투자자들이 석 달 전부터 미도파 주식을 대량으로 사들여 7월, 8월 모두 순매수 1위를 차지하였으며, 9월 16일에는 일시적으로 외국인 투자한도(당시 종목당 발행주식수의 20%)가 소진되기도 했음을 언급하고 있다. 또한, 이러한 외국인 투자자들의 매수공세가 계속되자 최근에는 외국 유통업체에 의한 미도파 매수설까지 나오고 있음을 전하고 있다. 물론, 이 보도에서 미도파 인수의 주체세력이 외국 유통업체일 가능성을 언급한 것은 정확한 정보로 볼 수 없으나, 외국인투자자의 매수공세가 미도파 경영권 인수와 관련이 있다는 관측은 정확한 것이었다.

따라서, 외국인투자자들의 주식 매입이 미도파 인수와 관련이 있을 가능성을 처음으로 제기한 1996년 9월 23일자 한국경제신문의 보도를 기점으로 미도파 경영권 분쟁이 공개적으로 진행되었다고 볼 수 있다. 그 후 약 3개월 후인 1996년 12월 17일에는 서울경제신문이 미도파가 유통업 진출을 노리는 국내기업의 적대적 M&A의 표적이 되고 있다는 기사를 보도하였다. 이와 함께, 외국인들이 미도파를 대상으로 M&A를 꾀하고 있다는 소문도 돌았었으나 외국인들이 미도파 주식을 매입한 흔적은 발견되지 않았다고 보도하고 있다.

서울경제신문의 이 날 기사에서처럼, 증권시장에서는 이미 신동방이 유통업 진출을 위해 홍콩페레그린증권의 도움으로 미도파에 대한 적대적 M&A를 시도하고 있으며, 미도파 측도 이를 감지하고 그룹차원에서 방어준비를 하고 있다는 정보가 소문을 통해 알려지고 있었다. 물론 이 날 기사에서 외국인 투자자들의 주식 매입 흔적이 발견되지 않았다는 것은 사실과 다르나, 외국인투자자들이 미도파 M&A에 관여하고 있다는 사실이 증권시장에서 이미 소문으로 유포되고 있었음을 알려주고 있다.

나중에 증권거래소 공시(1997년 3월 4일자)를 통해 알려진 사실이지만, 이 보도가 나오기 사흘 전인 1996년 12월 13일에 신동방의 친족회사인 고려산업이 미도파 주식 143,000주를 이미 매수하였다. 이러한 사실을 통해, 신동방이 인수전의 초반에는 주체세력으로서의 실체를 드러내지 않고 외국인투자자와 친족회사인 고려산업을 통해 처음부터 인수공격을 주도해 왔던 것으로 추정해 볼 수 있다. 그러나, 미도파 M&A와 관련하여 증권시장에서 나돌고 있는 소문에 대해 신동방은 1997년 1월 9일자 증권거래소 공시를 통해 미도파 인수설을 공식적으로 부인했다.

한편, 미도파 측은 1996년 9월에 이미 미도파 주가의 움직임이 심상치 않다는 것을 감지하였으나, 단순한 투자목적일 것이라는 판단을 내리고 아무런 대응책을 마련하지 않았다. 그러다, 1996년 12월과 1997년 1월경에는 이상렬 대농그룹 부회장이 신동방의 신명수 회장, 홍콩페레그린증권의 부사장 폴 피비(Paul Pheby)와 두 번 만나, 신동방 측으로부터 “미도파 주가가 저평가되어 있어서 단순 투자목적으로 매입한 것이 적대적 인수 합병은 절대 아니다”라는 해명을 듣고는 사모(私募, private placement) 전환사채의 발행과 같은 신속한 대응책을 세우지 않았다(한국경제신문, 1997년 4월 7일자). 또한, 박영일 미도파 회장은 신명수 신동방 회장에게 직접 전화를 걸어 신동방의 미도파 인수설이 사실이 아니라는 것을 확인했다고 한다(한국경제신문, 1997년 1월 9일자). 그러나, 미도파 인수설을 부인하는 신동방의 공시가 나온 이후에 미도파 측은 외국인과 연계한 신동방 측의 적대적 M&A 가능성을 배제할 수 없다고 보고 향후 경영권 방어차원에서 지분확대 방안을 검토하게 된다. 이 때 미도파 측은 지분 확대를 위해

다음 네 가지 방안을 핵심 방어전략으로 활용할 계획을 수립하게 된다(매경인터넷, 1997년 1월 16일자):

- 대주주의 지분 확대
- 대농그룹 계열사를 통한 장내 매입
- 사모 방식에 의한 전환사채의 발행
- 우리사주조합의 우호 지분 확보

이에 따라, 미도파는 고려증권 창구를 통해 20만 주 규모의 자사주식을 매입하였으며, 사모 전환사채의 발행 계획도 고려하게 된다. 그 당시 한화종합금융이 400억원의 사모 전환사채를 발행하여 2대 주주인 박의송 우풍상호신용금고 회장과 그의 경영권 분쟁에 대응하기 위한 방어 수단으로 활용하고 있어, 미도파 측도 이를 모델로 삼아 사모 전환사채의 발행을 적극 검토하게 된다. 미도파 측이 외국인투자자와 국내기업이 연계한 적대적 M&A에 대비하여 다양한 방어 전략을 수립하고 일부는 실행에 옮기는 중에, 홍콩페레그린증권의 부사장인 폴 피비는 1997년 1월 23일 한국경제신문과의 인터뷰에서 미도파 경영권 분쟁에 외국인투자자들의 본격적인 참여 의사를 표명하였다. 폴 피비는 이날 인터뷰에서 의결권을 행사할 제3자에 대해서는 명확히 밝히지 않았다. 폴 피비가 제3자를 위해 의결권 행사 가능성을 시사한 직후인 1997년 1월 28일에 미도파 측은 대농그룹 계열회사인 메트로프로덕트를 통해 미도파 주식 1,015,926주(지분율 6.87%)를 추가로 매입한다.

이와 같이, 미도파 M&A의 초반 탐색기에는 신동방이 미도파 주식에 대한 공개매수에 들어가기 전에 충분한 지분 확보를 위해 외국인투자자와 친족회사만을 내세워 주식매입을 차근차근 진행하였

다. 그리고, 증권거래소 공시를 통해 미도파 인수설을 공식적으로 부인함으로써 미도파 측으로 하여금 신속한 방어전략을 수립하지 못하도록 유도해 내는 데도 어느 정도 성공하였다. 한편, 미도파 측은 적대적 M&A 가능성에 대비하기 위해 그룹 차원의 다양한 방어전략을 수립하고, 이를 부분적으로 실행에 옮기게 된다. 미도파 측의 초기 대응방안은 주로 계열사를 통한 주식매입에 한정되었다.

2.1.2 분쟁기: 1997년 2월 1일~1997년 3월 11일

미도파 경영권 분쟁이 본격적으로 전개되기 시작한 것은 성원그룹의 계열회사인 대한종합금융, 대한창업투자, 성원파이낸스 등이 외국인에게서 미도파 주식 143만주(지분율 9.92%)를 1997년 2월 1일에 매입했다고 증권거래소에 신고한 시점(1997년 2월 10일)부터라고 볼 수 있다. 성원건설을 모기업으로 하는 성원그룹이 미도파 지분 9.92%를 확보함에 따라 대농그룹에 이어 2대 주주로 부상하게 된다. 한편, 대농그룹 측은 계열회사인 대농중공업을 통해 1월 16일부터 2월 3일까지의 기간 동안 미도파 주식 943,399주(지분율 6.38%)를 추가로 매입함으로써 대농그룹의 미도파 지분율을 23.22%에서 29.59%로 높이게 된다. 또한, 증시안정기금은 향후 미도파 경영권 분쟁이 본격적으로 진행될 경우 출자조합원인 미도파의 현 경영진에 의결권을 위임하기로 결정했다. 증안기금은 미도파 주식 총 53만 여주(지분율 3.68%)를 보유하고 있었다. 대농그룹 측은 증안기금 이외에도 주주명부를 토대로 미도파 주식을 보유하고 있는 금융기관을 대상으로 장외를 통한 주식매입과 우호적 세력으로 끌어들이는 전략을 적

극 실행하게 된다.

그리고, 미도파 측은 경영권 방어를 목적으로 필요할 경우 사모 전환사채를 발행할 계획이었다. 사모 전환사채는 현 경영진이 우호적인 제3자에게 임의로 배정하고, 발행 직후부터 바로 주식으로 전환할 수 있도록 발행조건을 정할 수 있기 때문에 경영권이 위협 받고 있는 대주주의 입장에서는 효과적으로 안정 지분을 확보할 수 있는 방어수단이다. 미도파가 사모 전환사채 발행계획을 발표하자, Solar Approach SDN, BHD와 Huge Target SDN, BHD 등 말레이시아 국적의 역외펀드들이 미도파를 상대로 「사모 전환사채 발행유지 가처분 신청」을 법원에 제출하였다. 서울 지방법원은 이에 대해 “미도파는 주주의 자에 대하여 1997년 7월 1일 이전에 전환사채 또는 신주인수권부사채를 공모외의 방식으로 발행해서는 안 된다”고 결정함으로써, 미도파는 사모 전환사채 발행 계획을 취소할 수밖에 없게 되었다(1997년 2월 6일 증권거래소 공시).

이와 같이, 말레이시아 국적의 역외펀드가 미도파 경영권 분쟁에 적극적으로 참여함에 따라, 증권감독원이 이들 역외펀드에 대한 증권거래법 위반 여부를 조사하게 된다. 증권감독원은 미도파 주식 12.7%를 소유하고 있는 말레이시아 소재 4개의 역외펀드가 모두 홍콩페데그린증권의 자회사인 PSI 소유로 등록된 사실을 밝혔다. 만약, PSI가 이들 역외펀드의 실질적인 소유주체로 밝혀질 경우는 특수 관계인의 범위에 해당되기 때문에 증권관리위원회의 승인 없이는 특정 상장주식 10% 이상의 주식을 매입하지 못하도록 한 당시의 증권거래법 200조를 위반한 것이다. 또한, 이는 5% 이상의 주식을 보유할 경우 이를 5일 이내에 보고하도록 규정한 대량보유 신고의무를 위반한 것이 된

다. 증권감독원은 4개 역외펀드의 증권거래법 위반 혐의를 조사하기 위해 PSI의 지분관계를 입증할 수 있는 구체적인 자료 제출을 요구하였다. 역외펀드들의 대량보유 신고의무 위반 혐의에 대한 조사는 이 제도가 우리나라 증시에 도입된 이래 사상 처음으로 실시된 것이다.

1997년 3월에 들어서서, 신동방은 미도파 주식 704,080주(지분율 4.76%)를 매입하고 이를 증권감독원에 신고함으로써 그 동안 베일에 가려있던 최종 인수기업의 실체를 드러내게 된다. 고려산업도 1996년 12월 13일부터 1997년 2월 27일까지의 기간 동안 1,317,480주(8.90%)를 매입하였음을 같은 날 증권거래소를 통해 공시하였다(1997년 3월 4일). 또한, 성원그룹 관계자는 신동방과 고려산업의 미도파 주식 매입과 관련하여 조만간 성원그룹이 보유하고 있는 지분을 모두 신동방 측에 넘길 예정이며 신동방은 이번 주 중으로 공개매수를 신청할 계획임을 밝혔다(매일경제, 1997년 3월 5일자). 다음 날 신동방은 미도파 주식에 대한 공개매수를 검토 중이며, 추후 검토결과 등 구체적인 내용은 1개월 이내에 재공시할 예정임을 증권거래소 공시를 통해 공식적으로 밝힌다(1997년 3월 6일).

그런데, 신동방이 공개매수를 검토하고 있다는 공시를 발표한 그 날, 미도파는 500억원 규모의 사모 BW 발행 계획을 공시함으로써 신동방 측의 전방위적인 공격에 대한 반격에 나서게 된다. 삼성, 현대, LG 그룹의 계열사인 삼성생명(150억), 한국생명보험(150억), LG종합금융(200억) 등이 미도파의 사모 BW 500억원을 모두 인수함으로써, 재벌 빅3 그룹이 재계를 대표하여 미도파를 공동 지원하게 된다. 신주인수권 행사가 주주총회 이후인 7월 1일부터 가능하도록 되어 있어 당장 우호

지분을 추가로 확보할 수 있게 된 것은 아니었다. 그보다는 500억원의 주식매입 자금을 조달할 수 있게 되었으며, 막강한 자금력을 가진 재벌 빅3를 우호기업으로 끌어들이으로써 성공적인 경영권 방어를 위한 교두보를 확보하게 된 것이다.²⁾ 이와 동시에, 증권감독원도 신동방그룹과 성원건설, 고려산업 등을 대상으로 주식매입자금의 출처와 주식위장 분산에 대한 조사에 착수하게 된다. 증권감독원은 특히 미도파 M&A의 주체세력으로 부각되고 있는 신동방이 성원건설과 고려산업에 주식매입 자금을 지원하였는지에 조사의 초점이 맞춰져 있다고 설명해 미도파 경영권 분쟁에 정부의 개입 의사를 분명히 밝혔다.

삼성, 현대, LG 그룹의 미도파 지원과 정부의 시장개입에도 불구하고, 신동방은 미도파의 경영에 참여하겠다는 의지를 공식적으로 표명함과 동시에 미도파를 상대로 임시 주주총회 소집을 1997년 3월 10일자로 요구하였다. 다음 <표 1>에서 제시된 바와 같이, 신동방이 임시 주총을 요구한 시점인 1997년 3월 10일 현재 신동방 측이 보유하고 있는 미도파 지분은 약 39.45%로 미도파 측의 보유 지분인 37.55%보다 약 2% 정도 높은 것으로 나타났다. 따라서, 주주총회가 개최될 경우 지분 경쟁에서 신동방의 우세가 예상되었다.

신동방의 적극적인 공세로 미도파 경영권 분쟁이 정점으로 치달자, 전경련은 신동방이 미도파 주주총회 소집을 요구한 다음 날인 3월 11일에 회장단 월례회의를 개최하여 적대적 M&A에 공동 대응기로 합의하였다.³⁾ 그러자, 신동방 측은 미도파 사모

BW를 인수한 재벌 계열사인 삼성생명, 한국생명, LG종합금융 등 3개사를 상대로 「사채처분금지가처분신청」을 서울지방법원에 제출했다. 신동방은 가처분 신청서에서 경영권 분쟁이 진행 중인 회사가 경영권 방어를 위해 발행한 사채는 무효이므로, 이를 인수한 재벌 3사에 대해 BW의 처분을 금지시켜야 한다고 주장하였다(1997년 3월 12일 증권거래소 공시).

이처럼, 분쟁기에는 인수공격 측과 방어 측의 참여기업들이 모두 실체를 드러내고 본격적으로 지분 확보 경쟁에 뛰어들었다. 신동방 측은 외국인의 보유 지분을 포함해서 약 40% 가까운 지분을 확보한 다음 공개매수 검토 공시를 내고 임시 주주총회 소집도 요구하였다. 이에 대해 미도파 측은 사모 BW를 발행하여 이를 인수한 삼성, 현대, LG 등 재벌그룹을 우호세력으로 끌어들이고 전경련으로 하여금 적대적 M&A에 대해 공동대처 합의를 이끌어내었다.

2.1.3 종료기: 1997년 3월 12일~1997년 3월 25일

전경련이 적대적 M&A 세력에 공동 대응기로 합의한 이후 성원그룹은 보유 중인 미도파 주식을 1997년 3월 14일에 전량 대농그룹에 매각기로 결정하였다. 성원그룹은 당시의 시가에 약 65%의 프리미엄을 붙인 가격으로 미도파 주식을 대농그룹으로 넘겨 막대한 시세차익을 남겼다. 그 동안, 신동방과 함께 공동인수기업으로 간주되어 왔던 성원그룹이 신동방 측과 결별하고 미도파 측으로 돌아

2) 재벌 빅3가 white squire로 나서게 된 것은 그룹 총수들의 결정에서 비롯된 것으로 알려졌다. 박용학 대농그룹 명예회장이 정주영 현대그룹 명예회장에게 지원을 요청하자 정주영 명예회장이 이를 승낙했다고 한다. 삼성과 LG그룹의 경우도 그룹 총수들이 지원 결정에 관여한 것으로 전해지고 있다(매일경제, 1997년 3월 7일자)

3) 전경련은 이 날 회의에서 출자총액제한과 상호출자제한 등 외국인에 비해 불리하게 되어 있는 각종 규제를 과감히 풀어 국내기업에 대한 역차별을 없애야한다는 주장도 함께 제시했다(한국경제, 1997년 3월 12일자).

서게 된 데에는 전경련의 공동대응 선언 이후 재계로부터의 압력이 주요 원인이었던 것으로 보인다. 미도파 측은 성원그룹으로부터 주식 전량을 인수함으로써 보유 지분율이 32.87%에서 45.51%로 늘어나 경영권 방어에 필요한 안정지분을 확보하게 된다.

설상가상으로, 신동방이 삼성생명 등 재벌 3개사를 상대로 낸 「미도파 BW 처분금지 가처분신청」에 대해 법원이 기각 결정함에 따라, 미도파에 대한

재벌그룹의 공동 지원을 합법화 하게 된다(1997년 3월 14일). 재판부는 “경영권 분쟁이 진행 중인 회사가 지분 변동을 유발시킬 수 있는 BW 등을 발행했다라도 실질적인 지분변화가 주주총회 이후에 이루어진다면 이는 법적으로 유효하다”는 판결을 내림으로써 미도파의 손을 들어주었다.

이러한 일련의 위기 사태에 직면한 신동방은 3월 15일자 증권거래소 공시를 통해 미도파에 대한 공개매수 포기 의사를 공식적으로 발표하게 된다.

〈표 1〉 미도파 주요 주주의 보유지분 현황(1997년 3월 10일 현재)

| 인수/방어 측 | 기업집단 | 주주명 | 보유주식수 | 지분율(%) |
|-----------|--------|-----------|------------|-----------|
| 방어 측 | 대농그룹 | 박용학(명예회장) | 1,270,356 | 8.59 |
| | | 박영일(회장) | 1,149,075 | 7.77 |
| | | 대농중공업 | 1,273,599 | 8.61 |
| | | 메트로프로덕트 | 1,169,696 | 7.90 |
| | | 소계 | 4,862,726 | 32.87 |
| | 우리사주조합 | 148,820 | 1.01 | |
| | 증시안정기금 | 543,331 | 3.67 | |
| 방어 측 합계 | | | 5,554,877 | 37.55 |
| 인수공격 측 | 신동방 그룹 | 신동방 | 704,080 | 4.76 |
| | | 동방페레그린 | 293,177 | 1.98 |
| | | 고려산업 | 1,317,480 | 8.90 |
| | | 소계 | 2,314,737 | 15.64 |
| | 성원그룹 | 성원건설 | 439,570 | 2.97 |
| | | 대한중금 | 715,000 | 4.83 |
| | | 성원파이낸스 | 347,000 | 2.35 |
| | | 대한창업투자 | 368,000 | 2.49 |
| | | 소계 | 1,869,570 | 12.64 |
| | 외국인투자자 | | | 1,652,672 |
| 인수공격 측 합계 | | | 5,836,979 | 39.45 |
| 기타 투자자 | | | 3,403,783 | 23.00 |
| 총 발행주식 수 | | | 14,795,639 | 100.00 |

신동방은 미도파의 임시 주주총회 소집요구도 철회하고, 향후 법적 소송이나 어떠한 적대적인 행동도 하지 않기로 합의했다. 이처럼, 양측이 우호적인 관계에서 미도파의 발전을 위해 상호 협력하기로 합의함에 따라 6개월 동안 치열하게 전개되어 온 미도파 M&A는 마침내 대단원의 막을 내리게 된다.

2.2 참여기업의 개요 및 역할

2.2.1 인수 측 참여기업

2.2.1.1 신동방

「해표」 브랜드로 잘 알려진 신동방은 1966년에 창립해서 대주사업, 가공식품, 배합사료 및 수출입 무역 부문으로 사업영역을 확대하여 우리나라 대표적인 식품업체로 성장해왔다. 1996년 12월 31일 현재 주요 주주의 주식소유 현황을 살펴보면, 신덕균 명예회장 1.09%, 신명수 대표이사 회장 15.77%, 놀원문화재단 7.99% 등으로 구성되어 있다. 최대주주인 신명수 회장은 1989년부터 창업주인 신덕균 명예회장으로부터 경영권을 물려받아 신동방그룹의 총수로서의 역할을 수행해 왔다. 신명수 회장은 미국 콜럼비아 대학교 MBA과정을 졸업하고, 신동방의 전신인 동방유량에 1967년부터 입사해서 최고경영자로 성장한 선진이론과 실무경험을 고루 갖춘 중견그룹 회장이었다. 신명수 회장이 신동방을 실질적으로 관리하기 시작한 1989년 이후부터 그동안 식품업만을 고집해오던 보수적인 경영전략을 탈피하고 다양한 사업영역으로의 다각화를 추진하였다. 신동방은 1992년에 홍콩페레그린증권과 합작으로 동방페레그린증권을, 1993년에는 해표유니레버를, 1995년에는 (주)SU를 설립하

였으며, 1996년에는 건풍제약을 인수함으로써 신동방은 1996년 12월말 현재 9개의 계열회사를 거느린 중견그룹으로 성장하게 된다.

신동방이 미도파 인수를 시도하게 된 것도 기존의 식품전업회사에서 벗어나 성장산업인 유통서비스업으로 사업다각화를 추진하고자 하는 전략적 동기에서 출발하였다. 미도파는 오랜 명성의 브랜드 가치뿐만 아니라, 명동점, 청량리점, 상계점과 1996년 9월에 별도 법인으로 개점한 춘천 미도파 등의 수도권 유통망을 보유하고 있어, 미도파를 인수할 경우 단기간에 유통업 진출의 교두보를 확보할 수 있다는 점이 중요한 인수 동기가 되었다.

다음 <표 2>는 미도파 경영권 분쟁이 본격적으로 전개되었던 1997년을 중심으로 전후 5년간(1995~1999년도)의 신동방의 대차대조표와 손익계산서를 간략하게 요약한 것이다. <표 2>에서 제시된 바와 같이, 1996년 12월말 기준으로 볼 때, 신동방은 그 당시 자산총액이 약 4,536억원이었으며, 이것은 인수대상기업인 미도파의 자산총액 8,543억원에 비해 상대적으로 규모가 작았다. 인수대상기업인 미도파의 자산 규모가 인수기업인 신동방보다 크다는 점과 미도파가 세계 34위인 대농그룹의 지주회사에 해당하는 기업이라는 점에서 신동방의 미도파 인수 시도는 증권시장의 관심을 집중시켰다.

<표 2>에서 제시된 신동방의 요약 대차대조표와 손익계산서에 의하면, 1996년도 12월말 현재 신동방의 재무상태와 경영성과는 전체적으로 양호한 수준으로 볼 수 없다. 무엇보다도 부채비율이 높아 경영권 인수 경쟁 시에 소요될 인수자금을 조달하기 위해 필요한 추가적인 부채조달능력(debt capacity)이 충분하지 못했다. 뿐만 아니라, 자본수익성이

<표 2> 신동방의 요약 대차대조표와 손익계산서(1995~1999)

(단위: 억원, %)

| 재무제표 | | 연도 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|------------|---------|------------|---------------------|-------|-------|--------|-------|
| | | (요약) 대차대조표 | 유동자산 | 1,797 | 2,040 | 3,283 | 3,420 |
| | 고정자산 | 515 | 1,676 | 3,456 | 4,398 | 3,595 | |
| | 자산총계 | 2,813 | 4,536 | 6,739 | 7,818 | 5,216 | |
| | 유동부채 | 1,668 | 2,046 | 3,899 | 5,478 | 2,063 | |
| | 고정부채 | 603 | 881 | 1,698 | 1,334 | 6,221 | |
| | 부채총계 | 2,271 | 2,927 | 5,597 | 6,812 | 8,284 | |
| | 자본금 | 133 | 140 | 149 | 149 | 219 | |
| | 자본잉여금 | 174 | 1,233 | 1,172 | 1,214 | 1,507 | |
| | 이익잉여금 | 306 | 295 | 118 | 0 | -5,196 | |
| | 자본총계 | 542 | 1,609 | 1,142 | 1,007 | -3,068 | |
| (요약) 손익계산서 | 매출액 | 3,821 | 4,512 | 5,225 | 5,050 | 3,473 | |
| | 영업이익 | 223 | 222 | 228 | 170 | 226 | |
| | 영업외수익 | 92 | 84 | 268 | 620 | 151 | |
| | 영업외비용 | 258 | 302 | 870 | 1,256 | 3,248 | |
| | 경상이익 | 57 | 4 | -374 | -466 | -2,871 | |
| | 특별손익 | 25 | 28 | 218 | -2 | 252 | |
| | 당기순이익 | 46 | 15 | -178 | -474 | -2,619 | |
| 재무비율 | 매출액증가율 | 31.4 | 18.0 | 15.8 | -3.4 | -25.9 | |
| | 유동비율 | 107.7 | 99.6 | 84.2 | 62.4 | 78.6 | |
| | 부채비율 | 418.9 | 182.0 ¹⁾ | 490.0 | 676.8 | 자본잠식 | |
| | 자기자본이익율 | 8.8 | 1.4 | -13.0 | -44.1 | 자본잠식 | |

<자료원> 대우증권, 상장회사 서베이 1997-2000

주1) 부채비율이 전년도의 418.9%에서 182.0%로 급감한 것은 1996년도에 실시된 토지 등의 자산재평가에 의해 약 1,034억원의 재평가차익을 적립함으로써 자기자본총액이 일시에 늘어나게 된 것이 그 원인이며 부채 규모가 줄어든 것은 아니다.

낮아 자체적으로 인수자금을 조달할 수 있는 수익 창출 능력(earning power)도 매우 낮은 편이었다. 따라서, 신동방은 인수자금 조달의 부담을 줄이기 위해 계열기업이나 우호적인 타 기업과 공동으로 추진하는 전략을 선택할 수밖에 없었다.

2.2.1.2 고려산업

신동방과 함께 인수기업으로 참여한 고려산업은

신덕균 명예회장의 3남으로 신명수 회장의 동생인 신성수씨가 대표이사 회장으로 있는 신동방의 친족 기업이다. 신명수 회장을 포함한 특수관계인이 전체 지분의 41.6%를 소유하고 있으나, 공식적으로는 신동방 그룹의 계열회사는 아니며 (주)동남상호 신용금고, 대양개발(주) 등을 계열회사로 둔 독립된 기업집단을 형성하고 있다.

2.2.1.3 동방페레그린증권과 홍콩페레그린증권

동방페레그린증권은 1992년 11월 자본금 500 억원으로 신동방의 전신인 舊 동방유량을 비롯한 국내투자자들이 자본금의 54%를, 홍콩페레그린증권이 46%를 출자해 설립한 우리나라 최초의 합작증권회사이다. 국내투자자들의 지분은 신동방이 22.53%, 고려산업 16.93%, 대한제당·이건산업·일신방직·녹십자 등이 각각 2.89%, 동신식품 0.96%를 컨소시엄 형태로 보유하고 있었다.

신동방의 미도파 인수 시도는 신동방의 독자적인 계획이 아니라 홍콩페레그린증권이 신동방에 인수 계획을 제의함으로써 이루어진 것이며, 성원그룹도 홍콩페레그린의 권유에 의해 인수기업으로 참여한 것으로 알려지고 있다(매일경제, 1997년 3월14일자; 조선닷컴, 1998년 1월 13일자). 동방페레그린증권은 홍콩페레그린증권의 본사 M&A팀과 함께 미도파 경영권 인수를 위한 기업가치 평가, 자금조달, 전략수립 등을 담당한 전형적인 투자은행(investment bank)으로서의 역할을 수행했다. 뿐만 아니라, 신동방의 계열회사로서 미도파 주식을 상품계정으로 직접 매입하여 신동방 측의 우호 지분 확보에도 적극 참여하였다. 특히, 동방페레그린증권은 대주주인 홍콩페레그린증권과 함께 외국인투자자를 설득하여 신동방 측의 우호적인 세력으로 규합하는 데 매우 중요한 역할을 수행하였다. 이처럼, 동방페레그린증권은 외국인투자자들의 단순한 매입창구로서의 역할만이 아니라 인수세력들 간의 전략적 허브(strategic hub)로서의 역할을 함께 수행했다.

동방페레그린증권의 1대 주주인 홍콩페레그린증권은 1988년 영국인 필립 토즈가 설립한 페레그린인베스트먼트홀딩(Peregrine Investment Holding: PIH)이라는 지주회사를 중심으로 10개의 자회사

로 구성된 홍콩의 금융그룹이었다. 홍콩페레그린증권은 다른 세계적 금융회사들과는 달리 아시아 시장 투자를 전문화한 회사로서 잘 알려졌다. 1990년대 초 동남아시아와 중국의 급성장이 페레그린사에게 좋은 투자기회를 제공했으며, 이를 바탕으로 페레그린은 아시아 16개국을 비롯하여 전 세계 34개 도시에 지점을 둔 세계적인 금융그룹으로 급성장하였다. 우리나라뿐만 아니라 북한에서도 대성페레그린은행을 설립하기도 했다.

2.2.1.4 성원건설

성원건설은 1977년에 태우종합개발(주)로 설립되어 1979년 상호를 성원건설로 변경한 중소기업의 주택건설 업체였다. 1987년 전운수 회장이 인수한 이후 계열사 인수와 신규 설립 등을 통해 인수 당시 2개에 불과했던 계열회사가 10년 만에 13개로 늘어난 중견그룹으로 급성장하였다. 성원건설이 미도파 인수 경쟁에 참여하게 된 동기로는 여러 가지를 생각해 볼 수 있으나, 무엇보다도 건설업체로서 미도파와 대농그룹이 보유한 전국 요지의 부동산에 관심이 많았다는 점이 직접적인 동기가 되었을 것으로 판단된다. 성원건설이 용인수지, 퇴계원 등 수도권 요지와 부산, 광주 등지에서 성공적으로 아파트를 분양해 성장한 주택건설 업체라는 점을 감안해 본다면 매우 개연성이 높다.

미도파 M&A에서 성원건설이 구체적으로 어떤 역할을 수행하였는가에 대해서는 몇 가지 서로 다른 가설이 제기되고 있다. 첫 번째 가설은 공동인수자 가설이다. 성원건설이 최종 인수기업인 신동방과 함께 공동인수자로 참여했다는 가설이다. 두 번째는 파킹(parking) 역할 가설이다. 성원건설이 자신의 어떤 사업전략상의 목적에서 인수경쟁에 참여한 것이 아니라, 신동방이 공개매수를 제의하기

전까지 신동방을 위해 주식을 매입하고 그것을 임시로 일정기간 보관하는 파킹 역할을 담당했다는 가설이다. 세 번째는 시세차익을 노린 단순 투자목적 가설이다. 마지막 네 번째는 성원그룹의 독자인수 가설이다. 성원그룹이 유통업과 레저산업에 진출한다는 그룹의 장기 비전을 실현하기 위해 독자적으로 미도파 인수를 시도했다는 가설이다.

그러나, 성원건설은 미도파와 대농 주식의 공개매수 가능성에 관한 언론 보도에 대해 증권거래소 공시(1997년 3월 6일자)를 통해 독자적인 인수가능성을 공식적으로 부인하였다. 또한, 신동방이 성원건설을 상대로 미도파 주식을 대농 측에 매각하지 못하도록 주식처분금지 가처분 신청을 서울지방법원에 제출하면서, 미도파를 공동으로 인수하기로 성원건설과 약속했다는 사실을 공개적으로 밝혔다. 신동방의 이면계약 주장에 대해 성원건설 측도 약정사실 자체를 부인하지는 않았다(한경닷컴, 1997년 3월 15일자). 이처럼, 신동방과 성원건설이 미도파를 공동으로 인수하기로 약속했다는 것이 밝혀짐에 따라, 성원건설이 시세차익만을 노린 단순 투자목적이나 일시적인 파킹역할을 수행하기 위해 미도파 주식을 대량으로 매입한 것이라는 주장도 받아들이기 어렵다. 따라서, 성원건설이 신동방과 함께 공동인수기업으로서의 역할을 담당했다는 첫 번째 가설이 가장 개연성이 높은 것으로 판단된다.

그러나, 전경련 측의 적대적 M&A에 대한 공동 대응 발표 이후 성원그룹은 보유하고 있던 미도파 주식을 전량 대농그룹에 전격적으로 양도하기로 결정 공시함으로써, 이제까지의 공동인수자 역할을 포기하고 미도파 쪽으로 입장을 급선회하게 된다. 이 때, 성원그룹은 계열회사들이 보유하고 있던 미도파 주식을 대농그룹에 넘기면서 당시 시가

25,400원이던 미도파 주식을 약 65%의 프리미엄을 붙인 주당 42,000원에 전량 매각하여 막대한 시세차익을 올린다. 성원그룹의 이러한 입장 변화는, 성원그룹이 인수전 막바지에 공동인수자에서 그린메일러(greenmailer)로 역할을 전환한 것으로 볼 수 있다.

2.2.1.5 김·장법률사무소

김·장법률사무소는 1972년에 설립되어 인수합병, 기업도산 및 구조조정, 공정거래, 해외투자 등 기업법무 및 국제거래 업무를 전문으로 하는 우리나라 최대 규모의 종합법률사무소로 성장하여 왔다. 김·장은 법무법인 세종, 태평양, 한미 등과 함께 우리나라 법률서비스 시장을 주도하고 있는 빅4 법률회사 중 선두 주자이다. 특히, 김·장은 인수합병 시장에서 세종과 함께 독점적 지위를 누리고 있다. 미도파 M&A에서도 인수공격 측인 신동방의 법률대리인으로 선임되어 치열한 경영권 경쟁에서 발생하는 다양한 법률적 자문을 해 주었다.

2.2.2 방어 측 참여기업

2.2.2.1 미도파

미도파는 1964년에 (주)무역회관으로 창립한 후, 1984년에 (주)미도파로 상호를 변경한 우리나라 최초의 근대적 백화점의 하나였다. 1960년대와 1970년대에는 신세계백화점과 함께 우리나라 백화점의 대명사로 불렸으나, 1970년대 후반 롯데쇼핑과 현대백화점이 잇따라 설립된 이후에는 이들 소위 빅3에게 뒤처지기 시작했다. 명동상권에서 롯데쇼핑과 신세계백화점과의 경쟁에서 밀리게 되자 청량리점과 상계점을 개장하면서 본사를 이곳으로 옮겨 새로운 상권 확장을 모색하기도 했다. 1996년

에는 지방도시를 대상으로 영업거점을 확보하기 위해 춘천 미도파를 설립하여 이 지역에서 시장점유율 40% 이상을 차지하기도 했다.

미도파의 최대주주를 살펴보면(1996년 12월 31일 현재), 박용학 명예회장이 8.82%를, 박영일 회장이 7.88% 지분을 각각 보유하고 있어 최대주주의 공식적인 지분은 약 16.70%이다. 박영일 회장은 미국 조지타운대학을 졸업한 뒤 뉴욕 주재 이사로 근무하다 1972년에 귀국하였다. 1989년부터

창업자인 부친 박용학 명예회장으로부터 경영권을 넘겨받았으며, 1970년대 초 법정관리에 들어갔던 대농그룹을 정상화시키는 데 기여하면서 재계의 주목받는 최고경영자로 성장하게 된다. 1990년대에 들어와 박영일 회장은 사업다각화를 위해 대농창업투자, 미도파건설, 메트로프로덕트 등 10여개의 계열회사를 설립 혹은 인수했다. 그러나, 1996년 말부터는 기업구조조정 계획안을 만들고 부동산 매각 등 구조조정 작업에 착수하게 된다.

〈표 3〉 미도파의 요약 대차대조표와 손익계산서(1995~1999)

(단위: 억원, %)

| 연도 | | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | | |
|-------|------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 재무제표 | (요약) | 유동자산 | 2,325 | 3,095 | 3,853 | 649 | 886 | |
| | | 고정자산 | 2,518 | 2,787 | 5,829 | 7,246 | 4,874 | |
| | | 자산총계 | 5,913 | 7,465 | 9,682 | 7,895 | 5,760 | |
| | 대차대조표 | 유동부채 | 유동부채 | 2,481 | 3,357 | 4,663 | 6,292 | 1,411 |
| | | | 고정부채 | 2,519 | 3,210 | 3,612 | 1,901 | 6,887 |
| | | | 부채총계 | 5,000 | 6,567 | 8,275 | 8,193 | 8,298 |
| | | 자본금 | 자본금 | 520 | 520 | 753 | 937 | 937 |
| | | | 자본잉여금 | 299 | 299 | 1,162 | 1,629 | 1,630 |
| | | | 이익잉여금 | 70 | 55 | -618 | -2,864 | -5,078 |
| | 자본총계 | 913 | 898 | 1,407 | -298 | -2,538 | | |
| | (요약) 손익계산서 | 매출액 | 매출액 | 5,485 | 6,403 | 5,695 | 3,598 | 2,788 |
| | | | 영업이익 | 439 | 524 | -101 | -1,235 | 142 |
| | | 영업외수익 | 영업외수익 | 154 | 153 | 273 | 585 | 54 |
| 영업외비용 | | | 516 | 625 | 832 | 1,615 | 2,865 | |
| 경상이익 | | | 77 | 52 | -660 | -2,265 | -2,670 | |
| 특별손익 | | 특별손익 | 0 | 2 | -4 | -646 | 486 | |
| | 당기순이익 | 38 | 31 | -664 | -2,911 | -2,184 | | |
| 재무비율 | 매출액증가율 | 매출액증가율 | 11.4 | 16.7 | -11.0 | -36.8 | -22.5 | |
| | | 유동비율 | 93.7 | 92.2 | 82.6 | 31.8 | 62.8 | |
| | 부채비율 | 부채비율 | 547.7 | 731.6 | 588.2 | 자본잠식 | 자본잠식 | |
| | | 자기자본이익률 | 4.2 | 3.4 | -57.3 | 자본잠식 | 자본잠식 | |

〈자료원〉 대우증권, 상장회사 서베이 1997~2000

(주) 미도파, 사업보고서, 1998~2000

앞의 <표 3>은 미도파의 요약 재무제표(결산기는 매년 6월말)를 나타낸 것이다.

<표 3>에서 제시된 미도파의 재무제표에 의하면, 신동방이 미도파 인수를 시도했던 1996년과 1997년 기간 동안 미도파의 재무상태와 경영성과는 매우 열악한 수준이었으며 점차 악화되는 경향을 보여주고 있다. 특히, 부채비율이 700%를 초과하고 유동성이 떨어져 경영권 방어를 위한 자금조달 능력이 매우 취약한 상황이었다. 그럼에도 불구하고, 미도파는 신동방 측의 인수공격에 맞서 인수대상기업으로서 경영권을 방어하는 데 주도적인 역할을 수행하지 않을 수 없었다. 대부분의 대농그룹 계열

사들이 소규모이며 경영성과도 부진했기 때문에 미도파의 경영권 방어를 위한 그룹 차원의 자금지원은 현실적으로 기대하기 어려웠다. 그래서, 미도파는 사모 BW의 발행 등을 통해 조달한 자금으로 계열사들이 미도파 주식 매입에 필요한 인수자금을 지원하였다.

신동방이 미도파를 인수대상기업으로 선택하게 된 동기로는 여러 가지를 들 수 있겠지만, 무엇보다도 신동방이 유통서비스업으로 진출하는 데 요구되는 유명 브랜드와 유통망을 확보하기 위한 전략적 동기에서 미도파 인수를 고려했을 가능성이 있다. 또 다른 측면에서는, 미도파의 최대주주 및 특수

<표 4> 미도파의 대농그룹 계열사에 대한 지분보유 현황(1996년 12월 말)

| 계열회사명 | 업종 | 지분율 (%) |
|--------------|--------|---------|
| 대농아메리카 | 유통업 | 50.00 |
| 미도파개발 | 건설업 | 60.00 |
| 메트로프로덕트 | 의류제조 | 25.30 |
| 메트로콤 | 광고업 | 50.00 |
| 대농특수섬유 | 섬유업 | 36.80 |
| 동한 | 건설업 | 83.30 |
| 노원케이بلTV | 방송업 | 48.60 |
| V.W.E.G. ING | 오락게임업 | 31.00 |
| 한메소프트 | 사업서비스업 | 84.09 |
| 제트라인 | 운송업 | 86.90 |
| 스파메트로 | 편의점 | 93.30 |
| 미도파푸드시스템 | 외식업 | 100.00 |
| 대농유화 | 석유화학 | 50.00 |
| 대농창업투자 | 금융업 | 20.35 |
| 대농 | 면방업 | 19.78 |
| 대농중공업 | 건설장비 | 4.30 |
| 미도파관광 | 관광업 | 1.74 |

<자료원> 한국상장회사협의회 (2002). 기업정보 웨어하우스 TS2000

(주) 미도파, 1996년도 사업보고서

관계인이 보유하고 있는 공식 지분이 크지 않으며, 미도파는, 앞의 <표 4>에서 나타난 바와 같이, 대농그룹 계열사의 지분을 대부분 소유하고 있는 지주회사이므로 미도파 경영권 인수에 성공할 경우 대농그룹 전체의 경영권을 장악할 수 있다는 점도 하나의 주요한 인수 동기로 작용했을 것이다.

실제로 1996년 12월말 현재 미도파의 최대주주 및 특수관계인이 보유하고 있는 공식적인 지분은 약 16.70%에 불과하다. 또한, 미도파는 미도파관광, 대농중공업, 메트로프로덕트 등을 제외한 대부분의 대농그룹 계열사들의 최대주주로서 그룹의 실질적인 지주회사(holding company) 역할을 하고 있었다. 그룹의 모기업인 대농의 경우도 미도파가 약 19.78%(1996년 12월 31일 현재)의 지분을 보유하고 있는 최대주주이었다. 이처럼, 최대주주의 지분이 낮으면서 계열기업의 지분을 많이 보유하고 있는 미도파의 소유구조의 특성으로 말미암아 신동방이 미도파를 인수할 경우 미도파뿐만 아니라 대농그룹 전체의 경영권을 확보할 수 있게 된다. 대농그룹이 신동방의 인수공격에 그룹의 사운을 걸고 방어에 적극 나선 것도 바로 이러한 대농그룹의 취약한 소유구조 때문이었다.

2.2.2.2 대농

박용학 명예회장이 1955년에 설립한 대한농산이 대농의 전신으로, 1973년에 대한농산을 금성방직, 태평방직 및 한일제분 등과 통합하여 (주)대농으로 상호를 변경한 것이다. 대농은 국내 최대의 면방제품 생산업체로 성장하였으며, 우리나라 수출 증대에도 크게 기여했다. 그러나, 1970년대 초반의 국제원면파동과 제1차 오일쇼크로 막대한 투자손실을 입게 되어 첫 번째 법정관리에 들어가게 된다. 1980년대 중반에는 섬유산업의 대호황에 힘입어

10년 만에 법정관리에서 벗어난 대농은 면방사업에만 의존한 사업구조에서 탈피하기 위해 사업다각화를 적극적으로 추진해 1996년에는 미도파, 대농중공업, 메트로프로덕트 등의 21개 계열사를 거느린 우리나라 재계 34위의 재벌그룹으로 성장하였다. 1990년대에 들어와 면방경기가 다시 나빠지면서 부실재고의 판매로 수익성이 크게 악화되어 1996년도 한 해에만 약 2,932억원의 당기순손실을 기록했다. 이로 인해 대농은 1996년 말부터 자본잠식 상태에 들어가 창사 이래 최대의 위기를 맞게 된다.

이처럼, 대농은 회사 자체의 유동성 악화로 인해 미도파에 대한 자금지원은 현실적으로 어려운 상황이었다. 그보다는 그룹의 모기업으로서 박용학 명예회장의 재계 영향력과 원로기업인과의 친분관계를 이용하여 전경련을 우호세력으로 끌어들이는 역할을 담당하였다. 실제로 대농 측은 미도파 M&A의 승패를 가르는 분수령이 되었던 1997년 3월 11일 전경련 회장단 모임을 사전에 요청하여 적대적 M&A에 대한 재계의 공동대응 선언을 이끌어내는 결정적인 성과를 올리게 된다(정규재, 1997, pp. 198-199).

2.2.2.3 세종법률사무소

세종법률사무소는 1981년 합동법률사무소로 시작하여 국내외 변호사와 세무회계 및 특허 전문가들로 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&A시장을 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 법률 자문을 해 주었다. 미도파의 경영권 방어를 위해 재계 연합전선을 형성하는 방어전략도 세종에 의해 입안되었다(한경닷컴, 1999년 3월 16일자).

III. 시장반응 및 참여기업의 투자손익

본 장에서는 주식시장이 미도파 M&A에 대해 어떻게 반응하였으며, 이것이 주요 참여기업에게 어떠한 경제적 손익을 가져다주게 되었는가를 분석한다. 인수합병과 관련된 사건이 주가에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 연구, 즉 인수합병의 가치효과에 대한 연구는 이미 오래전부터 미국의 기업지배권 시장을 중심으로 광범위하게 수행되었으며, 우리나라에서도 1980년대부터 활발하게 이루어져 왔다. 인수합병의 가치효과에 대한 기존의 연구들은 대부분 인수합병의 공시일을 중심으로 발생하는 참여기업의 주가변화를 대표본(large sample)의 평균초과수익률(average abnormal return)을 분석함으로써 인수합병이 갖는 평균적인 가치효과를 실증 분석하였다. 본 연구와 관련하여 기존의 실증연구들이 제시하고 있는 인수합병의 가치효과에 관한 연구결과를 간단히 요약하면 다음과 같다.

첫째, 인수합병의 대상기업(target firm)의 주주들은 유의적인 양의 초과수익률을 얻으며, 반면에 인수합병기업의 주주들은 약간의 초과수익률을 얻거나 혹은 초과수익이 거의 없는 정상수익률만을 얻는다(Jensen and Ruback, 1983; Jarrell, Brickley and Netter, 1988). 우리나라 기업합병의 가치효과에 대한 연구결과에서는 합병대상기

업의 주주뿐만 아니라 합병기업의 주주들도 유의적인 양의 초과수익률을 얻는 것으로 보고되고 있다(장영광, 1985; 김희석, 1990). 이에 반해, 정형찬·박경희(1999)는 표본을 우리나라 상장기업간 합병만을 대상으로 한 연구 결과, 합병대상기업과 합병기업의 주주들이 유의적인 양의 초과수익률을 얻지 못하는 것으로 보고하고 있다. 또한, Bae, Kang and Kim(2002)은 우리나라 재벌 계열기업이 합병을 할 경우 합병기업의 주가는 떨어지며, 이에 따라 합병기업의 소액주주의 부는 감소하나, 합병이 그룹 내의 타 계열기업의 가치를 증가시킴으로써 대주주의 부는 오히려 증가하는 현상을 발견하였다.

둘째, 인수합병의 공시일에서의 가치효과는 인수대상기업의 주가가 저평가된 현상에서 발생하는 것이 아니라 인수합병으로 영업 및 재무효율성이 증대되어 새로운 시너지가 창출됨으로 인해 발생한다. 따라서, 적대적 M&A가 실패로 끝날 경우 인수대상기업의 주가는 경영권 경쟁이 시작되기 이전의 가격으로 되돌아간다(Bradley, Desai and Kim, 1983; Easterbrook and Jarrell, 1984).

셋째, 인수합병과 같은 기업구조조정 과정에 있는 기업의 주가는 인수합병의 성공확률(the probability of success)에 관한 시장의 평가와 함수관계를 갖는다(Larcker and Lys, 1987). 즉, M&A와 같은 기업구조조정 중에 있는 기업의 주가(P)는 다음 식 (1)과 같이 인수합병의 성공확률에 대한 시장 평가(ϕ)의 함수로서 나타낼 수 있다.

$$P = \phi \cdot P_S + (1-\phi) \cdot P_{NS} \quad (1)$$

여기서, P_S 는 기업구조조정이 성공할 경우의 주가를, P_{NS} 는 실패할 경우의 주가를 각각 의미한다.

본 장에서는 미도파 M&A와 관련된 주요 사건들이 참여기업들의 실제 주가에 어떠한 영향을 미치는가를 사건연구방법론에 의해 추정한 초과수익률(abnormal return: AR)과 관련 기간별 누적 초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)을 분석하여 보다 구체적으로 살펴보도록 한다. 또한 미도파 사례에서 관찰한 참여기업들의 주가반응이 기존의 대규모 표본을 사용하여 수행한 실증연구 결과와 일치하는가의 여부도 살펴본다. 참여기업의 주가 변화를 바탕으로 M&A 전 과정을 통해 각 참여기업의 투자손익도 함께 추정한다.

3.1 미도파 M&A에 대한 주가반응

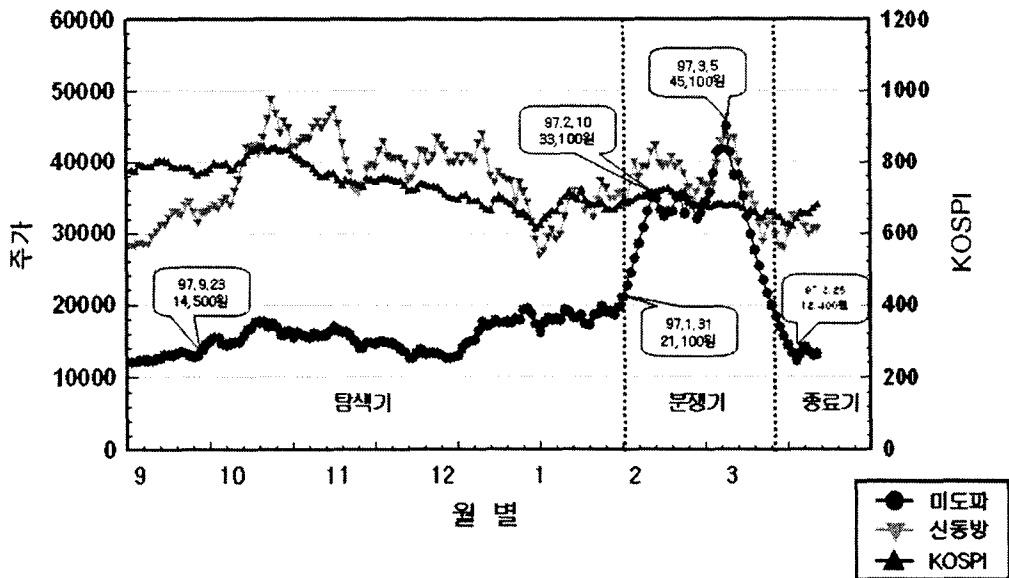
3.1.1 탐색기의 주가변화

외국인투자자들이 미도파 주식을 본격적으로 매

수하기 이전인 1996년 6월경에는 주가가 주로 10,000원~11,000원 수준을 벗어나지 못했다. 그러다, 외국인투자자의 주식 매입이 미도파 경영권 인수와 관련이 있을 것이라는 보도가 처음으로 나온 1996년 9월 23일부터 외국인투자자가 미도파와 신동방 등 M&A 관련 주식들을 적극적으로 매입한 10월에는 미도파 주가가, <그림 2>에서 도시한 바와 같이, 17,000원 대까지 상승하였다.

다음 <표 5>는 미도파 M&A와 관련된 주요 사건일지와 각 사건 공시일에서의 미도파와 신동방의 초과수익률(AR)을 제시한 것이다(다른 참여기업인 대농, 성원건설, 고려산업 등의 AR은 부록 표 <A1>을 참조). 미도파 M&A와 관련된 주요 사건의 공시일과 발표내용은 1996년 9월 23일부터 1997년 3월 25일에 이르는 기간 동안 매일경제, 서울경제 및 한국경제 등 경제신문으로부터 발췌하였다. 주요 사건 공시일에서의 초과수익률은 Ruback

<그림 2> 미도파 M&A에 대한 주가반응



〈표 5〉 미도파 M&A와 관련된 주요 사건일지 및 참여기업의 초과수익률

미도파 M&A와 관련된 주요 사건의 공시일과 발표내용은 1996년 9월 23일부터 1997년 3월 25일에 이르는 기간 동안 매일경제, 서울경제 및 한국경제 등 경제신문으로부터 발췌하였다. 주요 사건 공시일에서의 초과수익률(abnormal return)은 표준 시장모형을 이용하여 추정하였다. 시장모형의 계수 추정을 위해 각 사건 공시일의 거래일 기준 290일 전을 기점으로 250일 간의 기간을 계수 추정기간으로 설정하였으며, 벤치마크 수익률은 한국종합주가지수 수익률을 사용하였다.

| 하부 기간 | 공시일 | 주요 사건 및 발표 내용 | 참여기업 초과수익률 (t-value) ¹⁾ | |
|----------|---------|--|---------------------------------------|------------------------|
| | | | 미도파 | 신동방 |
| 탐색기 | 96/9/23 | 외국 유통업체에 의한 미도파 매수설이 국내 언론에 의해 처음으로 보도 | 0.0557 (2.4047)** | 0.0033 (0.1383) |
| | 97/1/23 | 홍콩패레그린증권 부사장 폴 피비가 미도파 경영권 분쟁에 외국인 투자자들의 본격적인 참여의사를 표명 | 0.0757 3.0449)** | -0.0477 (-1.7199) |
| | 97/1/28 | 미도파 측 지분 확대를 위해 계열사인 메트로프로덕트를 통해 미도파 주식 1,015,926주(지분율 6.87%) 매입 | -0.0002 (-0.0061) | -0.0419 (-1.4945) |
| | 97/1/31 | 동방패레그린증권을 통해 미도파 주식이 대량으로 순매수되고 있으며 외국인 투자한도가 모두 소진 | 0.0567 (2.2886)* | -0.0132 (-0.4679) |
| 분쟁기 | 97/2/10 | 성원그룹이 미도파 주식 143만주(지분율 9.92%)를 외국인투자자로부터 매입했음을 증권거래소에 신고 | 0.0572 (2.2243)* | -0.0186 (-0.6513) |
| | 97/3/4 | 신동방과 고려산업이 미도파 주식을 대량 매입하고 이를 증권거래소에 공시 | 0.0014 (0.0493) | 0.0740 (2.3780)* |
| | 97/3/5 | 성원그룹 측은 현재 보유 중인 미도파 지분을 주중에 신동방 측에 넘길 예정이며, 신동방이 주중에 미도파 주식에 대한 공개매수를 신청할 계획임을 밝힘 | 0.0813 (2.9199)** | 0.0842 (2.6942)** |
| | 97/3/6 | 신동방이 미도파 주식에 대한 공개매수를 검토 중임을 증권거래소 공시를 통해 공식적으로 밝힘 - 미도파는 500억원 규모의 사모BW를 발행하고 삼성, 현대, LG 등 재벌 빅3가 이를 모두 인수할 계획 - 증권감독원은 신동방 등 인수기업을 대상으로 주식매입자금의 출처와 주식 위장 분산에 대한 조사 착수 | -0.0895 (-3.2222)** | -0.0702 (-2.2508)* |
| | 97/3/10 | 신동방은 미도파 경영진의 부실경영에 대한 책임 추궁을 위한 임시 주주총회 소집을 요구 | -0.0718 (-2.5700)** | -0.0578 (-1.8328)* |
| | 97/3/11 | 전경련은 회장단 월례회의에서 적대적 M&A에 대한 재계의 공동 대응을 선언 | -0.0671 (-2.4007)** | 0.0052 (0.1642) |
| 종료기 | 97/3/14 | 성원그룹은 보유 중인 미도파 주식 전량을 대농그룹에 매각키로 결정 | -0.0599 (-2.1285)* | -0.0556 (-1.7451) |
| | 97/3/15 | 신동방은 미도파에 대한 공개매수 포기 의사를 증권거래소 공시를 통해 공식적으로 발표 | -0.0829 (-2.9267)** | -0.0822 (-2.5938)** |

주1) ** 유의수준 1%에서, * 유의수준 5%에서 각각 유의적임을 나타낸다.

(1983), Gillan et al.(2000) 등이 사용한 표준 시장모형(standard market model)을 이용하여 추정하였다. 시장모형의 계수 추정을 위해 각 사건 공시일의 거래일 기준 290일 전을 기점으로 이후 250일 간을 계수 추정기간(estimation period)으로 설정하였으며, 벤치마크 수익률은 한국종합주가 지수 수익률을 사용하였다.

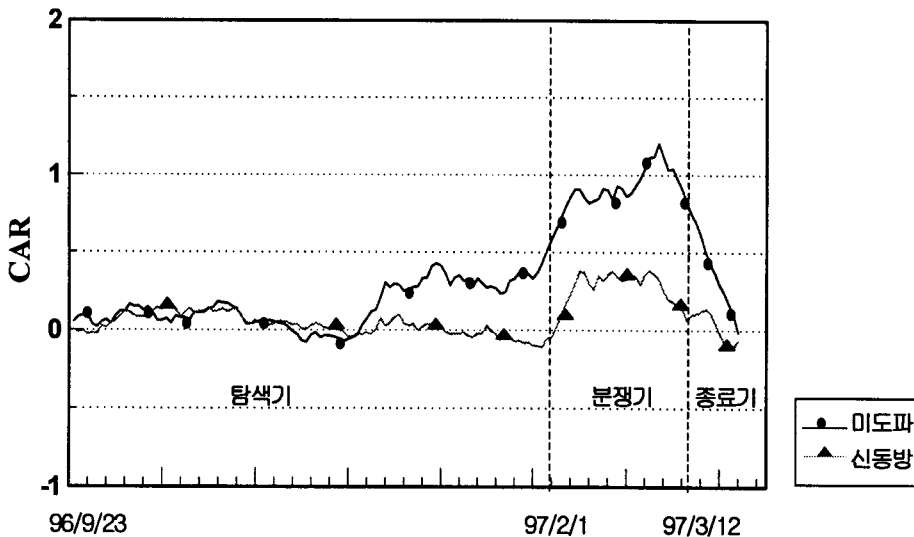
외국유통업체에 의한 미도파 매수설이 처음 보도된 1996년 9월 23일에는 미도파의 경우 5.57% ($t=2.4047$)의 유의적인 양의 초과수익률을 보이고 있으나, 신동방의 경우는 0.33%($t=0.1383$)의 비유의적인 초과수익률을 나타내고 있다. 이것은 미도파가 외국유통업체의 인수대상기업으로 밝혀질 경우 주가가 상승할 것이라는 기대감이 이 날 주가에 반영된 것으로 볼 수 있다.

탐색기의 종반에는 양측이 경영권 경쟁을 본격적으로 전개하기 위한 단계에 이르렀음을 암시하는 다양한 정보가 시장에 알려지기 시작했다. 예를 들

어, 1997년 1월 23일에는 홍콩페레그린증권 부사장 폴 피비가 미도파 M&A에 참여의사를 기자회견을 통해 밝힌다. 이와 함께, 1월 31일에는 동방 페레그린증권을 통해 미도파 주식이 대량으로 순매수되고 있으며 미도파에 대한 외국인 투자한도가 모두 소진되었다는 보도에 미도파 주가는 처음으로 2만 원대로 진입하게 된다. 이러한 주요 사건의 공시일에서 참여기업들의 초과수익률을 살펴보면, 미도파의 경우는 모두 유의적인 양의 초과수익률을 보이고 있으나, 신동방의 경우는 대부분 비유의적인 초과수익률을 나타내고 있다. 특히 폴 피비가 외국인투자자들의 본격적인 참여의사를 표방한 시점에 미도파의 초과수익률이 7.57%($t=3.0499$)로 가장 높게 나타나고 있다.

탐색기 중의 이러한 주가변화는 아래 <그림 3>과 <표 6>에서 각각 제시한 누적초과수익률(CAR) 그래프와 하부기간별로 측정된 CAR에서도 잘 나타나 있다.

<그림 3> 미도파와 신동방의 기간별 누적초과수익률



〈표 6〉 미도파 M&A 참여기업의 하부기간별 누적초과수익률

| 하부 기간 | 달력 기간 | 참여기업 누적초과수익률 (t-value) ¹⁾ | | | | |
|----------|-----------------|---|----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | | 미도파 | 신동방 | 대 농 | 성원건설 | 고려산업 |
| 탐색기 | 96/9/23~97/1/31 | 0.4328 (1.9132)* | 0.1702 (0.7241) | -0.1084 (-0.5632) | -0.1604 (-0.6580) | 0.2102 (1.0411) |
| 분쟁기 | 97/2/1~97/3/11 | 0.4735 (3.7283)** | 0.0586 (0.4511) | 0.2468 (2.3202)* | 0.2942 (2.1851)* | 0.5142 (4.6088)** |
| 종료기 | 97/3/12~97/3/25 | -0.9191 (-11.9751)** | -0.1114 (-1.3966) | -0.2051 (-3.1440)** | -0.2685 (-3.2459)** | -0.5967 (-8.7166)** |
| 전체 기간 | 96/9/23~97/3/25 | -0.0127 (-0.0471) | 0.1174 (0.4191) | -0.0667 (-0.2907) | -0.1347 (-0.4636) | 0.1277 (0.5308) |

주1) ** 유의수준 1%에서, * 유의수준 5%에서 각각 유의적임을 나타낸다.

인수대상기업인 미도파의 경우 탐색기 중 43.28% (t=1.9132)의 유의적인 양의 누적초과수익률(CAR)을 보이고 있는데 반해, 인수기업인 신동방은 17.02%(t=0.7241)의 비유의적인 양의 누적초과수익률을 각각 실현하였다. 이것은 1996년 하반기 내내 소문으로만 떠돌던 미도파 M&A가 외국인투자자와 연계한 국내기업에 의해 실제로 진행되고 있음을 시장이 인지함에 따라 적대적 M&A에 대한 기대감이 미도파 주가에 반영된 것으로 해석될 수 있다.

3.1.2 분쟁기의 주가변화

미도파 경영권 분쟁이 본격적으로 전개되기 시작한 것은 성원그룹이 외국인투자자들로부터 미도파 주식을 대량으로 매입한 시점(1997년 2월 1일)에서 이 정보가 증권거래소에 공시된 시기(1997년 2월 10일)로 이 기간 동안 주가는 22,700원에서 33,100원으로 급상승하게 된다. 성원그룹이 미도파 주식을 대량으로 매입한 사실이 공시된 2월 10

일에 미도파 주식은 5.72%(t=2.2243)의 유의적인 양의 초과수익률을 보여주고 있다. 이것은 증권 시장이 미도파 M&A를 인지하기 시작한 이후 인수공격 측의 국내기업이 미도파 주식을 대량으로 매입하면서 처음으로 그 실체를 드러낸 사건에 대해 시장이 매우 긍정적으로 반응한 것이다. 이와 함께, 미도파 측이 계열회사인 대농중공업을 통해 미도파 주식을 대량으로 매입한 것도 주가상승에 기여했다.

미도파 M&A 전 기간을 통해 미도파 주가를 가장 높게 끌어올린 정보는 신동방과 고려산업이 미도파 주식을 대량 매입하고 조만간 미도파를 대상으로 공개매수에 나서겠다는 의사를 성원그룹 관계자를 통해 언론에 처음 표명한 것이다(매일경제, 1997년 3월 5일). 이 날 신동방에 의한 공개매수 기대로 미도파의 주가는 45,100원으로 급상승하며, 신동방의 주가도 미도파와 함께 상한가를 기록했다. 미도파와 신동방 모두 8.13%(t=2.9199)와 8.42%(t=2.6942)에 달하는 유의적인 양의 초과수익률을 각각 실현하였다(〈표 5〉 참조). 주식

공개매수(tender offer)의 가치효과에 대한 선행 연구와 비교해 볼 때, 이날 미도파의 주가반응은 기존의 실증 연구결과와 일치하나, 인수기업인 신동방이 인수대상기업인 미도파보다 더 큰 초과수익률을 기록한 것은 매우 이례적이다. 왜냐하면, 기존의 연구에서는 인수기업은 공시일에서 약간의 초과수익률을 얻거나 혹은 초과수익률이 거의 없는 정상수익률만을 실현하는 것으로 보고되고 있기 때문이다.

그런데, 신동방과 고려산업이 직접 미도파 주식에 대한 공개매수를 검토하고 있다는 사실을 밝힌 3월 6일에는 오히려 미도파와 신동방의 주가가 급락했다. 두 기업 모두 -8.95% ($t=-3.2222$), -7.02% ($t=-2.2508$)의 유의적인 음의 초과수익률을 각각 나타내었다. 증권가에서는 이날 주가 급락을 매우 이례적으로 받아 들였다. 왜냐하면 공개매수를 이행하게 되면 공개매수 가격은 일반적으로 주식시장에서 형성되는 시가에 일정률의 프리미엄을 붙여서 결정되므로, 공개매수 검토에 관한 공시는 주가를 상승시키는 호재로 작용하는 것이 상례이기 때문이다.

본 연구에서는 이날의 주가 하락을 다음의 두 가지 원인에서 초래된 것으로 설명하고자 한다. 첫째 번째로는, 삼성, 현대, LG 그룹이 500억원 규모의 미도파 사모 BW를 공동 인수한다는 증권거래소 공시가 같은 날에 발표됨으로써, 미도파 M&A가 궁극적으로는 빅3 재벌그룹의 지원을 받고 있는 대농그룹의 승리로 끝날 확률이 높다고 예측한 투자자들이 미리 미도파 주식을 매각해 주가가 하락했을 가능성이 있다. 두 번째로는, 증권감독원이 신동방, 고려산업, 성원건설 등을 대상으로 주식매입자금에 대한 출처조사에 착수함으로써, 신동방의 미도파 인수가 실패로 끝날 확률이 매우 높아져 이를 우려한 투자자들이 매각에 나섬으로써 주가가 하락했을 가능성이 있다. 당시 노태우 전대통령의 사

돈인 신명수 회장이 노태우 전대통령의 비자금을 주식매입 자금으로 활용해 왔다는 소문이 증시에 널리 퍼져 있는 상황이었다. 정부가 신동방을 비롯한 인수공격 측의 자금출처를 철저히 파헤치면 신동방 측이 자금조달의 어려움으로 미도파 M&A를 더 이상 강행할 수 없을 것이라는 우려가 주가에 부정적으로 반영된 것이다. 이와 같이, 신동방의 공개매수 검토 공시와 같은 시점에 나온 재벌그룹들의 미도파 공동 지원과 정부의 자금 출처조사 등에 대한 정보가 미도파 M&A의 성공 확률을 대폭 감소시킬 것이라는 시장의 평가로 인해 주가가 급락한 것이다. 이러한 관찰 결과는 M&A와 같은 기업 구조조정 과정에 있는 기업의 주가는 M&A의 성공 가능성에 대한 시장의 평가(market's assessment of the probability of success)에 의해 결정된다는 Larcker and Lys(1987)의 가설과 일치하는 것으로 해석될 수 있다.

그 후, 분쟁기의 종반인 1997년 3월 10일과 3월 11일 양일간에 걸쳐 신동방이 미도파 경영에 참가하겠다는 의지를 표명하고 미도파의 임시주주 총회 소집을 요구하는 등 M&A 강행 의지를 밝혔다. 하지만, 전경련이 적대적 M&A에 공동 대응하기로 공개적으로 선언하는 바람에 주가는 연일 폭락을 거듭하게 된다. <표 5>에서처럼, 적대적 M&A에 대해 전경련이 공동대응을 선언한 3월 11일에 신동방은 중립적인 주가 반응을 보인 데 반해, 미도파는 -6.71% ($t=-2.4007$)의 유의적인 음의 초과수익률(AR)을 나타내어 M&A 실패 가능성에 더욱 민감한 반응을 보였다. 분쟁기 중 미도파는 47.35% ($t=3.7883$)의 유의적인 양의 누적초과수익률(CAR)을 실현하였으나, 신동방은 같은 기간 중 5.86% ($t=0.4511$)의 비유의적인 양의 누적초과수익률을 보여주고 있다(<표 6> 참조).

3.1.3 종료기의 주가변화

미도파 경영권 분쟁은 신동방 측의 공개매수 검토 공시와 이에 맞선 미도파 측의 사모 BW 발행 등 쌍방의 치열한 공방으로 전개되었지만 재계의 미도파 공동지원과 정부의 개입으로 신동방 측의 미도파 인수가 무산될 가능성이 매우 높아지게 되었다. 이러한 시장 분위기를 감지한 성원그룹은 보유하고 있던 미도파 주식을 전량 대농그룹에 매각함으로써 대농그룹 측은 경영권 방어에 필요한 안정지분을 확보하게 된다. 성원그룹이 보유 주식을 대농 측에 넘긴 다음 날인 3월 15일에는 드디어 신동방이 미도파에 대한 공개매수를 포기하고 양측이 상호 협력하기로 합의한다. 이에 따라, 미도파 M&A는 마침내 미도파 측의 승리로 막을 내리게 된다. 이 날 미도파 주가는 23,400원으로 장을 마쳤지만, 앞서 제시한 <그림 2>에서와 같이, 주가 하락은 거기서 멈추지 않고 이후 10일간 계속 하한가로 이어져 1997년 3월 25일에는 최저가인 12,400원을 기록하게 된다. 이러한 현상은 이 기간 동안 새로운 주가하락 요인이 추가로 발생한 것 때문이 아니라, M&A 실패에 따른 주가하락 압력이 가격폭 제한제도에 의해 당일 주가에 충분히 반영되지 못하고 이후 10일간 연속해서 주가에 반영된 결과이다.

미도파 M&A의 종료일인 3월 25일의 미도파 주가 12,400원은 적대적 M&A에 대한 소문이 시장에 유포되기 전인 1996년 8월경의 평균 주가수준으로 되돌아간 것이다. 뿐만 아니라, 앞의 <표 6>에서 제시된 바와 같이, 미도파의 경우 종료기 동안 M&A 실패로 인한 연속적인 주가 폭락으로 -91.91% ($t=-11.9751$)라는 큰 폭의 유의적인 음의 누적초과수익률(CAR)을 기록하게 된다. 이로써 탐색기와 분쟁기에서 실현한 양의 누적초과수익률

을 모두 상쇄하게 되어, 전체적으로는 약 -1.27% ($t=-0.0471$)의 비유의적인 CAR를 얻게 된다. 이것은 적대적 M&A가 성공할 경우 인수대상기업인 미도파의 주주들에게 귀속될 시너지 부분이 M&A 실패로 사라지게 됨으로써 미도파 주가는 경영권 분쟁 이전 시점의 주가로 회귀한 것을 의미한다. <그림 3>은 이러한 주가 변화를 시각적으로 잘 보여주고 있다. 종료기에서 미도파 주가의 변화 행태는 적대적 기업인수가 실패로 끝날 경우 인수대상기업의 주가는 경영권 분쟁이 시작되기 이전의 가격으로 되돌아간다는 Bradley, Kim and Desai (1983)의 시너지가설과 일치한다.

지금까지 미도파 M&A가 진행되었던 약 6개월간의 기간 동안 인수대상기업인 미도파와 인수기업인 신동방의 주가 변화를 주요 사건과 관련하여 분석하였다. 인수기업인 신동방의 주가가 기존의 실증연구와 약간 다른 양상을 보여준 것을 제외하고는, 대부분의 분석결과는 대표본을 가지고 수행한 기존의 실증연구 결과와 일치하였다.

그리고, 다음 <표 7>은 미도파 사례와 적대적 기업인수를 통해 경영권을 성공적으로 인수한 한솔제지 對 동해종합금융, 동부화학 對 한농 등의 사례에서 M&A 참여기업들의 누적초과수익률을 비교한 것이다. 먼저 인수대상기업의 누적초과수익률을 비교하면, <표 7>에서와 같이, 미도파는 음의 누적초과수익률을 얻고 있는데 반해, 동해종합금융과 한농은 각각 약 20.45%와 29.24%의 양의 누적초과수익률을 얻고 있다. 한편, 인수기업의 누적초과수익률을 비교하면, 신동방과 동부화학이 각각 약 11.74%와 20.92%의 양의 누적초과수익률을 기록하였으나, 반면에 한솔제지는 약 26.62%의 음의 누적초과수익률을 실현하고 있다. 그러나, <표 7>에서 제시한 사례들의 참여기업이 실현한 CAR

〈표 7〉 적대적 기업인수 사례간의 누적초과수익률 비교

| 적대적 M&A 사례 | | 사건 기간 (event period) | 참여기업의 CAR (t-value) ¹⁾ | |
|------------|------|-------------------------|--------------------------------------|----------------------|
| 인수대상기업 | 인수기업 | | 인수대상기업 | 인수기업 |
| 미도파 | 신동방 | 96/9/23~97/3/25 | -0.0127 (-0.0471) | 0.1174 (0.4191) |
| 동해종합금융 | 한솔제지 | 94/6/22~94/11/28 | 0.2045 (0.8012) | -0.2662 (-1.2804) |
| 한 농 | 동부화학 | 94/12/20~95/02/28 | 0.2924 (1.3500) | 0.2092 (1.2552) |

주1) ** 유의수준 1%에서, * 유의수준 5%에서 각각 유의적임을 나타낸다.

는 일반적으로 인정된 유의수준 하에서 모두 비유의적인 것으로 나타났다.

3.2 참여기업의 투자손익과 M&A 이후의 경영상황

일반적으로 인수합병에 참여하고 있는 기업들은 경영권을 인수 혹은 방어하기 위해 안정적인 지분 확보를 도모한다. 이들 참여기업들이 거액의 주식 매입 자금을 조달하기 위해 기업 내부자금을 활용하거나 혹은 사채나 신주를 발행하기도 한다. 경영권 분쟁 과정에서 참여기업들이 투입하는 인수자금의 규모가 커질수록 실패할 경우 양측 기업들이 부담하게 될 손실의 규모도 비례해서 커지게 된다. 특히, 인수자금을 조달하기 위해 부채를 사용할 경우 부채비율의 증가와 이에 수반되는 금융비용의 상승으로 인해 기업의 수익성 악화로 이어질 가능성이 매우 높으며, 이것은 인수기업이 인수 실패 후에 도산하는 원인이 되기도 한다. 한편으로는, Mitchell and Lehn(1990)이 그들의 실증 연구에서 밝힌 바와 같이, 주주 부를 감소시키는 M&A를 시도한 인수기업(bad bidder)은 결국에는 역으로 타 기업의 좋은 인수대상기업(good target)

으로 전략하기도 한다.

여기서는, 미도파 경영권 분쟁 과정에 참여했던 기업들이 지분 확보를 위해 투입한 매입자금의 규모를 산정하며, M&A 종료 시점인 1997년 3월 25일을 기준으로 이들 참여기업들의 투자손익을 함께 추정해 본다. 또한, M&A 이후 참여기업들의 경영 상황을 간략하게 살펴보도록 한다.

3.2.1 참여기업의 투자손익

3.2.1.1 대농그룹

대농그룹은 미도파의 경영권 방어를 위해 계열회사를 통한 지분확대 전략과 신주인수권부사채의 발행을 통해 주식매입 자금조달과 우호기업을 확보하는 white squire 전략을 주로 활용하였다. 미도파 지분 확대를 위해 주식매입에 직접 참여한 대농그룹 계열사로는 모기업인 대농을 비롯해 대농중공업과 메트로프로덕트를 들 수 있다. 먼저, 대농중공업과 메트로프로덕트가 확보한 미도파 주식 수는 각각 127만주와 117만주이었으며, 이들 계열기업이 투입한 매입자금의 규모는, 다음 〈표 8〉에서 제시된 바와 같이, 각각 259억원과 244억원으로 총

〈표 8〉 미도파 M&A 참여기업별 투자손익 (1997년 3월 25일 현재)

(단위: 억원)

| 인수/방어 측 | 기업집단 | 참여기업 | 투자손익 ¹⁾ | | | 1996년도 순이익 |
|---------|-------|------------------|--------------------|---------|--------------------|---------------|
| | | | 미도파주식 매입액(A) | 평가금액(B) | 투자손익 (B-A) | |
| 방어 측 | 대농그룹 | 대농 ²⁾ | 785 | 232 | -553 | -2,932 |
| | | 대농중공업 | 259 | 158 | -101 | +2 |
| | | 메트로프로덕트 | 244 | 145 | -99 | +1 |
| | | 합 계 | 1,288 | 535 | -753 | -2,929 |
| 인수공격 측 | 신동방그룹 | 신동방 | 282 | 87 | -195 | +15 |
| | | 동방페레그린 | 103 | 36 | -67 | +18 |
| | | 고려산업 | 395 | 164 | -231 | +16 |
| | | 합 계 | 780 | 287 | -493 | +49 |
| | 성원그룹 | 성원건설 | 154 | 185 | +31 | +51 |
| | | 대한중금의 | 315 | 600 | +285 | +84 |
| | | 합 계 | 469 | 785 | +316 | +135 |
| | 외국인 | | | | +561 ³⁾ | |

주1) 미도파 주식에 관한 참여기업들의 평가손익은 1997년 3월 25일 현재 종가를 기준으로 추정하였으며, 성원그룹의 경우는 매각차익을 산출하였다.

2) 성원그룹으로부터 미도파 주식을 매입한 대농그룹의 계열사는 모기업인 대농을 비롯하여 스파메트로, 양백재단 등이다.

3) 외국인투자자들의 미도파 주식 매매 현황에 대한 구체적인 정보를 얻을 수 없어 경제신문에 보도된 자료를 인용하였다(매일경제, 1997년 3월 17일자).

503억원에 이르렀다. 또한, M&A 막바지에 대농이 약 187만주의 미도파 주식을 성원그룹으로부터 매입함에 따라 약 785억원의 주식매입 자금이 추가로 들어가게 되었다. 이처럼, 대농그룹은 미도파 경영권을 방어하기 위해 그룹 차원에서 계열회사를 통해 약 431만주(지분율 29.15%)의 미도파 주식을 매입하는 데 약 1,288억원에 달하는 거액을 투입하게 된다. 대농그룹이 미도파 주식매입에 투입한 1,288억원의 자금 규모는 전년도(1996년) 말을 기준으로 한 대농그룹 계열사 전체 매출액인 1조 4,500억원의 약 10%에 해당하는 큰 금액이었다.

그러나, 대농그룹이 이렇게 확보한 약 431만주

의 미도파 주식의 가치는 M&A가 종료된 1997년 3월 25일의 종가인 12,400원을 기준으로 평가할 때, M&A 실패로 인한 주가급락으로 평가금액은 약 535억원에 불과하였다. 따라서, M&A 종료일 현재 미도파 주식에 대한 평가손실액은 약 753억원(=1,288억원-535억원)에 이르렀다. 이러한 평가손실액은, 〈표 8〉에서 나타난 바와 같이, 전년도에 이미 약 2,929억원에 이르는 막대한 당기손실을 기록한 이들 대농그룹 계열사들에게 치명적인 경영악화를 초래하게 된다. 뿐만 아니라, 미도파는 경영권 방어에 필요한 주식매입 자금을 조달하기 위해 약 500억원의 신주인수권부사채를 발행함으

로써 이미 부채비율이 약 700% 이상 이르는 취약한 재무구조를 더욱 악화시켰다. 또한, 이에 따른 이자비용의 증가는 수익성에도 매우 부정적인 영향을 미치게 된다.

3.2.1.2 신동방그룹

신동방은 계열기업인 동방페레그린증권과 친족기업인 고려산업과 연합하여 1996년 12월부터 미도파 주식을 약 231만주(지분율 15.64%)를 매입하였다. 미도파 주식 매입에 투입된 자금규모는 약 780억원에 달하였다. 그러나, M&A 실패로 인한 주가 급락으로 신동방 그룹이 보유한 미도파 주식의 평가액은 M&A 종료일 현재 약 287억원에 불과하였다. 이에 따라, 신동방 그룹의 투자손실액은 약 493억원으로, 이것은 미도파 지분 확보에 참여한 신동방, 동방페레그린, 고려산업 등 세 개사가 전년도에 벌어들인 당기순이익 49억원의 약 10배에 해당하는 막대한 손실이었다. 대농그룹과 마찬가지로, 신동방 그룹도 M&A 실패에 따른 후유증으로 열악한 재무구조와 수익성을 더욱 악화시켰다.

3.2.1.3 성원그룹

성원그룹은 M&A 막바지에 보유 주식을 전량 대농그룹에 넘기면서 막대한 시세차익을 올려 미도파 경영권 분쟁에서 유일한 수혜기업으로 평가받았다. 성원그룹은 모기업인 성원건설과 계열사인 대한중금, 성원파이낸스 및 대한창업투자 등이 보유하고 있던 약 187만주(지분율 12.64%)의 미도파 주식을 주당 42,000원에 대농그룹으로 전량 매각함으로써 약 316억원에 이르는 시세차익을 얻게 된다. 성원그룹이 미도파 주식 매각으로 얻은 투자이익은 성원그룹 계열사들의 전년도 당기순이익 합계인 135억원의 약 2.3배에 해당하는 규모이다.

3.2.2 M&A 이후 참여기업의 경영상황

3.2.2.1 대농그룹

미도파는 신동방으로부터 경영권 방어에는 성공했지만, 경영권 방어에 필요한 주식매입 자금을 마련하기 위해 과도한 부채를 사용함으로써 부채 규모가 1996년의 6,567억원에서 1997년에는 8,287억원으로 한 해 동안 1,700억원 이상 늘어났다. 1997년 12월 이후에는 IMF 구제금융 체제하의 고금리로 금융비용이 급증하고 국내 소비경기의 침체로 영업 실적이 부진함에 따라 수익성이 극도로 악화되어 1997년부터 적자 기조로 전환되었다. 그 이후에도 계속되는 적자로 1998년에는 자본잠식 상태에 들어가며, 그 해 9월에 회사정리절차 개시결정으로 법정관리에 들어가게 되었다. 법정관리 중이던 2002년 7월에 롯데쇼핑에 의해 약 5,421억원에 인수되어 롯데미도파라는 상호를 가지고 롯데그룹 계열사로 새로이 태어나게 된다. 이처럼, 신동방의 경영권 인수 시도를 성공적으로 방어했던 미도파가 롯데그룹에 인수됨으로써 대농그룹의 미도파는 마침내 역사 속으로 사라지게 되었다.

그리고, 대농은 1980년대 후반부터 계속된 면방경기의 악화로 미도파 경영권 분쟁이 발생하기 이전인 1996년에 이미 2,932억원에 달하는 막대한 당기순손실을 기록하고 있었다. 이런 상황에서 미도파에 대한 적대적 M&A 방어를 위해 미도파 주식의 매입 자금으로 거액을 금융기관으로부터 차입한 것이 대농을 몰락의 길로 접어들게 한 결정적 요인으로 작용하게 되었다. 1997년 12월 대농은 회사정리절차 개시 결정으로 법정관리에 들어가고, 미도파를 제외한 나머지 대농그룹 계열사들은 모두 매각 정리됨으로써 재계 서열 34위의 대농그룹이 해체되었다. 대농은 법정관리 중에서도 2년 연속

자본잠식으로 2002년 4월에는 상장이 폐지되고 거래소로부터 퇴출되는 등 최악의 상태에서 벗어나지 못하고 있다.

3.2.2.2 신동방 그룹

신동방은 1997년도 미도파 경영권 인수 시도가 실패로 끝남에 따라 보유 중인 미도파 주식의 가격 하락으로 막대한 투자손실을 입게 된다. 게다가, 1997년 이후부터 국내경기 침체와 IMF 체제 하의 고금리정책으로 수익성이 더욱 악화됨에 따라 흑자경영에서 적자경영 기조로 빠져들게 된다. 신동방은 1997년 이후 3년간의 계속적인 적자로 경영정상화가 어렵다고 판단되자, 결국 1999년 3월에 기업개선작업(work-out)을 신청하여 7월에는 워크아웃 대상기업으로 최종 결정되었다.

워크아웃 중이던 2004년 1월에 신동방의 주거래 은행인 우리은행 등 채권단은 CJ컨소시엄에 신동방의 지분 56.28%를 2,032억원에 매각하는 본 계약을 체결하게 된다. 이로써, 미도파를 인수하고자 했던 신동방이 오히려 경영권을 CJ에 넘길 수밖에 없는 비운을 맞게 되었다. 이처럼, 미도파 인수 실패로 경영성파가 극도로 악화된 신동방이 결국 CJ의 인수대상기업이 되어 경영권을 넘기게 된 것은, 부실한 인수기업(bad bidder)이 결국에는 타 기업의 좋은 인수대상기업(good target)이 된다는 Mitchell and Lehn(1990)의 연구결과와 일치하는 사례이기도 하다.

한편, 고려산업도 신동방과 마찬가지로 IMF 이후 수익성 저조로 1997년 이후 지속적인 적자경영에 빠져들게 된다. 신동방이 1999년 3월 말경에 워크아웃을 신청하게 되면서, 신동방 그룹에 약 470억원 가량의 지급보증을 해준 고려산업도 워크아웃을 신청하여 1999년 6월에 워크아웃 대상기

업으로 결정되었다. 고려산업은 워크아웃 기간 중 감자 및 출자전환을 실시하여 부채비율을 기존 500%대에서 200%대로 줄이는 등 재무구조를 개선하고 자산매각으로 단기차입금을 상환하는 등의 구조조정 노력으로 2003년도 2분기에 워크아웃을 종결할 예정이었으나, 재차 수익성 악화로 채권단이 워크아웃 종결 여부를 아직 확정짓지 못하고 있다.

동방페레그린증권은 IMF 충격에 의한 증시 침체와 미도파 인수 실패로 인한 투자손실 등으로 유동성을 안정적으로 확보하는 데 어려움을 겪다가 1999년 4월 9일자로 증권업 인가가 취소되고 결국 파산하게 된다. 동방페레그린증권의 최대주인 흥콩페레그린그룹이 아시아 금융위기의 발생으로 이 지역에 투자한 수익 달러 규모의 채권이 급속하게 부실화되면서 1998년 1월 12일 파산하게 되는 데, 이것이 동방페레그린증권의 몰락을 더욱 가속화시키는 결과를 초래하기도 했다.

3.2.2.3 성원그룹

성원건설은 IMF 사태 여파로 부동산 경기가 침체됨에 따라 채산성이 양호한 분양수입이 격감하고, 막대한 부채사용과 금융비용의 증가로 재무상태와 경영성파가 매우 악화되었다. 1999년 4월에 화의를 신청하고 약 6개월 후인 1999년 10월에 최종 화의인가를 받게 된다. 그 후 성원건설은 채권단에 화의채무 1조 3762억원의 99%인 1조 3619억원을 현금상환과 장기차입금으로의 전환 등으로 변제할 수 있게 됨으로써, 2003년 11월 마침내 화의에서 벗어나게 되었다.

이에 반해, 성원그룹 계열사 중 미도파 M&A 과정에서 가장 핵심적인 역할을 수행했던 대한증금은 약 8,000억원이 넘는 부실여신과 유동성 악화로 1999년 6월 25일에 인가가 취소된다. 대한증금의

퇴출에 직접적인 원인이 되었던 막대한 부실여신 중에는 대농그룹이 미도파 경영권을 방어하기 위해 주식매입 자금으로 대출받은 1,000억원 상당의 단기대여금도 포함되어 있다. 미도파 M&A 막바지에 성원그룹이 보유주식을 대농그룹에 넘기면서 받은 매각대금 785억원이 대농그룹의 자체자금으로 지급된 것이 아니라 대농이 대한중금으로부터 단기 차입을 통해 조달한 자금이었다(한경닷컴, 1997년 5월 19일). 그러나, 대농그룹이 부도상태에 빠지게 되면서, 대한중금은 대농그룹으로부터 1,000억원 상당의 부실채권을 떠안게 되었다. 성원그룹은 미도파 M&A에서 한편에서는 그린메일러(greenmailer)로서 약 316억원에 달하는 막대한 시세차익을 남겼지만, 아이러니컬하게도 다른 한편에서는 대농그룹의 부실채권으로 인해 계열금융사인 대한중금이 퇴출되는 더 큰 손실을 입게 된 것이다.

미도파 경영권 분쟁은 표면적으로는 M&A 막바지에 안정지분을 확보한 미도파 측의 승리로 마무리되었다. 그러나, 미도파에 대한 적대적 M&A가 기업지배권 시장 본연의 논리에 의해 진행된 것이 아니라, 전경련의 담합 행위와 정부 개입 등 시장 외적인 요인에 의해 경영권의 최종 향방이 결정되었다. 이러한 비시장적인 방식으로 미도파 M&A가 마무리됨에 따라, 기업의 경영권을 가장 효율적인 경영진에게로 이전되게 함으로써 기업 경영의 효율성 제고에 기여하는 적대적 M&A의 시장 기능이 작동되지 못했다. 그 결과, 미도파 경영권 분쟁에 참여했던 주요 기업들 중 양측의 법률 자문을 맡았던 법무법인을 제외한 거의 대부분의 기업들이 부실 도미노 현상을 가져와 워크아웃, 화의, 법정관리, 파산 혹은 타 기업에의 인수 등 불행한 결말을 맞게 된다.

여기서 반사실적 추론이 어느 정도의 논리적 타

당성을 갖는가는 분명치 않지만, 그 당시 미도파에 대한 적대적 M&A가 재계의 담합이나 정부 개입이 없이 시장 논리에 의해 진행되었다고 가정한다면, 미도파 M&A에 참여한 모든 기업들이 패자가 되는 이러한 파국은 피할 수 있었을 것이다. 그리고, 이것을 계기로 우리나라 기업지배권 시장에서 적대적 기업인수가 기업구조조정의 효과적인 대안으로 자리 잡을 수 있었을 것이라는 아쉬움이 남는다. 하지만, 미국의 기업지배권 시장에서도 적대적 M&A가 도입되기 시작한 1960년대 말에는 거의 대부분의 적대적 기업인수가 실패로 끝났다. 1969년에 Leasco Data Processing에 의한 Chemical Bank 인수 시도나, Northwest Industries에 의한 B.F. Goodrich 인수 시도 등이 모두 실패로 끝난 대표적인 적대적 M&A 사례들이다. 이 중에서 B.F. Goodrich는 미도파와 마찬가지로 여론과 정부기관을 잘 활용해 인수기업인 Northwest Industries의 경영권 인수 시도를 무력화시키는데 성공하였다. B.F. Goodrich는 Northwest Industries에 대한 부정적인 광고전으로 여론에 호소하는 한편, 주정부와 연방정부를 로비를 통해 Northwest Industries의 적대적 인수 시도가 독점금지법에 위배된다는 사실을 적극 설득하였다. 뿐만 아니라, B.F. Goodrich는 경영권 방어를 위해 두 건의 합병을 성사시키고 회계방식을 변경해 순이익을 증대시키는 전략도 함께 수행해 마침내 경영권 방어에 성공하게 된다. 이처럼, 미국의 경우 적대적 M&A가 도입된 초기에는 인수대상기업의 경영자들이 원하지 않는 인수자를 격퇴시키는 성공적인 방어전략을 익히게 된다.

그러나, 5년 후인 1974년에 이르러서는 이러한 흐름은 완전히 뒤바뀌게 된다. 캐나다의 INCO (International Nickel Company)가 당시 세계

최대의 건전지 제조회사이던 미국의 ESB를 공격적인 주식공개매수로 경영권을 인수하는 데 성공하였다. ESB는 백기사(white knight)로 United Aircraft를 선택해 INCO의 공개매수에 대항하였으나 INCO가 공개매수에서 90%의 ESB 주식을 매수하게 됨으로써 결국 경영권 방어에 실패하게 된다. INCO는 적대적 M&A 역사상 백기사와의 공개매수 경쟁에서 승리해 경영권을 획득한 최초의 인수기업이 되었다(Wasserstein, 1998, pp. 72-75). 이와 같이, 적대적 기업인수가 기업지배권 시장에서 효과적인 기업구조조정의 수단으로 정착하는 데는 상당한 시간이 소요된다는 점을 감안해 볼 때, 미도파 M&A가 비록 실패로 끝났다하더라도 그 나름대로 시장 참여자들에게 적대적 M&A의 귀중한 경험을 제공했다는 측면에서 그 의의를 찾아야 할 것이다.

IV. 미도파 M&A 사례의 정책 시사점

기업경영자를 통제하는 장치로는 이사회, 감사 등의 내부통제기구와 기업지배권 시장 등으로 크게 구분할 수 있다. 이사회, 감사 등의 내부통제기구와 기업지배권 시장은 각각 장단점을 지니고 있으므로 어느 하나만을 의존하여서는 경영자를 효율적으로 통제할 수 없다. 따라서, 이들 다양한 통제수단을 적절히 활용함으로써 경영자를 효율적으로 통제할 수 있어야 한다. 물론, 이사회와 같은 기업의 내부통제기구가 경영자 감시, 전문가적 조언, 최고 경영자의 임면 등 그 기본적 기능을 적시에 제대로 수행한다면 기업지배권 시장을 통한 경영권 경쟁은 그 필요성이 크게 약화될 것이다. 그러나, 이러한

역할을 우리나라 기업들의 이사회 구조로부터 기대하기는 어렵기 때문에 기업지배권 시장을 통한 경영자 통제 기능이 적절히 보완되어야 한다.

미도파 경영권 분쟁은 1992년 증시 개방 이후 국내기업이 기업지배권 시장에서 적대적 M&A를 통해 경영성과가 부실한 기업의 경영권을 인수할 수 있다는 가능성을 보여준 대표적인 사례이다. 신동방 측은 당시 대주주의 경영권을 보호하고 적대적 M&A를 억제하기 위해 만든 각종 법적 규제를 피하기 위한 전략으로 외국인투자자와 연계하여 조세피난처의 역외펀드를 이용하였다. 여기서는 외국인에 의한 적대적 M&A를 규제하였던 당시의 관련 법규의 내용과 신동방 측의 역외펀드 활용 전략 등을 살펴본다. 또한, 미도파 M&A사례가 적대적 기업인수와 관련된 우리나라 경제정책의 방향을 재정립하고 증권거래법 등과 같은 관련 법규를 개정하는 데 어떠한 영향을 미쳤는가도 함께 고찰한다.

4.1 외국인투자자에 대한 규제와 역외펀드

4.1.1 외국인의 적대적 M&A에 대한 규제 내용

4.1.1.1 증권거래법의 외국인 투자한도제도

외국인투자자에게만 적용된 당시의 M&A 관련 규제로는 증권거래법에 의한 외국인 주식투자 한도를 들 수 있다. 증권거래법에서 규정하고 있는 외국인 주식투자 한도는 크게 종목 전체에 대한 한도와 개인별 한도로 나누어져 있었다. 1992년 증시 시장 개방 당시에는 외국인 투자자 전체 한도와 개인별 한도를 각각 10%와 3%로 제한하였으나, 그 이후 여러 차례에 걸친 확대 조치로 1996년 10월 이후 미도파 경영권 분쟁이 진행되던 당시에는 각각 20%와 5%로 제한하고 있었다.

4.1.1.2 외자도입법에 의한 직접투자제한 제도

IMF 체제 편입 이후인 1998년 4월에 외국인에 의한 적대적 M&A를 실질적으로 허용하는 내용의 외자도입법 개정 이전에는, 외국인이 10% 이상의 주식을 취득하려면 반드시 이사회 의 동의를 얻도록 규정하고 있었다. 또한, 순자산 2조원 이상인 기업의 경우 재정경제원(이하 '재경원'이라 칭함) 장관의 허가를 받아야하고, 2조원 이하인 기업에 대해서는 재경원에 신고하도록 규정하고 있었다. 따라서, 외자도입법에 의해 1998년 4월 이전에는 외국인에 의한 적대적 M&A는 사실상 불가능하였다.

4.1.2 역외펀드를 활용한 인수전략

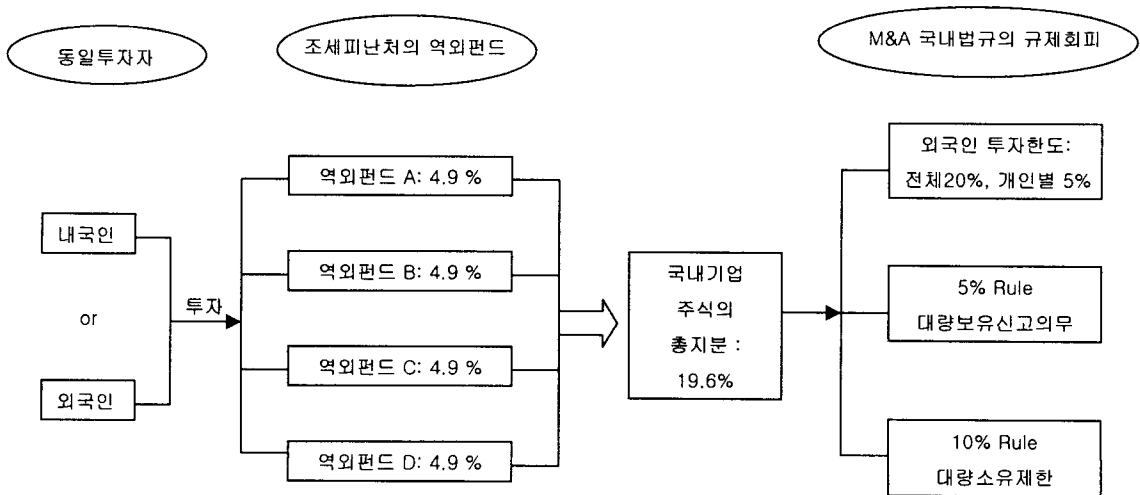
4.1.2.1 규제회피 수단으로서의 역외펀드

역외펀드(offshore fund)는 특정 국가나 지역의 주식, 채권 또는 파생증권에 투자하기 위해 외국에서 설립·운용되는 펀드를 의미한다. 역외펀드는 대개 매매차익에 대한 과세가 없고 자산운용에 대

한 법적 규제가 느슨한 조세피난처(tax haven)에 설립된다. 대표적인 조세피난처로는 말레이시아의 라부안 지역, 아일랜드, 케이만군도, 버하마 등을 들 수 있다. 조세피난처 국가와의 공조체제를 구축해 놓지 않은 상태에서 역외펀드를 이용한 외국인 투자자의 불공정거래를 규제할 수 있는 수단은 거의 없다. 특히, 우리나라는 「금융실명거래 및 비밀보장에 관한 긴급명령(금융실명제)」에 의해 개인의 금융거래에 관한 정보 제공을 엄격히 제한하고 있어 외국의 증권관련 감독기관과의 효과적인 공조체제를 구축하는 것이 현실적으로 어렵다. 따라서, 외국인투자자들이 역외펀드를 이용하여 특정 주식을 대량 매입할 경우 이들 역외펀드의 소유 주체와 자금 출처에 대한 정보 수집은 사실상 불가능하다.

역외펀드의 실질적인 소유주체에 대한 자료를 확보할 수 없을 경우 외국인투자자의 적대적 M&A에 대한 각종 규제는 무용지물에 가깝다. 외국인의 개인별 투자한도는 당시 5%이었지만 특정인이 적대적 M&A를 목적으로 여러 개의 역외펀드를 각

〈그림 4〉 역외펀드를 활용한 M&A 관련 법규 우회전략



기 다른 이름으로 설립 운용할 경우, 동일인이 인수대상기업 주식을 10% 이상의 지분을까지 매입이 가능하다. 이처럼, 특정인이 여러 개의 역외펀드로 특정 주식 10% 이상을 매입하더라도 그 펀드들의 실질적 소유주체가 동일인이라는 증거를 확보하지 못할 경우에는 舊증권거래법 200조의 대량주식소유의 제한 규정인 「10% 룰」의 위반 여부를 판단할 수 없게 된다. 뿐만 아니라, <그림 4>에서 도시한 바와 같이, 동일인이 4개의 역외펀드를 이용해 인수대상기업의 주식을 20%에 가까운 지분을 매입하더라도 각 펀드별 보유 지분이 5%를 넘지 않을 경우에는 대량보유 신고의무를 규정하는 「5% 룰」까지도 쉽게 비껴갈 수 있게 된다.

그러므로, 외국인 혹은 내국인 투자자들이 적대적 M&A에 대한 각종 행정규제를 우회할 목적으로 역외펀드를 이용한다면, 외국인의 개인별 투자한도나, 5% 룰, 10% 룰 등에 의한 적대적 M&A 규제는 현실적으로 아무런 효과가 없게 된다.

4.1.2.2 역외펀드에 의한 미도파 주식 매입

1997년 2월경에 말레이시아 라부안 지역에 설립된 6개의 역외펀드에서 미도파 주식을 대량으로 매입해 약 15%에 이르는 지분을 확보하게 된다. 이 중에는 홍콩페레그린증권의 자회사인 PSI가 출자한 4개의 역외펀드가 미도파 주식 187만 여주(12.7%)를 매입하고, 동방페레그린증권이 설립한 2개의 역외펀드가 약 37만 여주(2.5%)를 보유하고 있었다. PSI가 출자한 4개의 역외펀드에 대해 증권감독원은 증권거래법상의 대량소유제한 규정과 대량보유신고 규정의 위반 여부를 조사하게 된다(한국경제신문, 1997년 2월 22일자). 당시 증권가에서는 말레이시아 소재 역외펀드의 자금원에 대해서 홍콩페레그린증권의 대주주이며 홍콩의 거부

인 리자청의 자금 혹은 신동방이 해외로 유출한 자금이거나 노태우 전대통령의 비자금일 가능성 등 여러 가지 가설이 제기되고 있었다. 증권감독원이 말레이시아의 관계기관에 이들 펀드의 자금출처와 소유주체에 대한 조사 협조를 요청했지만, 말레이시아 당국은 자료 공개를 거부함으로써 미도파 주식을 대량으로 매입한 역외펀드의 실질적인 소유주와 자금원에 대한 조사는 끝내 이루어지지 못했다(정규재, 1997, p. 179).

4.2 적대적 기업인수에 대한 정책 방향

미도파 M&A 사례는 비록 실패로 끝나고 말았지만 우리나라 기업지배권 시장에서 적대적 기업인수에 대한 인식 전환과 정책 방향의 변화를 가져오게 한 중요한 계기가 되었다. 미도파 사례에서 얻은 직접 경험과 뒤이은 IMF 체제로의 편입은 적대적 기업인수에 대한 구체적인 행정 규제와 제도를 보다 신속히 개선시키는 촉매 작용을 하게 된다. 이와 함께, 경제협력개발기구(OECD)가 다자간 투자협정을 통해 우리 정부에 외국인투자자에 대해서 내국민 대우를 해줄 것을 요구함에 따라, 우리 정부도 내외국인 차별을 없애고 외국인의 자유로운 기업 활동을 보장하는 새로운 외국인 투자 제도를 수립하게 된다.

여기서는 미도파 경영권 분쟁 이후 적대적 기업인수에 대한 정책 방향의 변화와 이에 수반하는 관련 법규의 개정 내용을 고찰함으로써, 미도파 M&A가 우리나라 기업지배권 시장을 종전의 규제 위주에서 내외국인 투자자들이 자유로이 투자활동을 할 수 있는 시장 환경으로 변모시키는 데 어떠한 기여를 하였는가를 살펴본다.

4.2.1 기업지배권 시장에서의 자유경쟁 체제 도입

4.2.1.1 대량소유제한 제도의 폐지

미도파 M&A가 종결되고 난 직후인 1997년 4월 1일을 기해, 그 동안 상장법인의 경영권 보호 장치로서 대주주 이외의 주주들은 총 발행주식의 10%를 초과하여 소유하지 못하게 했던 증권거래법 200조를 개정하여 공공적 법인을 제외한 일반 상장법인에 대해서는 주식대량보유의 제한 규정을 폐지하였다. 증권거래법 200조의 개정으로 그동안 대주주의 경영권을 보호해 주던 법적 장치가 사라지게 됨으로써 투자자들은 원하는 기업을 자유로이 인수할 수 있는 경제적 자유를 얻고, 기존 대주주들은 기업지배권 시장에서 스스로 경영권을 방어해야 하는 새로운 시장 환경이 조성되었다.

4.2.1.2 사모 CB·BW 등 경영권 방어수단에 대한 제한

미도파와 한화중금 M&A 사례에서 기존 경영진이 경영권을 방어할 목적으로 이용한 가장 효과적인 방어전략은 전환사채(CB)나 신주인수권부사채(BW)와 같은 보통주와 연계된 사채를 사모방식으로 우호적인 기업에 발행하는 것이었다. 이처럼, 경영권 분쟁 과정에서 현 경영진이 경영권 방어를 위해 CB나 BW를 사모방식으로 무제한적으로 발행할 경우 적대적 M&A가 원천적으로 봉쇄될 가능성이 크기 때문에, 증권거래법과 시행령의 개정(1997년 4월 1일)으로 사모 CB·BW 발행에 의한 경영권 방어수단에 제한을 두게 되었다. 증권거

래법 192조의 개정으로 CB나 BW 발행 시에 상장사의 재무관리기준에 구체적인 규정을 마련할 수 있도록 명문화하였다. 그리고, 동법 시행령 제 84조의 25에서 CB 및 BW의 전환권 또는 신주인수권은 금융감독위원회가 정하는 경우를 제외하고는 당해 사채를 발행한 날부터 1년이 경과한 후에야 행사할 수 있도록 제한함으로써, 향후 M&A 시장의 공정성과 투명성을 확대할 수 있게 되었다.

4.2.1.3 「5% 룰」 보완으로 공정 경쟁 유도

상장법인의 주식을 5% 이상 대량보유한 자(본인과 그 특별관계자를 포함)는 그날부터 5일 이내에 신고하도록 명시한 증권거래법 200조의 2를 개정하여 특별관계자에 공동보유자를 포함시켜 신고자의 범위를 확대 규정하였다(1997년 4월 1일 개정). 이것은 기업인수와 같은 공동행위를 목적으로 주식을 보유하고 있는 것으로 간주될 경우 5%에 달하지 않는 매입주체라 하더라도 공동보유자로 특별관계자에 포함시켜 보고하도록 새로이 규정한 것이다.⁴⁾ 이러한 법 개정으로 적대적 M&A를 목적으로 우호적인 제3자를 동원해 5% 미만의 지분을 매입했다 하더라도 공동행위로 간주될 경우 이들 보유 지분을 함께 신고하지 않으면 의결권 행사의 제한이나 강제 매각조치를 취할 수 있도록 처벌을 강화할 수 있게 되었다. 이것은 궁극적으로 인수기업의 기습적인 공개매수로부터 대상기업의 주주를 보호할 수 있게 되었다.

4) 공동보유자 개념의 도입은 1968년에 제정된 미국의 Williams법의 13조(e)항을 인용한 것으로, 이에 의하면 등록된 증권의 5%를 초과하는 실질적인(beneficial) 보유자는 모두 그러한 증권을 취득 한 날로부터 10일 이내에 매수목적 등 일정한 사항을 대상기업과 SEC에 공시하도록 명시하고 있다(김건식, 1995, p.142).

4.2.1.4 특정 집단의 공동대응 담합으로 규제 미도파 경영권 분쟁에서 전경련이 재계를 대표하여 적대적 M&A에 공동 대응하겠다는 입장을 밝힌 것이 미도파 측에게 승리를 안겨 준 결정적인 계기가 되었다. 이 과정에서 전경련은 우리나라의 어떤 단체나 기관보다도 우선적으로 경제적 자유주의와 시장경제 체제를 수호해야 하는 기관임에도 불구하고 세계적으로 유례가 없는 담합 행위로 M&A 시장을 왜곡했다는 비판을 받았다. 이에 따라, 재경원과 공정거래위원회는 적대적 M&A에 대해 전경련과 같은 특정 이해관계 집단이 공동 대응할 경우 이를 담합으로 규정하고 공정거래법 위반으로 강력하게 규제할 방침을 밝혔다(매일경제, 1997년 8월 19일자).

4.2.2 외국인에 의한 적대적 M&A 허용

4.2.2.1 외국인 주식투자한도의 폐지

외국인 주식투자한도는 1997년 12월에 IMF와 합의에 의해 전체한도를 55%, 개인별 투자한도는 50%로 대폭 확대되었다. 그러다, 1998년 5월에는 증권거래법에 명시된 외국인 주식투자한도를 완전히 폐지하였다. 이처럼, 증권시장 개방 6년 만에 외국인의 주식투자 한도를 완전 폐지함으로써 외국인에 의한 투자활동은 사실상 전면 자유화된다.

4.2.2.2 적대적 M&A를 금지한 외자도입법의 폐지

외국인투자자가 상장기업의 주식 10% 이상을 취득할 경우 이사회 승인을 받도록 해 외국인에 의한 적대적 M&A를 사실상 금지한 외자도입법을 1998년 11월에 폐지하고, 대신에 「외국인투자촉

진법」을 새로 만들어 시행하게 되었다. 외자도입법 폐지와 외국인투자촉진법의 시행은 외국인 투자제도를 종전의 규제 위주에서 지원 방향으로 바꾸고, 내외국인 차별을 없애 외국인들의 자유로운 기업 활동을 보장하려는 시대 흐름을 반영한 것이다.

이와 같이, 그 동안 외국인에 의한 적대적 M&A를 금지하였던 두 가지 법적 규제인 증권거래법의 외국인 주식투자한도와 외자도입법이 완전 폐지됨으로써, 우리나라 기업지배권 시장에서도 외국인이 내국인과 동등하게 타 기업의 경영권을 자유로이 인수할 수 있게 되었다. 한편, 국내 대기업들은 전경련을 통해 외국인 등 외부의 적대적 M&A에 적절히 대응할 수 있도록 대규모 기업집단에 대한 출자총액제한제도의 폐지를 요구하였다. 이에 대해, 정부는 국내기업에 대한 역차별을 해소하는 차원에서 그 동안 인위적으로 규제해 왔던 출자총액제한제도를 1998년 2월에 폐지하였다. 그러나, 출자총액제한제도를 폐지한 이후 내외국인 투자자에 의한 적대적 M&A는 실제로 한 건도 발생하지 않았으며, 오히려 제도 폐지에 따른 대규모 기업집단의 경제력 집중은 더욱 심화되는 결과만 가져왔다. 이에 따라, 공정거래위원회는 재벌들의 선단식 경영을 종식시키고 대기업 집단의 경제력 집중을 억제하기 위한 재벌개혁 정책의 일환으로 폐지하였던 출자총액제한제도를 30대 대기업 집단을 대상으로 2001년 4월에 다시 부활시키게 된다.

다음 <표 9>는 지금까지 설명한 미도파 M&A 사례와 관련된 제반 법규의 개정 내용을 간단히 정리한 것이다.

〈표 9〉 미도파 M&A 사례와 관련된 법규의 개정 내용

| 법규 | 관련 제도 | 개정 일자 | 개정 내용 |
|-------|---------------------|--------------------------------------|---|
| 증권거래법 | 외국인 투자한도 | 1996/10/1 1997/12/30 1998/5/25 | 종목별 한도 20%, 개인별 한도 5%로 확대 " 55%, " 50%로 확대 ¹⁾ 외국인 투자한도제도 폐지 |
| | 대량주식소유 제한 | 1997/4/1 | 공공법인을 제외한 일반 상장법인에 대해서는 주식대량 보유의 제한 규정을 폐지 |
| | 대량보유 신고의무 | 1997/4/1 | 상장법인의 주식 5% 이상 대량 보유한 자의 신고의무 조 항에 있어서 특별관계자에 공동보유자를 포함시켜 신고자 의 범위를 확대 규정 |
| | CB·BW의 행사권 제한 | 1997/4/1 | CB·BW의 전환권 및 신주인수권은 사채를 발행한 날로 부터 1년이 경과한 후에 행사할 수 있도록 제한 |
| 외자도입법 | 외국인에 의한 주식 취득 범위 | 1998/4/16 | 외국인은 방위산업체를 제외한 모든 기업의 주식을 이사 회 동의 없이 1/3까지 취득 가능 |
| | | 1998/11/17 | 외자도입법이 폐지되고 「외국인투자촉진법」이 시행 |
| 공정거래법 | 출자총액제한 | 1998/2/3 2001/4/1 | 출자총액제한 제도의 폐지 출자총액제한의 부활: 30대 대기업집단을 대상으로 타회 사에 대한 출자를 순자산의 25% 이내로 제한 |

주1) 1996/10/1과 1997/12/30 사이에 3번에 걸친 외국인 투자한도 확대 조치가 추가로 시행되었다.

V. 요약 및 결론

본 연구는 신동방의 미도파 경영권 인수 시도에 대한 사례연구를 통해 우리나라의 기업지배권 시장에서 인수기업의 전략적 동기, 적대적 기업인수에 대한 시장 반응 및 참여기업들의 투자손익, 외국인 투자자들의 역할, 적대적 M&A에 대한 정책 방향 등을 구체적으로 살펴보았다. 외국인투자자와 연계한 신동방의 미도파 인수 시도는 전경련의 적대적 M&A에 대한 공동대응 선언과 인수기업의 자금출처 조사 등과 같은 정부 개입으로 결국 실패로 끝나고 만다. 미도파 M&A는 경영권 인수에 실패한 신동방 측뿐만 아니라 방어에 성공한 미도파 측 참여기업들에게도 재정적으로 막대한 손실을 가져다

주었다. 이로 인해 양측의 법률자문을 맡았던 법무법인을 제외한 대부분의 참여기업들이 경영권 분쟁 이후 재무적 곤경 상태(financial distress)에 빠져 결국에는 워크아웃, 화의, 법정관리, 파산 혹은 타 기업에 의한 인수 등 불행한 결말을 맞게 된다.

이처럼, 신동방의 미도파 인수 시도는 비록 실패로 끝났지만, 미도파 M&A 사례는 그 동안 정부의 대주주 보호정책에 안주해온 경영자들에게 경영진의 능력이 떨어지고 투자효율이 낮은 기업은 그것이 재벌기업의 주력기업일지라도 언제든지 적대적 M&A의 공격 대상이 된다는 인식을 심어주었다. 즉, 미도파 경영권 분쟁은 기존 경영진의 비효율적인 경영으로 경영성과가 좋지 못해 주가가 낮으면 기업 경영권이 새로운 경영진에게로 넘어갈 수 있음을 실제로 보여 주었다. 특히, 증시 개방 이후

외국인이 국내기업과 연계하여 특정 기업의 지분 매입에 나설 경우 해당 기업의 경영권까지 위협할 수 있다는 사실이 실제로 확인된 첫 번째 사례라는 점에서도 그 의의를 찾을 수 있다. 따라서, 이것은 장기적으로 우리나라 기업의 체질을 강화하고 경영 효율을 증대시키는 기업문화화를 조성하는 계기가 되었다.

그리고, 인수합병이 적대적인 방법으로 행해지더라도 참여기업들이 경제논리에 맞춰 판단할 수 있도록 철저히 시장 자율기능에 맡겨야 한다는 사회적 공감대가 형성되었다. 재벌의 계열회사가 적대적 M&A의 대상이 된다고 해서 재벌기업들이 담합하거나 정부가 시장에 개입해 M&A가 실패로 끝날 경우, 그로 인한 사회경제적 비용이 결코 작지 않다는 사실을 미도파 사례를 통해 재인식하게 되었다. 또한, 미도파 M&A의 경험은 아직 성숙한 시장으로 자리 잡지 못한 우리나라 기업지배권 시장의 정책 방향을 설정하는 데에도 매우 유용한 지침으로 활용되었다. 이 사례를 통해 얻은 경험은 곧 이어 맞게 되는 국가 경제위기와 IMF 체제로의 편입 시에 기업지배권 시장과 관련된 제도 개혁의 방향을 설정하는 데 크게 기여하였다. 개방된 국제금융 체제 하에서 어떤 규제가 무의미하고 어떤 규제는 더욱 강화해야 할 것인가를 미도파 M&A를 통해 실제로 경험하게 됨으로써 투명하고 공정한 기업지배권 시장을 정착시키는 데 도움을 주었다.

뿐만 아니라, 이 사례는 적대적 M&A 과정에서 외국인투자자의 역할과 이들에 대한 각종 법적 규제가 갖는 효과 등을 실제로 경험할 수 있는 좋은 계기가 되었다. 최근 SK의 최대주주인 최태원 회장 측과 2대 주주인 소버린자산운용 간의 SK 경영권 분쟁은 외국인투자자가 국내 재벌그룹의 지주

회사를 대상으로 적대적 M&A를 시도했다는 점에서 미도파 M&A와 매우 유사한 사례로 볼 수 있다. 반면에, SK의 경우 외국인투자자가 국내기업과 연계하지 않고 독자적으로 경영권 인수를 시도한 첫 번째 사례라는 점과, SK 사례에서는 정부기관의 개입이 전혀 없었다는 점 등은 미도파 사례와 구별되는 주요한 차이점이다. 또한, 인수기업의 지분확보 전략에서 신동방이 공개매수 방식을 활용하려 한 반면에 소버린은 위임장 투쟁(proxy fight)을 통해 우호 지분을 확보하려 한 점 등도 두 사례 간의 차이점으로 지적될 수 있다. SK와 소버린 측이 위임장 투쟁에서 더 많은 소액주주의 위임장을 획득하기 위해 치열한 경쟁을 벌였으나, SK가 지난 2004년 3월 12일에 개최된 정기 주주총회에서 표 대결 끝에 소버린을 누르고 경영권을 방어하는데 일단 성공했다. 그러나, 앞으로 국제금융시장의 세계화 추세가 진전될수록 미도파와 SK처럼 기업 지배구조가 불투명하고 주가가 잠재가격에 비해 낮은 기업들은 외국인투자자의 인수 대상으로 부각될 가능성은 더욱 커질 것이다. 이에 따라, 국내기업의 경영권을 외국자본으로부터 어떤 형태로든 보호해 주어야 할 것인가, 아니면 인수기업이 지배구조가 불투명한 외국기업이거나 단기차익을 목적으로 하는 무국적 외국자본일지라도 내국인과 마찬가지로 자유로운 인수활동을 보장해 주어야 할 것인가에 관한 논쟁은 계속 제기될 것이다. 하지만, 우리나라의 금융시장이 국제금융시스템의 네트워크 상에서 운영되는 한 국내기업의 경영권을 보호하기 위해 외국자본을 차별적으로 규제하는 것은 현실적으로 어려우며 시장 개방이라는 정책적 일관성에도 역행하는 조치이다. 더욱이, 우리나라 상장주식의 40% 이상을 외국인 투자자들이 소유하고 있는 상황에서 이러한 차별적 규제를 도입하는 것은 오히

려 외국인의 국내 증시에서의 이탈과 같은 더 심각한 문제를 초래할 수도 있다.

그러므로, 이보다는 국내기업들로 하여금 경영권을 적절히 방어할 수 있도록 국내기업에 대한 역할 가능성에 있는 출자총액제한제도와 같은 규제를 완화하고, 사모투자펀드(private equity fund) 제도를 활성화 시켜 기업지배권 시장에서 외국자본과 동등하게 경쟁할 수 있는 국내 금융자본을 육성하는 것이 더욱 효과적인 정책 방향일 수도 있다. 물론, 이러한 정책 방향이 대규모 기업집단의 불법적인 계열사 지원 수단으로도 악용될 가능성이 있기 때문에 정책입안자의 정책적 판단이 요구되는 부분이기도 하다. 이처럼, 시장참여자와 정책입안자 모두가 합의할 수 있는 최선의 해결 방안을 단기간에 도출하는 것은 결코 쉬운 일이 아니다. 그럼에도 불구하고, 이 문제는 앞으로도 많은 연구자들이 우리나라 기업지배권 시장의 질적 도약을 위해 지속적으로 추구해야 할 주요한 연구 과제이다.

참고문헌

- 김건식 (1995). **미국증권법**, 홍문사.
- 김희석 (1990). "기업합병 및 인수가 주주 부에 미치는 영향," 서울대학교 대학원 박사학위 논문.
- 대우증권 (1997-2000). **상장회사 서베이**.
- 매일경제신문사 (1996-2004). **매일경제신문**.
- 한국상장회사협의회 (2002). **기업정보 웨어하우스 TS2000**.
- 서울경제신문사 (1996-2004). **서울경제신문**.
- 장영광 (1985). "기업합병과 주식취득이 주주 부에 미치는 영향에 관한 실증 연구," 고려대학교 대학원 박사학위 논문.
- 정광선 (1996). "기업지배권 시장의 역할," **21세기 한국기업의 통할체제**, 정광선 편, 서울대학교 경영대학 증권금융연구소, 145-176.
- 정규재 (1997). **기업 최후의 전쟁: M&A**, 한국경제신문사.
- 정형찬 · 박경희 (1999). "한국 기업지배권 시장에서 합병이 새로운 부를 창출하는가?," **재무관리연구**, 제 16권 제2호, 119-156.
- 최도성 (1996). "주요국의 기업통할체제," **21세기 한국기업의 통할체제**, 정광선 편, 서울대학교 경영대학 증권금융연구소, 29-60.
- 한국경제신문사 (1996-2004). **한국경제신문**.
- Bae, K., J. Kang and J. Kim (2002). "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *Journal of Finance*, 2695-2740.
- Baker, G. and K. Wruck (1989). "Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buyouts: The Case of the O.M. Scott & Sons Company," *Journal of Financial Economics* 25, 163-190.
- Bradley, M., A. Desai, and E. Kim (1983). "The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?" *Journal of Financial Economics*, 183-206.
- Easterbrook, H. and G. Jarrell (1984). "Do Targets Gain from Defeating Tender Offer?" *New York University Law Review* 59, 277-279.
- Gillan, S., J. Kensinger, J. Martin (2000). "Value Creation and Corporate Diversification: The Case of Sears, Roebuck & Co.," *Journal of Financial Economics* 55, 103-137.
- Jarrell, H., J. Brickley and J. Netter (1988). "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980," *Journal of Economic Perspective*, 49-68.
- Jensen, M. and R. Ruback (1983). "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.

- Kaplan, S. (1989). "Campeau's Acquisition of Federated: Value Destroyed or Value Added," *Journal of Financial Economics* 25, 191-212.
- Larcker, D. and T. Lys (1987). "An Empirical Analysis of the Incentives to Engage in Costly Information Acquisition," *Journal of Financial Economics* 18, 111-126.
- Mitchell, M. and L. Lehn (1990). "Do Bad Bidders Become Good Targets?," *Journal of Political Economy* 98, 372-398.
- Ruback, R. (1983). "The Cities Service Takeover: A Case Study," *Journal of Finance* 38, 319-330.
- Wasserstein, B (1998). *Big Deal*, Warner Books.

(부 록)

〈표 A1〉 미도파 M&A와 관련된 타 참여기업의 초과수익률

미도파 M&A 사례에서 미도파와 신동방을 제외한 나머지 참여기업인 대농, 성원건설, 고려산업 등의 공시일에서의 초과수익률을 표준 시장모형을 이용하여 추정한 것이다. 주요 사건의 공시일과 발표 내용 등은 본문 〈표 5〉에서 제시한 내용과 동일하다.

| 하부 기간 | 공시일 | 주요 사건 및 발표 내용 | 참여기업 초과수익률 (t-value) ¹⁾ | | |
|----------|---------|--|---------------------------------------|------------------------|------------------------|
| | | | 대 농 | 성원건설 | 고려산업 |
| 탐색기 | 96/9/23 | 외국 유통업체에 의한 미도파 매수설 | -0.0009 (-0.0472) | -0.0340 (-0.3620) | 0.0018 (0.0885) |
| | 97/1/23 | 폴 피비 외국인투자자들의 참여의사 표명 | -0.0073 (-0.3479) | 0.0293 (1.0952) | -0.0076 (-0.3365) |
| | 97/1/28 | 메트로프로덕트 미도파 주식 대량 매입 | 0.0040 (0.1941) | 0.0485 (1.8307)* | -0.0355 (-1.5756) |
| | 97/1/31 | 미도파에 대한 외국인 투자한도가 소진 | -0.0121 (-0.5778) | 0.0071 (0.2620) | 0.0645 (2.8631)** |
| 분쟁기 | 97/2/10 | 성원그룹이 미도파 주식을 외국인투자자로부터 매입 | 0.0546 (2.5437)** | 0.0566 (2.0624)* | 0.0642 (2.8249)** |
| | 97/3/4 | 신동방과 고려산업이 미도파 주식 대량 매입 | -0.0239 (-1.0726) | 0.0716 (2.4902)** | 0.0696 (2.7834)** |
| | 97/3/5 | 성원그룹은 미도파 지분을 신동방에 넘길 예정이며, 신동방이 공개매수를 신청할 계획 | -0.0296 (-1.3294) | 0.0818 (2.8411)** | 0.0857 (3.4279)** |
| | 97/3/6 | 신동방이 공개매수를 검토 중임을 공시 - 미도파 사모 BW를 발행, 재벌 빅3가 인수할 계획 - 증권감독원은 주식매입자금의 출처와 주식 위장 분산에 대한 조사 | -0.0808 (-3.6198)** | -0.0297 (-1.0293) | -0.0793 (-3.1687)** |
| | 97/3/10 | 신동방이 미도파 임시 주주총회 소집을 요구 | -0.0287 (-1.2687) | -0.0082 (-0.2847) | -0.0428 (-1.7118) |
| | 97/3/11 | 전경련이 적대적 M&A에 대한 공동대응을 선언 | -0.0068 (-0.2979) | -0.0598 (-2.0647)* | -0.0289 (-1.1533) |
| 종료기 | 97/3/14 | 성원그룹은 미도파 주식 전량 대농그룹에 매각 | 0.0101 (0.4414) | -0.0472 (-1.6204) | -0.0556 (-2.2268)* |
| | 97/3/15 | 신동방은 공개매수 포기 | 0.0176 (0.7729) | -0.0743 (-2.5666)** | -0.0788 (-3.1761)** |

주1) ** 유의수준 1%에서, * 유의수준 5%에서 각각 유의적임을 나타낸다.

Hostile Takeovers in the Korean Market for Corporate Control: The Case of Midopa

Hyung-Chan Jung*

Abstract

This paper is a case study on the hostile takeover for Midopa Inc. by ShinDongBang Co. through which we examine the strategic motives for the takeover, the stock market response to the major events, the roles of foreign investors in the takeovers and the government policy regarding the hostile deals. The case of Midopa is one of the representative hostile takeovers in the Korean market for corporate control. In this case, ShinDongBang, the bidder, attempted to acquire the control of Midopa without the consent of its existing managers in alliance with DongBang Peregrine Securities Co., Korea Industrial Co., Sungwon Corporation and foreign investors including Peregrine Investment Holding in Hong Kong, but ended in failure because of the Federation of Korean Industrial's common defense against the hostile deal and the government intervention such as the investigation of the sources of bidder's fund for acquiring the shares of target firms in the open market.

The results of this paper are generally consistent with the findings of previous empirical studies on the wealth effect of mergers and acquisitions except that there are some minor differences. The abnormal return to the shareholders of the target company, Midopa, is about 8.13 percent($t=2.9199$) on March 5, 1997 when the bidder, ShinDongBang, announced that it intended to bid for Midopa. This result is consistent with the results of Jensen and Ruback(1983) and Jarrell, Brickley and Netter(1988). The shareholders of the bidding firm, ShinDongBang, realized an abnormal return of 8.42 percent($t=2.6942$) on the announcement date, which is greater than that of the shareholders of the target firm. This result is inconsistent with the findings of prior studies that bidders, on average, realized

* Professor of Finance, College of Business Administration, Pukyong National University, Busan, Republic of Korea.

small gains of about 1 to 2 percent or statistically insignificant losses. In addition, the results of this paper show that the target firm lost all the gains realized during the event period when the bidder failed to acquire the target. This result is consistent with the findings of Bradley, Desai and Kim(1983) and Easterbrook and Jarrell(1984). The result provides the evidence on the synergy hypothesis that, if a takeover attempt turns out to be unsuccessful and a subsequent successful bid fails to materialize, the price of the target share will gradually fall back to the pre-offer level, as the uncertainty about the subsequent bid is resolved over time.

As one of the main contributions of the Midopa case, it has shown Korean corporate managers that the company with poor performance and low stock price could be a prime target of hostile takeovers, even though it is a holding company of a large conglomerate, chaebol. Since the takeover battle between Midopa and ShinDongBang, the threat of hostile takeover has stimulated corporate restructuring, which would improve the profitability of Korean companies as a whole and make Corporate Korea more efficient. This case also makes both market participants and policymakers realize that mergers and acquisitions should be processed by the logic of the market itself, no matter how hostile they may be. Furthermore, the experience of the Midopa takeover provides policymakers with practical guidelines on how to reform the Korean laws and regulations related to foreign investment in the area of mergers and acquisitions.

Key words: hostile takeover, M&A, Midopa, ShinDongBang, case study.