

주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안

2022. 12. 21일



< 목 차 >

I . 검토 배경 및 주요 경과

II . M&A시 주주보호 제도 현황 및 문제점

III . 해외 입법례

IV . 국내 제도도입 방안

V . 기대효과 및 향후 일정

- ◇ **의무공개매수제도**는 상장회사의 지배권을 확보할 정도의 주식을 취득하고자 하는 경우, 주식의 일정비율 이상을 공개매수에 의하여 취득하도록 의무화 하는 제도
 - 일반투자자에게도 매각기회를 부여하는 등 공정한 인수·합병 절차를 확립하기 위하여 활용
- ◇ 그동안 일련의 합병 사례에서 **일반투자자 피해 논란**이 지속 제기됨에 따라 의무공개매수제도 도입 필요성 부각
 - 우리나라 M&A는 '**주식양수도**' 방식이 **대다수(84.3%)**이나, 합병 등 他 유형에 비해 **피인수회사** 주주에 대한 **권리보호 장치 미흡**
 - 이에, 피인수회사 일반주주에게도 M&A 과정에서 보유주식을 매각할 기회를 부여해야 한다는 주장이 지속

그간 주요 경과

- 
- '22.5월, 새정부 120대 국정과제에 M&A시 일반주주 보호방안 포함
 - '22.5~7월, 연구용역 진행 (서울대 산학협력단)
 - '22.6월, 주식시장 투자자보호 강화 정책세미나
 - '22.7월, 자본시장 전문가 간담회
 - '22.11월, 자본시장 분야 제3차 릴레이세미나
 - '22.12월, 주식양수도 방식 M&A시 일반투자자 보호방안 세미나
→ 관련 제도 도입방안 발표

M&A시 주주보호 제도 현황 및 문제점

- ◇ **상법**은 M&A(합병, 영업양수도)와 관련하여 주주총회 결의, 주식매수청구권 등 **다양한 주주 보호장치**를 규정
 - 그러나, **주식양수도 방식**의 경우 경영권이 이전된다는 점에서 他 유형과 경제적 실질이 동일함에도 **주주보호장치 미비**
 - 특히, 해당 M&A에 반대하는 일반주주는 **자금회수 기회가 없고**, 지배주주와의 **경영권 프리미엄 공유도 불가능**

< 우리나라 M&A 관련 주요 주주보호 장치(현행) >

	합병		영업양수도		주식양수도	
	인수회사	대상회사	인수회사	대상회사	인수회사	대상회사
주주총회 결의	0(소규모X)	0	0(중요양수)	0(중요양도)	X	X
주식매수청구권	0(소규모X)	0	0(중요양수)	0(중요양도)	X	X

- ◇ '97.1월, **舊 증권거래법** 개정을 통해 지분율이 '25% 이상'이 되는 경우 '50%+1주' 이상을 공개매수토록 하였으나,
 - '98.2월, 기업 구조조정을 지연시킨다는 우려와 IMF측의 요구 등에 따라 **1년만에 폐지**

◇ 미국을 제외한 대부분의 선진국에서 동 제도를 도입하고 있음

- ① (EU·영국형) 일정규모 이상의 주식을 취득하려는 경우, 잔여주주 모두를 상대로 매수를 청약할 의무(공개매수)를 부과
- ② (일본형) EU 모델보다 완화하여 도입 (1/3 rule, 2/3 rule)
- ③ (미국형) 동 제도를 도입하고 있지는 않지만, 이사회적 적극적 역할 및 발달된 민사소송제도 등을 통해 일반주주 이익 보호

< 국가별 M&A시 주주보호 장치 >

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

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

해외 입법례 : 미국의 일반주주 보호제도 현황 및 도입가능성 검토

※ 미국기업의 경우 상속 등을 거치면서 지분이 분산된 경우가 다수 → 우리나라와 달리 지배주주 지분만을 인수하는 M&A는 많지 않은 것으로 파악되며, 우리나라와 일률적 비교에는 한계

- ◇ 미국은 의무공개매수제도가 도입된 주는 소수이나, **이사회**의 **의무 강화** 및 **발달된 민사소송 제도** 등에 기반하여 M&A시 일반주주 보호
 - (지배주주 없이 지분 분산) **공개매수 형태**로 매수하는 경우가 일반적
 - * 인수자가 피인수회사 이사회에 매수의사 표시 → 이사회는 가치상승형 M&A의 경우 일반 주주에 공개매수에 응할 것을, 가치하락형(약탈적) M&A에 대해서는 응하지 않을 것을 권유
 - (지배주주가 있는 경우) **지배주주의 일반주주에 대한 충실의무**에 따라, **회사가치를 저해할 수 있는 지배주주에 매각시 손해배상 인정(판례)**
- ◇ 이 방식은 ①이사의 광범위한 **충실의무**, ②**발달된 소송제도가 있어 가능**
 - * ① 미국의 경우 우리 상법과 달리 이사회는 회사 외에, 주주에 대해서도 충실의무 부담
 - ② 이사의 충실의무 확보수단으로 주주대표소송, 집단소송이 제도화되고 활발히 활용중
- ◇ 다만, 미국식 방안의 국내도입은 단기간 내 추진이 어려운 것으로 판단*
→ **현 시점에서 도입가능한 의무공개매수제도** 우선 추진

* 상법 개정, 장기간의 법원 판례 축적, 주주대표소송 및 집단소송에 대한 공감대 형성 등 선행 필요

국내 제도도입 방안 (1) : 기본 방향

◇ 의무공개매수제도는 일반투자자 보호 등 장점이 있으나, 기업 M&A시장 위축 등 일부 우려의 시각도 있는 상황

⇒ 정상적인 M&A를 **저해할 소지를 최소화** 하면서 **일반 주주에 대한 보호장치**를 마련하는 방식으로 제도를 설계할 필요

◇ 제도의 국제정합성, 일반주주에 대한 두터운 보호 필요성, 주주평등 원칙 등을 감안, 지배주주와 **경영권 프리미엄을 공유**토록 제도 설계

○ 다만, 일반주주 지분 전량을 매수토록 할 경우 과도한 인수대금 등 M&A위축 가능성이 우려되는 만큼, **매수의무물량 설정시 고려**

국내 제도도입 방안 (2) : 세부 제도설계 방안

◇ [적용요건] **상장회사** 주식의 **25% 이상**을 보유한 **최대주주**가 되는 경우

◇ [매수가격] 지배주주와 동일가격(→ **경영권 프리미엄 포함**)

◇ [매수대상] 경영권 변경을 수반한 지분 취득 이후, 일반주주 보유
잔여지분의 일정부분에 대해 공개매수(청약) 의무 부과
(총 전체주식의 **50%+1주 이상**)

* 공개매수에 응한 주식의 50%를 초과 → 비율대로 안분 계산

* 공개매수에 응한 주식의 50%를 미달 → 동 청약수량만을 매수하는 것으로 의무 완료

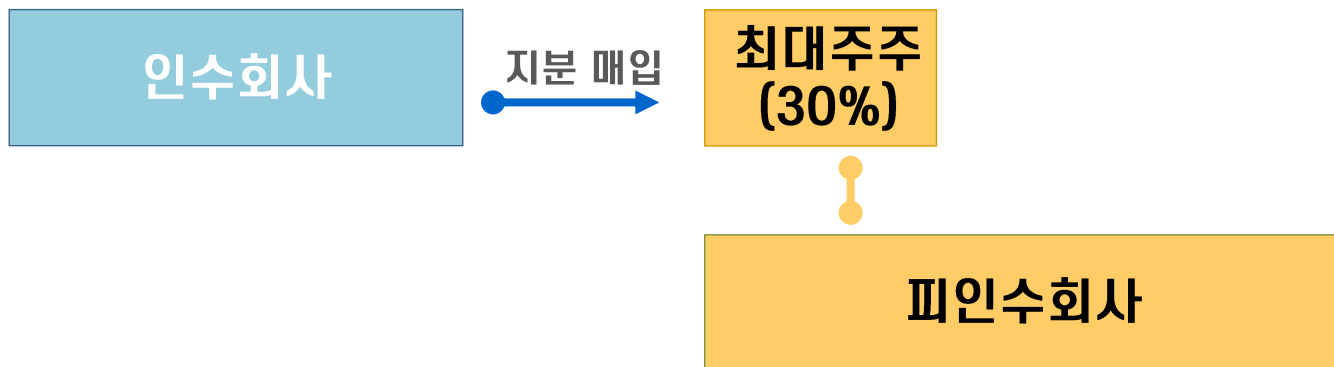
◇ [적용예외] 주주권의 침해 가능성 등 감안, **합리적 예외사유** 규정
(→ 시행령 등 하위법령 개정시 구체화)

* (예) 구조조정 등 산업합리화가 필요한 경우, 타 법률에 따른 지분 취득 등

◇ [제재] 의결권 제한, 처분명령 및 행정조치, 형벌 등

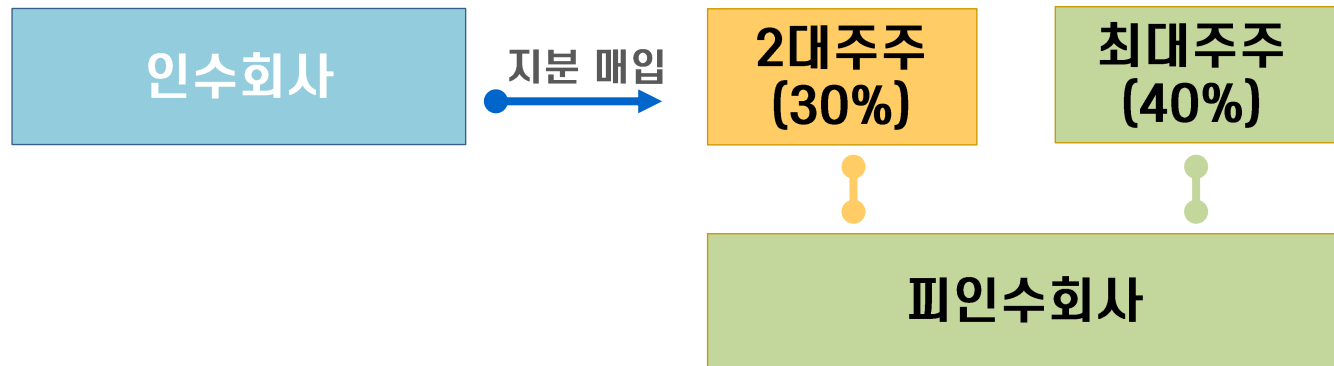
[참고] 제도 도입시 거래 예시

(사례1) 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입



⇒ 의무공개매수 대상 (∵ 지분율 25% 이상 & 최대주주)

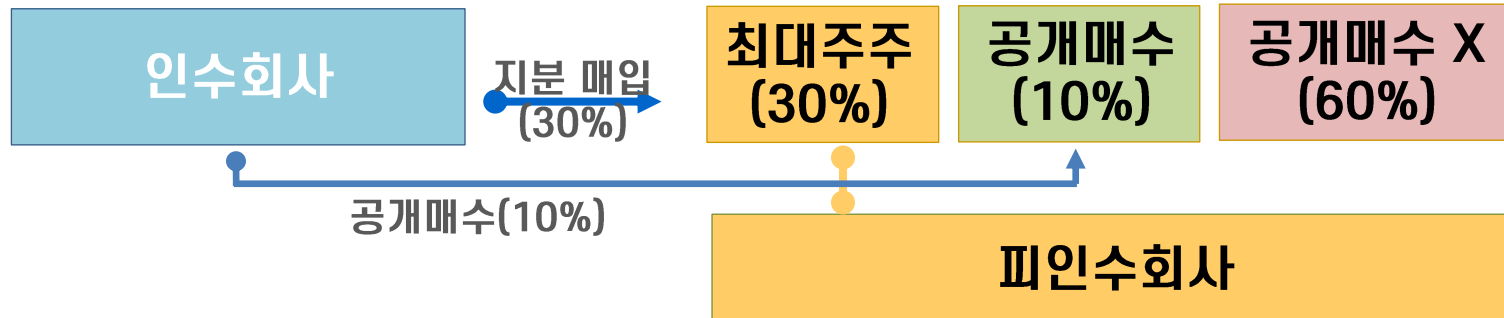
(사례2) 인수회사가 피인수회사의 2대주주 지분 30%를 매입



⇒ 의무공개매수 대상 아님(∵ 최대주주가 아님)

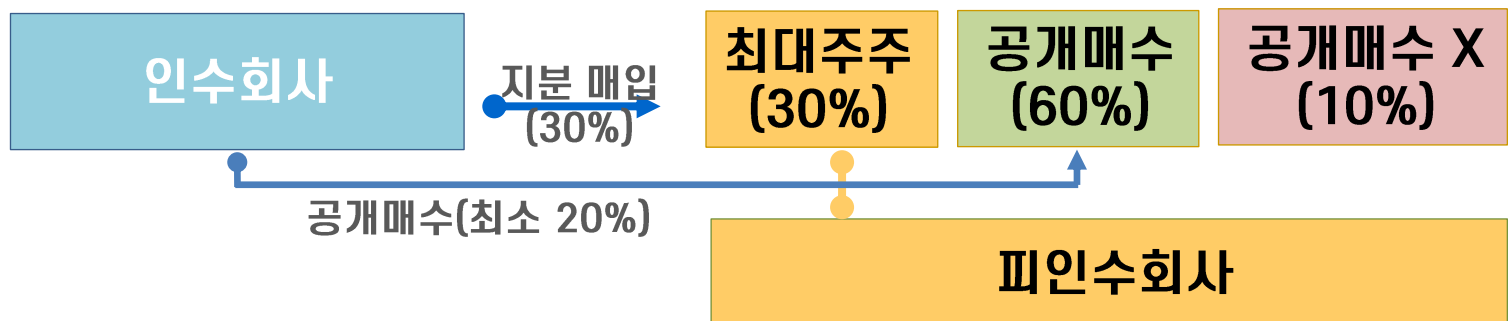
[참고] 제도 도입시 거래 예시 (의무공개매수 적용시 매수물량 관련)

(사례3) 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입
→ 일반주주(지분율 10%)가 공개매수에 응한 경우



⇒ 인수회사는 최대주주 지분(30%)+공개매수물량(10%) 매입

(사례4) 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입
→ 일반주주(지분율 60%)가 공개매수에 응한 경우



⇒ 인수회사는 최대주주 지분(30%)+공개매수 물량(최소 20%*) 매입

* 인수회사가 일부물량(예: 20%)만 매수하는 경우, 안분비례 방식으로 매수물량 할당(60% 지분에 대해 1/3씩 매입)

- ◇ 일반주주도 경영권 변경과정에서 소외되지 않고 매각기회가 부여되어 **투자자금 회수권**이 보장
 - 일반주주도 기업 경영권 변경시 지배주주와 같이 **경영권 프리미엄을 향유**하는 효과 (→ 다음페이지 참조)
- ◇ 지배주주와의 불투명한 거래를 통해 일부 지분만으로 기업인수* 하여 일반주주에 피해를 주는 **약탈적 기업인수 사례 사전 방지**
 - * 인수 후 핵심자산 매각이나 기술 유출을 통해 이익 실현시 일반주주 손해 증가

[참고] 의무공개매수제도 도입효과 : 유럽 사례 연구*

* Eswar(2019), "Does the Mandatory Bid Rule Add Value to Target Shareholders?" 인용

- ◇ (목적) 유럽의 **의무공개매수제도**가 **피인수기업 주가**에 미치는 영향 연구
- ◇ (방법) 의무공개매수 대상 거래(30% 이상 취득)의 경우, 제도 도입 이후 대상이 아닌 거래 대비 얼마만큼의 추가수익률을 얻었는지 연구
- ◇ (결론) **의무공개매수제도 도입**은 경영권 거래 공시 직후 **피인수기업 주가**를 **약 8%p 이상 추가 상승**시키는 효과가 있음

< 경영권 거래공시 직후, 시장수익률 대비 초과 주가상승률 >

(단변량 분석)	의무공개매수 비대상 거래 (30% 미만 취득)	의무공개매수 대상 거래 (30% 이상 취득)
의무공개매수제도 도입 이전	2.3%	6.5%
의무공개매수제도 도입 이후	2.9%	15.4%
도입 전후 차이	0.6%p	8.9%p



약 8.3%p의
추가 상승 효과

* 인수기업의 주가반응에 영향을 줄 수 있는 여러 요인을 통제한 다변량 분석에서도 유사한 결과 (공시 후 약 4% 정도 초과수익률 증가)

[참고] 미국의 공개매수시 피인수기업 주가 변동 사례

- ◇ 미국의 경우 기업인수를 위한 공개매수 계획 발표시,
즉시 **주당 인수예정가격**과 **유사한 수준**으로 피인수기업 주가 상승
 - 다만, 기업인수 **계약의 불확실성** 등이 반영되어, 인수예정가격보다는 다소 낮은수준에서 결정

< ●●의 △△ 인수 발표('22.1월) >

* 인수예정가격: 95\$ 발표일주가: 82\$



< ○○의 ▲▲ 인수 발표('22.7월) >

* 인수예정가격: 3.6\$ 발표일주가: 3.3\$



- ◇ 금일 세미나를 통해,
「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안」 발표
- ◇ 이후 자본시장법 개정 추진
- ◇ 시행시기(유예기간) : 시장 적응을 위해 유예기간 최소 1년 이상 부여

감사합니다