



보도 일시	2022. 12. 21.(수) 10:00	배포 일시	2022. 12. 21.(수) 08:00
담당 부서  <총괄>	자본시장정책관 공정시장과	책임자	과 장 김광일 (02-2100-2680)
		담당자	사무관 김영대 (02-2100-2681)
			사무관 이영민 (02-2100-2682)

## 「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」 개최 및 방안 발표

– 경영권 변경시 일반주주 권익 제고를 위해  
의무공개매수제도 도입을 추진하겠습니다 –

### I 세미나 개요

- '22.12.21일(수) 10:00, 금융위원회는 한국거래소·자본시장연구원과 함께 「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」를 개최하고 방안을 발표하였습니다.

#### < 세미나 개요 >

- 일시/장소 : '22.12.21.(수) 10:00 ~ 11:15 / 한국거래소 1층 컨퍼런스홀
- 논의주제 및 일정

구 분	시 간	내 용
개회사	10:00 ~ 10:05	○ 금융위원회 김소영 부위원장
발표	10:10 ~ 10:15	○ 주제발표 (「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반 투자자 보호방안」, 김광일 금융위 공정시장과장)
토론	10:15 ~ 11:15	○ 패널 토론 (사회 : 조성훈 자본연 선임연구위원) * 정준혁 서울대 교수, 정우용 상장협 정책부회장, 이창환 얼라인파트너스 대표, 김혜성 김앤장 변호사, 송영훈 거래소 상무, 황현영 자본연 연구원, 이윤수 금융위 자본시장국장

## II 세미나 요지

\* 이하 내용은 실제 발언과 다소 차이가 있을 수 있음

- (개회사) 금융위원회 김소영 부위원장은 개회사를 통해, 국내 M&A\*의 대다수는 주식양수도 방식으로 진행되고 있지만, 그 과정에서 일반 투자자를 보호하는 제도가 크게 부족하다는 의견이 지속 제기되어 왔으며,

\* 기업 인수·합병: Merger and Acquisition

- 이와 같은 현실은 EU, 일본, 미국과 같은 주요국가와는 매우 다른 상황이라고 밝혔습니다.

- EU, 일본은 이른바 의무공개매수제도를 통해 일반투자자 권리를 보호하고 있으며, 미국의 경우에는 이사회의 역할을 강화하고 발달된 민사 소송제도를 통해 일반주주의 권리를 보호하고 있다고 언급하였습니다.

- 이에 따라 정부는 기업의 경영권 변경과정에서 원하는 경우 피인수 기업의 일반주주들이 보유한 지분을 인수기업에 매각할 수 있는 기회를 부여할 예정이며,

- 이 과정에서 일반주주들도 지배주주와 같이 기업의 경영권 프리미엄을 공유할 수 있도록 함으로써 주주평등의 원칙에 한 걸음 더 다가서겠다고 밝혔습니다.

- 다만, 기업간 시너지를 창출하는 M&A의 순기능이 너무 위축되지 않도록 보완책을 마련하는 등 ‘일반주주 보호’와 ‘M&A 시장 활성화’라는 두 가지 가치를 균형 있게 고려하고자 노력했다고 언급했습니다.

- 금번 제도를 통해 일반투자자의 권익을 보다 두텁게 보호하는 한편, ‘약탈적 M&A’도 예방하는 효과가 기대된다고 강조했습니다.

- 아울러, 오늘 발표를 통해 자본시장 내 일반투자자 보호를 위해 새 정부가 제시했던 일련의 과제들은 사실상 모두 발표하게 되었으며,

- 발표한 정책중 입법이 필요한 과제들은 내년중 신속하게 제도화될 수 있도록 준비하겠다고 언급하였습니다.

- 향후에도 기업의 ‘자기주식’ 취득, 처분 관련 제도를 개선하는 등 일반 투자자의 권익을 보호하기 위한 노력을 한층 더 강화할 계획이라고 밝혔습니다.

□ (발표·토론) 김광일 금융위원회 공정시장과장은 「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안」을 발표하였습니다. (☞후술)

○ 관련하여 진행된 패널 토론의 주요 내용은 다음과 같습니다.

- (정준혁 서울대 교수) M&A시 일반주주 보호제도를 강구하는 당국의 노력을 높게 평가하며, 무자본 M&A, 약탈적 인수 등을 방지하기 위해 모든 주주들에게 주식매각 권리를 부여하는 방안 필요
- (정우용 상장협 부회장) 일반주주 보호 취지에 공감하나, 기업의 효율적 구조조정 및 우호적 경영권 거래를 포함한 M&A 시장 자체의 위축 가능성 등을 고려하여 균형있는 제도 도입을 위한 신중검토 필요
- (이창환 엘라인파트너스 대표) 경영권 프리미엄도 주식회사의 재산으로 볼 수 있는 바, 주주평등 원칙에 따라 경영권 변경시 지배주주와 일반주주가 동일한 가격에 매각할 수 있는 기회가 주어져야 할 필요
- (김혜성 김앤장 변호사) 유럽은 의무공개매수, 미국은 회사법과 판례를 통해 일반주주 보호가 이루어지는 상황에서, 국내에서도 M&A 위축 효과 등을 적절히 고려한 일반주주 보호방안을 도입할 필요
- (송영훈 거래소 상무) 정상적인 M&A 시장의 위축을 방지하면서도 일반투자자 보호라는 소기의 목적을 달성하기 위해서는 해외 제도를 그대로 반영하기보다는 우리나라 실정에 맞는 제도 도입이 필요
- (황현영 자본연 연구원) 주식양수도 방식의 경영권 변경과정에서 발생하는 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충 문제에 대한 해결방안이 필요하다는 문제의식에 적극 공감함
- (이윤수 금융위 국장) 그간 연구용역, 세미나, 전문가 간담회 등 심도있는 논의를 거쳐 방안을 발표하였으며, 금일 논의된 내용 등을 향후 법률안 마련시 반영하여 국회 논의에 활용될 수 있도록 하겠음

## Ⅱ 제도 도입방안

### 1. 추진 배경 및 경과

- 의무공개매수제도는 상장회사의 지배권을 확보할 정도의 주식 취득시, 주식의 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수의 방법으로 취득하도록 하는 제도입니다.
  - 기업의 지배주주가 변경되는 M&A 과정에서, 이를 찬성하지 않는 일반주주에게도 자신이 보유한 주식을 새로운 지배주주(인수인)에게 매각할 수 있는 기회를 보장(‘투자회수 기회’의 보장)함으로써 일반투자자의 권익을 보호하는 장점이 있습니다.
- 그동안 일련의 합병 사례에서 일반투자자 피해 논란이 제기됨에 따라, 의무공개매수제도를 국내에 도입해야 한다는 의견이 지속적으로 제기되었습니다.
  - 우리나라 기업 M&A는 ‘주식양수도’ 방식이 대다수<sup>1)</sup>이나, 합병 등 다른 유형에 비해 피인수회사 주주에 대한 권리보호 장치<sup>2)</sup>가 상대적으로 미흡한 측면이 있습니다.
    - 1) 기업결합 유형별 비중(% , '21년) : (주식양수도) 84.3 (영업양수도) 13.8 (합병) 1.9
    - 2) 주주총회 특별결의 요구, 주식매수청구권 부여 등
  - 이에 따라, 피인수회사 일반주주에게도 M&A 과정에서 보유주식을 매각할 수 있는 기회를 부여해야 한다는 주장이 지속 제기되어 왔습니다.
- 이와 같은 문제인식을 반영하여, 정부는 「주식양수도 방식의 M&A시 일반투자자 보호」를 자본시장 공정성과 신뢰 회복을 위한 국정과제 중 하나로 포함시켰고, 그동안 연구용역, 전문가 간담회, 세미나 등을 거쳐 구체적인 도입방안을 마련했습니다.

- ▶ 방안 연구를 위한 연구용역 진행(서울대 산학협력단, '22.5~7월)
- ▶ 주식시장 투자자보호 강화 정책세미나('22.6.17), 자본시장 전문가 간담회('22.7.26), 코리아 디스카운트 해소를 위한 제3차 릴레이 세미나('22.11.3) 등

## 2. M&A시 주주보호 제도 현황

- (현황) 우리나라 상법은 합병·영업양수도 방식의 M&A 관련, 주주총회 결의, 주식매수청구권 등 다양한 주주 보호장치를 규정하고 있습니다.
- 그러나 주식양수도 방식의 경우 경영권이 이전된다는 점에서 他 유형과 경제적 실질이 동일함에도, 주주보호 장치가 상대적으로 미비합니다.
  - 특히, 해당 M&A에 반대하는 일반주주는 자금회수 기회가 없고, 지배 주주와의 경영권 프리미엄 공유도 불가능한 문제가 있습니다.

<우리나라 M&A 관련 주요 주주보호 장치>

	합병		영업양수도		주식양수도	
	인수회사	대상회사	인수회사	대상회사	인수회사	대상회사
주주총회 결의	○ (소규모X)	○	○ (중요양수)	○ (중요양도)	X	X
주식매수 청구권	○ (소규모X)	○	○ (중요양수)	○ (중요양도)	X	X

- (경과) '97.1월, 舊 증권거래법 개정을 통해 지분율이 '25% 이상'이 되는 경우 '50%+1주' 이상을 공개매수토록 하였으나,

\* (제도도입 취지) 기업 인수·합병의 공정성 확립, 일반투자자에게 경영권 프리미엄을 공유할 수 있는 기회 부여

- '98.2월, 기업간 M&A를 어렵게 하여 기업 구조조정을 지연시킨다는 우려 등에 따라 1년만에 폐지된 바 있습니다.
- 다만, 최근 일반투자자 보호를 위해 의무공개매수제도를 다시 도입해야 한다는 의견이 제기되면서, 국회에서 관련 법률 제·개정안이 발의된 바 있습니다.

\* 이용우 의원안('20.8월, 「상장회사에 관한 특례법」 제정안에 일부 포함),  
배진교 의원안('21.11월, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 '자본시장법') 개정안)

### 3. 해외 주요 사례

□ 미국을 제외한 대부분의 선진국에서 동 제도를 도입하고 있습니다.

❶ (EU·영국형) 일정규모(25~33%) 이상의 주식을 취득하려는 경우 잔여주주 모두를 상대로 매수를 청약할 의무(공개매수)를 부과합니다.

❷ (일본형) EU 모델보다 완화하여 도입하고 있습니다.

- 1/3을 초과하여 주식을 취득할 경우 공개매수 방식에 의하여야 하고 (1/3를), 2/3를 초과하여 주식을 취득하는 경우 잔여주주가 보유한 모든 주식에 대해 매수(청약) 의무부과(2/3를)

❸ (미국형) 동 제도를 도입하고 있지는 않지만, 이사회의 적극적 역할과 발달된 민사소송제도 등을 통해 일반주주 이익을 보호하고 있습니다.

\* 미국의 경우 우리 상법과 달리 이사회는 회사 외 주주에 대해서도 충실의무를 부담하며, 이사의 충실의무 확보수단으로 주주대표소송, 집단소송 등이 제도화되고 활발히 활용중

입법례	매수요건*	매수 대상	매수 가격
EU	▶ 일정비율* 이상 취득 (*회원국 결정사항)	▶ 잔여주주가 보유한 주식 전체	▶ 경영권 프리미엄 포함
영국	▶ 30% 이상 취득	▶ 잔여주주가 보유한 주식 전체	▶ 경영권 프리미엄 포함
독일	▶ 30% 이상 취득	▶ 잔여주주가 보유한 주식 전체	▶ 경영권 프리미엄 포함
일본	▶ 1/3 초과 취득	▶ 해당 주식을 공개매수 방식으로 취득	▶ 경영권 프리미엄 포함
	▶ 2/3 초과 취득	▶ 잔여주주가 보유한 주식 전체	
舊 증권거래법	▶ 25% 이상 취득	▶ 해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 (최소 50%+1주 이상)	▶ 경영권 프리미엄 포함
미국	제도 미도입		

※ 이탈리아의 경우 25%, 캐나다·호주의 경우 20% 이상 취득시 공개매수 의무

## 4. 도입 방안

### (가) 기본 방향

□ 의무공개매수제도를 도입하게 되면 일반투자자를 보호하는 등의 장점이 있으나, 기업 M&A시장 위축 등 일부 우려의 시각도 있는 상황입니다.

→ 이를 고려하여, 기업간 M&A를 통해 시너지를 창출하는 정상적인 M&A를 저해할 가능성을 최소화하면서도 일반주주에 대한 보호장치를 마련하는 방식으로 제도를 설계하였습니다.

### (나) 세부 방안

□ (의무공개매수제도 도입) M&A과정에서 피인수기업의 일반주주도 보유 지분을 '경영권 프리미엄'이 반영된 가격에 인수자에게 '매각'할 수 있는 충분한 기회를 보장하겠습니다.

○ (대상회사) 자본시장법상 규율대상인 상장회사를 대상

○ (적용요건) 주식의 25% 이상<sup>1)</sup> 보유한 최대주주가 되는 경우<sup>2)</sup>, 잔여 주주를 대상으로 공개매수의무를 부과

1) 경영권 획득이 가능한 지분을 수준, (舊)증권거래법상 규정(25%)과 유사

2) 예: M&A 계약을 통해 새롭게 주식을 25% 이상 보유하는 최대주주가 되는 경우, 기존 25% 미만 보유한 최대주주가 추가로 주식을 취득하여 25% 이상 되는 경우 등

○ (매수가격) 지배주주와 동일 가격(경영권 프리미엄 포함)을 적용

- ①글로벌 제도와의 정합성\*, ②일반주주에 대한 두터운 보호 제공 필요성, ③주주평등 원칙 등을 감안하여, 지배주주와 경영권 프리미엄을 공유하는 방안을 마련

\* EU, 일본 등 주요국가는 지배주주 지분 매수 가격과 동일한 가격에 일반주주가 보유한 지분 매수 의무 부과(경영권 프리미엄 공유)



○ (매수물량) 총 50%+1주 이상 매수 의무를 부과(경영권 변경 지분 포함)

- 일반주주 보유지분 전량을 매수하게 할 경우 과도한 인수대금 등으로 M&A 위축 가능성이 우려되는 만큼, 경영권 변경 지분 확보 후 잔여 지분의 일정부분에 대해 공개매수 의무를 부과  
(전체주식 중 50%+1주 - 경영권 변경 지분 취득분)
- 이때, 공개매수에 응한 주식의 ① 50%를 초과하는 경우, 비율대로 안분하고, ② 50%에 미달하는 경우에는 동 공개매수 청약물량만을 매수하는 것으로 의무를 완료\*한 것으로 규율

\* 일반주주에게 충분한 매각기회를 부여했다는 점에서 인수자에게 추가적인 공개매수 의무를 부과하지 않을 예정

□ (적용 제외사유) 일반주주의 권익 침해 가능성 등을 감안하여, 합리적이고 타당성 있는 사유에 대해서는 동 제도가 적용되지 않도록 함으로써 시장 참가자들이 어려움을 겪지 않도록 하겠습니다.

○ 기업 구조조정 등과 같이 산업합리화를 위해 필요한 경우\*, 다른 법률에서 부과된 의무에 따라 지분을 취득하는 경우 등이 이에 해당하며, 자본시장법 개정 이후 시행령 등 하위법령 개정과정에서 이를 구체화할 예정

\* 예: 산업합리화·경영합리화 목적으로 법령·정부 개입에 의해 지배권인수가 필요한 경우

□ (감독·제재) 금번 제도가 시장에서 조기에 잘 안착될 수 있도록 감독하고, 위반시 위반내용에 따라 합당한 제재를 하겠습니다.

○ (관리·감독) 매수공고시 금융감독원에 공개매수 신고서를 제출하고, 매수 이후 공개매수 결과를 보고토록 하여 사후관리·감독

○ (제재) 위반시 의결권 제한, 처분명령 및 행정조치, 형벌 부과

- (일반주주의 잔여 지분에 대한 공개매수 없이 경영권 취득시) 의결권 제한, 주식 처분명령 등
- (공개매수 허위공고 등) 공개매수자의 배상책임, 공개매수의 정지·금지 등 행정조치, 형벌 등

□ (시행 시기) 중요한 제도가 새로 도입되는 만큼, 시장참가자들이 잘 적응할 수 있도록 자본시장법 개정안 통과 이후 유예기간은 1년 이상 충분히 부여할 계획입니다.



## 5. 기대 효과

- 일반주주도 경영권 변경과정에서 소외되지 않고 해당 주식을 매각할 수 있는 기회를 부여함으로써 본인이 투자한 자금을 회수할 수 있는 권리가 한 층 더 보장될 수 있습니다.
- 특히, 일반주주도 기업 경영권 변경과정에서 지배주주와 마찬가지로 경영권 프리미엄을 공유하는 효과가 기대됩니다.
- 아울러, 지배주주와의 불투명한 거래를 통해 일부 지분만으로 기업을 인수하여 일반주주에 피해\*를 주는 ‘약탈적 기업인수’ 사례가 미연에 방지되는 효과도 기대됩니다.

\* 인수 후 핵심자산 매각이나 기술 유출을 통해 이익 실현시 일반주주 경제적 피해 발생

## 6. 향후 계획

- 금융위원회는 금일 발표된 방안을 중심으로 내년중 자본시장법 개정을 차근차근 추진하겠습니다.
- 또한, 일반투자자를 보다 두텁게 보호할 수 있는 방안을 발굴하여, 「2023년도 금융위원회 업무계획」에 반영·추진하는 등 투자자가 믿고 투자할 수 있는 자본시장을 만들기 위해 정책적 노력을 다 해 나가겠습니다.

※ (별첨) 1. 금융위원회 부위원장 개회사  
2. 제도개선방안 발표자료(PPT)

담당 부서  <총괄>	금융위원회 공정시장과	책임자	과 장	김광일 (02-2100-2680)
		담당자	사무관	김영대 (02-2100-2681)
			사무관	이영민 (02-2100-2682)
<공동>	금융감독원 기업공시국	책임자	국 장	안승근 (02-3145-8100)
		담당자	팀 장	박성훈 (02-3145-8479)
<공동>	한국거래소 공시부	책임자	부 장	임흥택 (02-3774-8730)
		담당자	팀 장	김성곤 (02-3774-8740)
<공동>	자본시장연구원 연구조정실·기획실	책임자	실 장	박창균 (02-3771-0834)
		담당자	차 장	김혜성 (02-3771-0613)

**Q1. 의무공개매수 제도를 왜 도입해야 하는 것인지?**

- ☐ 우리나라의 M&A는 주식양수도 방식이 대다수(84%)이나, 합병 등에 비해 피인수회사 주주에 대한 권리 보호장치가 미흡
  - 특히, M&A 과정에서 일반주주들에게 자금회수 기회가 부여되지 않고, 경영권 프리미엄이 공유되지 못하는 문제를 해결할 필요
- ☐ 이런 취지에서, 주요 선진국의 도입 사례를 참고하여 의무공개매수제도 도입을 추진

**Q2. 의무공개매수 물량을 일반주주가 보유한 지분 전체가 아니라 일부 지분으로 제한하겠다는데, 이는 일반주주 보호라는 제도 취지에 어긋나는 것 아닌지?**

- ☐ 일반주주에게도 경영권 프리미엄을 지급해야 하는 만큼, 의무공개매수에 응한 주식 전체를 매수토록 할 경우 인수자금 부담 등으로 기업 M&A 시장의 과도한 위축 우려

**Q3. 의무공개매수제도를 도입하는 경우 기업 M&A 시장이 과도하게 위축되는 문제가 발생하는 것 아닌지?**

- ☐ 매수의무물량 설정시 이를 고려하여, 과도한 인수대금 부담이 발생하지 않도록 하였음
- ☐ 또한, 구조조정을 위해 필요한 M&A 등은 저해되지 않도록 예외를 규정할 예정

#### Q4. 의무공개매수 물량을 '50%+1주' 이상으로 정한 이유는?

- ☐ 일반주주 보호 필요성과 기업 M&A 위축 가능성을 균형 있게 고려하기 위해 절반 수준 이상을 매수토록 하였음
- ☐ 舊 증권거래법에서도 50%+1주 이상 공개매수토록 한 점을 참고

#### Q5. 일반주주들이 의무공개매수에 과도하게 응하는 경우에는 어떻게 할 것인지? (50%+1주 초과시)

- ☐ M&A시 인수자금 부담 등을 감안하여, 공개매수에 응한 주식의 50%+1주를 초과한 경우에는 안분 계산하여 매수할 수 있도록 할 계획

\* 예 : 30%+1주를 인수한 이후 의무공개매수에 60%의 주식이 응한 경우  
→ 60%를 1/3로 안분하여 20%만 인수 가능 (총 50%+1주)

※ 물론 새로운 인수자가 원하는 경우에는 50%+1주를 초과하여 인수하거나, 의무 공개매수에 응한 주식 전부를 인수하는 것도 가능

#### Q6. 일반주주들이 의무공개매수에 충분히 응하지 않는 경우에는 어떻게 할 것인지? (50%+1주에 미달시)

- ☐ 새로운 인수자가 경영권 프리미엄 수준의 청약 기회를 제공하였음에도 일반주주들이 이에 참여하지 않았다면, 인수자에게 50%+1주를 충족하도록 추가적인 매수 의무를 부과하지는 않을 계획

\* 일반주주에게 충분한 매각기회를 부여했다는 점 등을 고려