

의무공개매수제도 도입 효과

김우찬 (2023.11.23)

일정 수준 이상의 지분을 인수하는 경우
의무적으로 나머지 지분 전량에 대해 동일한 가격으로
공개매수를 제의해야 하는 제도

주주 평등대우(equal treatment)의 원칙 구현

"의무공개매수제 등 경영권방어 수단 강화필요"

전국경제인연합회는 21일 외국 투기자본으로부터 국내 기간산업을 보호하고 국내기업의 안정적 경영환경을 조성하기 위해 △의무공개 매수제도 재도입 △제3자 신주인수권 배정요건 완화 △차등의결권주 발행허용 등이 검토돼야 한다고 지적했다.

연합뉴스 2005.03.21

영국의 의무공개매수제도와
이사회 중립

김우찬 · 강정민

2010

제19대 국회 개혁입법과제 제안
- 재벌정책과 하도급정책을 중심으로 -

2012. 4. 17

경제개혁연대
(소장: 김상조, 한성대 교수)

2012

EU의 의무공개매수제한제도 :
도입 양태와 도입 시 고려사항

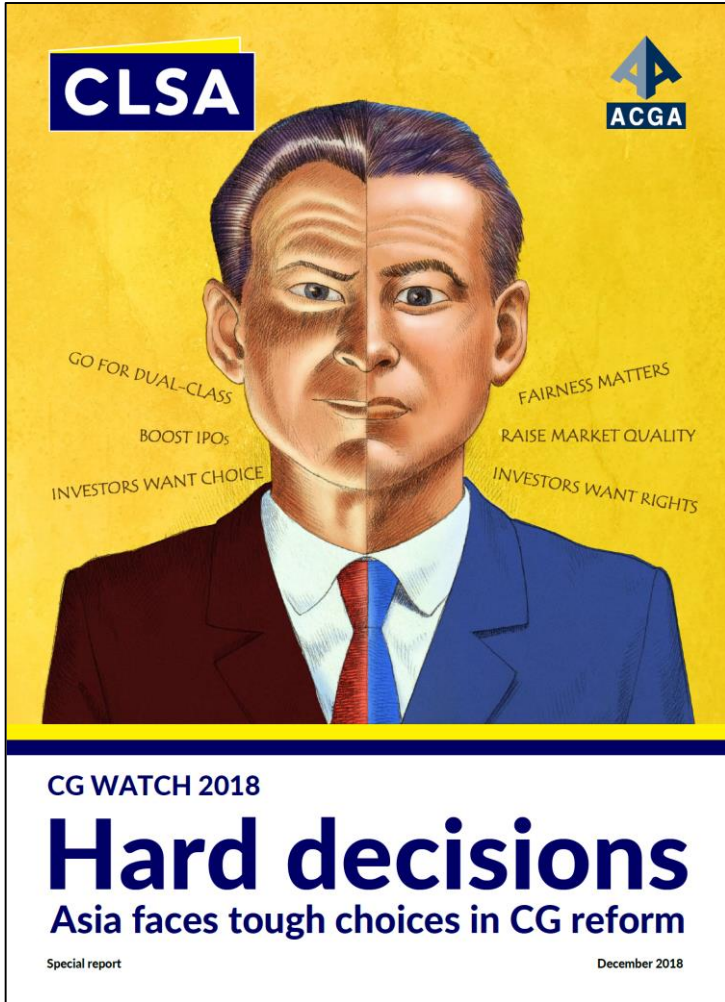
이현오

2016

의무공개매수제한제도 도입에 따른
소수주주들의 부 증대효과 (사례분석)

이은정

2017



2018

의무공개매수 제도의 기능과 도입 가능성에 대한 검토*

정 준 혁
(법무법인 세종 변호사, 법학박사)

[초 록]

우리나라 M&A 거래의 대부분은 지배주주가 자신이 보유하는 지배지분을 매각하는 방식으로 이루어진다. 지배주주는 경영권 프리미엄을 받고 시가보다 높은 가격에 지배지분을 매각할 수 있지만, 소액주주들은 보유 주식을 함께 매각할 기회를 갖지 못하고 회사에 잔존하게 된다.

소액주주의 주식이치는 지배주주 및 지배주주가 선임한 경영진이 어떻게 회사를 운영하는지, 지배주주가 회사로부터 사적 이익을 얼마나 편취하는지에 따라 달라지기 때문에, M&A 거래로 지배주주가 교체되면 회사에 잔존하는 소액주주는 많은 영향을 받는다. 이에 따라 각국의 회사법은 소액주주 보호를 위해 경영권 거래에 개입하고 있다. 미국에서는 지배주주가 자유롭게 지배지분을 제3자에게 매각할 수 있게 하되, 회사를 약탈할 의도를 가지는 자(tooters)에게 매각할 경우 지배주주가 책임을 지도록 한다. 영국과 EU에서는 새로운 지배주주가 되는 인수인이 소액주주에게 지배주주와 동일한 가격에 지분을 매각할 기회를 제안하게 하는 이른바 의무공개매수 제도(mandatory takeover bid rule)를 통해 소액주주를 보호한다. 반면 우리

* 이 글은 정준혁, "M&A에서 주주보호에 관한 연구", 서울대학교 박사학위논문(2017) 제3장 제2절 II. 를 기초로 논의를 심화, 발전한 것이다. 위 논문은 정준혁, 「M&A와 주주 보호」, 서울대학교 법학연구소 법학연구총서, 경인문화사(2019)로 출간되었다. 이 글에 대해 유익한 의견을 주신 익명의 심사위원님들께 감사의 말씀을 드린다.

2019

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 (배진교의원 대표발의)

의안 번호	13496	발의연월일 : 2021. 11. 23.	발 의 자 : 배진교·강은미·류효정 심상정·이은주·장혜영 강민정·이수진 [☞] ·이용우 허종식 의원(10인)
----------	-------	-----------------------	--

제안이유 및 주요내용

우리나라의 경우 상장회사의 지배권을 인수하는 경우 주식을 전량 매입하기보다는 지배권을 확보할 수 있을 정도의 최소 지분만을 인수하는 경우가 보편적이며, 이로 인해 주식전량 매입에 필요한 비용을 분산하여 여러 계열사에 대한 주식을 매입하는 방식으로 경제력 집중을 심화하고 있음.

반면 영국 등 외국에서는 상장회사 또는 공개회사의 지배권을 확보할 수 있는 정도의 주식을 취득하고자 하는 경우에 잔여 주식의 전부 또는 일정비율 이상의 주식에 대해 공개매수 할 것을 제안하도록 하는 의무공개매수제도를 운영하고 있음.

이에 현행법에 의무공개매수제도를 도입하여 기업 인수과정에서 전량매입을 유도하고, 소액주주들에게도 경영권 프리미엄을 향유하도록 하여 주주평등의 원칙을 확립하고자 하려는 것임(안 제133조의2 신설)

2021

대통령 당선인 공약 (2021.12.27)



주식 지분을 사고 팔아 경영권이 바뀔 때 피인수
기업 주주에게 주식매수 청구권을 부여하는 방안
을 마련하여 지배주주에게만 고가의 경영권 프리
미엄이 지급되는 관행을 재검토할 예정이다.

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 -

(대상 회사) 상장회사

(적용요건) 주식의 **25%** 이상 보유한 최대주주가 되는 경우

(매수가격) 지배주주와 **동일한 가격**을 적용 (프리미엄 포함)

(매수물량) **잔여 지분의 일정 부분** (전체 주식 중 50%+1주 - 지배권 변경 지분 취득 분)

- 전량을 매수하게 할 경우 과도한 인수대금 등으로 M&A 위축 우려
- 공개매수 응한 주식 > 50%: 비율대로 안분
- 공개매수 응한 주식 < 50%: 동 공개매수 청약물량만 을 매수

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안
(윤창현의원 대표발의)

의안 번호	22370
----------	-------

발의연월일 : 2023. 5. 30.

발 의 자 : 윤창현 · 김희곤 · 장동혁
정우택 · 이 용 · 박덕흠
양금희 · 홍석준 · 전주혜
배준영 · 최승재 의원
(11인)

제안이유

국내 인수·합병의 대다수는 기존 지배주주의 지분을 인수하면서 경영권을 획득하는 방식으로 진행되고 있지만 그 과정에서 일반 소액주주를 보호하는 제도가 크게 부족하다는 지적이 있음.

이는 외국의 경우 의무공개매수 제도를 도입하는 등 인수·합병과정에서 일반 소액주주의 권리가 소외되지 않도록 보호하는 장치를 마련하고 있는 것과 대비되어, 국내에도 일반투자자 보호방안 도입에 대한 필요성이 제기되고 있음.

이에 기업의 경영권 변경 과정에서 피인수기업의 일반 주주의 권익을 보호하고 불투명한 거래를 통해 기업의 경영권을 탈취하는 약탈적 인수·합병을 예방하기 위하여 의무공개매수제도를 도입하되, 기업 간 시너지를 창출하는 인수·합병의 순기능이 지나치게 위축되지 않도록 하는 범위 내에서 보완책을 마련하고자 하는 것임.

지배권 프리미엄 수준이 제도 도입 이후에도
그대로 유지될 것이라는 전제가 과연 맞는가?

지배권 프리미엄 (control premium)에 미치는 영향은?

사익 (private benefit of control) 편취 위험에 미치는 영향은?

의무공개매수제도 도입한 41개국에 대한 실증 분석

김부식·김우찬·이용준 (2023),
의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미치는 영향 분석,
재무연구 제36권 제3호, pp. 1-30

Yongjoon Lee, Bushik Kim, and Woochan Kim (2023),
Does Mandatory Bid Rule Discourage Acquisitions above the Threshold?
mimeo

기존 문헌

- **대부분 이론 연구**

- Bebchuk (1994): MBR deters both types of takeovers (value-decreasing and value-increasing)
- Burkart et. al.(2000): MBR induces acquirers to hold more shares and thereby lowers agency costs
- De la Bruslerie (2013): MBR induces acquirers to lower PBC to limit acquisition costs

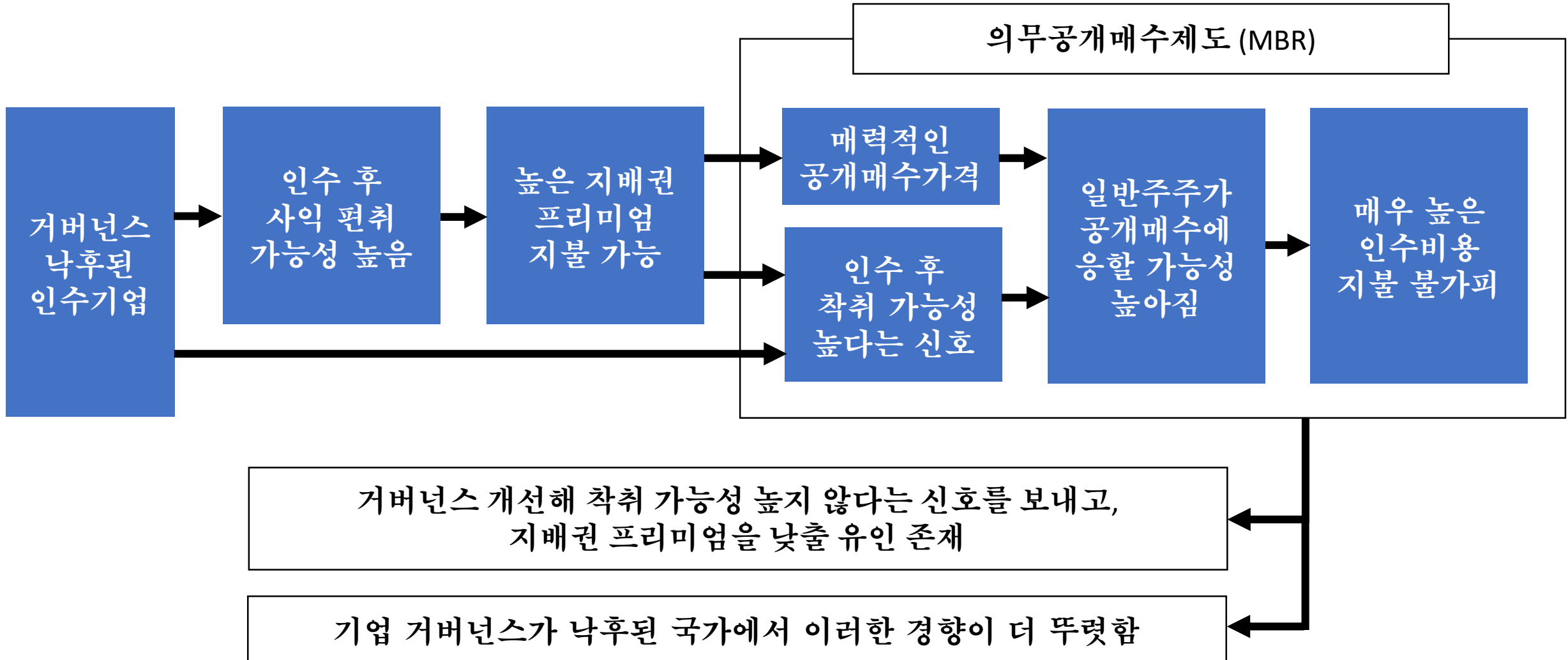
- **기존 지배주주의 지배권 프리미엄에 미친 영향 (실증 연구)**

- Rossi and Volpin (2004): MBR lowers block seller's control premium
- Wang and Lahr (2017): MBR raises block seller's control premium

- **제도 도입이 대상회사 주가에 미친 영향 (실증연구)**

- Humphery-Jenner (2012): negative (higher acquisition costs, entrenches managers)
- Wang and Lahr (2017) and Eswar (2018): positive (increases with the level of transparency and the level of minority shareholder protection)

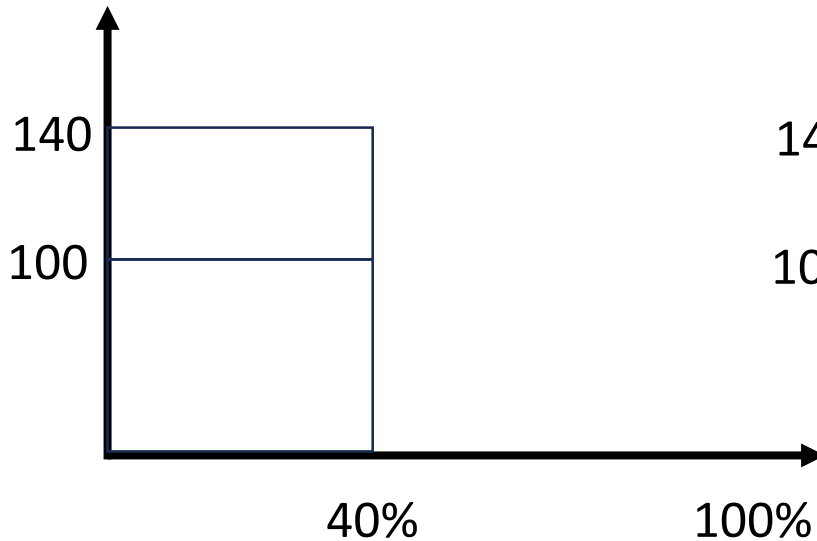
지배권 프리미엄이 낮아질 수 있는 이유



인수 비용에 미치는 영향

(인수 가격 = 140, 인수 발표 후 시장 가격 = 100)

No MBR



40%

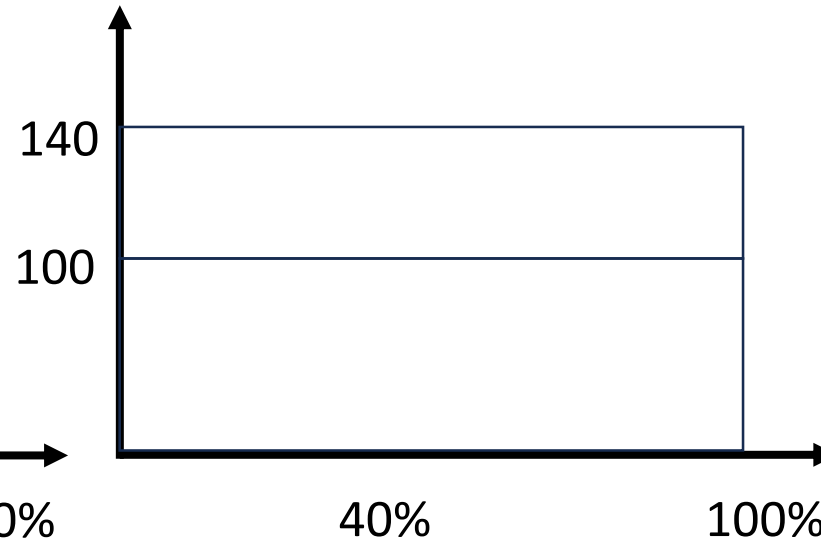
100%

$$CP = 40\%$$

$$PBC = 40\% \times 0.4 = 16\%$$

(시가총액 대비 최소 값)

MBR (no adjustment of CP)



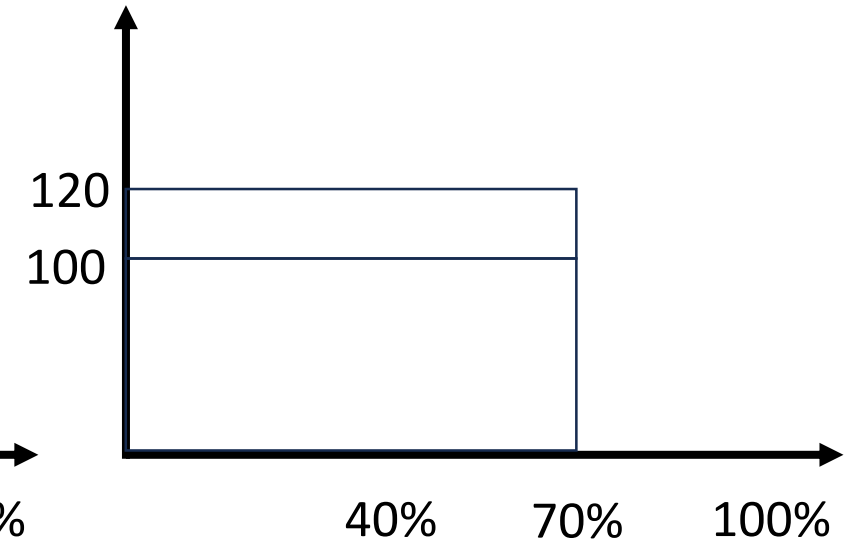
40%

100%

인수 비용 급증

PBC 을 대폭 늘리거나 ($> 40\%$)
이게 부담되면 당초 예상을 뛰어넘는
기업가치 창출을 해야 인수 가능

MBR (adjustment of CP)



40%

70%

100%

$$CP = 20\%$$

$$PBC = 20\% \times 0.7 = 14\%$$

인수 비용 대폭 낮춤
공개매수 모두 응해도 비용 낮음

의무공개매수제도 도입현황

44 개국

(SDC Platinum, 1980-2022)

3개국 제외
(일본, 중국, 칠레)

41개국

Country	Date	Threshold (%)	Country	Date	Threshold (%)
Europe					
Austria	2006.05.20	30	Lithuania	1996.01.16	33.34
Belgium	2007.09.01	30	Luxembourg	2006.05.22	33.34
Bulgaria	2001.01.31	50	Malta	2006.06.19	50
Croatia	2007.11.01	25	Netherlands	2007.10.28	30
Cyprus	2007.04.05	30	Norway	2008.01.01	33.34
Czech Republic	1996.05.30	30	Poland	1990.09.10	33
Denmark	1987.11.03	33	Portugal	2000.03.02	33
Estonia	2002.01.01	50	Romania	2004.07.29	33
Finland	2006.07.01	30	Russian Fed	1995.12.26	30
France	1989.08.02	30	Slovak Republic	1994.04.01	30
Germany	2002.01.01	30	Slovenia	1997.08.01	33
Greece	2006.05.30	33	Spain	1991.08.01	30
Iceland	1998.04.21	30	Sweden	2003.09.01	30
Ireland	1997.03.12	30	Switzerland	1998.01.01	33
Italy	1998.05.14	25	Turkey	1994.03.09	50
Latvia	2006.07.13	30	United Kingdom	1972.01.18	30
South America			Africa		
Argentina	2002.03.26	50	South Africa	1993.08.13	35
Brazil	2002.01.01	50			
Asia					
Hong Kong	1981.01.01	30	Pakistan	2002.10.01	25
India	2011.10.01	25	Saudi Arabia	2007.10.03	50
Indonesia	2000.03.13	50	Singapore	1974.01.01	30

지배권 인수거래 표본

(인수거래 건수: 41개국 1,421건)

Country	Before MBR	After MBR	Total	Country	Before MBR	After MBR	Total
Argentina	5	10	15	Lithuania	0	2	2
Austria	2	3	5	Luxembourg	2	0	2
Belgium	12	7	19	Malta	0	1	1
Brazil	15	28	43	Netherlands	9	9	18
Bulgaria	0	1	1	Norway	33	44	77
Croatia	0	6	6	Pakistan	0	3	3
Cyprus	0	2	2	Poland	0	32	32
Czech Republic	0	3	3	Portugal	3	9	12
Denmark	0	16	16	Romania	0	1	1
Estonia	0	1	1	Russian Fed	0	25	25
Finland	14	11	25	Saudi Arabia	1	5	6
France	0	123	123	Singapore	0	75	75
Germany	16	50	66	Slovak Republic	0	1	1
Greece	7	21	28	Slovenia	0	2	2
Hong Kong	0	144	144	South Africa	2	25	27
Iceland	0	2	2	Spain	0	32	32
India	105	97	202	Sweden	13	44	57
Indonesia	3	22	25	Switzerland	1	24	25
Ireland	3	7	10	Turkey	0	65	65
Italy	11	41	52	United Kingdom	0	169	169
Latvia	0	1	1				

지배권 인수거래 표본

(인수 시점, 인수 지분율에 따른 구분)

Period	Threshold		Total
	Below	Above	
Before MBR	164	93	257
After MBR	906	258	1,164
Total	1,070	351	1,421

지배권 프리미엄 (Control Premium)

- 지배권 인수자가 인도자에게 지불한 인수 가격 (P_t^B)이 인수 거래 발표 직후 형성된 주가 (P_{t+s})에 비해 높은 정도

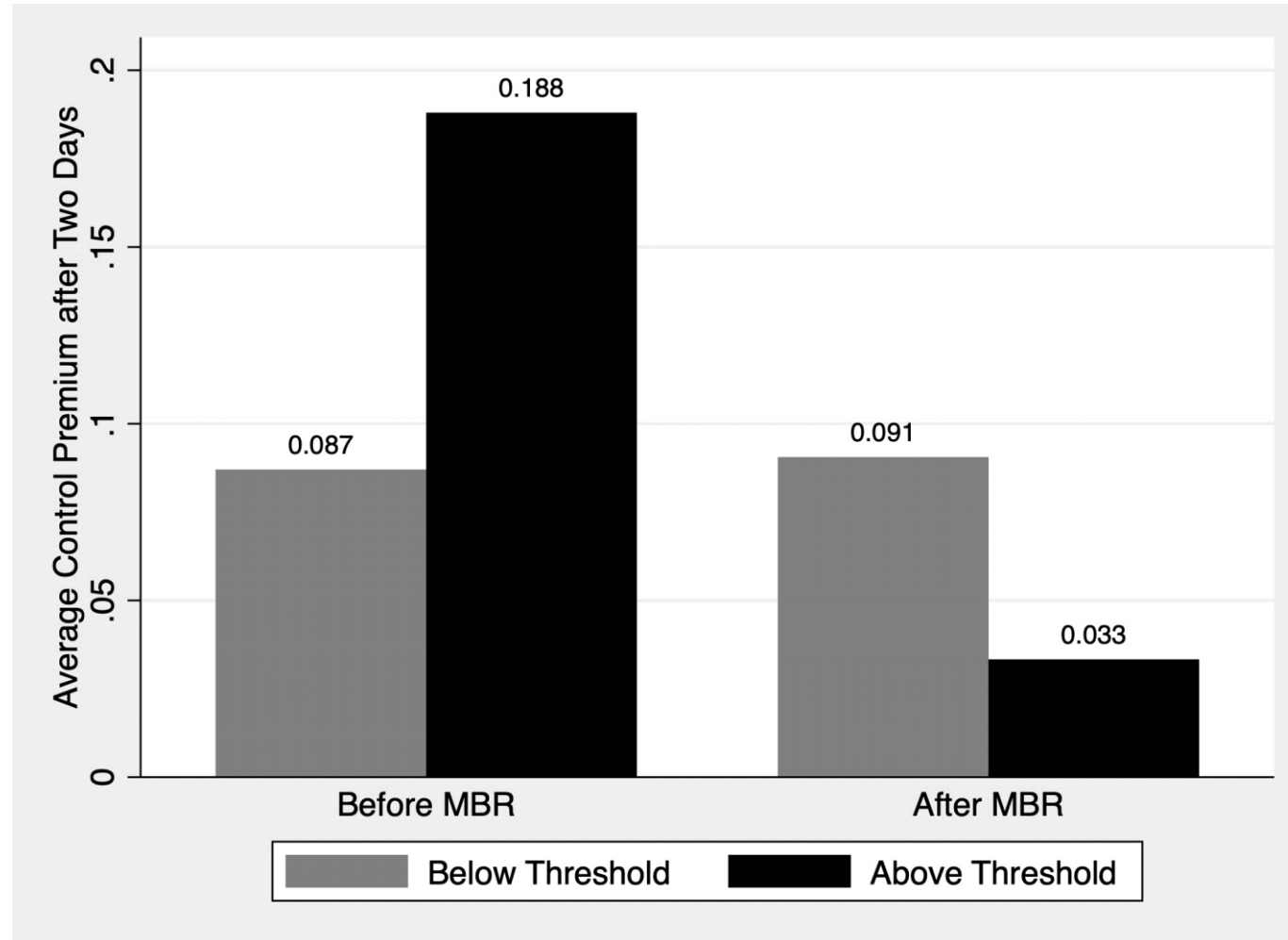
$$CP_t = \frac{P_t^B - P_{t+s}}{P_{t+s}} \quad s = 1, 2$$

지배권 인수 후 사익 편취 위험

- 미래의 위험을 예측하는 것은 불가
- 지배권 프리미엄으로 그 최소값 (lower bound)을 추정하는 것은 가능
- 지배권 인수거래마다 인수 지분율이 상이하므로 모두 시가총액 대비 백분율로 환산

$$PBC = CP_t \times \frac{\text{final ownership} (\%)}{100} \quad s = 1, 2$$

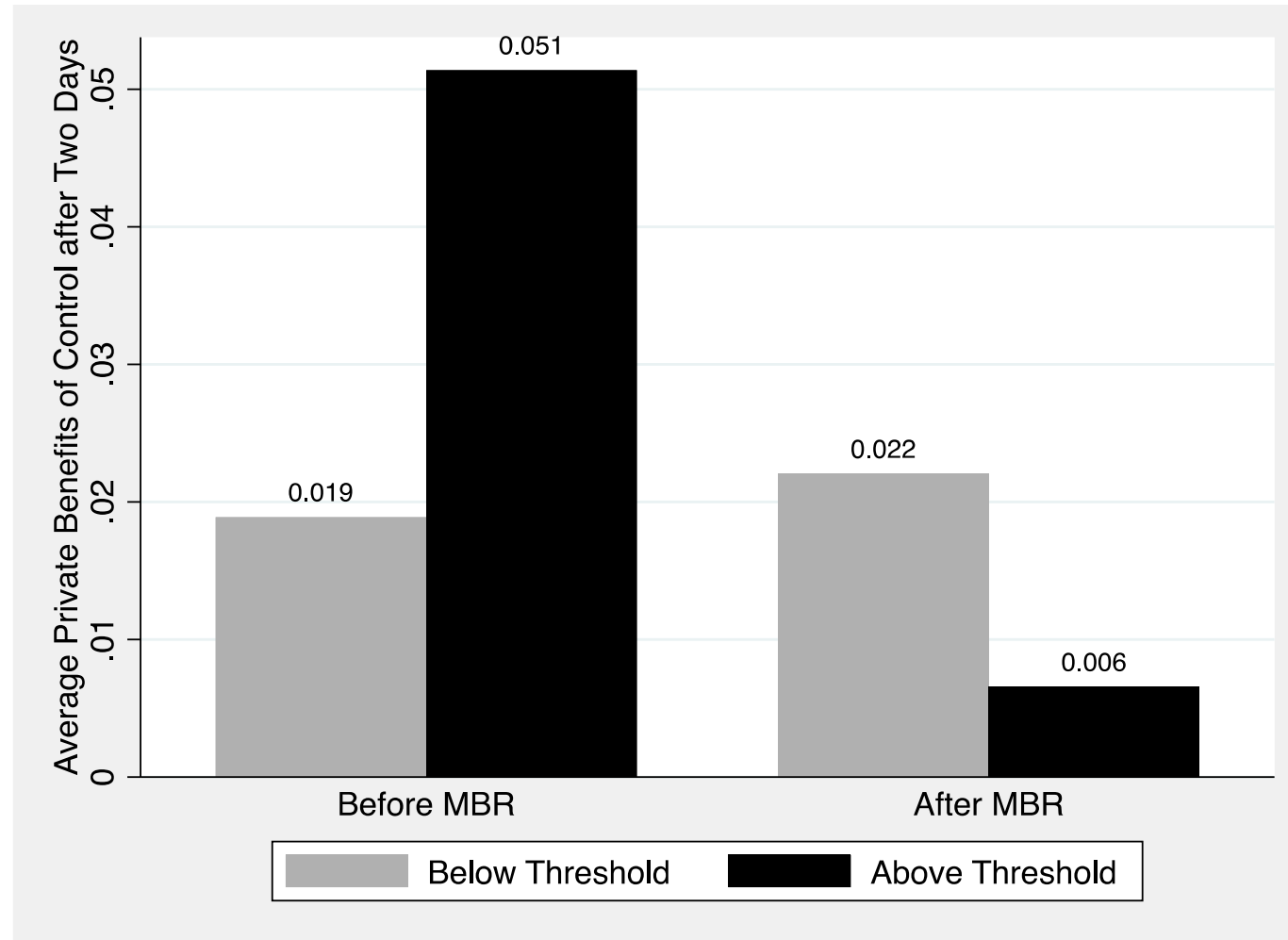
지배권 프리미엄에 미친 영향



지배권 프리미엄에 미친 영향

	<i>CP using P_{t+1}</i>		<i>CP using P_{t+2}</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
MBR (1 if after)	0.022 (0.111)	-0.005 (0.103)	0.024 (0.112)	-0.004 (0.104)
Threshold (1 if above)	0.112* (0.062)	0.099 (0.068)	0.107 (0.065)	0.092 (0.073)
MBR \times Threshold	-0.211** (0.088)	-0.210** (0.086)	-0.206** (0.089)	-0.204** (0.088)
Other Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Country FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	No	Yes	No	Yes
Adjusted R ²	0.018	0.038	0.019	0.039
Obs.	1,421	1,421	1,421	1,421

지배권 인수 후 사익 편취 위험에 미친 영향



지배권 인수 후 사익 편취 위험에 미친 영향

	<i>PBC using P_{t+1}</i>		<i>PBC using P_{t+2}</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
MBR (1 if after)	0.006 (0.235)	0.001 (0.022)	0.007 (0.300)	0.003 (0.110)
Threshold (1 if above)	0.051*** (3.004)	0.049** (2.649)	0.045** (2.536)	0.043** (2.243)
MBR \times Threshold	-0.066** (-2.434)	-0.067** (-2.478)	-0.062** (-2.383)	-0.062** (-2.439)
Other Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Country FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	No	Yes	No	Yes
Adjusted R ²	0.018	0.038	0.019	0.039
Obs.	1,421	1,421	1,421	1,421

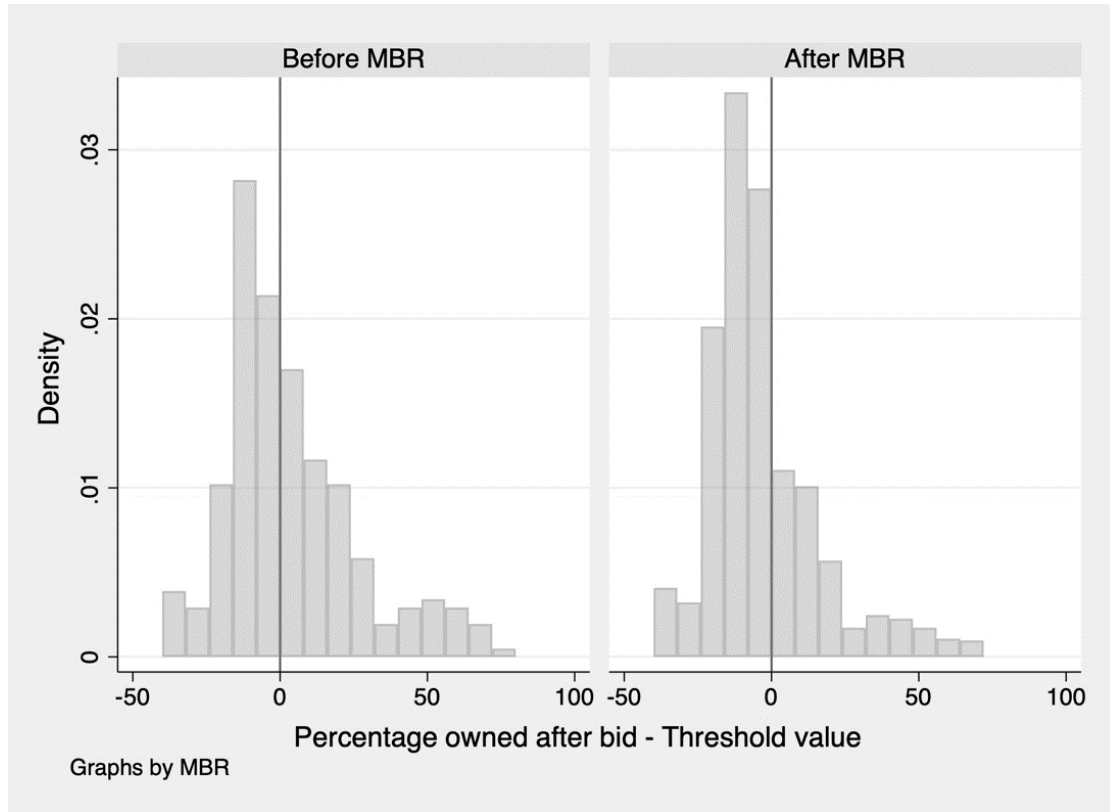
기업 거버넌스가 낙후된 국가

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>PBC using P_{t+1}</i>		<i>PBC using P_{t+2}</i>		<i>PBC using P_{t+1}</i>		<i>PBC using P_{t+2}</i>	
	<i>Country – level PBC < Median</i>				<i>Country – level PBC > Median</i>			
MBR (1 if after)	0.091*** (4.312)	0.059 (1.037)	0.088*** (4.378)	0.056 (1.025)	0.065 (0.984)	0.036 (0.568)	0.068 (1.059)	0.039 (0.625)
Threshold (1 if above)	0.045** (2.532)	0.014 (0.826)	0.037* (1.941)	0.007 (0.375)	0.085 (1.723)	0.093* (2.196)	0.085 (1.773)	0.093* (2.282)
MBR × Threshold	-0.087** (-2.674)	-0.052** (-2.318)	-0.078** (-2.511)	-0.045* (-2.014)	-0.133** (-2.476)	-0.126* (-2.255)	-0.132** (-2.548)	-0.124* (-2.294)
Other Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Adjusted R ²	0.001	0.052	-0.001	0.057	0.031	-0.001	0.035	0.010
Obs.	315	315	315	315	393	393	393	393

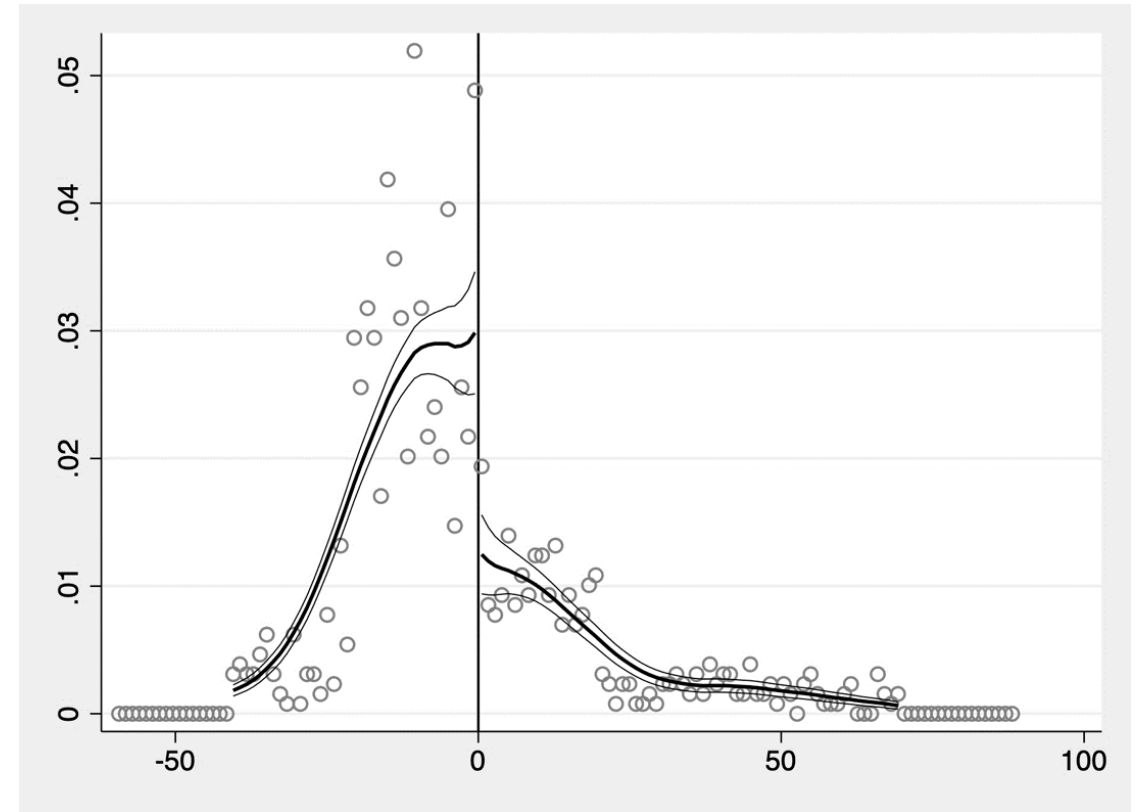
자기선택 편향 (Self-Selection Bias)?

- 사익 편취 정도 (PBC)가 높은 인수자는 의무공개매수 발동지분율 이하로 인수하고, 그렇지 않은 인수자만 그 이상으로 인수한 결과일 수 있음 (즉, 인수 지분율은 내생변수)
- Lee, Kim, and Kim (2023)
 - 제도 도입 후 발동지분율 이상의 인수거래가 감소 (약 10%)
 - 발동지분율 바로 아래의 인수거래가 증가하고, 바로 위의 인수거래가 감소 (sorting 현상 발견)
 - 하지만 이러한 현상이 사익 편취 정도 (PBC)에 따른 것은 아닌 것으로 확인 됨 (발동지분율 이하 거래의 PBC가 제도 도입 전후로 큰 차이 없음)
 - 제도 발효 직전에 발동지분 이상의 인수거래가 집중적으로 발생하지도 않음 (도입결정 공개일과 발효일을 모두 파악할 수 있는 9개 국가 중 두 일자 사이의 인수거래는 단 2건에 불과)

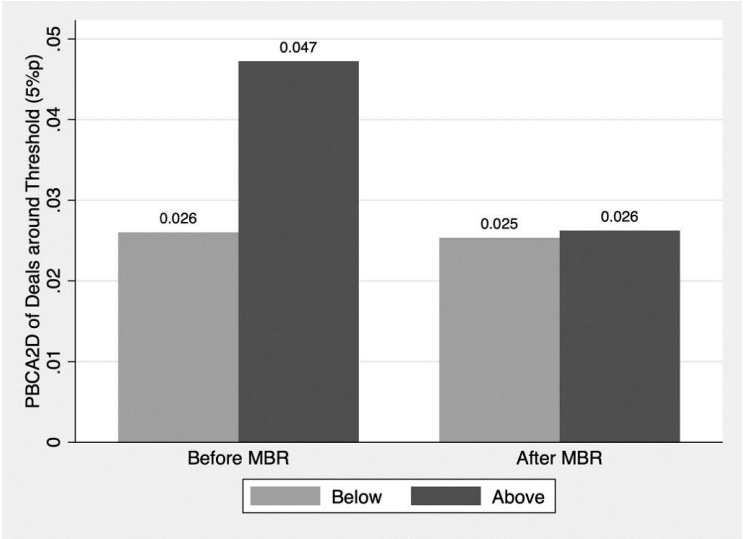
인수지분의 분포도 (히스토그램)



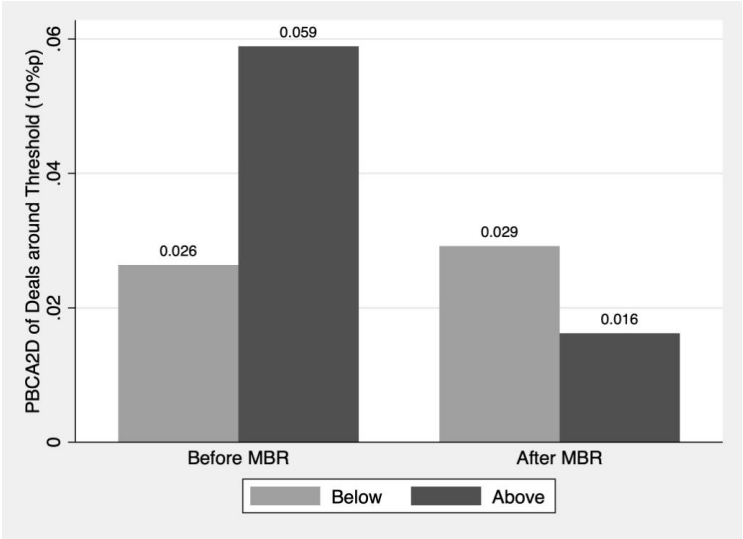
제도 도입 이후 인수지분의 분포곡선



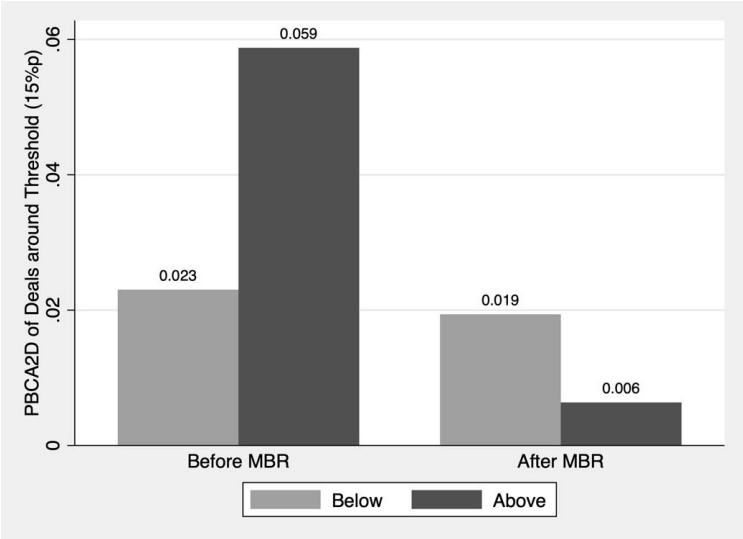
$\pm 5\%$ around the threshold



$\pm 10\%$ around the threshold



$\pm 15\%$ around the threshold



정책적 시사점

지배권 프리미엄이 제도 도입 이후에도
그대로 유지될 것이라는 전제는 맞지 않음

지배권 프리미엄 (control premium)과
이를 통해 유추할 수 있는 사익 (private benefits of control) 편취 위험이
모두 감소함

의무 공개매수 제의 물량을
50% + 1에서 100%로 수정해야