

研究調查資料 98-4

保險會社 敵對的 M&A
對應手段 研究

1998. 8.

金浩敬

朴祥皓

張宰駟

序 言

歐美先進國 M&A 趨勢 M&A 動機 形態
가 . 件數 規模
效率性 提高 M&A 가 構造調整 企業
金融危機 IMF 協約
外國企業 國內企業
敵對的 M&A 全面 許容 關聯制度 整備 .
敵對的 M&A 許容 制度整備 M&A 活性化
構造調整 期待 國內優良企
業 低價賣渡 . ,
不安 換率上昇 景氣沈滯 株價下落 外換需給
市場價值 急落
, '90
戰略 '90 가 .
, 不實企業 構造調整
가
가 .
專門 M&A 會社 가
敵對的 M&A

目 次

· 序論	1
1. 研究 目的	1
2. 研究方法 構成	3
· 敵對的 M&A 概觀	5
1. 敵對的 M&A 意義 效果	5
가. 企業經營 側面	5
· 國家經濟 側面	6
· 企業倫理的 側面	8
2. 敵對的 M&A 動機	9
가. 迅速 市場進入	9
· 市場支配力 擴大	11
· 構造調整 經營合理化	13
· 戰略的 目的	14
3. 敵對的 M&A 類型	15
가. 市場買集	16
· 公開買受 (take-over bid)	17
· 委任狀 對決 (proxy fight)	20

4. M&A關聯 國內 株式取得關係法規 變遷內容	23
가. 株式大量所有制限制度(證券去來法 第200條)	23
. 強制公開買受制度(證券去來法 第21條 第2項)	24
. 外國人 株式取得限度制限	26
. 自己株式 取得制限	27
. 株式大量保有 公示制度(5% rule)	28
. 敵對的 M&A 一般的 防禦手段	30
1. 會社構造 根本的 變更 方法	30
2. 定款規程 新設 變更 方法	33
가. 理事陣 時差任期制(staggered board)	34
. 理事 資格制限 定款 新設	35
. 特別多數決條項(super majority voting requirement) ...	35
. 公正價格條項(fair price provision)新設	36
. 償還權條項(right of redemption provision)新設	36
. 經營陣 退職金累進規程(golden parachute)	37
. 理事選任 任期 規程	37
3. 株式制度 方法	38
가. 株式 發行	38
. 友好勢力 利用	38
. 毒藥計劃(poison pills)	41

. 自己株式 取得	44
. 逆公開買受 (pac - man) 戰略	44
. 競爭公開買受	45
. (greenmail)	45
. stands still agreement	46
. 株式 讓渡制限規程 設定	46
4. 株式連繫債券發行 方法	46
5. 其他方法	47
6. 韓 · 美間 防禦手段 比較	47
. 敵對的 M&A 發生可能性 國內事例分析	51
1. 敵對的 M&A 露出 企業 特性	51
가. 財務構造側面	51
. 所有構造側面	53
2. 敵對的 M&A 許容背景 發生可能性	55
가. 許容背景	55
. 敵對的 M&A 發生可能性	56
3. 國內 防禦事例	57
가. 敵對的 M&A 防禦 成功事例	59
. 敵對的 M&A 防禦失敗事例	59

. 保險產業 敵對的 M&A 防禦手段 改善事項	62
1. 國內 保險會社 使用可能 防禦手段	62
가. 定款變更方式	63
. 株式制度 利用方式	66
. 其他	76
. 國內 損保社 防禦計劃 現況	82
2. 國內 保險會社 適用 困難 方法	83
가. 債券發行方式	83
. 株式制度利用	86
. 其他方法	90
. 防禦手段別 比較結果	91
3. 保險產業 必要 制度的 改善事項	96
가. 株式發行制度	96
. 債券發行制度	100
. 結論	102
<參 考 文 獻>	105
<別添 1> 敵對的 M&A 國內事例	109
<別添 2> 本文引用 關聯法規	139

表 目 次

<表 - 1> 敵對的 M&A 類型別 事例	15
<表 - 2> 發行株式數 總數對比 少額株主權 變化推移	20
<表 - 3> 株式取得制限規程 變遷過程	24
<表 - 1> 防禦手段別 適用可能性 比較	50
<表 - 1> 國內損保社 持分構成內譯	53
<表 - 2> 國內 敵對的 M&A 防禦事例	58
<表 - 1> 國內 損保社 防禦戰略 計劃('98.5 基準)	82
<表 - 2> 防禦手段別 適用可能性 比較	93

. 序論

1. 研究 目的

高度成長 經濟規模가 政
府主導 産業政策 金融市場 非効率性
, 保險部門 自律化, 開放化 推進過
程 新設生保社 經營不實 保證保險社
損保社 不實解消 가 .
保險監督當局 '96 8 支給餘力不足 生保社 制裁
增資命令 , '97 3 履行 17
未履行規模 機關警告, 契約者配當制限,
保險事業規模制限 制裁措置 , '97 3
18 增資
命令 .
'98 4 支給餘力 基準
22 經營改善
計劃 , 實事 退出對象會社
他金融圈 政府主導 退出決定 金融 .
信用梗塞 現象 連鎖的 企業倒産
大量不良債權 發生 構造的 複合的 要因
保險産業 經營不實
化 現象 支給餘力 不足 '97 11

大量不實債權
 不實保險社
 構造調整 手段 M&A
 不實資產
 退出
 M&A
 異質性
 事例가 限制的 活性化
 , 前述 企業構造調整 形態 M&A가
 積極的 , IMF合意事項 本格的
 가 外國企業
 敵對的 M&A 許容 制度改編
 IMF 救濟金融 企業 株價下落 海外 多
 國籍企業 國內進出 向後 構造調整 方向
 金融危機 狀況 敵對的 形態
 M&A
 保險產業
 保險會社 引受 外國企業 專門 M&A 問議
 實事 事例가 가
 國內 保險部門 M&A 敵對的 M&A 許容措
 置 外國企業 國內保險會社 引受 容易 , 外國
 企業 敵對的 M&A 意思
 保險社 防禦戰略 防禦手
 段 相對的 劣惡 , 가 不公
 正 條件 賣渡 制度的 補完

M&A 自體 構造調整 企業經營 外部監視
 肯定的 效果가 敵對的 M&A가 許容
 防禦手段 制度的 與件 相對的 未備
 引受企業 引受對象企業間 去來條件 衡平性 缺如
 - 引受企業 特惠 - 市場歪曲 發生 가

本 研究 敵對的 M&A가 許容
 가 使用 防禦手段 制度的 衡平
 次元 研究 整備事項 提示

2. 研究方法 構成

本 研究 敵對的 M&A 事例
 適用可能性
 , 敵對的 M&A 發生可能性 分析 接近
 方法 向後 研究課題 本 研究 防禦手
 段 制度的 內容 主要 分析對象
 本 研究 構成 序論 敵對的 M&A
 經濟的 效果 動機, 敵對的 M&A 類型 關聯法規 變遷內容
 一般的 概觀 ,
 敵對的 M&A 一般的 防禦手段 會社構造 根本的 變更
 方法, 定款規程 新設 變更 方法, 株式制度 方

法 . M&A가 가 一般
 的 適用可能 防禦手段 概括的 比較 .
 敵對的 M&A 露出 企業
 特性 許容背景 發生可能性 國內 敵對的 M&A 發生事例
 防禦手段 ,
 敵對的 M&A 防禦手段 分析 保險產業 適用
 可能性 制度的 改善事項 提示 .
 別添 國內 敵對的 M&A 事例
 現實的 理解 , 本文 引用
 關聯法規 該當條項 對照

· 敵對的 M&A 概觀

1. 敵對的 M&A 意義¹⁾ 效果

敵對的 M&A 目標企業 () 買收 가 企業引
 受 · 合併 行爲 2). 目標企業 經營權 企業引
 敵對的 M&A 強壓的 手段 否定的 效果(cost)가 肯定的 效果(benefit)가 敵對的 M&A 가 .
 敵對的 M&A 諸效果 企業經營, 國家經濟, 企業倫理的 3).

가. 企業經營 側面

1) 肯定的 效果

內部統制機構 理事會 監事機能 가

-
- 1) M&A , "保險產業 M&A 研究", , 1998, pp.5-6, .
 2) 去來意思 定義 . , " M&A ", 「 」, , 1998. 3, p.7.
 3) , " M&A ", 「 M&A 」, M&A, 1996. 8, pp.65-74 , , , p.13 <

-2>

敵對的 M&A 企業經營 監視效果 非效率性 除去
 效率性 提高
 敵對的 M&A 信號(signalizing) 構造調整
 戰略手段

2) 否定的 效果

，引受對象企業 敵對的 M&A 經營權 維持
 近視眼的 R&D
 經營目標
 ， 防禦
 財務構造 惡化 가
 4).

． 國家經濟 側面

1) 肯定的 效果

成長 · 有望企業 限界企業 産業
 構造 再編 敵對的 M&A 有用
 '80 가
 敵對的 M&A 構造調
 整 가

4) 勞組 企業構造調整 抵
 抗勢力

가
 收益性(ROI)
 , IMF 救濟金

融 産業構造調整

, 産業構造 再編
 企業經營體質 強化 重複投資 防止
 資源 效率的 配分 가 社會全體的 富 增加

, 敵對的 M&A M&A
 引受企業 探索費用 企業退出 社會的 費
 用 가 .
 , 敵對的 M&A 가
 陽性化 .

2) 否定的 效果

, 敵對的 M&A 經營權 防禦次元
 所有構造 歪曲

5). 가
 , 機會費用(opportunity cost) . , 敵對的 M&A
 防禦費用(株式取得費用) 敵對的 M&A가

5) 少額株主 分散 市
 場買集 公開買受 . 委任狀對決
 經營權 紛爭 蓋然性
 株式持分率 .

2. 敵對的 M&A 動機

敵對的 M&A
M&A 가 , M&A 過程
友好的 協商
意思 敵對的 樣相
가 敵對的 M&A가
企業賣買差益
“ ”
企業買收者 先進國
新規市場進入, 市場支配力 擴大,
構造調整 次元 經營合理化, 戰略的 目的
M&A 價值創出行爲(value creation behavior)
引受對象企業 價值 引受對象企業
評價 敵對的 M&A
引受對象企業 價值 創出
敵對的 M&A가
M&A 一般的 動機

가. 迅速 市場進入

新規市場 獨自的

新規進入時 經營資源(business resource)

核心力量(core competence) 蓋然性

新規事業分野

M&A 가 時間 短縮

競爭者가 , 收益性

成功的 引受 合

併 引受對象企業

獲得 研究開發

費 施設投資 諸般費用, 時間上

問題點 危險負擔 回避

敵對的 M&A가 成功 引受對象企業 市場占有率

讓渡 ,

既存會社가 市場占有率

地位 確保(positioning) 引受對象企業

商品 流通上 確保

海外市場

市場情報 獲得, 生産施設 設立

流通網 確保 既存
企業 M&A가

· 市場支配力 擴大

寡占狀態

(conglomerate) M&A 巨大企業
獨占力 6).
規模 經濟(economies of scale) 範圍 經濟(economies of scope) 效率性 增大 生產性 提高가 大型化
多角化가 7).

水平的 統合(horizontal integration) 垂直的 統合(vertical integration) 8).
資源 共有가 同一 業種

6) 市場支配力 社會的 費用
(anti-trust law) 獨占力 水平的
公正去來法 가

7) 效率性 가 規制 規模 가
(predatory pricing), 相互購買(reciprocal buying), 相互競爭自制(mutual foreberance) 市場支配力 , 「 , ,
, 1997, pp.303 304

8) 企業內部化費用(internalization cost)
市場去來(market transaction)
內部化 效率性 去來費
用理論(transaction cost theory) 內部化理論(internalization theory)
가 .

動機
 資源 共有 管理가
 生産性 效率性增大 , 引受
 對象企業 同種業體 市場占有率
 獨寡占的 競爭優位
 垂直的 統合
 前方統合
 (forward integration)⁹⁾ 後方統合(backward integration)¹⁰⁾
 價值活動 擴大
 , 去來費用理論¹¹⁾ 資産 特殊性(asset specificity), 少
 數去來關係(small numbers bargaining condition), 移轉價格(transfer
 price) 租稅政策 市場失敗(market failure)
 垂直的 統合
 12),
 計劃樹立 實績統制가
 有機的 統制 水準 經營
 管理 效率性
 範圍 經濟 多角化 M&A
 13), 가 同時
 9) 流通部門 所有權 統制能力
 10) 投入要素 所有權
 11) , pp.332 335
 12) (internalization) 經營管理 效率性 企業 柔軟
 性 技術革新 가 管理費用
 (administrative cost) , , pp.335 339

個別的

M&A

多角化

， 非關聯多角化企業

(unrelated diversifier)

關聯多角化企業(related

diversifier) 收益

實證分析

14).

． 構造調整

經營合理化

가 獨占的 商品開發力

가 事業性

不適切 經營

戰略 非效率的 事業運營方式

生產的

地位가 威脅

構造調整¹⁵⁾

經營合理化

M&A

經營能力

非效率的 部門 除去

競爭力 回復

13) 市場 活用 成長追求, 危險分散, 範圍 經濟, 市場支配力擴大, 內部

散 所有 經營 成長追求 危險分

株主가 資本市場

利潤極大化

, 範圍 經濟 多角化

, pp.296 306

14) Rumelt, Richard P., "Diversification Strategy and Profitability", *Strategy Management Journal* 3, 1982, pp.359 370.

15) 非效率的 引受 回生

'80 巨大企業 敵
對的 M&A 引受 不實經營
非關聯事業 賣却 企業 價值 構造調整

引受企業側
事業部門
敵對的 M&A 非效率的 要素 除去
再編成

· 戰略的 目的

M&A 가
市場支配力, 費用節減
經營資源 創出
가 戰略的 目標
競爭關係
引受 · 合併 가
地位 維持

事前的 沮止 敵對的 M&A

企業文化 無視 過大評
價 , 共有 移轉
M&A 失敗 가

M&A

考察

統合

3. 敵對的 M&A 類型

經營戰略上 M&A 가
 市場買集, 公開買受(takeover bid), 委任狀 對決(proxy
 fight) 對象會社(target
 company) , 가
 株式 買入與否가 ,
 議決權 代理行使
 敵對的 M&A 類型事例
 (- 1).

<表 - 1> 敵對的 M&A 類型別 事例

	'95				-
	'96				-
	'96	OB			-
	'96				-
	'97				-
	'97				-
	'94				/
	'95		()		-
	'95				/
	'96				-
	'96		()		-
	'97				-

	'98	()			-
	'98				-
	'98	()			

:

가. 市場買集

市場買集 引受對象企業 證券市場 買入

. 證券去來法 200

株式所有制限 撤廢 16)

株券上場法人 協會登錄法人 株式 5%

當該 法人 保有株式比率 1%

5 金融監督委員會 證券去來所

17) 引受企業 가

18).

强制公開買受(mandatory tender offer)制

度¹⁹⁾ 單獨

16) 200 1 1

17) 200 2 1

18) 敵對的 M&A 勢力 特殊關係가 友
好勢力 聯合 經營權 取得 實體

19) 强制公開買受(mandatory tender offer)制度 ()
25%) 超過 一定數量(50% +1)
公開買受 法律 義務化
會社 支配權 取得 既存 株主 經營權 保護

株式持分率 公開買受 敵
 對的 M&A가 活性化 20).

· 公開買受 (take-over bid)²¹⁾

公開買受 不特定多數人 株式²²⁾ ()
 가) 請約 (가)
) 請約 勸誘²³⁾ 有價證券市場 協會仲介市場
 24),
 '76 證券去來法 全文改正 「有價證券 公
 開買受制度」가 企業公開 擴大政策
 會社經營權 維持問題가
 資本市場

資本自由화가 外資 國內
 企業 支配權 侵奪 防止 .

-
- 20) 利益 均等 配分 .
 - 21) 引受時 戰略 使用 法的 檢討 , “公開買受 研究”
 - 22) 議決權 株券上場法人 協會登錄法人 有價證券 證書,
 , (가)
 - 23) 文書 口頭 意思表示, 廣告 10 가 .
 多數人 買受請約書 配布, 大衆媒體 廣告
 - 24) 勸誘行爲 21

引受對象會社					公開買受制度が
長點					
，引受對象企業		大量	買入		
		有價證券市場	協會仲介市場		全體
發行株式 5%			25)		
				，引受對象企業	
	が				
，短期間内 伸縮的					公開
買受申請書		10			
公開買受期間	20	60			對抗公開
買受が					延長
	26)				
，引受對象企業					低價
			引受對象企業		
		引受對象企業	株價が 上昇		
	公開買受申請者が	公開買受條件	特定		27)
	均一 價格 ²⁸⁾				
	，	が	支配權 確保		株式持
分率				株式取得	拋棄
	29)		費用		
<hr/>					
25)	21	1			
26)	21	2	23	11	5
27)		11	4 2	6	
28)	25	2	2		
29) 公開買受申請書	應募株式	總數が	買受豫定株數	未達	

			引受對象會社	議決權			
				防禦策	行使가	原則的	禁止
30)			適用對象	有價證券 ³¹⁾	發行		
	理事會		株主總會	決議	禁止	32)	
							利點
	公開買受		引受對象會社				成功
							反對意見 表
示 ³³⁾			輿論				가 積極的
							가
			引受對象企業				
	事前情報		證券市場			公開買受	以前
			有價證券	發行	決議	34)	
			全部	條件	記載	公告	
			13	2	1		
30)			23	4			
31)	議決權	新株	發行, 新株引受權證書, 轉換社債, 新株引受權附社債, 交換社債		10		
32)		, 公開買受對象	가 經營權	紛爭			
	資金調達			一切			不可能
			資本充實	原則	企業	支配原則	
			, "敵對的企業買收	防禦策	友好的	第3者	
			新株發行", p.17,	12	5		
33)			25				
34)	公開買受申告書	提出前	發行	理事會	株主總會	決議가	
			防禦策	行使	可能	解釋	
			12	5			

引受對象企業 經營權 取得 公開
 買受 適用對象
 議決權 制限 處分 強制 35).

. 委任狀 對決 (proxy fight)

委任狀對決(proxy fight) 敵對的 M&A 議決權
 委任 經營權 取得 .

株式取得 費用 長點 升
 36),
 , 少額株主權(minority shareholder's right) ,

<表 -2> 發行株式數 總數對比 少額株主權 變化推移

		'98.2	'98.5
	5%	0.05%	0.01%
		0.50%	0.50%
		1.00%	1.00%

35) 議決權 制限 期間
 6月 經過 . 21 3,

12
 36) 1960 公開買受制度 委任狀對決
 , 1972 , 1976
 導入 .

가 3% 株主總會召集
 權 委任狀對決 經營權 取得

上場會社 株主總會 '98 2 28

3

. () , , () 國內事例

1 : ()

()

不實經營 招來 2 (8.01%) 友好勢力
 (11.34%) 解任

經營權 讓渡 37).

2 :

(14.31%)

(0.43%)가 '98 3 5 證券監督院 議決權代理行使 勸誘申

告書

普通株 1,000株 300

13

現經營陣

定款

一部 變更案 否決

理事 監事

37) 『 』, '98. 3. 2, 8

38).

9

自社 普通株 1,000株

議決權 代理行使

39), 10

議決權代理行使 禁止 假

處分申請

40).

12

()

37.98%,

37%

13

1) 委任狀 印鑑

2) 株主總會參席通知書 가

3) 外國人 投資者

常任代理人 住宅銀行 委任狀

41).

18

源泉的 無效

「

」

經營權 防禦 成功 .

3 : ()

'98 3 13 ()

議決

權 委任 23.5% 友好勢力

(0.21%)

(10.08%) 2 (5.06%)

38) 『 』, '98. 3. 9, 9

39) 『 』, '98. 3. 10, 12

40) 『 』, '98. 3. 13, 27

41) 少額株主側 持分() 40.07%

. 『 』, '98. 3. 14, 9

議決權 規制 '97. 4
 上場企業
 强制公開買受制度が 公開買受
 株式所有比率 10%
 25% 强制公開買受制度
 制限要素 43).

・ 强制公開買受制度 (證券去來法 第21條 第2項)

强制公開買受制度 上場企業 株式 25% 以上
 「50%+1」 公開買受
 '97. 4
 '98. 2. 24 强制公開買受制度
 實質的 株式取得制限制度

<表 - 3> 株式取得制限規程 變遷過程

	'97.3.31	'97. 4	'98.2.24
	- 10%	-	-
	- 10%	-	-

43) 保險會社が 引受企業 引受對
 象企業 保險監督規程 制約
 財產利用
 總資産 30% 超過
 51 ,

導入目的
 購入規模
 增加
 가
 經營權
 保護 ,
 株式賣渡 가 公
 開買受價格 株主 權益 保護
 44).
 IMF 救濟金融 惡化
 構造調整
 懸案課題 强制公開買受制度
 條項 .
 , 生存戰略 外資導入
 敵對的 M&A 許容
 , 制度的 裝置
 .
 '98 2 外國企業
 敵對的 引受 · 合併
 「 33%+1 」 「 50%+1 」 「 40%+1 」
 , 2 14 國會 2 24 施行
 敵對的 M&A가 45).
 44) 買受價格 1 場內 · 外 가
 가 가 .
 45) 强制公開買受制度 持分 25% SK
 最大株主 2 24 SK 10 買入
 25% 25.47% 가 SK 證券去來所

· 外國人 株式取得限度制限

가

'97 2 「外國人投資 外資導入 法律」
 1 10% 舊株取得
 , 가 友好的 形態

IMF 救濟金融 證市環境 變化
 '97 12 1 投資限度 50% 擴大 , '98 1
 種目當 限度 55% 上向調整
 , 投資目的 1 株式限度
 50% 外資法 10%
 理事會 證券管理委員會 財經院

「50%+1」
 費用上 外國人
 가 10%

46).
 '98 2 14 國會
 , 理事會 承認 外國人

, 株式買入 株式價格 安定 經營權保護
 . 『 , '98. 2. 26, 8
 46) 『 , '97. 12. 12, 10

株式限度가 10% 33.3% , 5 8 國會 財政經
濟委員會 法案審查少委 1/ 3

「外國人
投資 外資導入 法律改正案」 5 15

가 '98 5 22 金融監督委員會 外國人 國內 證券投資 活
性化 規制緩和對策 審議·議決 5 25

55% 上場株式 登録株式
外國人 投資限度가

上場債券 場外去來 禁止
規程 場外債券賣買

, 失權株 發行市場
公募株請約

47).

短期金融商品 가 許容
, 信用供與 制限 株式
信用去來가 完全自由化

· 自己株式 取得制限

商法 가 構成員
會社財源 還給 債權者 利益 侵害 가 資本
充實 原則 自己株式 取得 原則的 禁

47) 『 』, '98. 5. 23, 9

止 48).

防禦 必要性 敵對的 M&A 經營權
 '94 1 15 證券去來法 改正
 5% 上場法人
 10% 大統領令 比率
 有價證券市場 任意 取得 , '96 2
 12 大統領令 改正 10%
 '98 2 14
 緩和 가
 10% 33.3% 擴大 , '98 5 8 國會財政經濟委員
 會
 證券去來法 改正案 5 15
 本會議 通過 敵對的 M&A 防禦能力 提高

· 株式大量保有 公示制度 (5% rule)

透明性 提高 5%
 證券監督院 證券去來所(
) 證券業協會() 報告
 大量保有者 1% 變動 5

48) 341

大量變動報告書		主內容		
公示	敵對的	株式取得	變動	內容
情	防禦策	提供	引受對象企業	
本	制度	'92 4 1 10	證券去來法 改正時	
人		議決權	本	
		11	強化	
		合算公示	義務化	
		證券監督院	確認權	
		'97 2	加	企業支配
權				
情報公示機能	經營權	保護機能		
	財界		'97 1 13	改正證券去
來法(法律	第5254號)	公布	4 1	施行
	(5% rule)	改編		
			實質的	議決權
		保有持分		
		'97 12 29	'98 1 8	
改正證券去來法	報告對象	法人	上場法人	證券業協會登錄法人
擴大				
		透明性	提高	

· 敵對的 M&A 一般的防禦手段

1. 會社構造 根本的變更 方法

가. 主要資產 (crown jewel) 讓渡

引受對象企業 經營資源 敵對的 M&A

事業部門 資產 賣却 引受企業 敵對的 M&A

測 敵對的 M&A가 , 敵對的 M&A가 가 現實的 代案

가 가 商法上

不動産 有價證券 留止假處分 申請 49)

特定企業 敵對的

友好的 3 選擇權

lock-up 資產 lock-up 方式

· 借入 企業引受 (leveraged buy-outs)

49) 理事가 法令 定款 回復
 損害가 가 監事 發行株式 總數 100
 5 가 株主 理事
 留止 402

引受對象企業 外部 資金 借入
 3 (shell corporation) , 現經營陣 3
 3 資產 構成 .
 3 가 引受對象企業 株式 買入 , 引受對
 象企業 合併 引受對象企業 經營權 持續的 確保
 敵對的 M&A 白騎士(white knight) 代用
 策 .
 負債가 財務構
 造가 不健全 , 引受對象企業 少額株主 逐出 가

· 資本構造 再編(re capitalization)

1) 負債 增加 方法

引受對象企業 가 財務構造 惡化
 . 引受對象企業 敵對的 M&A
 未來利益 除去 敵對的 M&A가
 費用 追加

負債比率 가 金融費
 用 , 經濟與件 變化 破産
 , 株主 利益
 50).

50) 現行 商法 所有 經營 分離 志向 株主總會 權限 縮

2) 自己資本 增額 方法

固定資産 處分利益
 投資資産 處分利益 自己資本比率
 가 , 自己資本比率 增加
 敵對的 M&A 引受費用 防禦手段
 役割 51).

3) 資産價值 現實化

資産再評價 低評價 資産價值
 敵對的 M&A가 引受企業 利益
 除去 縮小 敵對的 M&A 가 縮小
 가 會計 利
 益創出分 配當
 現金流動性 資産價值가
 敵對的 M&A 誘引手段

4) 配當 無償株配分政策

小 理事會 權限 強化 社債 募集
 469 株主 利害 重要
 株主總會 權限
 支持가
 51) 不動産市場 不動産賣却
 固定資産 處分 自己資本比率 限界가

敵對的 M&A 株主總會 特別決議⁵²⁾ 基本定款 附屬定款 , 公開買受費用負擔 가 理事會 支配 , 少額株主 公正價格 權益 保護 , 理事會 有利 條件 . 定款規程 具體的 方法 .

가. 理事陣 時差任期制 (staggered board)

任期 分散 가 經營陣 經營權 遲延 53). 引受企業 M&A 가 가 理事 最大人員數 定款 明示 54) 가 議決定足數 增加 가 가 .

52) 433 1 , 434

53) 理事 任期 3 規定 定款 改正 . 383 2 .

(NYSE) 上場企業 3 1 許容 . , “資本市場 開放 銀行 M&A 防禦戰略”, 「 , , 1998. 3, p.24. 54) 理事 人員數 3 最低限 規定 . 383 1

經營上 理由

辭退

가 ,

惡循環

가 .

· 理事 資格制限 定款 新設

商法上

定款

資格要件

引受企業側 人士가

防止 .

· 特別多數決條項 (super majority voting requirement)

合併

法定決

議要件 加重

通常的 案件

合併承認

5 4

株主

敵對的 M&A

가

承認要件

引受企業 2段階 公開買受戰略⁵⁵⁾

引受企業側 合併 成功

株式規模가

引受費用上 負擔 가

引受 · 合併 誘引 除去

가 .

55) 2段階公開買受(two step take-over bid) 1

受對象會社 支配權

, 2

吸收 · 合併

引 殘餘株主

	引受企業側	對象企業	
持分	定款	變更	無力化
	가	lock-up provision	
多數決	特別多數決條項	變更	株主總會 特別

· 公正價格條項 (fair price provision) 新設

	特別多數決方式	代替條項	引受企業側	2段階	引
受	特別多數決規程		承認節次		
殘餘株主	公正	價格		戰略	
	株主	權益	保障	趣旨가	
新設	引受企業側	公開買受費用	增加	敵對的	
M&A		防禦手段			

· 償還權條項 (right of redemption provision) 新設

	引受對象企業	一定限度	以上
引受對象企業	殘餘株式	現金	償還
	引受企業	對象企業	經營權
		殘餘株主	引受企業
	1段階	支配權獲得	保護
引受對象企業		2	稀釋

· 經營陣 退職金累進規程 (golden parachute)

買收費用

· 巨額 退職金, 低價 株式買入權, 賞與金支給
'80 引受對象企業
株主利益

保護 經營陣(理事) 任務가 歪曲 가

golden parachute M&A

· golden parachute

中間經營者

silver parachute —

般 從業員

tin parachute

· 理事選任 任期 規程

引受企業側 理事陣 豫防 措置

· 前任權 引受對象企業 理事陣

方法 理事會 缺員

選任 理事 任期 選任時點

가

· 株主 引受 · 合併 承認 沮止 措置

· 臨時株主總會

, 召集要件
 , 召集權限
 書面決議 行爲 禁止
 要件 決議內容 商法
 相沖 實效性 代案

3. 株式制度 方法

가. 株式 發行

1) 新株 發行

公開買受자가 株
 式數量 , 株式數量 가
 買收費用 株式數量 買集
 가

2) 議決權差等株式 發行

經營權
 防禦手段 商法 1
 差等 (複數議決權株)
 不可能

. 友好勢力 利用

(white knight) (white squire)
 (white squire) 意圖

knight) 經營權 引受 實質的 買收勢力 (white

(white knight) 敵對的 M&A
失敗 引受對象企業 經營陣
賣渡 敵對的 M&A
引受對象企業 友好的 買收側
有利 價格

類似戰略

1) 友好的 關係 會社間 株式 相互保有

敵對的 M&A
(white knight)가 存在 對外的 公表
敵對的 M&A
敵對的 M&A가 가
事前的 防禦戰略 , 敵對的 M&A가
가

2) 從業員・協力業體 等 友好的 株主 確保 方法

議決權 參與
56), 紐帶關係가 敵對的

56) 株主總會 株主全員 構成

友好集團

從業員持株制度(ESOP : employee stock ownership plan)⁵⁷⁾ 100

20 優先配定 權利

가

株式買入選擇

權(stock option) 制度

가

類似 防禦策

3) 3 友好勢力 新株發行

3 投資者

(white squire)

引受對象企業

規定

持分率

가

第3者 定款 具體的 明示 3

不公正 , 3

經營權維持

立證

, 新株發行 公平妥當 基準

合理的方法

58).

57) 191 7

58) 趣旨上 新株 發行 既存 株主 侵害 가 不可能

· 毒藥計劃(poison pills)

毒藥計劃(poison pills) 引受對象企業 敵對的 M&A가
 株主 權利 引受費用

가 株主 保護
 M&A M&A

· poison pills 類型 .

1) 基本的 方法

가) 轉換株式(convertible shares) 發行

轉換株式 가 數種

轉換 權利가

株式 59).

會社法

企業金融

敵對的 M&A 防禦手段

, 引受對象企業 理事會 決議

株式配當

優先株 가

優先株 普通株

買收側 持分 가 가 敵對的 M&A

59) 轉換株式 轉換權 株主 附與

, 現行 商法上 認定

. , 「 」, , 1997, p.187, 346

가) 株式買受權 賦與方法

(1) flip-over pill

買收 權利	利益配當 主目的	引受企業	引受企業	가 株式稀釋化
(dilution)	敵對的 M&A	가		
引受對象企業 階 引受	· 合併計劃	公開買受者 役割		2段

(2) flip-in pill

	引受對象企業 配當	引受對象企業 引受企業	가 株式 稀釋化
	· flip-in pill	flip-over pill	가
引受對象企業	引受企業 買受權	一定比率 引受企業	株式比率 減少
敵對的 M&A	防禦效果가		

) 賣渡權計劃(back-end pill)

市場價格	가	株式 現金	債券 賣渡	優先株
交換價格	引受對象企業			
交換價格 M&A	最低價格	役割		

· 自己株式 取得

株式市場 自己株式 保有比
 率 經營權 保護 .
 敵對的 買收勢力
 流動株式數 減少 經營權 安定
 長點 , 引受對象企業 資金
 投資機會 喪失
 代理人問題 短點 .
 商法 第341條 制限
 '98 5 上場企業 自己株式取得限度가
 敵對的 M&A 가

· 逆公開買受 (pac- man) 戰略

敵對的 M&A가 引受對象企業 引受企業
 敵對的 公開買受 , 가
 支配權 取得 前 가
 敵對的 M&A 積極的
 가 .
 引受對象企業 買收試圖企業側 株
 主 引受對象企業
 가 .
 , 敵對的 M&A 引受對象企業側

가 , 引受企業 引受對象企業 消耗戰
可能性 打撃 .

・ 競争公開買受

引受對象企業 友好的 關係 3
가 가 가 公開買受
競争關係 造成 . 引受對象企業
公開買受價格 上昇 敵對的 公開買受
意圖 弱화 抛棄 防禦效果 期待 .

・ (greenmail)

自社 株式 引受對象企業 가
가 買收威脅 除去 ,
目的 經營權 確保
短期差益 .
問題點 高價買入
要求者가 同一 狀況 再現
가 .
가
敵對的 M&A 防禦效果 敵對的 M&A
買收勢力 , 其他 株主 高價買
入要求者 株主平等 原則
違背 不公正 去來手段 惡用 가 .

. standstill agreement

引受對象企業 引受企業 自社 株式
 支拂 引受企業
 約束 63).
 一定持分 가 支拂
 衡平性 問題

. 株式 讓渡制限規程 設定

定款 理事會 承認
 反 會社 效力
 64).
 閉鎖的 株式會社
 上場株式 現實的

4. 株式連繫債券發行 方法

敵對的 가 定款 轉換社債
 (CB) 新株引受權附社債(BW) 發行根據 設定 敵
 對的 M&A가 友好的 3 株
 式 轉換 持分率 가 防禦效果
 妥當性 法的 問題點

63)

greenmail

64) 335

5. 其他方法

가 防禦手段
 . , 敵對的 不法性 法的 訴訟
 提起 法律的 無效性 , 敵對的
 大衆媒體 友好的 輿論 形成
 引受企業 買收行爲 斷念 , 引受
 對象企業 株式價格 下落 利害關係者集團
 情報 株價 上昇 企業買收費用 增加

6. 韓 · 美間 防禦手段 比較

上記 美國
 各國 自國 制度的, 企業文化的 與件
 排除
 制限
 企業經營環境
 가 制度的, 文化的 可能 , 西歐資本主義方式
 敵對的 M&A 概念自體가
 企業文化 敵對的
 M&A 防禦行爲 規制가 가 硬直

前述

兩國間 防禦手段 現實的 使用可
能性 圖表 表 - 1

適用可能性

根本的 禁止

公正性 法的

妥當性 成敗與否가

가

使用上 制限

原則的

毒

藥計劃(poison pill), 差等議決權株 發行, 發行會社 greenmail 要求行爲

3가 가 , 其他 法的

制約

一般企業

保險會社

制約條件

敵對的 M&A

許容

規制緩

和 敵對的 M&A 發生可能性 必要條件

, 保險會社

制

限 相對的

敵對的

M&A 가 可視化 經營權防禦

株價下落

敵對的 M&A 對象(target) 가

約 防禦手段 制
 市場 與件 資金調達上
 敵對的 M&A 不均衡
 敵對的 M&A가 可視化 經營權 防禦
 構造調整方法 擴
 大 가 M&A
 M&A가 가 가
 M&A 優良 企業
 賣渡 逆選擇 가 一考 가 가
 株價下落 優良企業 經營權
 防禦 防禦手段 許容 가
 表 - 1 一般企業 防禦手段 適
 用可能與否 概括的
 가 具體的 內容

<表 - 1> 防禦手段別 適用可能性 比較

		()
1.		
golden parachute		
silver & tin parachute		
2.		
(CB)		
BW		
3.		
3 stock option		
(poison pill)		×
		×
(greenmail)		×
4.		
lock-up 가 가		

1) : 가 × : 가
: 가
: 가
2) : 가 가

敵對的 M&A 發生可能性 國內事例分析

1. 敵對的 M&A 露出 企業 特性

敵對的 M&A 引受 意志가
 引受對象企業 財務構造 所有構造가 가 變數

財務構造側面 資産價值 信用狀態
 , 所有構造側面 大株主 構成

가. 財務構造側面

1) 實際資産價值 低評價 企業

企業 資産價值 市場價值(株式價格)가 評
 價 敵對的 M&A 對象企業 可能性
 株式價格 低評價 代理人問題 經營
 戰略 潛在能力 情報
 效果 不足 收益創出能力 가 適切 反映

IMD⁶⁵⁾ 企業經營評價

65) 國家競爭力 46 35 國際經營開
 發研究院(International Institute for Management Development : IMD)
 가 가 , , , , 8 259 特
 定基準 가 注目 IMD가

66) , 流動性確保가
 保有不動産 內在價値가 有望成長産
 業 가 .
 가 가 引受企業 가
 가 利點 引受對象企業 資産價値가
 將來 利益 利點 .
 , 敵對的 M&A가 가
 資産價値 , 換率
 上昇 M&A 制度的, 環
 境的 敵對的
 M&A 가 .

2) 優良信用企業

引受・合併時 引受企業 資金調達 能力 向
 上 資源投入(resource input)
 가 收益性 提高 .
 , 高成長産業 高收益産業 現金 優

가 最下位 部門 “企業經營”

IMD, 「World Competitiveness 1998, Final Report 1998」, 1998. 4. 19
 66) IMF救濟金融 外債 償還
 流動性 , 連鎖倒産 不動産
 市場 株式價格 下落 . 金融危
 機 '97 11 1 綜合株價指數 644.92 , '98 7
 23 가 341.46 .

秀 負債比率 , 保有不動産 規模が
 主要 標的

・ 所有構造側面

1) 大株主 持分率 企業

最大株主, 役員 大量保有者(5%) 普通株式數
 50% 敵對的 M&A 對象
 , 損保社 大株主 株式保有量 50%
 理論的 株式買集 敵對的 M&A

<表 - 1> 國內損保社 持分構成内譯

(: , %)

	()			
			/ (5%)	
	8,580,000	2,610,659 (30.4)	619,097 (7.2)	3,229,756 (37.6)
	6,661,140	1,670,517 (25.1)	-	1,670,517 (25.1)
	4,912,772	1,502,278 (30.6)	615,665 (12.5)	1,704,716 (43.1)
	2,166,381 (373,846)	825,756 (38.1)	-	825,756 (38.1)
	4,712,000 (768,000)	734,897 (15.6)	466,609 (9.9)	1,201,506 (25.5)
	4,159,466	645,124 (15.5)	429,220 (10.3)	1,074,344 (25.8)
	2,400,000	1,027,687 (42.8)	-	1,027,687 (42.8)
	2,629,561 (334,200)	542,042 (20.6)	610,680 (23.2)	1,152,722 (43.8)

	()			
			(5% /)	
	8,940,000	2,828,744 (31.6)	474,757 (5.3)	3,303,501 (37.0)
L G	4,342,465	1,168,182 (26.9)	1,170,406 (27.0)	2,338,588 (53.9)
	6,000,000	3,010,486 (50.2)	1,278 (0.02)	3,011,764 (50.2)
	9,400,831	1,460,009 (15.5)	215,863 (2.3)	1,675,872 (17.8)

: / (5%) 가
 ()
 : '98. 7. 23

, 保有株式持分 20% 保險社 敵
 對的 M&A 對象企業 가 , 損害保險産業
 專業保證保險會社 外國社 大株主
 50% 以上 敵對的 M&A
 除外 .

2) 非財閥 系列 中小企業 新規企業

擔 資本金
 가 經營權防禦 資本力
 引受企業 引受費用負
 利點 .
 M&A 展開方向 中小企業 大企業 , 情
 報通信 金融業種 全業種 擴散 趨勢
 獨寡占企業,

無形 價值(特許, 核心技術) , 政府規制가
 , 財務構造가 借
 入餘力 充分 , 競爭關係 敵對的
 M&A 露出 .

2. 敵對的 M&A 許容背景 發生可能性

가. 許容背景

國際化 開放化 가 資本移動 障壁 撤廢 ,
 國內與件 .
 , , 企業環境 惡化
 非效率的 企業運營方式 所有 經營 分離概念
 가
 金融危機 株式市場 金融市場 가
 外資導入 絕對的 必要性 ,
 高失業, 高換率時代 進入
 全國家的 次元 構造調整 가
 .
 不實企業 整理問題
 外國人 制
 度上 制約
 投資 促進 .
 制度改善

敵對的 M&A 制度上 制約 敵對的
M&A가 完全自由化 前述
67).

敵對的 M&A 發生可能性

商法, 證券去來法, 公正去來法, 外換管理法
實質的 意味 M&A가
保守的 企業運營 敵對的 M&A
, 敵對的 M&A 否定
的 視覺 가 68).

競爭力 弱化 金融產業 構造調整 遲延
IMF 救濟金融 가 內需萎縮
, 國家信用度 企業 國際信用度 墜落
資金調達 惡化,
比較優位
喪失, 證券市場

敵對的 M&A가
, 株式市場 沈滯 市場價值가
, 資產價值 下落
IMF 救濟金融
支配權 獲得 容易

67) p.26

68) , 「M&A 」, , 1994, p.68.

가 外國資本 投資誘致 國際競爭力 提高 國內產業構
 造調整 69) 經營 透明性 敵對的 M&A

가 責任 措置 理解

70).

保險業界, 上場法人 損保業界

優良保險社

敵對的 M&A

敵對的 M&A

株式價格

下落

, 多樣

動機

發生

, 保險業

流動性

確保, 運用

國內 保險社

引受 · 合併

經營

改善

財源

敵對的 M&A가

保

險市場

收入保險料基準 世界 6位

가

成長可能性

內在

有望市場

國內

保險社

敵對的 M&A

潛在的 可能性

3. 國內 防禦事例

敵對的 M&A 事例 14件

69) 金融監督委員會 '98 6 29

5

退出

, 向後 不實 證券社

保險社

退出

豫定

70)

金融危機時 證明

- 2 >).

< 表 - 2 > 國內 敵對的 M&A 防禦事例

	'95			-	
	'96			-	
	'96			- -	
	'97			- 가 - -	
	'97			-	
	'94			- 가	
	'95		()	-	
	'95			-	
	'96			- 가	
	'96		()	- -	
	'97			-	
	'98	()		-	
	'98			- -	
	'98		()	- -	

:

防禦手段 3 (,) 가
 ,) 가
 積極的 防禦戰略 活用 經營權 維持 方法 示唆
 71).

가. 敵對的 M&A 防禦 成功事例

敵對的 M&A 特徵

가⁷²⁾,

, 單一 複數 效果的

, 攻擊手段別 防禦手段 相異

, 效果的

, 委任狀 對決 議決權代理行使 友好勢力

有效 敵對的 M&A

充分 確保

戰略 가 重要

나. 敵對的 M&A 防禦 失敗事例

積極的 防禦

輿論

防禦效果 意味 ⁷³⁾.

71) <別添 1>

72) 失敗 事例가 大株主 持分

가 限界가

73) 規模가 大多數 國民 認知

效果가 制限的 外國資本

無償增資 大株主 持分增加
 가 單純 意思
 表現 失敗原因
 株主總會 進行 妨害 ,
 , 防禦失敗事例 市場買集
 , 公開買
 受 가
 委任狀對決 가
 攻擊形態 特定 防禦手段 成功
 失敗事例 相關關係가 一般化
 , 成功 失
 敗與否 固有 狀況 彈力的
 以上 事例研究 , 敵對的
 M&A 複數防禦手段 積極的 戰略
 經營權 維持
 上記 國內企業間 敵對的 M&A 限界 가
 , 外國資本 敵對的 M&A
 技法 巨大 資本規模
 積極的 防禦戰略
 敵對的 M&A 國內企業 經營權 讓渡

排除

· 保險產業 敵對的 M&A 防禦手段 改善事項

	敵對的 M&A	防禦戰略	
	國內企業	敵對的 M&A	가
	敵對的 M&A 事例		.
防禦手段		適用可能	與否
	法律的	制度的 側面	,
改善		制度的 示唆點	.
本章	防禦手段	上場法人	損害保險會社
		非上場法人	生命保險會
社			.
	株式去來上	流動性	
	敵對的 M&A	可能性	
		가	排除
本章	生命保險會社		敵對的 M&A
警覺心			.
	防禦手段別 分類方式	定款變更	債券發行
	, 株式制度	其他 手段	4가
	,	使用可能	使用不可能
分類			.
1. 國內 保險會社	使用可能	防禦手段	

가. 定款變更方式

1) 理事陣 時差任期制 方法

時差任期制 商法 74)
 理事 任期制限 規定 ,
 許容 ,
 保險業界 가 理事陣
 時差任期制度 適用 事例 '97 社外理事
 75),
 M&A 防禦戰略 經營
 透明性 強化 目的 , 社內理事 가
 外部勢力 社外理事 가 .
 制度 公開買受者가 特別決議
 解任 가 76).

損害賠償請求 防禦手段
 . 正當 事由
 定款 明文化 .
 , 防禦戰略

74) 383
 75) 社內理事 理事會 再構成 社外理事
 過半數 政府가 3 , 産業銀行 1 , 市中銀
 行 4 , 1 , 1 3
 經營安定 時差任期制 3 1
 . 『 』 , '97. 3. 6, 11
 76) 385

根本的 防禦策 機能

가

2) 特別多數決規程

特別決議 要件 強化 法的 立場

가 . , 商法上 普通決議 要件⁷⁷⁾

特別決議 要件 意見 , 特別決議

要件 少數株主가 大多數株主 意思

許容

認定 有力

效果

公開買受者가 2段階 公開買受戰略 合

併 1段階 公開買受 取得 持分

率 增加 가 防禦效果

가 引受對象企業 가 2段階 合

併計劃 株式 保有 2段階 合

併要件 利害關係가 特別多數決 承認

引受企業

友好的 特別多數決

一般株主 合併 少數 大株主

合併 失敗 株主 權益

77) 368

保護次元

批判

3) 任員 高額 退職金支給(golden parachute)

防禦手段

退職金額

實效性

效果的 防禦手段

金額

引受對象企業 富가 社外 流出 株主 利益

規制

保險社

가

78) 退職金額

異議提起 法

的 訴訟

結果的

效果

4) 從業員 高額 退職金支給(silver & tin parachute)

中間管理者 一般從業員 退職金

條項

保險會社 株主 利益

敵對的 M&A 防禦

節次가 法的 妥當

時期的 敵對的 M&A가

實施 法的 妥當性

golden parachute

가 金額

78) 388

財產 適正範圍 株主 會社 利益 , 效果 golden parachute

· 株式制度 利用方式

1) 友好勢力 利用 方法

가) 第3者 新株配定

(1) 美國

敵對的 M&A 防禦手段
 . 一例 Treadway Cos., Inc Care Corp.
 Treadway Care 敵對的 M&A 沮止
 友好的 3 合併 3 大量 株式 發行

Care 가 當該株式 議決權行使 留止
 原審 留止申請 抗訴審 株式發行 有效性
 79). 理事 經營判斷原則

(2) 境遇

原則的 定款
 가 가 株式數 新株 配定 權利

79) , . “敵對的 企業買收 防禦策 友好的 第3者 新株發行”, , p.15

3 新株引受權 既存株主

企業 圓滑 資

金調達 3 新株引受權

株主 新株引受權 3 新株引受權

定款 内容 80). , 任員, 從業員

具體性 3 效力

株式 種類 數量 新株

發行 持分變動

가 特定 3 新株引受權

3 會社 具體的 契約 締結 新株引

受權 取得

轉換社債方式 敵對的 M&A 防禦事例⁸¹⁾

3 新株配定方式 事例 轉

換社債(CB) 3 指定 가 82) 3 新株

引受權配定 定款 3 相對的 制

限要素 存在 資金調達 防禦上 機動性 半減

83).

) 株式買入選擇權(stock option)

會社法 次元 制度的

80) 418

81) <別添 1>

82) 513

83) , , “敵對的 企業買收 防禦策 友好的 第3者 新株發行”,

株式會社 施行
'97 4 1 私募轉換社債 轉換條件 引受 1
가 防禦手段
任職員 株式買入選擇權 賦與方式 M&A 防禦
戰略 84).
證券去來法 寄與 任職員
自社 一定價格 購入 權利
. 事前 定款 根據規程 , 證
券去來法 189 4 1 2 定款 .
敵對的 M&A 對應策 友好勢力
持分率 . 株式
買入選擇權 決議日 3 行使 85)
期間內 敵對的 M&A가 實效
. 株式買入選擇權 株式買入 條件
敵對的 M&A가 株式 lock-up 方式 新
株引受權 具體的 新株發行 直接的
許容 86).

84) 財界 12 決算法人 30% 가 2百餘社가 stock option
. 『 』, '98. 3. 12, 7 . 損害保險業界
가 '98 5 大部
分 가 導入 豫定 . 『 』, '98. 5. 18, 1

85) 189 4
86) , “美國 韓國 M&A : 最近 動向 法的規制”,
, 1996, p.25

) 従業員持株制度(ESOP : employee stock ownership plan)

	公開買受 申請 以後	従業員持株制度	
	忠實義務遵守 與否		正當性
'85 Franz	EAC	事例	가 引受對象
企業	過半數 買集		가
	従業員 新株		Delaware
州 大法院	가 理事 支配權		
	經營判斷 原則		
'84 Norlin Corp	Rooney, Pace Inc	判例	
가 従業員 利益	設立		
	立證責任	證明	
自社株		無効化	87).
'88 6 Shamrock	Polaroid	5%	
Polaroid		15%	保
有	Shamrock		
訴訟	, 公開買受		
Polaroid	가 公正		
	株式讓渡	従業員 移轉	,
	獨立的 受託者	秘密	
	支配權保護	手段	

87) , , “従業員持株制度 研究”, ,

가 Shamrock Polaroid 以前
 Polaroid ESOP制度 ,
 ESOP 가 設立 株主 利益
 Polaroid 妥當 88).
 保險業界
 上記 . , 公開企業 損
 害保險會社 特定 株式比率 가 保障
 89) 友好的 持分勢力
 經營權 保護 . 非上場法人 生
 命保險會社 有償增資 從業員 新株 配定
 .
 敵對的 M&A 防禦戰略 3
 從業員持株制度 事前的 防禦手段
 .
 事後的 引受對象 保
 險會社 經營陣 經營權 維持
 引受企業 法的 訴訟
 .
 從業員 配定株式 社外流出問題 .
 證券去來法 施行令
 從業員配定株式 7年 保有期間 90)

88) , ,

89) 191 7

90)

證券會社 預託 引出 賣却 實際 敵對的
M&A가 防禦가
非友好的 勢力 流出 ESOP制度 防禦
效果 . 防止
資金支援問題 91).

) 白騎士(white knight) 戰略

3

敵對的 防禦手段 枯渴
引受·合併 最後 手段
友好勢力 賣却 敵對的
相對的 有利 經營陣 利益 確
保 .
資金力 友好的 勢力 敵對的 가
意見交換 敵對的 M&A 事前 迅速 適切
. 3 가 持續的
維持 .
商法上 營業 讓渡
合併 가 株主總會 專屬事項
. , 株主總會 特別決議⁹²⁾ 可能

90) 2 7

91) , ,

92) 374

) 競爭公開買受方式

	敵對的	가		友好的	第3者
			(white knight)		
		第3者	引受企業		公開買受價格
有利	條件	引受對象企業		公開買受	引受
企業		競爭關係			
		가		公開買受價格	上昇
	引受企業			費用	上昇
受對象	保險會社		防禦效果		, 株價가
			株主		
	가				
敵對的		가		引受對象	保險會社
不足	逆公開買受				資金力
				友好勢力	
關係	維持				
		資格	制限	證券去來法	
					公
公開買受	適用對象	有價證券	株券上場法人	協會登録法人	
가	定義		⁹³⁾ 上場法人	損害保險會社	登
錄法人		生命保險		가	

93)

10

2) pac man 戰略

商法	94)	가	引受對象企業
公開買受者	10%		公開買受者가
對象會社		議決權 制限	
防禦效果		.	
公開買受者	對象企業	가	10%
	議決權	制限	.
	가	引受對象會社	40%
	母・子會社	關係가	對象會社
者		95).	公開買受
會社側		公開買受者	40%
	資金上	負擔	消耗戰
	戰略	.	
		資本規模가	
引受對象	保險會社가		制限的
	가	.	
		引受企業	株主
			引受對象
保險會社	株主	自社側	
	結果	.	

3) 自己株式 取得

94)	369	3
95)	342	2

敵對的 M&A 許容 ,

敵對的 M&A 危險 露出

企業 M&A 以前時點

가 一方的 無防備狀態

公正 競爭行爲

敵對的 M&A 效果的 防禦策

摸索 '98 5 15

證券去來法 改正 自

己株式 取得限度

上場企業 損害保險會社

自己株式 防禦效果 極大化

議決權 97)

經營權

流動株式數

減少 買收勢力

持分買入 株價가 上

昇 가 資金上 負擔

財務健全性 低下 敵對的 M&A

가

가 證券去來法 改正

97) 369 2

自己株式取得限度 取得數量 ,

金額上 制限

商法 利益配當 限度內 大統領令 金額 以下

制限 98).

非上場法人 生命保險會社 商法上 自己

株式取得制限條項⁹⁹⁾ 規制

定款 株式 讓渡制限規程 設定¹⁰⁰⁾ 方式 代案 考慮

. 其他

1) 法的 訴訟

敵對的 買收勢力 對象會社

가 法律的 無效性

法的 가

防禦效果가 不法

性 가 ,

既存 防禦戰略

引受對象 保險會社 訴訟 勝訴

敗訴 金

錢上 被害 가

98) 189 2

99) 341

100) 335

가

防禦戰略 摸索

, 勝算

가

經濟的, 心理的

買收意慾 挫折 가

M&A 關聯 法規 買收勢力

研究가 101),

法律專門人 確保

102).

2) 友好的 輿論形成

敵對的 不當性 非倫理性 大眾媒體

言論 友好的 輿論 形成

引受企業

理論的, 倫理的 妥

當性 必須要件 引受對象企業 文化

的 同質感 紐帶感

101) 死文化 銀行法 關係條項
例 .

102) 實例 「 M&A 」 , , 1998, pp.97 98. 가
經營權 引受 &
國內最高 法務法人 法律鬭
爭 , , pp.101 104

外國人 外國企業 敵對的 M&A가
引受對象企業

國民情緒的 價值

'93

輿論

沮止 例

外國企業 國內 事例 '98 6 15 「MS」가

「 」 1 2

持分參與 「 」 開發 事業 中斷

自生的 批判的 輿論

103).

「 」 自發的 意圖下

「 」 經營行爲

「MS」 使用者

「 」가 投資

103)

「 」 「한」

敵對的 M&A

資金難

「 」

國

內企業

提携

大企業

(white knight)

失敗

1

「 」 競爭業體 「

「 」가 投資

「 」 「MS」

『 』, '98. 6. 16, 17

公正去來法 違反 投資合意 白紙化
 公正去來委員會 不公正性 與否 가
 合意內容 檢討作業 104),
 「 가 商品 文化的 象徵
 性 가 「
 」 「 特定製
 品 特殊事例 가
 「 가
 國民的 共感 自生
 的 成功與否
 潛在的 可能性
 105),
 保險產業 引受對象 保險會社 規模
 가 가 呼應
 經濟與件下 가 制限的
 戰略的 感
 情的 輿論 排他的
 感情 正常的 通商關係 不協和音
 106) 正當 企業經營 論理

104) 『 』, '98. 6. 16, 11

105) 가 結成 「한 가 가 100

投資提議 「 가 「MS 가
 投資誘致協商 中斷 『 』, '98. 7. 21. 輿
 論形成 效果的 敵對的 M&A 防禦手段
 實效性

景氣不況 特殊狀況 巨
 視的 變數 變化推移 獨立的 保險會社 內生的
 累積赤字 深化 支給餘力惡化 가
 保險社 理論的 現實性
 即刻的 代案 , 敵對的 M&A
 防禦策 長期的 經營改善 次元
 敵對的 M&A 短期間 防禦
 效果
 IMF 體制
 克服 巨視的 經濟與件 好轉 ,
 構造調整作業 金融市場
 實物經濟가 輸出
 換率 安定 國
 家 企業信用度 提高 金融市場
 實物經濟가 雇用 增大 所得增
 大效果 有效需要가 創出 企業價
 值 靑信號 가
 保險會社 不合理 經營方式
 打破 株主 利益 經營方針
 가 (entrepreneurship) 實踐的 次元
 保險會社

株式市場 信號效
 果(signaling effect)가 企業價値가 株價
 安定的 投資勢力
 投資勢力 株價 適正水準 維持 敵對的 M&A
 友好勢力 役割 가

國內 損保社 防禦計劃 現況

國內 損害保險業界 '98 5 定期株主總會
 敵對的 M&A 定款變更計劃
 '98 5 損害保險會社가 敵對的 M&A 防禦戰略
 stock option
 多樣 計劃
 複數 國內 損保社 敵對的 M&A
 警戒心 經營權 防禦 必要性

<表 - 1> 國內 損保社 防禦戰略 計劃 ('98.5 基準)

	○ ○ 3
	○ () ○ ()

	○ ()
LG	○ ○ ○ (380 1) ○ (3 18 14)
	○ (4 1 4 30)
	○ ○ 3 ○ 가 가 (2/3 , 1/3)

: '98. 5. 18, 1

2. 國內 保險會社 適用 困難 方法

가. 債券發行方式

美國 一般企業 保險社 資金調達方式

가

商法 理事會가 定款 株主 第3者 轉
換社債(CB) 配定 ,
株主總會 特別決議 가

107).

株券上場法人

가 가

商法 第470條

社債發行限度 制限

108).

判例中

轉換社債發行

無效判決

敵對的 M&A

經營權 防禦

多數株

主 利益 侵害

가 1審 證券市場 安定性維持

2審 無效決定判決

2審 無效判決 論據

友好勢力 第3

者 新株

私募轉換社債發行

既存 株主 新株引受權

不公正

가

가 排除

持分比率

制度濫用 違法

'97 4 1

株主總會 召集

經

營權 關聯 訴訟

證券去來所

公示

禁止

107) 513

108) 191 5

1 株式 發行要件

強化 .

一般企業 社債發行 가

經營權防禦

實效性 .

社債發行方式 가

保險業界 可能性

가 不可能 .

債券發行 資金 借入

109).

外部資金 危險 增加

保險契約者 利益 가 事前的

國民 財產保護 公益的

性格 保險業

保險會社 方

法 效果性 根本的 不可能 ,

別途 論議가 .

美國 保險會社 資金調達方式

-
- 109) 保險監督規程 第59條 保險事業者 1
- 資金 借入 .
1. 銀行 當座借越
 2. 還買條件附債券 賣渡
 3. 去來仲介機關 (總資産 0.5% 超過 .)
 4. 政府 國債引受 支援資金 借入

法的 制約

同一 資金調達方式 許容

株式制度利用

1) 毒藥計劃(poison pill)

	가	轉換株式	償還株式	優先株發
行方式		理事會	轉換條件	償還條件
	가	110)		商
法上 定款 記載事項		111) 株主總會	決議要件	

	가	引受對象會社	
一定比率	超過	1	2段階 合併
	轉換	償還條件	未來
不確實	事件	條件	

flip-over	flip-in, back-end pill	가
가	保險會社	配當 形態 低價 株式買受
權 賣渡	轉換請求權	option
法上 違背		現金 株式

	가	權利行使者	引受對象會社	株主 制
限	公開買受側	除外		株主平

110) 譯, , p.278

111) 345 , 346

等 原則 違背 無效是非 가 .
option 價格 株主
間 衡平 原則 資本充實 原則
. 保險會社 毒藥計劃
防禦戰略 現在 .

2) 議決權差等株式 發行

強力 防禦手段 .
1株當 1議決權
112) 國內 保險會社 使用
不可能 .

3) 第3者 新株發行

敵對的 M&A가 公開買受方式
第3者新株發行
證券去來法 , (CB),
(BW) 禁止 113).
3 性格 (CB) 가 資金調達
目的 法的 視覺 , 敵對的 M&A
가 進行 3 資金調達
經營陣 經營權 保護目的 가

112) 369 1
113) 23 4 , 12 5

4) 買收勢力 株式取得(greenmail)

自己株式

美國

適法性 認定 , 經營判斷尊重 原則

忠實義務 觀點 適法性 114).

一例 '84 4

公開買受 經營陣

株式 公開買受價格 為

買受 其他費用 株價為 暴落

株主 理事陣

被告 返還請求訴訟

經營權 維持

自己株式 取得

事由

連帶責任 立證責任 115).

防禦目的 妥當性

利益 損失

株式取得行為為

114) 譯, , p.255

115) , , “防禦的 自己株式取得”, ,

忠實義務

違反

認識

會社定款 一定比率 以上

方式

禁止 規程

趨勢

, 州法

規制

立法活動

116).

上場法人 損害保險會社 自己株

式取得 證券去來法上 證券市場

117)

가

直接公開買受方式

自己公開買受方式

greenmail方式 118)

119).

116) 譯, , p.255

117) 189 2

118) 國內 外國人 事例가 '98 7 10

. 美國系

가 2

T&C 1 50 가

買受

株式賣却

11 時勢差益

換差益

46

T&C 不實系列社 合併 同伴不

實可能性 理由 反對

合併

株式買入

. 證券業界

事前價格協商 可能性

支拂 典型的

『

』 '98. 7. 11, 9 , 11 .

株價造作

證券去來所 精密賣買審理

價格談合

證券監督院

. 『

』 '98. 7. 11, 9 .

株式買入 有價證券市場

兩者間 協商

直接取得

119) 譯, , p.272.

		現實的	
手段		資產買入選擇權	3
	對象會社	營業 全部	重
要 一部 讓渡	重要財産	讓渡	
株主總會 特別決議が		122).	
敵對的 M&A 引受對象會社が			
既存 經營陣		特別決議	成功與
否		敵對的 公開買受が	
	實務的	株主總會 召集	
	適切 對處行爲		
			資産 -
現金, 有價證券 - 流入		資産價值減少効果が	相殺
防禦効果が 減少			

・防禦手段別 比較結果

對象	一次的 上場法人 損害保險會社
	非上場法人 生命保險會社
	使用可能性

3

121) 譯, , p.252
122) 374

(white knight) , (poison pill),
, lock-up 商法上 規制
株式會社 損害保險會社 生命保險會社

債券發行方式 生保社 損保社

適用 論點

株式制度

上場法人 非上場法人 生

損保社 證券去來法上 公開

買受制度 上場法人 損保社 登録法人

生保社 使用可能 123).

自己株式 取得方式 上場法人 自己株式取得制限制度

가 損害保險會社

生命保險會社 非上場法人 商法上

自己株式取得制限

定款上 株式讓渡制限條項 設定 代案

124).

國內 保險會社 適用可

能性 制約要因

比較結果表

가

123) 10
124) 335

美國 一般企業 保險社 .(表
-2)

公正性 忠實義務 原則 遵守

. 債券發行

方式 第3者 新株發行方式 法的 制約

法的 立場

. pac man , greenmail lock-up

否定的 視覺 相對的 制

約

<表 -2> 防禦手段別 適用可能性 比較

1.			
golden parachute			
silver & tin parachute			
2.			
(CB)			×
BW			×
3.			
3			

3.			
(poison pill)		×	×
		×	×
(greenmail)		×	×
4.			
lock-up 가 가			

- 1) : 가 × : 가
: 가
: 가 가
2) 가 가

制約條件

(poison pill)

(greenmail)

原則的

困難

, 가 保險會社

使用不可能

適用方式

法的 態度가

가

定款變更

, 株

式制度 3
 , 其他 方式 lock-up
 特別多數決規程 法理論上 贊反兩論 , 第3者新株配
 定 從業員持株制度 事前的 가 敵對的
 M&A 防禦手段 妥當性
 lock-up 公正性 가
 greenmail lock-up
 妥當性 法的 效力 懷疑的
 國內 保險會社
 golden parachute silver & tin parachute, pac man
 가 가 根本的 禁止要
 件 現實的 實效
 限界가
 防禦戰略 外國 保險會社 敵對的 M&A
 相對的
 一般企業 不利
 個別 保險會社 固有 內部狀況
 外部與件
 , 劃一的 基準
 引受對象 保險會社 防禦策

가 代案 公正 保障

保險會社 防禦戰略 樹立 制度的
改善事項 가 .

3. 保險產業 必要 制度的 改善事項

長點 問題點
制約要因 . 制約要因 制度
保險會社 內部的 狀況
法 違背 가
, 保險會社 敵對的 M&A
使用 必要 企業自體 內的 要因
制度的 環境 가 排除
企業防禦 次元 再考 가 .
前述 制度的 制約事項 問題點 保險產業
制度的 改善事項 .

가. 株式發行制度

1) 第3者 新株發行 關聯 制限緩和

公開買受方式 敵對的 M&A가 現行 證券去來法
, (CB), (BW) 禁止
商法

企業 資金調達目的 次元 法的 立場 結
 果 .

經營權 確保 同制度 無分別
 被害가 가 , 效率的 M&A
 産業構造調整 肯定的

敵對的 M&A가 가
 . , 一方的 公開買受行爲 殘餘株主 利益
 證券市場 , 健全 成長
 對處 手段 가
 論理 經營權 喪失
 M&A 完全自由化
 가 蓋然性 .
 企業倫理的 經濟的

不當 法的 基準
 一律的 適用 企業防禦 可能性

3 (CB)
 (BW) 資金調達目的 手段
 同制度
 違法 法的 論理 柔軟
 修正 가 . , 同制度
 正當 企業防禦手段 機能 認定

가 .

狀況 論理下 同制度

經濟的 損失 企業 株主

利益 全體的 防禦手段

認定 가 .

該當企業 衡平 論理

公開買受期間 3 (CB),

(BW) 發行可能性 適法性與否 制度改善

2) 差等議決權株式 發行

前述 商法上 使用

不可能 企業經營環境

商法 改正 가

固定觀念 가 .

, '98. 6. 24 黨政 商法改正案 株式 最低 額

面金額 5 100 , 株式分割制度

2 理事 3%

累積投票制

破格的 125).

가가 額面價 以下

株式價格 策定 資金 調達

125) 『 』, '98. 6. 25, 2

國內 保險會社 所有構造 現在

保險會社 所有構造 變動 可能性 排除
準備次元 가 代案策 再考

敵對的 M&A 不確實 事件 條件 上記
株式 發行 配當 株式買受權 賣渡 轉換請求權
附與 現行 商法 毒
藥計劃 導入 難點 存在

債券發行制度

前述 保險會社 資
金調達
財務構造 安全性 保險契約者 根
本的 安全裝置
肯定的 保險會社 敵對的
M&A 主要防禦手段 가 可能性

實效性 相對的 減少
가 一般企業 ,
制限 保險會社
資金調達 企業防禦上 柔軟性 가 活路

可能性
 (CB), (BW)
 許容 事前的 友好勢力 持
 分 安定的 確保 敵對的 M&A 防禦
 效果 美國 先進國
 考 가 許容 再
 無限制的
 債券發行 經營 惡化
 財務構造가 健全 支給餘力 充實
 評價 選定 制限 範圍 以內 許容 副作用
 最小化
 該當 保險會社 財務狀態 監視 追
 加的 制度上 補完策

· 結論

外換危機 換率 上昇 株價が 暴落
企業價值が 2 下落 國內企業
外國企業 購買意慾 . , 保險産業
流動性 確保 長期的 運用 が
長點 成長可能性 有望 肯定的 要因
戰略的 目的 國內保險會社 敵
對的 M&A 發生可能性 排除 .
本 研究 國內 保險會社 企
業防禦 が 防禦戰略 摸索 . 以下
先進國 各種 M&A 防禦手段
要約 國內 保險産業 防禦戰略 發展 制度的 改善事項
本 研究 .
國內 保險會社 原則的 定款變
更 時差任期制, 株式制度 株式買入
選擇權附與方式, 白騎士(white knight) 利用戰略, 競爭公開買受戰略(
) , 自己株式取得方法() , 其他方法
法的 訴訟 友好的 輿論形成 .
法的 制約
現實的 適用上 方式 .
任員 高額 賞與金支給方式(golden parachute) 中
間管理者 從業員 賞與金支給方式(silver & tin parachute)

防禦效果
 企業 財
 產 任職員 流出 株主 反對が
 株式制度 利用方式中 逆公開買受(pac man) 戰略 引受企業
 公開買受 資金上 負擔 消耗的
 様相 , 其他方法中 企業價值 株價反映
 短期的 對應策
 , 法的 立場 意見差異が
 存在 方法 . 定款變更方式中 特別多數決規程
 妥當性 贊反兩論 贊成 意見
 有力 國內 保險會社 使用 計劃 事例
 株式制度利用方式中 第3者新株配定方式 從業員持株制度方式 事
 前的 防禦策 效果的 公開買受が
 法的 有效性 是非 可能性
 , 其他方法中 資産 lock-up 去來方式 法の效力
 公正性 次元 敵對的 M&A
 株主總會 特別決議 要 節次上
 國內 保險社 現實的
 , 轉換社債 新株引受權附社債 株式連繫債券 發行
 國內 保險監督規程上 制約 , 毒藥
 計劃(poison pill) 現行 商法上
 , 差等議決權株式 發行 現在

株主保護 次元

， 企業名義 (greenmail)

國內 證券去來法上

分析結果中 國內

保險產業 防禦戰略 樹立 制度的 改善事項

株式制度 ， 第3者新株發行 防禦手段

機能 制限的 認定 法的 立場 緩和

既存株主 企業價值 保護 가 充足

條件下

， 差等議決權株式 發行 株式分割制度 株式 最低額

面金額 商法改正

國內 導入時 利害關係者 防

禦效果

， 毒藥計劃 使用 가 法的 彈力性 提高

國內 商法 改正

， 保險會社 株式連繫債券 制限的 許容

保險會社 源泉的 制約要件 經

營權防禦

國內 敵對的 M&A 事例 積極的 防禦策

經營權 維持 가 法的 訴訟

利害關係者 攻防

主題 深度 有用 研究가 進行

期待

< 參 考 文 獻 >

- ， “ M&A : ” ，
1996
- ， “ M&A ” ， 「 」 ， ， 1997 ，
pp.30 39 ，
- ， “ M&A ” ， 「 」 ，
， 1997 ， pp.3 20
- ， “ M&A ” ， ， 1998
- ， “ M&A ” ， 「
」 ， ， 1997 ， pp.34 63
- ， 「 M&A 」 ， ， 1994
- ， “ ” ，
- ， “ ” ，
- ， “ ” ，
- ， “ 3 ” ，
- 譯 ， 「 」 ， ， 1995
- ， “ M&A ” ， 「 」 ， 14 1 ，

, 1995

, “ ”,

1996.3, pp.3 21

, “ ”, 「 M&A 」,

M&A, 1996. 12

, “M&A ”, 「 M&A 」,

M&A, 1996. 1

, “ ”,

「 M&A 」, M&A, 1997. 4

, “ M&A ”, 「 」,

, 1997, pp.21 33

, “ - ()

”, 1998. 2. 2

, “ M&A ”, 「

」, , 1998. 3

, “ M&A ,

”, , , 1998. 2. 26

, “ M&A ”, 「 」,

, 1998. 3

, “ 가 가?”, 「

M&A 」, M&A, 1997. 1

, 「 」, , 1997

, 「 M&A 」, , 1998

, 「 」 , , 1997
 , “ M&A ”,
 , 1996
 , “ M&A ”,
 , “ (MAI) M&A ”, 「 M&A 」 ,
 M&A, 1996. 7
 , “ M&A ”, 「 M&A 」 , M&A,
 1996. 8
 , “M&A ”, 「 」 , 21 1 ,
 , 1995.2, pp.197 221
 , “ M&A ”, 「 M&A 」 ,
 M&A, 1996. 6
 , “ M&A : 가? ”,
 1998. 4. 17
 , “M&A ”, 1998.
 2. 20
 , “M&A
 ”, 1997. 5. 22
 , 「M&A 」 , 1996
 「 」 , 942 , 1998. 2, pp.12 28
 ,

IMD, "World Competitiveness 1998, Final Report 1998", 1998. 4. 19

Rumelt, Richard P., "Diversification Strategy and Profitability",

Strategy Management Journal 3, 1982, pp.359-370

<別添 1> 敵對的 M&A 國內事例

-
-
-
- ()
- (, JMC)
- (,)
- ()
- ()
- (,)
-
- ()



'94 11

M&A

- '94 6 29 30 (

10%)

- '94 10 26 11 9 28 20

45 (15%) 1 38,000

-

10%

-

- 11 28

25% (75) 1 가

가

'94 11 10

가가 가 38,000

가

40%



1

2 ()가

, white knight .

- 14.57%, ()가 13.06%

- '94 12 27 1

'95 1 11 2 2

가 49,500 가 9 18

. 가 14.57%

25.1%

- ()가

5% (85,000) 40

- , '95 1 21

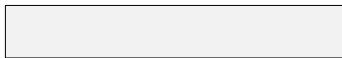
30,000 , 35,000 ,

가

- '95 2 2 1 16

'95 2 2 가가 51,400
가 49,500 3.8% (1,900)

white knight 85,000 (5%)
84,740 (4.9%)



1)

, 敵對的 M&A

- 1 23.17%

- '97 4 9

1) 가 3

3

64,890 (13.59%), '97 4 15 53,070 (11.11%)

가

- '97 4 15 “ ”

1%

2)

- '97 4 16 44,770 (9.38%)

.

34.08%가

29.26%

가

-

- '97 4 18 '97 5 3 8 2

「5%+1」 23,875

- '97 4 24 24.7%

「50%+1」 '97 5 6

26

120,785

- '97 5 3

가

2)

M&A

. 25%
 12%
 37%
 - '97 5 27 , ,
 , ,
 ,
 - '97 6 18 '97 6 30 7 19
 148,592 (30.81%)
 - '97 7 31
 51%
 - '97 11 24

1

3

1% ,

()

()

M&A

M&A

3

M&A

, ()

- '96 12 '96 8

- '97 1 4

802,000 (19.68%)

가

. 1

17.9%

- '97 1 8

- '96 150

- ,
- '97 1 23 3
 - 3)
 - '97 1 24 가 40%
 - '97 1 25
 - '97 1 28

- 519,287 , 309,897
- 829,184 (7.7%)
- 가 25% '97 1 9
- 28 101 (6.87%)
- 23.22%
- '97 1 16 2 3 943,399
- (6.38%) 29.59%
- '97 1 25 2 1
- 171
- '97 2 5 59 500 ,
- 43

3)
M&A , 가 .

- '97 2 6

- '97 2 10 330,200
31.83%

- '97 2 10 , ,
3 143 (9.67%) '97 2
1
. 18.42% 9.67% 28.09%가

- '97 2 4 14 153,
770 (1.03%) 가 32.86%

- '97 2 13

- '97 2 14 220
.

- '97 2 18

- '97 2 25 400 3
. , : '97 2 28
. : 1 ,
- '97 2 25 2 가
가

- '97 2 27

.

- '97 2 27

291,570 (1.97%)

12.6%

- '97 3 3

704,080 (4.76%)

- '97 3 4

'96 12

12 '97 2

1,317,480 (8.9%)

- '97 3 4

가 '93 9 6

266

, '96 12

200 가

'97 6

가

1,489,469 (9.15%)가

.

32.86% 39%

가 ,

37.2%

33.8%

- '97 3 5

13.66%

.

12.63%,

10.93%,

13.66%

3 ,

37.22% 32.86%

- '97 3 5 () 4 가

- '97 3 6 () 352 (24.1%)가
'96 12 16 '97 3 6

- '97 3 6 “
, 1
”

- '97 3 6 '97 1 9
M&A 가 3
'97 3
6 14 28 3 7
- '97 3 6 가 78.04% 29,899
가 2,000 3 6 5%

· 500 LG 200 , 150 ,
150

· 가 '97 7 1
1,672,000 (9.87%)
가 가

- '97 3 10

- '97 3 11

敵對的

M&A

.

- '97 3 11

가

- '97 3 12

.

- '97 3 12

, LG , 3

가

,

가

280

가

- '97 3 13

가

- '97 3 14

- '97 3 15

- '97 3 18

가

(現 JMC)

2

1 , 2

- '54 (50%), (33%), (16.7%)

- '93 三子, 四자가

21%

가 가

26.35%, 27% (19.8%) , 가

6.5%

-

(2)

- '95

- '96 1 8 “

,
”

- '96 1 26 208,380 (20.08%)

. “ 2

가 가

,

”

- '96 1 26

M&A

- '96 1 30 2

. 2 47.08%

, 1 26.35%

- (6.5%)

- '96 2 1 1 가

가

- '96 2 15 1

. 46.43% 2

1

2

1

2

, 5%

4)

(現,)

가

3 가

,

,

12

- '53

,

- '93

-

428,331 (24.76%),

423,331 (24.47%)

- '94 12 20

15

- '94 12 22

5

4)

- '94 12 28 5)

316,760 (18.3%)

.

,

5%

rule

- '95 2 22

- '95 2 27

- '95 2 28 10

.

- “ ”

“

”

- '95 2 28

- '95 3 2 “ ()

가 ”

- '95 3 9 24.75%

44.66%

5) , 가

- , ,
12

1 2

2 가

가

()

2

1

2

, 1

가 ,

- '96 12 4

30

10%

- '96 12 6

,

10%

· 10%, 19%,

11% 40%,

18.94%, 3.42%

22.36%

- '96 12 9

- '97 1 6 2 13

- '97 1 7 400

- '97 1 9 가

·

가

- 400 18%

- '97 1 12

825,687 (8.07%)

- '97 1 13 ,

4.48%

- '97 1 17 10

가

- '97 2 6
- '97 2 19 가
- '97 3 19 , 4
- '97 4 26 가
- 8 6)
- '97 5 3 가
- '97 5 13
- '97 5 28
- '97 6 11
- 101 (11.9%)
- '97 6 12 가
- . 46%, 38%
- '97 11 26

6)

50%

가

- '98 1 13 10

가

- '98 1 16 10

가

- '98 6 3

가

()

가

.

- 3.52%, () 2.7%,

1 3%

- '95 6 26 132,000 (6.27%)

- '95 6 28 30 85,770

가 137,779 (6.53%)

- '95 7 11 6 23 6 29

96,000 192,000(9.6%)

- '95 7 21 8 7 26

60 (30%)

. 가

39.6% 가

.

- '95 8 26

.

- '98 1 13 10

가

- '98 1 16 10

가

- '98 6 3

()

가 가

(現)

- 22.5%

- '96 7 27

10 (50%)

8 10 30

· , 가 8 (40%)

· 가 32,000

- '96 8 3

가 33,500

· 7 26

가 23,900

- '96 8 22

- '96 8 31 23,710
 - '96 11 11 27.2%
 . 32.02%

가 가
 가 가
 가 32,000

()

()

- () 6.02%, ()
 9.29%, . 10%, 9.9%,
 9%, 4%
 - '96 11 22 () 12 5 24 640,000
 (16%) 31,000

- '96 12 7 , ,
 12 19 '97 1 7 680,000 (17%)
 32,000

- '96 12 11

- '96 12 24 () 456,887 (11.42%)
 21.38%

.

30.67%

- '97 1 3 ()

· '96 11 15 () 129
 200 160%

· () , ,
 ,

- '97 1 3 () 1 15 2 3
 280,000 (7%) 37,000 2

- '97 1 7 26.9%

()

()

()

()

,

.

- '96 9 () 234,000
 (9.36%)가

- '97 1 19 (9.36%) () ()
 (9.18%) 1 30 2 18
 331,500 (9.75%), 178,500 (5.25%) 51 (15%) 4

· () () 가
 19.11%, 14.42%

- '97 1 23
 2 4 24 60
 (17.65%) 41,000

·
 9.99% 27.64%
 54.27%가

- '97 1 25 () ()
51 70 (20.59%) , 가
4 48,000
- 1 30 2 18 2 6 2
26
- ()
46.8%
- '97 2 16 2 18 19
가 19,400
- '97 2 24
449,999 (13.2%) 가
23.22%
- (18.06%) ,
가 가
- '97 3 10 () 5
- () 53 47
()
가
- '97 3 11 ()

- '97 5 22 () () 가
72,000 ()
가 가 103
10
· () ()
가 가
- '97 10 16 () 6 가
15
· ()
'95 31.4% '96 23% , 219%
334%
· () 10 24 1
·
- '97 10 15 () 408
140
· 敵對的 M&A
- '98 2 25 가 가 (-
)가
- '98 2 26 가

가

- '98 3 9
가

- '98 3 12

- '98 4 1 가

()

()

()

()

()

<別添 2> 本文引用 關聯法規

商法

證券去來法

證券去來法施行令

商法

335 ()

.(1995. 12. 29)

1

.(1995.12.29)

6

.(1984.4.10)

341 ()

.(1984.4.10)

1.

2.

3.

4. (1984.4.10)

5. 가 (1995.12.29)

342 2()

100 40 가 (“ ”)

(“ ”)가

1.

2.

1

6

100 40

가 가

(1984.4.10)

344 ()

1

(1995. 12.29)

가

345 ()

가 , ,

346 () 가

344 2 ()

368 ()

4 1 .(1995.12.29)
369 () 1 1 .

가 가

,

가

10 1 가 가 가 가

.(1984. 4. 10)

370 () 가

.

가

가

4 1

374 (, ,) 가 434 ()
() 가 .

1.

2.

,

,

3.

1

374 2 1 2 ()

.

374 2() 374 (, ,)

20

가

3 2

3 1

(1995.12.29)

469 ()

513 ()

1

가

1.

2.

3.

4.

5.

6.

434

3

363

(1984.4.10)

證券去來法('98.5.25 , 5539)

2 () ⑩ “ ”
 .
 .(97.1.13)
 21 ()
 가 (“ ”) 가
 .
 . (“ ”)
 (가
 .)가 (200 2
) 가 100
 5 (가
 가 100 5 가
) . ,
 .
 <98.2.24>
 “ ” (가
 .)
 (가
 .)
 가
 .
 1

.(98.2.24, 98.5.25)

(97.1.13)

21 2()

, , .가 .

(“

”)

.(98.1.8)

1

(97.1.13)

21 3() 21 1 21 2 1

(

)

,

(

)

.(98.1.8, 98.2.24)

(97.1.13)

22 ()

(“ ”

)

(

.

)

,

.(98.5.25)

(97.1.13)

23 ()

(

24

)

22

2

10

,

()

1

1

()

2

(97.1.13)

23 2()

, 가 ,

.(97.12.13, 98.5.25)

11 1 · 2 · 5 , 22 23 1

(97.1.13)

24 ()

(

“ ”)

.(97.1.13, 98.5.25)

13

24 2()

23 1

1

.< 97.12.13, 98.1.8, 98.5.25>

“ ”) (“ ”)

(97.1.13)

25 () 가

.(97.1.13, 98.1.8)

25 2()

가 .(98.2.24)

(97.1.13)

25 3() 14 가

, 23 2

1. (

, 가)

2.

16 1

(97.1.13)

26 ()

, 23 2

, 24 2 2

25

2

(98.1.8)

(97.1.13)

27 ()

가

가

(98.1.8)

27 2() 17 19 20

(97.1.13)

189 2()

가

462 1

.(97.1.13, 98.2.24, 98.5.25)

1

. 1

.(

98.2.24, 98.5.24)

1 2

.(97.1.13, 98.1.8, 98.2.24)

1

.(97.1.13,

98.2.24, 98.5.24)

14 16 , 19 20

.(97.1.13, 98.2.24)

(94.1.5)

189 4() .

. (

) 가

(“ ”

) (“

”) 434

(“ ”) .

- 1.
- 2.
- 3.
- 4.

. 가 .

1 3

,

가 .

가

350 2

351

.(97.12.13, 98.1.8)

1

(98.1.8)

1 8

.(97.12.13)

(97.1.13)

191 5()

가 가

470

((§ 11) 97.1.13)

191 7()

100 20

가 . , 1

1.

2.

1 가

100 20

1

.(98.5.25)

((§ 17) 97.1.13)

200 ()

.(82.3.29, 87.11.28, 91.12.31, 94.1.5,

97.1.13, 98.1.8)

1. 가 3

100 10

2. 1 100 3

1

.(94.1.5, 98.1.8)

1 2

.(82.3.29, 98.1.8)

(97.4.1, 94.1.5(4701 1), 97.1.13

(5254)

200 2()

(가

가 100 5)

() 5 (

)

(

)

100 1

() 5

,

.(

94.1.5, 97.1.13, 98.1.8, 98.5.25)

21 4 1

.(97.1.13)

1

가

.(97.1.13)

1

.(97.1.13, 98.1.8)

1

,

가

.

.(94.1.5,

97.1.13, 98.1.8)

5

.(94.1.5, 97.1.13)

(91.12.31)

證券去來法施行令

('98.2.24 , 15687)

2 7() 2 18
가

1. 가 가
가 가

가. 191 7 1

. 가 1
") 145 (" , 7
1
가

. 가 가
가 (가 가
가) , 가

3. .

1 ,
1 , 1
.

1 .

2. ()

3. 20

1 191 7 3

1 2

2 2 “ ”

100 1 3

(97.3.22)

10 (가) 21 1 “

가 ”

가

1 가 (“ ”) .

1.

2.

3.

4.

5. (1 4 가

)

(97.3.22)

10 2() 21 1
“ ” (21 1)

6 .
21 1 “ ”

1
가 10 .

(97.3.22)

10 3() 21 1
1 “ ” 1

1.
가. (.)

. 6 4
. 3
. 3
. 2
. 가
. 가

. 가
100 30

. 가
100 30

2. 1
가.

.
. 1 100
30

. 1
(가)
100 30
가

2 1 가 가 1,000
4 86
3 86 8

.
1 “ ”
1 .(

98.2.24)

- 1.
- 2.

3. ()

(97.3.22)

10 4() 21 1 “
” 1

1.

2.

3.

(

)

4.

5. 가 가

6. 189 4 (“ ”)

(97.3.22)

11 () 21 1 “
” 1 .

1.

2.

3.

4.

5. 1 4 가
가 (98.2.24)

(() 97.3.22)

11 2 (98.2.24)

11 3 (98.2.24)

11 4() 21 2 1

(가

) ,

가

(“ ”)

21 2 1

1.

2.

3.

4.

5.

6. . 가 .

7.

8. 가 (

)

9. 1

10. 가

11.

12.

2

1. 가 ()

2. 가

3.

4.

5. 가 가

6. 가· 가

가· 가 < 98.2.24 >

7.

8. 가 8 1

9.

(98.2.24)

2 가

.(98.2.24)

(97.3.22)

11 5() 21 2 2 “

” 23 1 20

60

(“ ”)가

.(97.3.22)

12 () 21 3 “ ”

21 1 21

2 1 6

.(98.2.24)

(() 97.3.22)

12 2() 22 1 “

”

22 1 “ ”

(97.3.22)

12 3() 23 2

“ ” 1

1.

21 1

(98.2.24)

2. 가

3.

가 가 (

98.2.24)

(97.3.22)

12 4() 23 3 “

” 가 .(98.2.24)

(97.3.22)

12 5() 23 4 “

” 10 1 4

가

· ,

가 .

(97.3.22)

12 6() 23 2 1 “

” 1 .

1.

2. 가 . , 가

가 가 .

3. 가

(98.2.24)

(97.3.22)

12 7() 24 2 1 “

” 1 .

1. 가

2. 가 1

가.

·

·

·

· 가

가 (98.2.24)

3. 1 가

가.

. (84 8 1)

.

.

.

.

. 가

가 (98.2.24)

(97.3.22)

13 () 25

가 .

.

.(97.3.22)

13 2() 25 2 1 “
” 1

1. 가

(98.2.24)

2. 가

(97.3.22)

13 3 (98.2.24)

著 者 略 歷

金浩敬

美國 The University of Texas at Austin, 經濟學 博士

現 保險開發院 保險研究所 金融研究 長

_____:

『Optimal Banking Contract Introducing Shareholder's Capital』 ()
 “ ” (, 97)
 “ ” (,
 97 2 1)
 “ () ” (, 97
 2 2)
 『 M&A 』 (, , 98 1)
 『 』 (, , 98 3)

朴祥皓

成均館大學校 經濟學 碩士

成均館大學校 經營學 博士課程

現 保險開發院 保險研究所 研究員

張宰駟

大學校 經營學 碩士

現 保險開發院 保險研究所 研究員

研究調查資料 98-4

保險會社 敵對的 M&A 對應手段 研究

1998 8

35-4

368-4000

()

275-6200

ISBN 89-88001-15-X 93320

定價 10,000