

# The Inefficiency of Hostile Takeovers as a Disciplinary Mechanism: A Theoretical Analysis

강상엽

북경대학교, 교수 (국제법학원)

J.S.D., Columbia Law School, European Corporate Governance Institute  
(ECGI) 정회원, 미국 변호사, CFA, FRM

기업의 지배구조를 연구하는 학계에서는 전통적으로 적대적 기업 인수(hostile takeovers)가 사회의 효율성을 향상시키는 메커니즘으로 작용한다고 인식하여 왔다. 이러한 견해의 근거는 다음과 같다. 기업의 경영상태나 지배구조가 좋지 않으면 기업 가치와 주가가 하락하는 경향이 있으며, 해당 기업이 적대적 인수의 표적이 될 가능성이 높아진다. 인수자가 이러한 기업을 인수하는 데 드는 비용 부담이 상대적으로 낮기 때문이다. 그렇다면, 이러한 위협 속에서 기업은 비자발적 인수를 방지하기 위해 경영성과와 지배구조 관행을 개선할 유인(incentive)을 가지게 된다. 결과적으로 적대적 기업 인수 시스템은 시장경제의 중추적 기구로서 건전한 기업 구조조정을 달성하는 것은 물론, 사회후생과 경제적 효율성을 증진하는데 중요한 역할을 한다.

이러한 전통적인 견해와 이론에 따르면, 기업의 가치와 주가는 경영 효율성과 지배구조 수준을 반영하여 형성되므로, 실적이 저조하거나 지배구조가 미흡한 기업은 ‘회사의 지배권 시장’(market for corporate control)에서 인수 대상회사(target company)가 되고, 그 결과 경영진이 해임되는 등 징계 효과(disciplinary effect)를 경험한다. 이를 규율 혹은 징계 체제로서 적대적 기업 인수(hostile takeovers as a disciplinary mechanism)라고 부르기도 한다. 이러한 견해는 법경제학의 거장 Henry Manne 교수의 이론적 전개에 뿌리를 두고 있다.

저자가 저널 출판을 앞두고 있는 논문인 ‘*The Inefficiency of Hostile*

*Takeovers as a Disciplinary Mechanism: A Theoretical Analysis*'는 위에서 소개한 적대적 기업 인수에 관한 전통적 이론에 도전적 견해를 제시한다.<sup>1)</sup> 본 논문은 이론적 분석에 중점을 둔 연구로서, 적대적 기업 인수의 효율성(efficiency)을 비판적으로 논의하는 데 초점을 맞추고 있다. 이론 중심의 논문이기에, 특정 국가의 적대적 기업 인수 체제나 환경을 직접적으로, 전반적으로 다루지는 않는다. 다만, 적대적 기업 인수에 대한 이론적 프레임을 설명하는 과정에서 미국, 중국, 그리고 우리나라의 사례를 바탕으로 부분적인 설명과 분석이 포함되어 있다. 이 논문은 적대적 기업 인수가 활성화되더라도, '시장 구조적 인프라 문제'(market infrastructure issues)로 인해 적대적 기업 인수가 그 국가 내 회사의 전반적인 실적 개선이나 지배구조 강화 측면에서 효율적인 규율(혹은 징계) 메커니즘으로 작동하지 못할 수 있는 점을 이론적으로 보인다. 어떤 경우에는, 적대적 기업 인수 제도가 오히려 바람직하지 못한 결과를 초래할 수 있다는 점도 설명한다.

본 논문에서 논의하는 시장 구조적 인프라 문제는 다음과 같다. 첫째, 지배주주가 존재하는 소유구조(controlling shareholder ownership)로 인해 적대적 기업 인수가 제한되는 문제. 둘째, 자본시장(capital market)과 상품시장(product market)에서의 정보 비대칭성(information asymmetry) 문제. 셋째, 지배적 시장 지위(예: 독점 또는 과점)로 인해 발생하는 불완전한 산업조직(incomplete industrial organization) 문제. 넷째, 정부 및 기업집단으로부터의 지원과 보조금이 초래하는 왜곡 문제. 다섯째, 자본시장의 불완전성으로 인한 문제이다. 이 가운데, 첫 번째 요인은 잠재적 인수 대상기업의 범위(pool)를 제한함으로써 적대적 기업 인수의 비효율성을 초래하는 것이다. 반면, 두 번째부터 다섯 번째 요인은 기업 가치와 주가를 왜곡하여 적대적 기업 인수 시스템의 비효율성을 일으키는 요인이다.

시장 구조적 인프라 문제가 가격 메커니즘을 훼손하면, 실적이 저조하거나 지배구조 수준이 낮은 기업의 주식이 과대평가되는 반면, 우수한 기업의 주식은 오히려 과소평가된다. 이렇게 왜곡된 주가 메커니즘은 기업의

---

1) 현재 이 논문은 SSRN (Social Science Research Network)에 working paper의 형태로 공개되어 있으나, 최신 버전으로 업데이트되지는 않았다. 한편, 이 논문에 대한 요약 설명은 Oxford 대학의 Business Law Blog (OBLB)에서 소개하고 있다.

품질에 대한 신호를 불명확하게 만들고, 투자자들에게 혼선을 초래할 수 있다. 또한, 적대적 기업 인수를 고려하는 잠재적 입찰자(potential bidders)의 의사결정에도 영향을 미칠 수 있다. 달리 말하자면, 성과나 지배구조 측면에서 우수한(high-quality) 기업이 인수대상이 되는 반면, 부실한(low-quality) 기업은 오히려 인수대상에서 제외될 수 있다. 그 결과, 적대적 기업 인수는 비효율적인 기업이나 경영진을 징계하는 규율 메커니즘으로서 역할을 적절히 수행하지 못하거나, 그 기능이 심각하게 저해될 수 있다. 이하에서는 시장의 구조적 인프라 문제가 규율 메커니즘으로서 적대적 기업 인수를 저해하는 다섯 가지 경로에 대해 보다 자세히 논의한다.

첫째, 기업의 소유구조는 적대적 인수·합병의 가능성과 효율성을 결정하는 데 중요한 역할을 한다. 미국, 영국 등 소수의 국가를 제외한 대부분의 국가에서는 지배주주가 존재하는 기업 소유구조가 일반적이다.<sup>2)</sup> 지배주주가 중심인 소유구조를 가진 경제에서는 대체로 잠재적 인수 대상기업이 지분이 분산된 소수의 기업으로 한정된다.<sup>3)</sup>

가령, 어떤 국가에서 100개의 기업이 존재하고 단 하나의 기업이 적대적 인수·합병의 대상이 된다고 하자. 극단적인 경우, 실적과 지배구조 측면에서 상위 10위권에 속하면서 지분이 잘 분산된 기업이 인수대상이 될 수도 있다. 왜냐하면, 지분이 분산된 10개의 기업에 비교하여, 설령 지배주주가 존재하는 나머지 90개 기업이 실적이나 지배구조 측면에서 모두 열위에 있는 지극히 예외적인 경우라고 하더라도(즉, 최상위 1위부터 10위까지 모든 기업

---

2) 기업 지배권의 획득 기준에 대한 보편적으로 합의된 기준은 존재하지 않는다. 그러나, 주식이 광범위하게 분산되어 있다면, 대략 30%의 의결권을 보유하는 것만으로도 실질적인 지배력을 행사할 수 있다고 보는 견해가 유력하다. 이는 주주총회에 주식 전부가 참여하는 것은 아니기 때문이기도 하다. 우리나라의 공정거래법령에서도 30%라는 기준을 대체로 수용하는 것으로 보인다(물론, 공정거래법령에서는 정성적 기준으로 지배주주의 지배력을 평가하는 규정도 있다). 그러나, 30%의 의결권을 보유하더라도 30% 의결권이 지배력을 완전히 보장하는 것은 아니다.

3) 그러나, 30%의 의결권을 보유한 지배주주가 존재하는 기업이라고 하더라도 적대적 인수·합병의 위협에서 완전히 자유로운 것은 아니다. 특히, 순환출자(circular shareholding) 방식으로 조직된 기업집단은 피라미드 구조(pyramidal structure)를 기반으로 한 기업집단보다 적대적 인수·합병에 취약하다. 이는 순환출자 구조의 일부 고리가 외부의 공격으로 인해 단절될 경우, 기업집단 전체가 붕괴될 위험이 있기 때문이다. 또한, 복수의결권(dual-class equity structures)을 통해 지배력이 형성된 경우, 해당 주식의 복수의결권이 1주 1의결권 원칙으로 전환되는 요건(conversion to one-share-one-vote)에 따라 인수·합병 상황에서 효력이 제한될 가능성도 있다.

이 지분이 분산된 기업이라 하더라도), 이들 90개 기업은 일반적으로 적대적 인수·합병의 위협으로부터 자유로운 상태에 있기 때문이다. 이는 전통적 견해와 달리, 적대적 기업 인수의 대상이 되는 기업이 성과가 상당히 저조하거나 지배구조가 열악한 기업이 아닐 수도 있다는 점을 의미한다. 이때, 적대적 기업 인수 체제의 규율 및 징계 기능은 그 타당성을 현저히 잃을 수 있다.

전통적 견해는 대체로 지배주주가 존재하지 않고 분산된 소유구조가 확립된 미국과 같은 시장에서 상대적으로 더 잘 적용되는 이론이다. 예를 들어, 미국과 유사한 시장 구조를 가진 특정 국가에서 100개의 기업 중 90개가 분산된 소유구조를 가지고 있으며, 단 하나의 기업이 적대적 기업 인수의 대상이 된다고 가정하자. 이때, 인수 대상기업은 실적과 지배구조 수준 측면에서 최하위권 중 하나인 기업일 가능성이 높다(단, 시장의 다른 구조적 인프라 문제도 존재하지 않거나, 존재하더라도 그 문제점이 심각하지 않은 경우에서 논의한다). 이는 지배주주가 존재하는 기업이 적대적 기업 인수 시스템의 위협을 받지 않아서 그 의미를 퇴색하더라도 이러한 기업의 수가 10개에 불과하기 때문이다. 즉, 분산된 소유구조를 가진 기업 중 인수대상이 되는 기업은 실적 및 지배구조 수준에서 하위 100위는 아니라 하더라도, 최소한 90위권에는 속할 수밖에 없다. 이러한 환경에서는 적대적 기업 인수 체제가 완벽하지는 않더라도(달리 말하자면, 정확하게 100위 기업이 적대적 기업 인수 대상회사가 되지는 않더라도), 상대적으로 열악한 기업(예를 들어, 90위권 기업)이 인수대상으로 선정된다. 이러한 측면에서, 적대적 기업 인수 체도는 일정 수준의 규율 기능을 유지하면서 시장의 효율성 증대에도 전반적으로 기여한다.

둘째, 본 논문은 시장 실패(market failure)의 주요 원인 중 하나로 널리 알려진 정보 비대칭성이 적대적 인수·합병의 규율 기능을 저해하는 통로와 방식에 대해 분석한다. 자본시장에서의 정보 비대칭성(information asymmetry in the capital market)은 특히 공시 시스템(disclosure system)이 미비하거나, 자본시장 규제 위반에 대한 처벌 및 집행이 미흡한 국가에서 더욱 심각한 문제로 나타난다. 이러한 환경에서는 기업의 재무 실적, 경영의 품질, 미래 전망에 대한 신뢰할 수 있는 정보가 대체로 부족하며, 공개된 정

보의 정확성이 종종 훼손된다.

정확한 정보가 제공되지 않을 경우, 기업 주식의 가치 평가에 왜곡이 발생할 수 있다. 이는 주가에 반영되어야 할 ‘중요 정보’(material information)가 자본시장에 완전히 제공되지 않기 때문이다. 효율적 시장가설(특히, 준강형 효율적 시장가설: semi-strong form efficient market hypothesis)에 따르면, 일반에 공개된 정보(publicly available information)는 즉각적으로 주가에 반영된다. 그러나, 중요 정보가 누락되거나 왜곡될 경우, 이러한 가격 조정 과정이 원활하게 이루어지지 않으며, 자본시장에서 형성된 주가는 중요 정보가 반영된 본질적 가치와 큰 괴리가 생길 수 있다.

더욱이, 기업이 중요한 정보를 의도적으로 누락하거나 허위 공시를 하는 경우라 하더라도, 투자자들은 기업의 상대적 가치와 성과를 정확하게 평가하지 못하게 된다. 자본시장에서 이러한 상황이 빈번하게 발생하면, 투자자들은 투명하게 정보를 공개하는 기업과 그렇지 않은 기업을 효과적으로 구분할 수 없다. 이러한 환경에서는 경영성과나 지배구조 수준이 우수한 기업도 투자자가 구체적으로 어떤 기업인지 알 수 없으므로, 신뢰를 온전히 확보하지 못하며, 그 기업은 과소평가되어 주가 하락을 경험할 수 있다. 반면, 정보를 조작하여 제시하는 기업도 투자자는 어떤 기업인지 알 수 없으므로, 오히려 더 많은 투자자를 유치하고, 결과적으로 더 높은 주가가 형성되기도 한다. 즉, 가격 왜곡이 자본시장에 전반적으로 광범위하게 일어날 수 있다.

따라서, 이러한 상황에서는 적대적 인수 체제가 “악화가 양화를 구축한다”라는 Gresham의 법칙의 한 단면(물론, 이와 완전히 일치하지는 않지만)을 반영할 수 있다. 즉, 적대적 기업 인수 제도는 때때로 불투명하거나 조작된 정보를 보유한 기업을 보호하는 반면, 투명하게 정보를 공개하는 기업을 징계하는 방향으로 작동할 수 있으며, 결과적으로 비효율적인 규율 메커니즘으로 변질될 수 있다.

상품시장에서 발생하는 정보 비대칭(information asymmetry in the product market)은 소비자의 선호와 행동을 왜곡하여, 소비자가 본래 선택하지 않았을 상품을 구매하도록 유도하거나, 선호하는 상품을 구매하지 못하게 만들 수 있다. 이로 인해 소비자 구매 패턴이 왜곡되며, 이는 기업의 매출과

수익과 같은 재무지표에도 영향을 미친다. 나아가, 이러한 왜곡은 자본시장에서 기업 가치 및 주가의 왜곡으로 이어질 수 있다. 결과적으로, 가격 왜곡이 발생하면, 열등한 회사의 기업 가치와 주가가 상대적으로 낮기 때문에 인수대상이 된다는 전통적인 적대적 기업 인수 이론이 전제하는 징계적 메커니즘은 원활하게 작동하지 않는다.

셋째, 독점적 또는 과점적 시장 지배력 역시 적대적 기업 인수 체제가 경영성과와 지배구조의 수준이 낮은 기업을 효율적으로 징계하고 규율하는 기능을 약화할 수 있다. 부실한 경영성거나 취약한 지배구조는 기업 가치를 저하할 가능성이 있지만, 시장 지배력이 강한 기업은 독과점적 이윤을 바탕으로 상당한 경제적 지대(economic rents)를 창출할 수 있다. 이는 경영성과 및 지배구조의 취약성으로 인한 기업 가치 하락을 상쇄하거나, 오히려 기업 가치를 상승시키는 효과를 초래할 수도 있다. 또한, 이러한 기업은 시장 지배력이 낮은 기업에 비해 자본시장에서 상대적으로 우위를 점할 가능성이 크다. 이는 시장 지배력을 보유한 기업이 대체로 강력한 현금 창출 능력을 갖추고 있으며, 투자자들이 이러한 특성을 선호하기 때문이다. 그 결과, 해당 기업은 채권 또는 신주 발행 시 자본조달 비용을 낮출 수 있다. 즉, 상품시장(product market)에서의 독과점적 시장 지배력은 자본시장(capital market)에서도 금융적 이점을 제공하는데, 이를 저자는 ‘자본시장과 상품시장 간 시장 지배력 전이 현상’이라고 명명한다.

독과점에서 형성되는 경제적 지대가 주가에 긍정적으로 반영됨에 따라, 독과점 기업은 적대적 기업 인수의 대상이 될 가능성이 낮아진다. 독과점 기업을 인수하려는 잠재적 인수자는 상당한 인수 자금을 마련해야 하며, 이 과정에서 높은 금융 비용을 부담해야 한다. 또한, 잠재적 인수자의 입장에서 보면, 인수 시도가 없었다면 보유 자원으로 선택할 수 있었던 다른 투자 기회를 포기해야 하므로, 인수에 따른 기회비용(opportunity cost)도 간과할 수 없다. 독과점 기업이 상당한 경제적 지대를 누리고 있는 경우, 이상에서 논의한 비용의 예상값은 더욱 커지며, 인수자가 지급해야 할 프리미엄을 고려할 때 적대적 인수·합병이 잠재적 인수자에게 부담스러운 규모가 된다.

아울러, 잠재적 인수자는 독과점 기업을 인수하더라도 그 기업이 지

속적으로 경제적 지대를 창출할 수 있을지에 대한 불확실성에도 직면한다. 이는 인수 전후의 규제 환경 변화나 정부와의 관계 측면에서, 인수자가 기존 경영진보다 불리한 위치에 놓일 수 있기 때문에, 인수 후 독과점 기업의 시장 지배력이 이전보다 약해질 가능성이 있기 때문이다. 이러한 요소들을 종합적으로 고려하면, 독과점 기업에 대하여 잠재적 인수자가 적대적 인수를 시도할 가능성은 제한될 수 있다.

넷째, 정부 보조금과 각종 지원은 적대적 기업 인수 제도가 경영성과나 지배구조 수준이 저조한 기업을 효과적으로 징계하고 규율하는 기능을 방해할 수 있다.<sup>4)</sup> 다수의 국가에서 보조금, 세제 혜택, 규제상의 이점을 포함한 정부 개입이 발생하고, 이는 특정 기업의 경쟁력을 인위적으로 강화한다. 그 결과, 경영 효율성이나 지배구조의 건전성과 무관하게, 회사의 주가는 상승할 수 있다. 본 논문은 이러한 현상을 ‘정부에 의해 창출된 지대’(government-generated rents)와 관련된 현상이라고 정의하며, 이로 인해 해당 기업들은 적대적 기업 인수의 대상이 될 가능성이 상당히 감소한다. 반면, 정부 지원이 미흡한 기업들은 경영 효율성이 더 높은 경우에도 상대적으로 낮은 가치 평가를 받게 되며, 결과적으로 적대적 기업 인수의 대상이 될 위험성이 커진다.

또한, 정부뿐만 아니라 기업집단 내부에서도 계열사를 통한 지원이나 특정 기업에게 유리한 내부거래(internal transaction 혹은 related party transaction)를 통해 특정 기업을 지원할 수 있다. 이러한 지원을 받는 기업은 거래 및 재무적 측면에서 경쟁 우위를 확보할 수 있으며, 경영성과나 지배구조의 수준이 낮더라도 기업 가치가 인위적으로 유지되거나 오히려 높아질 가능성이 크다. 반면, 기업집단으로부터 지원을 받지 못하는 기업은 상품 시장의 경쟁에서 불리한 위치에 놓이게 되며, 이에 따라 매출과 수익이 감소하고, 궁극적으로 주가 하락 압력을 받게 된다. 이러한 환경에서는 적대적 기업 인수 시스템이 비효율적인 회사를 인수대상으로 삼기보다, 기업집단의

---

4) 다만, 정부의 개입이나 기업집단의 계열사 지원이 반드시 불필요하거나 바람직하지 않고 단정할 수는 없다. 특정한 경우에는 이러한 조치가 시장 실패를 완화하는 역할을 수행할 수도 있다. 그러나, 본 논문에서는 이러한 개입이나 지원이 적대적 인수·합병 체제가 회사에 대한 규율 메커니즘으로 기능하는 것이 약화될 수 있음을 효율성 측면에서 지적한다.

지원을 받지 못하는 기업을 인수대상으로 설정하는 역할을 하게 된다. 그렇다면, 적대적 기업 인수 제도가 경제 전반의 효율성을 높인다는 전통적인 역할론을 충분히 기대하기는 어렵다.

다섯째, 자본시장의 불완전성은 적대적 인수 시스템의 효율성을 더욱 저해할 수 있다. 예를 들어, 공매도에 대한 과도한 규제가 존재하는 국가에서는 가격발견(price discovery) 기능이 약화되어 주식 가치 평가의 정확성이 떨어진다. 한편, 많은 국가에서 개인 투자자들이 주식 보유 및 거래량 측면에서 지배적인 역할을 하거나 상당한 영향을 미친다. 이러한 상황에서는, 주가가 노이즈 트레이딩(noise trading)과 투자자의 행동 편향에 취약해질 수 있다. 이처럼, 자본시장의 불완전성은 시장 변동성을 확대하고 기업 가치 평가의 왜곡을 초래한다.

특히, 기관 투자자에 비해 주식시장 분석을 위한 자원과 역량이 상대적으로 부족한 개인 투자자들은 소문에 기반한 거래를 수행하는 경향이 있으며, 강한 군집 행동(herding)을 보이기도 한다. 이로 인해, 개인 투자자의 비중과 영향력이 높은 시장에서는 기업의 경영성과, 지배구조 및 미래현금 창출 능력과 예상 위험 등을 고려한 내재가치가 현재 주가에 적절하게 반영되지 못한다. 그렇다면, 기업 가치 혹은 주가가 낮은 비효율적인 기업이 인수대상이 되어 시장 메커니즘을 통해 규율된다는 전통적인 견해의 타당성이 퇴색될 수 있다.

한편, 미국에서도 적대적 기업 인수는 드문 현상이다. 돌이켜 보면, 미국의 1980년대는 'deal decade'라고 부를 수 있을 만큼 적대적 기업 인수 활동이 활발하였다. 그러나, 포이즌 필(poison pill)의 등장과 법원에 의한 합법성 판단, 그리고 'just say no pill'로의 발전으로 인하여 포이즌 필은 시대 조류에 결정적 전환점(game changer)을 마련하였다. 그 결과, 이전까지 활발하였던 적대적 기업 인수 활동은 반전의 상황을 맞게 되었다. 그럼에도 불구하고, 회사 지배권 이전에 따라 퇴임하는 임원들에게 고액의 퇴직금을 지급하는 황금 낙하산(golden parachute)의 발달로 인해, 미국에서는 여전히 인수·합병을 통해 비효율적인 회사의 경영권이 교체되는 경향이 나타났다. 다만, 대체로 그 성격이 '적대적'(hostile deal)에서 '우호적'(friendly deal)으로

바뀌었을 뿐이다. 반면, 미국 이외의 많은 국가에서는 법적으로, 문화적으로, 또는 실질적으로 황금 낙하산의 사용과 규모가 제한되는 경우가 제법 보인다. 그 결과, 기업의 의사 결정권자들은 그 기업이 효율적이지 않더라도 지배를 포기할 동기가 부족하고 경영권 방어에 몰두할 유인이 크다. 이 경우에는 미국에서 발견되는 황금 낙하산의 ‘뇌물적 성격’(그러나, 고액의 퇴직금을 지급하겠으니 경영권을 포기하라는 차원에서 ‘뇌물적 성격’을 갖는 것이지, 진정한 의미에서 ‘뇌물죄’에 해당한다는 것은 아니다)이 없거나 약하기 때문이다. 그렇다면, 비효율적 회사와 그 경영진을 교체한다는 회사 지배권 시장의 시장 메커니즘은 잘 작동되지 않을 것이다.

결론적으로, 앞서 살펴본 (1)에서 (5)에 해당하는 다양한 시장 구조적 인프라 문제가 존재하는 경우, 적대적 기업 인수 제도는 경영성과가 저조하거나 지배구조가 취약한 기업을 효과적으로 식별하지 못할 가능성이 크다. 즉, 주식가격 체제 등 시장 메커니즘을 통해 비효율적인 기업을 선별하는 기능이 약화되어, 결과적으로 적대적 기업 인수 제도의 효율성이 저하된다. 더 큰 문제는 이러한 다섯 가지 사안이 중첩적으로 발생할 수 있다는 것이다. 그 경우에는 적대적 기업 인수 체제의 비효율성은 더욱 증폭될 것이다. 이러한 상황에서, 근본적인 시장 구조적 인프라 문제를 해결하지 않은 채 적대적 기업 인수 제도의 활성화만을 도모할 경우, 국가 경제 전체적으로 오히려 효율성이 훼손될 우려가 있다.

이를 설명하는 비유로서, 치아가 빠지는 원인을 두 가지로 구분할 수 있다는 점을 언급하도록 한다. 첫째, 치아 자체가 손상되거나 건강하지 않아 제거해야 하는 경우이며, 둘째, 치아를 지탱하는 잇몸이 약화되어 치아 자체에는 문제가 없지만 결국 그 기반이 무너져 빠질 수밖에 없는 경우이다. 마찬가지로, 적대적 기업 인수 제도를 논의할 때, 제도 자체의 기능과 효과를 검토하는 것도 중요하지만, 그 하부에서 기초를 형성하는 시장 구조적 인프라를 면밀히 분석하고 개선하는 것이 필수적이다. 요약하자면, ‘하부구조’(시장 구조적 인프라)에서 발생하는 문제가 ‘상부구조’(적대적 기업 인수 제도)의 효율성을 결정(훼손)할 수도 있다.

한편, 저자가 수업시간을 통해 늘 강조하는 바와 같이, ‘굴화위지(橋化

爲枳’ 혹은 ‘남굴북지(南橋北枳)’의 고사를 잊어서는 안 된다. 저자는 적대적 기업 인수 제도가 반드시 비효율적이라고 주장하는 것은 아니다. 다만, 선진적인 시장과 지배구조 체제에서 형성된 이론이 다른 나라로 전파될 때, 해당 국가의 하부구조인 경제적·제도적 환경이 그 이론과 조화를 이루어 긍정적인 결과를 가져올 수 있는지를 면밀히 분석해야 한다. 이 점을 다시 상기하며, 관련 논의를 마친다.

본 논문은 아직 출판되지 않았으나 아래와 같은 연구 네트워크에서 Working Paper의 형태나 Blog Article의 형태로 참조할 수 있다.

### **Social Science Research Network (SSRN)**

Sang Yop Kang, ‘The Inefficiency of Hostile Takeovers as a Disciplinary Mechanism: A Theoretical Analysis’, European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 781,

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4881169](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4881169)

(현재 SSRN에 등록된 논문의 draft는 초기 버전의 draft로서 최종 버전이 아니다. 앞으로 업데이트 할 계획이다)

### **Oxford Business Law Blog (OBLB)**

Sang Yop Kang, The Inefficiency of Hostile Takeovers as a Disciplinary Mechanism: A Theoretical Analysis,

<https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2025/01/inefficiency-hostile-takeovers-disciplinary-mechanism-theoretical-analysis>

(Oxford 대학이 저자에게 의뢰하여 본 논문에 대하여 요약하고 소개한 글이다.)