

국내기업의 M&A와 소수주주권 보호

한국재무학회 추계정책심포지엄

2016년 10월 6일

박경서*

고려대학교 경영학과 교수

* 본 자료작성에 많은 도움을 주신 한국기업지배구조원에 깊은 감사를 표합니다.

주요 내용

- 국내 M&A시장 현황과 특징
- 국가 간 M&A제도 비교
- 국내 M&A제도관련 주요 이슈 및 개선방향
 - 공개매수 시 부분인수제도
 - 공개매수 적용요건
 - 합병 시 주식교환비율
 - M&A하에서의 자사주매각
 - 주식매수청구권행사 시 가격결정
 - 이사회 의 선관의무

국내M&A시장 현황과 특징

국내 M&A거래 현황

- 지난 수년간 국내기업간 M&A가 활성화면서 거래건수 및 금액이 증가추세
 - 2015년 국내 M&A 시장의 총 거래대금은 역대 최대 규모인 약 45조 원, 거래건수는 320건 (거래 완료 기준, 법인 간 M&A에 해당하지 않는 부동산 및 SOC 딜은 제외)
 - 대기업 간 빅딜, 지배구조 재편을 위한 그룹 내 합병, 사모펀드의 기업인수 등이 주요 배경

<그림 1> 최근 5년 국내 M&A시장 규모 및 거래건수

(단위:십억달러)



출처 : 안세환, 한국기업지배구조원 CGS Report(2016), 「The Bell league table」(2015)

국내 M&A거래 및 제도의 특징

- 하지만 국내에서는 선진국과는 다른 양상의 M&A시장이 형성되면서 다음과 같은 현상 관찰
 - M&A시 외국에 비해 과도히 높은 경영권프리미엄 현상과 지배주주에 의한 이의 독점
 - 무능한 경영을 규율할 수 있는 경영규율형(disciplinary) M&A의 부재
 - 지배주주와 소수주주간 이해상충과 형평성 문제
 - 경영권방어에 유리한 M&A관련제도 및 사법적 관점
- 경영권의 보호 또는 강화하는 과정에서 지배주주 또는 경영자가 부당한 이득을 취득하는 것이 정당한가에 대한 근본적 의문
 - 보다 심각하게는 과연 보호할만한 가치가 있는 경영권인가에 대한 의문도 발생

경영권시장(market for control)의 부재

- 국내 기업은 내부견제장치인 기업지배구조의 경영감시기능이 취약한 상황에서 외부규율장치인 M&A시장의 취약성은 효율적 자원배분기능에 부정적 요소로 작용
 - 특히 공개매수를 통해 경영권 다툼을 하는 경영권시장(market for control)이 미발달
 - 내부 및 외부규율기능의 취약성은 국내기업 주가의 저평가, 경영승계의 비효율성, 대기업 부실화 시 국책은행을 통한 정부개입의 주요한 배경
- 특히 국내 M&A 역사에 있어 기업경영에 대한 규율수단으로서 적대적 M&A 사례는 매우 제한적이고 그나마 대부분 실패
 - 1997년, 신동방그룹의 미도파에 대한 적대적 경영권 인수시도
 - 2003년, 소버린의 SK(주) 주식매수(14.99%)를 통한 경영참여 시도
 - 2003년, KCC의 현대엘레베이터에 대한 적대적 M&A시도
 - 2006년, Carl Icahn의 KT&G 주식매수(6.59%) 확보를 통한 경영참여 시도

경영권시장(market for control)의 부재

- 영미법 국가의 경우 전체 상장기업의 5% 내외가 적대적 M&A의 대상이 되는 경험 (Rossi and Volpin(2004))
 - 잠재적으로 적대적 M&A의 대상이 될 수 있다는 가능성이 기업가치를 제고하기 위한 경영진의 노력을 유도하는 것으로 평가
- 국내경제에 있어 경영권시장 또는 규율형 M&A의 부재는 근본적으로 지배주주와 소수주주 간 주주권의 불균형에 기인
 - OECD국가중 관련법 및 제도운영상 소수주주권 보호가 가장 취약한 국가
 - 상장기업의 경우 외부주주가 평균 60% 내외의 지분을 보유하고 있음에도 불구하고 지배주주 지분의 '우호적 경영권인수(friendly takeover)'만이 경영권을 확보할 수 있는 거의 유일한 방안
 - 소수주주권보호가 양호할수록 규율형M&A의 빈도가 높아진다는 연구결과(Rossi and Volpin(2004))

경영권시장(market for control)의 부재

- 선진국에 비해 과도한 경영권프리미엄이 효율적인 경영권시장의 형성에 최대 장애 요인
 - 우선협상자 선정일 하루 전 종가와 실제 입찰가격간의 차이로 측정된 경영권프리미엄의 경우 미국기업M&A시 평균은 30% 내외인 반면 한국기업의 경우 평균 70%를 상회하는 것으로 평가 (Credit Suisse(2008), 김석봉(2015))
 - 현실적으로 상당수 기업들은 '아무리 높은 가격'에도 경영권을 넘겨주지 않을 것으로 예상
- 또한 높은 경영권프리미엄이 M&A시 창출되는 부가가치(synergy)에 기인하기보다는 경영권행사를 통한 사적 이익(private benefit of control) 또는 인수기업 경영자의 과도한 가격지불유인(hubris hypothesis)에 상당 부분 기인
 - 상장기업 대부분(약 95%)에 개인지배주주 존재와 가족승계 전통이 있는 가운데 일감몰아주기 등 지배주주일가의 높은 사적이익 추구 현상 (2014년 40대 대규모기업집단의 비상장사의 상장계열사에 대한 매출금액 91.9조원(공정거래위원회))
 - 순환 및 피라미드식 소유구조가 지배주주의 사적이익추구의 중요한 배경 (40대 대규모기업집단의 경우 가족지분합계는 3.5% 내외인 반면 계열사지분 30% 내외)
 - '상장기업의 주인은 누구인가'에 대한 인식상의 괴리

경영권시장(market for control)의 부재

- 기업의 퇴출보호 및 은행중심의 구조조정 특성
 - 최근 조선, 해운업의 부실화 사례에서 나타나듯이 회사가 파산상황에 직면해서야 은행중심의 부채구조조정이 시작되는 경제구조는 국가경제에 커다란 부담
 - 부실화 단계 초기에 산업 내 통폐합을 통한 경쟁구조개선, 무능한 경영에 대한 규율기능을 갖는 M&A시장의 활성화가 필요
- 과거 오너중심의 경영이 한국경제의 고성장에 크게 기여한 바 있으나, 2% 수준의 저성장경제가 고착화되고, 능력이 의심되고 경험도 일천한 3,4세대가 경영에 직접 참여하는 기업의 경영권도 무조건 보호되어야 하는가에 대한 의문
 - 특히 대규모기업집단 중심의 경제구조가 부의 집중, 경제력집중, 독과점의 문제로 연결되 새로운 모험사업가(entrepreneur)가 출현하는데 장애요인으로 작용한다는 우려

M&A와 기업/국가경쟁력

- 선진국에서는 자본시장 중심의 선제적 구조조정 방안으로 규율형 M&A 활용
 - 1980년대 미국경제의 부활은 LBO와 같은 신금융기법이 결합된 구조조정의 결과 자동차, 정유, 항공산업 등이 경쟁력을 회복한 것에 크게 기인
- 기업간 M&A는 저평가 기업과 부실기업의 가치를 제고하는 효과를 가진 매우 중요한 외부규율기능 (external disciplinary mechanism)
 - M&A의 경영효율성 제고효과에 대해서는 많은 이론적/실증적 연구들이 존재 (Jensen and Ruback(1983), Scharfstein(1988), Hirshleifer and Thakor(1998) 등)
 - 규율형 M&A를 촉진하는 제도가 도입될 경우 저성과 경영자의 교체가능성이 증가 (Franks and Mayer(1996), Bris, Cabolis and Janowski(2010) 등)
 - 특히 기업지배구조가 취약한 국가에서 M&A의 규율기능이 가장 긍정적 효과를 갖는 것으로 평가 (Lel and Miller(2012))

M&A의 부정적인 측면?

- 약탈적 M&A

- 기업의 이해관계자 중 주주가치만을 극대화하고 채권자, 종업원 등 여타 이해관계자의 희생에 기초한 M&A
- 주주 이외의 이해관계자와 사회적 동의를 얻지 못하는 M&A는 동 시장의 발전에 장애 요인으로 작용

- 가치제고형(allocative)이 아닌 저가인수형(acquisitional) M&A

- 현재 주가가 기업가치에 관련된 모든 정보를 반영하지 못할 경우 우월한 정보를 가진 주체(informed)가 저평가 된 주식을 인수 (Grossman and Hart(1981))
- 저가인수형 M&A가 빈발할 경우 M&A프리미엄의 증가로 구조조정이 필요한 가치제고형/규율적 (disciplinary) M&A의 비용이 증가하는 현상

- 머니게임형 M&A

- 주식시장이 비효율적일 경우 M&A를 통한 단기적 구조조정이 장기적인 경쟁력을 해침에도 불구하고 주가상승으로 연결될 가능성을 이용한 M&A 가능
- 장기적으로는 기업가치에 손상을 가져온다는 점에서 M&A시장의 발달에 장애요인

- 결국 규율형 M&A의 긍정적 측면이 부정적 측면을 능가하는가에 대한 판단이 중요!

- 본 연구는 이러한 논의의 촉발을 위한 발제적 성격

주요국 M&A제도 비교

주요국 M&A 관련제도의 비교

- 전 세계 주요국가의 M&A제도를 분석한 Nenova (2006) 자료 등을 이용하여 다음의 4개 국가와 국내제도를 비교
 - 미국: 전 세계적으로 M&A 활동이 가장 활발한 국가로서 경영권에 대한 공격과 방어의 자율성이 최대한 보장되는 특징을 가짐 (의무공개매수제도가 없고 poison pill과 super-voting shares 허용).
 - 영국: 미국과 대조적인 M&A 제도를 갖추고 있는 국가로서 경영권 방어행위와 의무공개매수에 상당한 제한을 부과 (의무공개매수가 있는 대신 방어기업에 poison pill과 super-voting shares 불허)
 - 일본: 1990년대 후반 활발한 M&A boom을 경험한 아시아 국가 (poison pill 등 방어전략을 허용)
 - 독일: 한국과 같은 대륙법체계국가로 70% 내외의 상장회사에 개인지배주주가 존재하는 국가 (의무공개매수가 있는 동시에 포이즌 필을 허용하는 등 방어에 보다 유리한 제도)

주요국 M&A 관련제도의 비교

- 미국과 일본은 공격자에 대한 규제도 없고 방어수단에 대한 제한도 없는 자율경쟁체제
 - 반면에 영국은 (독일은 제한적으로) 양자에 대해 상당한 규제를 부과
- 한국의 경우 의무공개매수제도는 없는 반면 방어수단은 별로 부과하지 않아 외형적으로는 공격자에게 더 유리한 제도형태를 갖추
 - 그럼에도 불구하고 규율형M&A는 거의 관찰되지 않는 상황

<표 1> 국내외 M&A 공격 및 방어제도 비교

	M&A제도	한국	미국	영국	일본	독일
공격자	의무공개매수제도	×	×	○	×	○
방어기업	교차임기제	○	○	×	○	○
	황금낙하산	○	○	○	○	○
	Poison pill	×	○	×	○	○
	차등의결권주식	×	○	○	○	×
	초다수의결제	○	○	×	○	○

자료: OECD Corporate Governance Factbook(2014), Nenova(2006)

주요국 M&A 관련제도 비교

- Nenova(2006)는 평가대상 주요국가중 영국이 가장 우수한 M&A제도를 갖춘 국가로 평가
 - 미국은 영국에 비해 소수주주권보호측면에서 점수가 낮기는 하지만 주주대표소송 등 민사구제가 가장 활발한 국가라는 점에서 주주권보호와 M&A제도가 균형을 이루고 있는 것으로 평가
- 한국은 전반적으로 M&A관련 법제도가 열악한 것으로 평가
 - 특히 소수주주에 대한 공정한 가격제공에 있어 매우 취약한 것으로 평가

<표 2> 국내외 M&A제도수준 비교

(1점 만점)

국가	Fair price for Minority	Disclosure index	Fair price for non-Tendering Investors	Appraisal rights After a merger	Anti-Takeover tactics	Takeover Law Index
U.K	1	1	1	1	0.86	0.94
U.S	0.5	1	1	1	0.71	0.76
Japan	1	1	0	1	0.29	0.72
Germany	1	0	1	0	0.57	0.63
Korea	0	0.5	0	1	0.71	0.59

자료: Nenova(2006)

정책적 시사점

- 국내 규율형 M&A시장이 취약하고 무능한 경영이 지속되는 주된 배경은 소수주주보다는 지배주주 중심의 관련법 및 제도, 그리고 경영관행이 바뀌지 않는 것에 기인
 - 상장기업임에도 불구하고 대규모기업집단의 경우 불과 4% 내외의 지분을 가진 '오너가족'을 기업의 '주인'으로 인정하고 보호하는 법제도와 관행
 - 이는 미국 상장기업의 전문경영자들이 합산으로 8% 내외의 지분을 보유하고 있는 것과 극명히 비교
- 특히 이사의 선관의무에 대한 사법부의 보수적 판결 성향이 중대한 영향
 - 상법 및 대법원의 판례상 주주와 법인의 법인격이 구별된다는 이유로 계열사간 거래나 합병 등을 통한 주주 간 부의 이전(wealth transfer) 문제를 이사의 선관의무상 보호범위에서 배제 (이상훈(2016) 등)
 - 이사(director)는 회사의 재산을 보호하는 의무만을 가지며 주주의 가치를 보호할 의무는 없다는 관점이 국내 사법부의 주류 의견 (에버랜드 전환사채저가발행 재판관련 대법원의 2009.5.29. 선고 2007도4949)
- 결론적으로 주주대표소송 등 민사구제 등에 상당한 제약과 비용이 수반되어 M&A시 소수주주권보호가 취약
 - 민사구제가 가장 활성화되어 있는 미국식보다는 유럽식 M&A제도가 국내현실에 보다 적합한 것으로 평가

국내M&A시장의 주요 이슈 및 제도개선방안

국내M&A시장의 주요이슈 (1) - 부분인수제도

- 국내M&A제도는 공개매수 시 의무매수지분이 규정되어 있지 않아 피인수기업의 지배주주만이 M&A의 혜택을 누리는 현상
 - 국내 관련법은 10인 이상으로부터 5% 이상을 매수하는 경우에 공개매수를 해야 하는 것으로만 규정 (자본시장과 금융투자업에 관한 법률 (이하 "자본시장법") 제133조 제 3항 및 자본시장법 시행령 제140조 제2항)
- 이는 M&A거래에 있어서 평균인수지분을 비교할 경우 한국이 절대적으로 낮은 수준을 보여주고 있는 주요 배경

<표 3> 국가별 평균인수지분 비교

(단위: %)

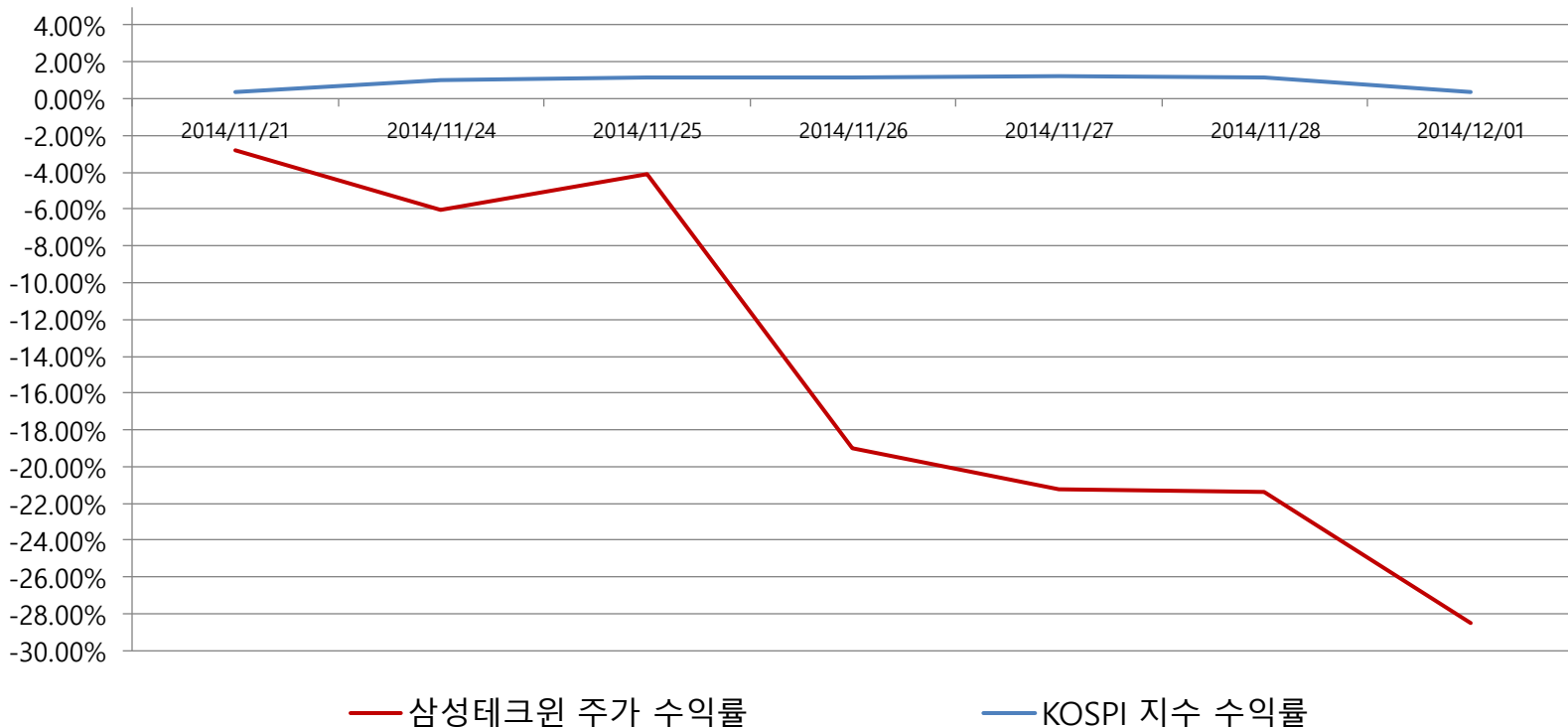
	한국	미국	독일	싱가포르
인수지분	47.5	94.9	71.3	58.3

자료: 김석봉(2015)

국내 M&A 시장의 주요 이슈 (1) - 부분인수제도

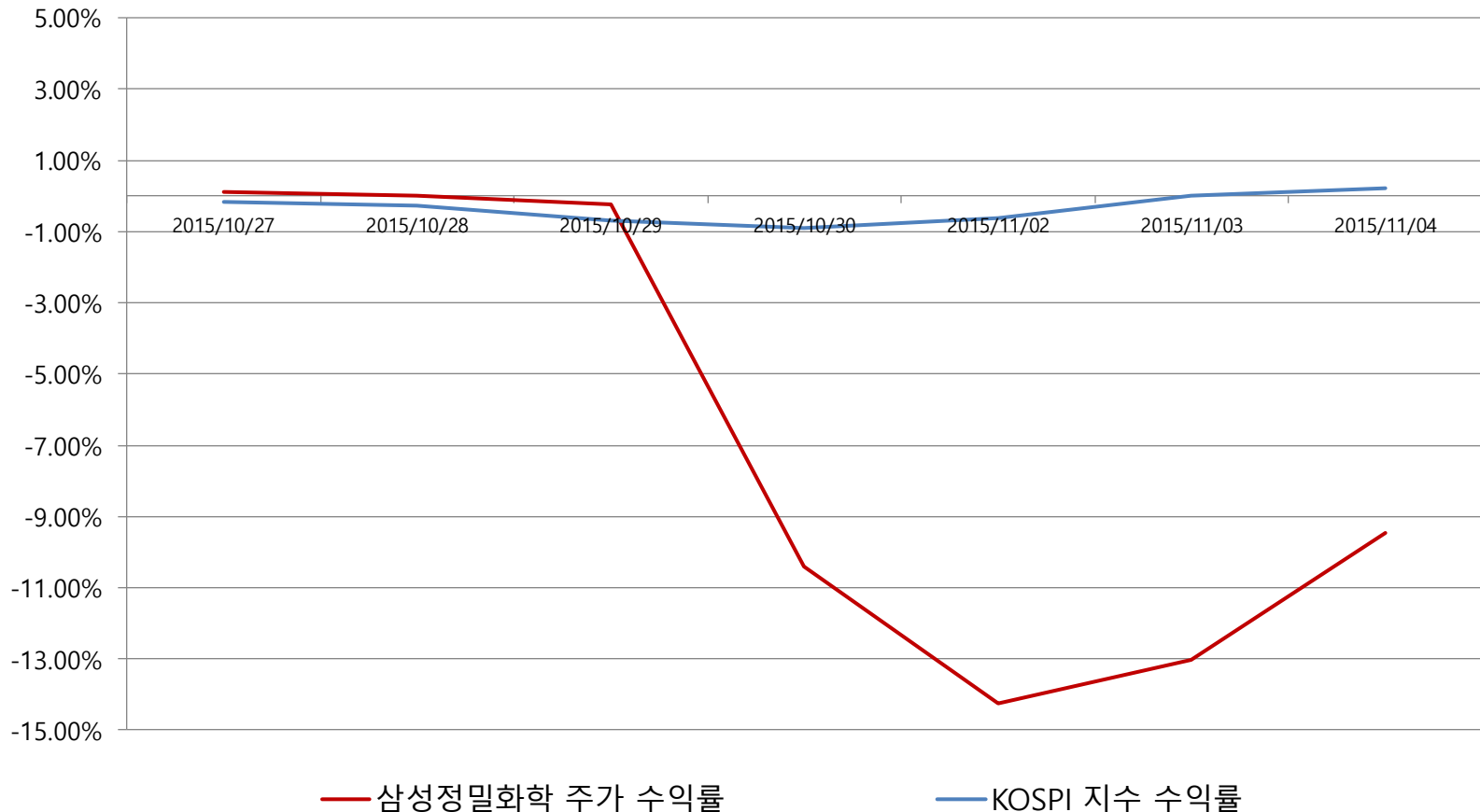
- 이에 따라 국내에서는 M&A 가능성이 제기되거나 이사회 등의 결의가 있을 경우 매수대상기업의 주가는 오히려 하락하는 현상 발생
 - 반면에 외국의 경우 매수대상기업의 주가는 공시 후 20% 이상 상승하는 경향 (Jensen and Ruback(1983) 등)

<그림 2> 한화의 삼성테크윈 지분(32.4%)인수 공시 전후(± 3 영업일) 주가반응



국내 M&A 시장의 주요 이슈 (1) - 부분인수제도

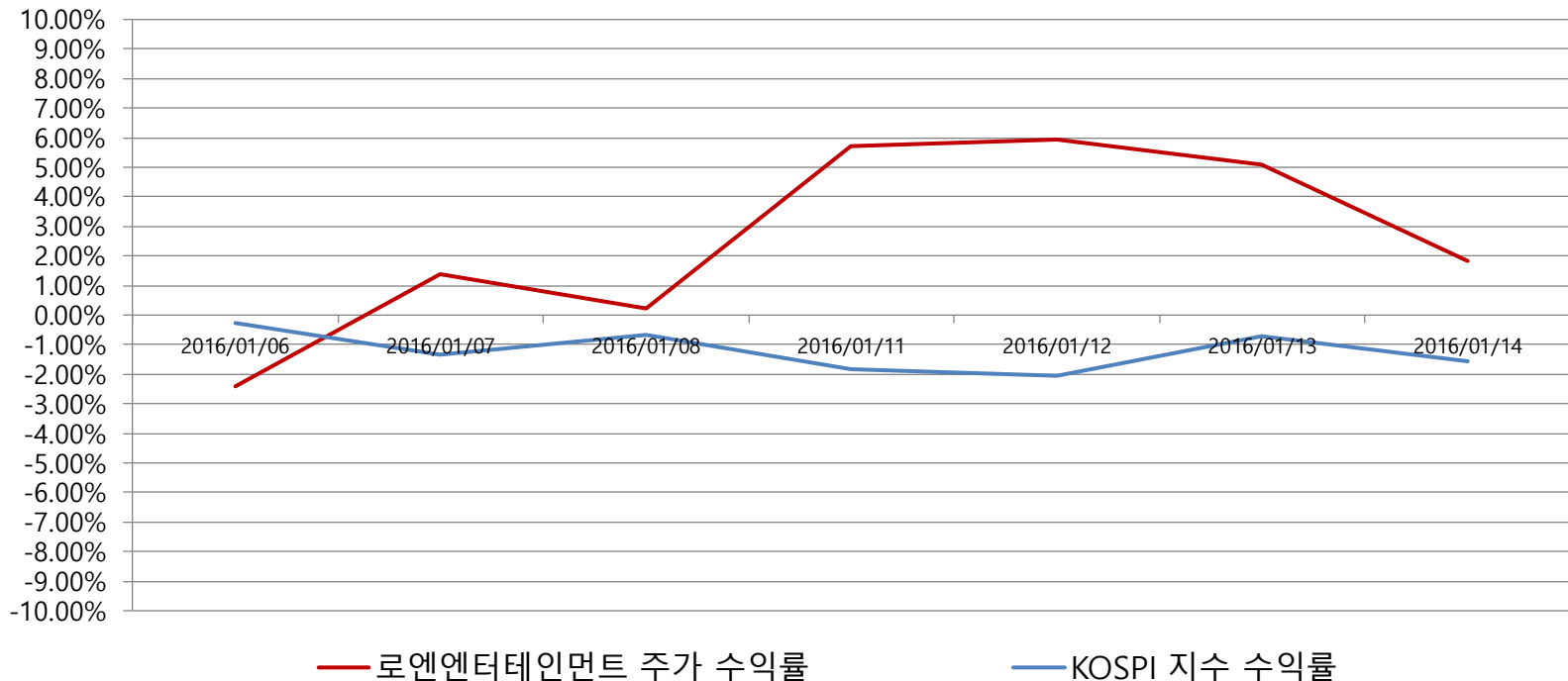
<그림 3> 롯데의 삼성정밀화학 지분(31.13%)인수 공시 전후(±3영업일) 주가반응



국내 M&A 시장의 주요 이슈 (1) - 부분인수제도

- 반면에 인수기업이 상당한 지분을 인수할 경우 피인수기업의 주가는 상승하는 경향

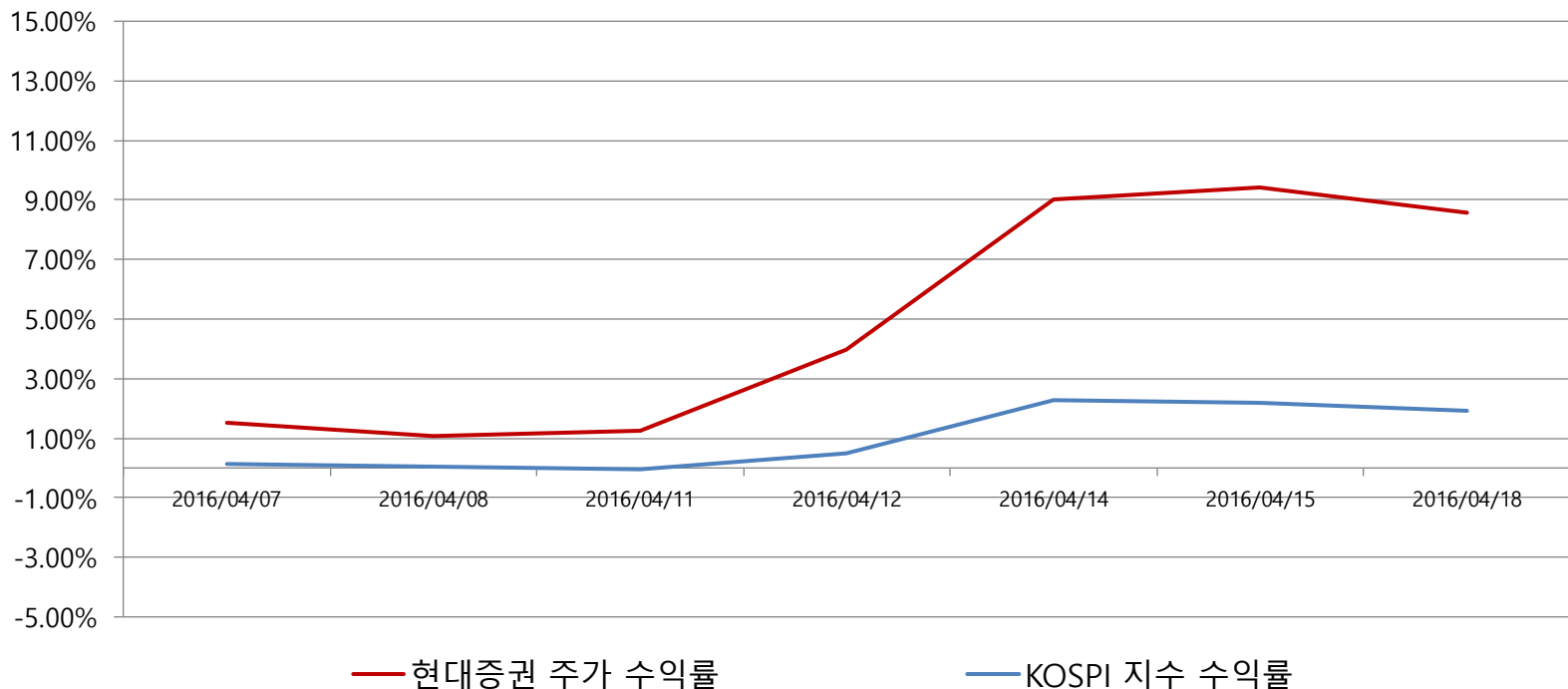
<그림 4> 다음카카오의 (주)로엔엔터테인먼트 지분(76.4%)인수 시 공시 전후(±3영업일) 주가반응



국내 M&A 시장의 주요 이슈 (1) - 부분인수제도

- 22.56%의 지배주주지분만을 인수한 KB금융지주의 현대증권 인수사례의 경우는 향후 추가지분매입에 대한 기대감이 작용한 것으로 추정 (실제 양사는 연내 주식교환을 통한 합병 예정)

<그림 5> KB금융의 현대증권 지분(22.56%)인수 시 공시 전후(±3영업일) 주가반응



국내 M&A 시장의 주요 이슈 (1) - 부분인수제도

- 경영권프리미엄이 누구에게 귀속되는가에 대해서는 두 가지 주장이 대립
 - 미국의 경우 '사적계약의 자유' 및 '주식양도의 자유' 원칙에 따라 경영권프리미엄은 경영권 행사주체에게 귀속된다는 시장원칙(market rule)을 적용. 다만 경영권변동에 따른 소수주주의 피해를 줄이기 위해 매각대상기업 지배주주의 주식매각에 충실의무를 적용 (김화진 (2014))
 - 반면에 영국의 경우 지배주주의 주식매각 시 소수주주에게도 참여할 기회를 주는 균등기회의 원칙(equal opportunity rule)을 적용 (UK City Code on Takeovers and Mergers)
- 이러한 시각차이는 경영권이 누구의 자산인가에 대한 관점의 차이
 - Adolph and Berle(1958)은 회사의 경영권은 회사의 자산으로서 이의 처분에 따른 이익은 지배주주가 아닌 주주 전원에게 귀속되는 것이 타당하다고 주장
 - 예를 들어, 지배주주가 있는 A기업이 B기업의 경영권을 인수하기 위해 시가보다 높은 가격을 지불할 경우 그 부담은 A기업의 전체주주에게 돌아가나 추후 A기업의 지배주주가 B기업에 대한 자신의 경영권지분만을 C기업에 매각할 경우 그 혜택은 A기업의 지배주주에게만 귀속되는 문제 발생
- 경영권프리미엄의 원천이 '지배주주의 능력'에 기인하는지 또는 '경영권을 이용한 사적 이익'에 기인하는 가도 중요
 - 국내기업의 경우 계열사간 일감몰아주기 등에 따른 사적혜택이 경영권프리미엄의 주된 배경

국내 M&A 시장의 주요 이슈 (1) - 부분인수제도

- 유럽대륙국가의 경우 Euro Takeover Guide에 기초하여 의무공개매수를 적용
 - '매수대상기업의 모든 주주는 M&A거래와 관련하여 균등하고 공정한 기회를 부여 받아야 한다'라는 기본원칙 적용
 - 기업의 경영권교체로부터 발생하는 가치증가(시너지)의 효과를 피인수기업의 특정주주가 아닌 모든 주주에게 공정히 배분하는 것이 목적
- 반면에 M&A시 공격과 방어에 있어 별다른 제약을 두지 않고 있는 미국은 의무공개매수제도가 적용되지 않는 사례
 - 다만 M&A거래 시 매수대상기업의 이사회가 또 다른 잠재적 인수자의 탐색과 경쟁의 유도, 매도가격의 결정 등에 있어 최선을 다해야 하는 선관의무(fiduciary duty)가 엄격히 적용되어 소수주주의 이익을 보호
 - 따라서 피인수기업의 이사회는 통상 배임문제에 대한 민사소송을 피하기 위해 공격기업에게 전체지분의 인수를 권고

국내 M&A 시장의 주요 이슈 (1) - 부분인수제도

- 특히 미국의 경우 M&A에 불만을 가진 주주가 소송을 제기할 경우 경영진은 거래가 공정(entire fairness)했다는 것을 증명할 입증책임을 부담
 - 공정성기준(fairness test)은 공정가격(fair Price) 뿐만 아니라 공정한 절차(fair dealing) 조건을 만족시켜야 피인수기업의 경영진이 배임 등의 혐의를 벗어날 수 있는 테스트
 - (a) 경영진 등으로부터 독립적인 특별위원회 등에서 거래를 승인하고 (and), (b) 소수주주만이 참여하는 주주총회에서 과반수 찬성이 있을 경우 경영판단의 원칙(business judgement)의 완화된 기준을 적용

<표 4> Board Decisions in Delaware M&A Transactions (발취)

7.	Transaction with a controlling stockholder where a majority of the board is <i>not</i> independent and disinterested	<p>Entire fairness, but <i>either</i> (a) a properly functioning special committee <i>or</i> (b) approval of a majority of the minority will shift the burden of proof to the plaintiff</p> <p>Business judgment if <i>both</i> (a) a properly functioning special committee <i>and</i> (b) approval of a majority of the minority</p>
----	--	--

국내 M&A 시장의 주요 이슈 (1) - 부분인수제도

- 다만 의무공개매수제도는 공격기업의 입장에서는 M&A를 위해 필요이상의 인수비용을 수반하므로 효율적인 경영권 교체를 저해할 가능성(Bebchuk(1994))
 - 따라서 국가별로 경영권교체의 필요성 등 자본배분의 효율성 측면, 소수주주보호의 필요성 측면 등을 고려하여 상이한 제도 운영
- 정부는 M&A활성화를 위하여 1998년 아시아경제위기 직후 의무공개매수제도를 폐지
 - 하지만 국내자금공급이 자금수요를 초과하여 초저금리 상태가 된 상황에서 M&A장애요인으로서 자금규모의 부담 문제는 완화되는 추세
 - LBO 등에 의한 자금조달방식의 다양화도 인수자금의 조달을 용이하게 하는 변화
- 의무공개매수제도가 도입될 경우 인수자의 매입대금규모는 증가할 수 있으나 주당매수가격은 하락할 가능성
 - 일정 지분 이상의 지분매수 시 공개매수제도를 적용하고, 매수지분을 일정지분(예를 들면 50%) 이상으로 의무화할 경우 '주당매수가격'은 하락할 가능성
 - 매수대금의 증가는 공개매수를 보다 신중하게 선택하도록 유도하는 효과 기대

국내M&A시장의 주요이슈 (2) - 공개매수 적용요건

- 국내의 경우 공개매수가 적용되는 최소지분을 5% 이상 매입의 경우로 매우 낮게 적용하여 인수자의 인수방법 선택폭을 제한하는 문제가 발생(자본시장법 제133조 제3항)
 - 주식 등을 대통령령으로 정하는 기간 동안 증권시장 밖에서 대통령령으로 정하는 수 이상의 자로부터 매수 등을 하고자 하는 자는 그 매수 등을 한 후에 본인과 그 특별관계자(대통령령으로 정하는 특별한 관계가 있는 자를 말한다. 이하 같다)가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 그 주식 등의 총수의 100분의 5 이상이 되는 경우.. (중략) 공개매수를 하여야 한다.
- 이는 영국의 15%, 독일, 싱가포르의 30%, 프랑스 및 일본의 33% 등에 비해 매우 낮은 수준
 - 미국의 경우는 아예 이와 관련한 기준이 없어 아무리 많은 지분을 인수하더라도 공개매수제도가 강제되지 않음

<표 5> 주요국의 공개매수적용 최소지분

	영국	독일	프랑스	미국	일본	싱가폴	홍콩
최소지분	15%	30%	33%	100%	33%	30%	30%

자료: Nenova(2006)

국내M&A시장의 주요이슈 (2) - 공개매수 적용요건

- 5% 지분은 경영권 확보가 가능한 지분보다는 매우 낮은 지분임에도 불구하고 공개매수를 요구하는 제도적 문제
 - 5% 공시의무와 같은 수준에서 공개매수제도를 강제하는 등 제도는 경영권확보가 아니라 '경영참여의도'를 가진 행위조차도 억제하는 결과
- 이에 따라 인수기업은 공개매수에 따른 인수상의 번거로움을 피하기 위해 기존 지배주주나 대량지분을 보유하고 있는 10인 미만의 주주에게서 주식을 인수하는 것을 선호
 - 공개매수가 적용되는 최소지분율을 낮게 설정한 제도의 목적은 일견 보다 많은 공개매수를 유도하기 위한 목적이나 오히려 반대의 결과
 - 결국 소수주주는 M&A를 통한 주식매각의 기회를 상실
 - 선진국에서의 경우와 유사한 25%~30% 내외 수준으로 상향 조정할 필요

국내M&A시장의 주요이슈 (3) - 합병 시 주식교환비율의 결정방식

- 최근 진행되고 있는 주요한 M&A거래들이 주로 상장계열사 간 주식교환방식에 의한 합병에 의해 진행
 - 두 계열사에 대한 지배주주의 지분율에 상당한 차이가 있을 경우 합병의결일의 선택에 따라 지배주주와 소수주주 간 이해가 상충되는 상황 발생

<표 6> 2015년 국내 주요 합병 사례(합병법인명 기준)

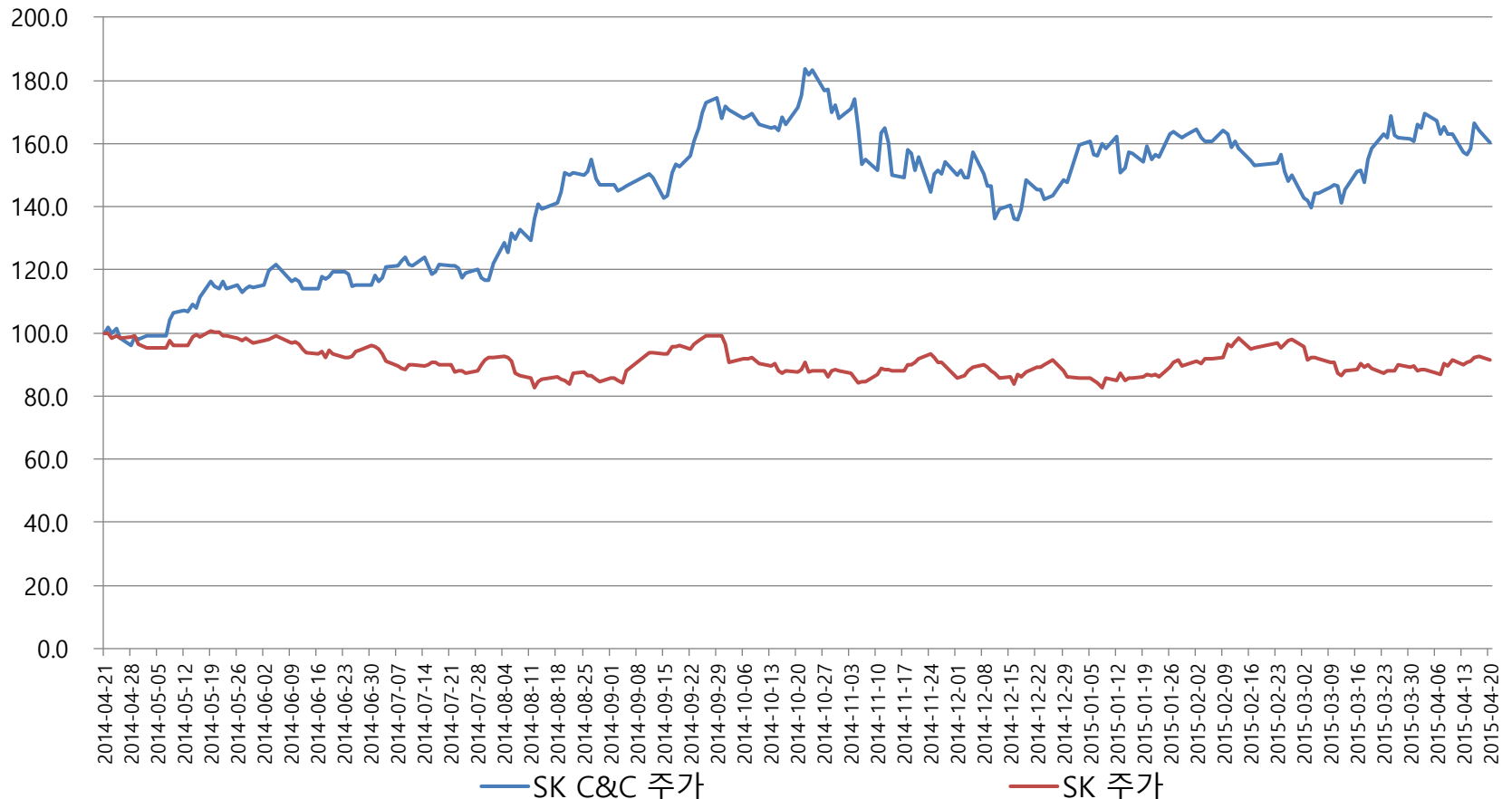
합병법인	피 합병법인	합병기일	주식교환비율
동국제강	유니온스틸	2015.01.01	1:1.777
삼양사	삼양제넥스	2016.01.01	(보)1:2.1791
			(우)1:1.4158
에스케이* (舊에스케이씨앤씨)	에스케이	2015.08.01	(보)1:0.7367
			(우)1:1.1102
삼성물산* (舊 제일모직)	삼성물산	2015.09.01	1:0.35
케이씨씨	케이씨씨자원개발	2015.11.30	1:0.09128
한솔홀딩스	한솔로지스틱스	2015.06.30	1:0.365
한진칼	정석기업	2015.06.30	1:2.3643
한화케미칼	한화화인케미칼	2016.02.29	1:0.3826
현대제철	현대하이스코	2015.07.01	1:0.8577

국내M&A시장의 주요이슈 (3) - 합병 시 주식교환비율의 결정방식

- 상장기업 간 합병의 경우 이사회는 합병승인일 이전 30일간 평균종가, 7일간 평균종가, 전일종가의 산술평균을 이용하여 합병비율 결정 (자본시장법 시행령 제176조의 5 제1항 제1호)
 - 외국의 경우 시가뿐만 아니라 순자산가치 등 공정가치(fair value)를 고려하고 있으나 국내에서는 이의 산정에 따른 논란을 없애기 위해 비교적 객관성이 높은 시가를 기준으로 합병비율 결정을 강제
- 국내 대기업 계열사 간 합병 거래의 중요한 특징은 양사의 이사회가 실질적으로 지배주주의 영향력 하에 있다는 점
 - 이사회는 합병의사결정과 합병일자의 선택에 있어 지배주주로부터 독립적일 수 있는가에 대한 의문
- 특히 이사회는 합병결의 이전에 합병에 대한 정보가 주가에 반영되는 현상
 - 지배주주지분율이 상대적으로 많은 회사의 주가가 그렇지 않는 회사의 주가에 비해 더 상승할 가능성
 - 이는 합병시점과 주식교환비율 등의 결정이 지배주주일가에게 유리할 것으로 시장이 예상한 결과로 해석 (<그림 5> 이하 참조)

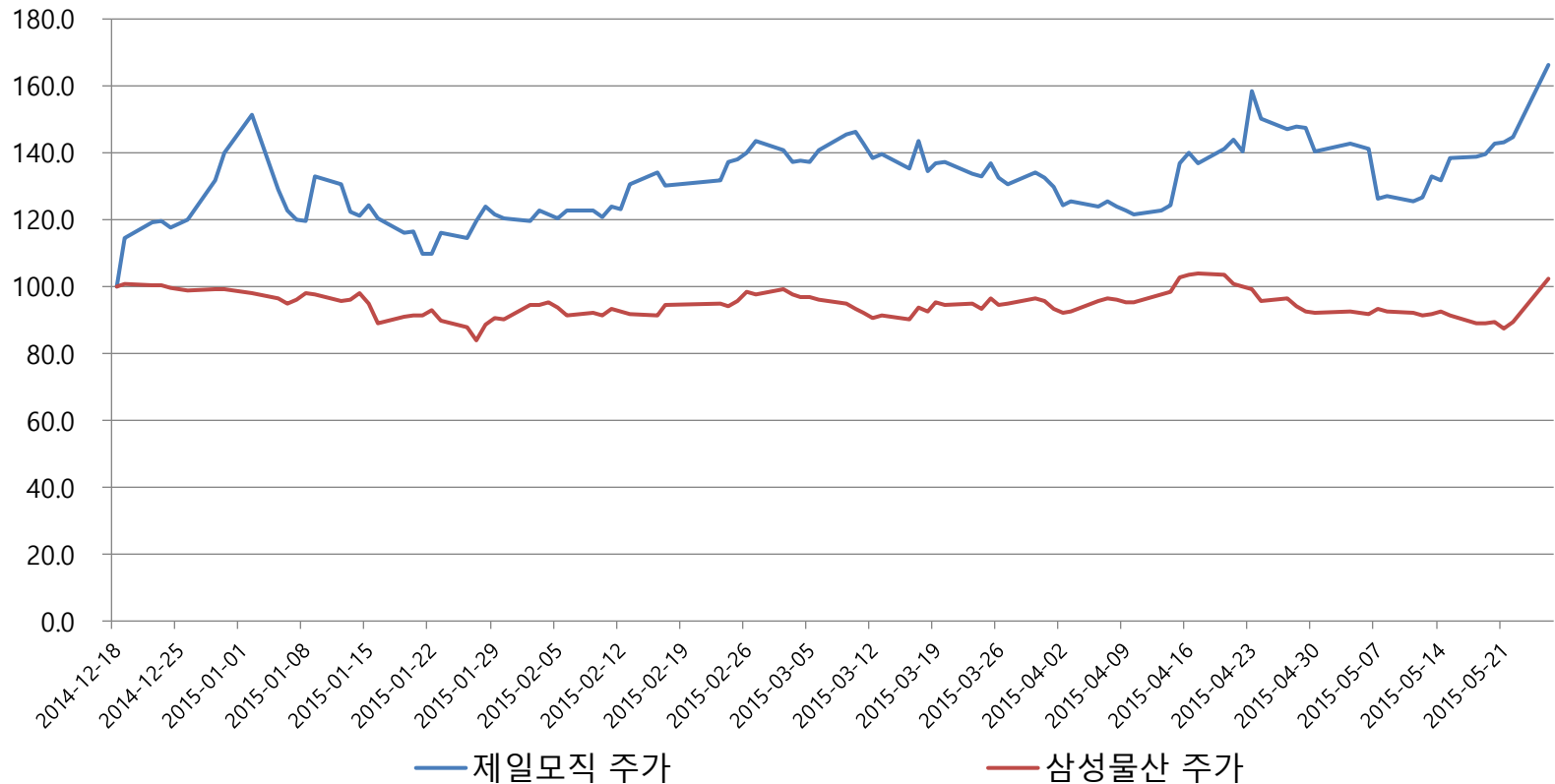
국내M&A시장의 주요이슈 (3) - 합병 시 주식교환비율의 결정방식

<그림 6> SK C&C 및 (주)SK간 합병 이전 1년간 주가 움직임



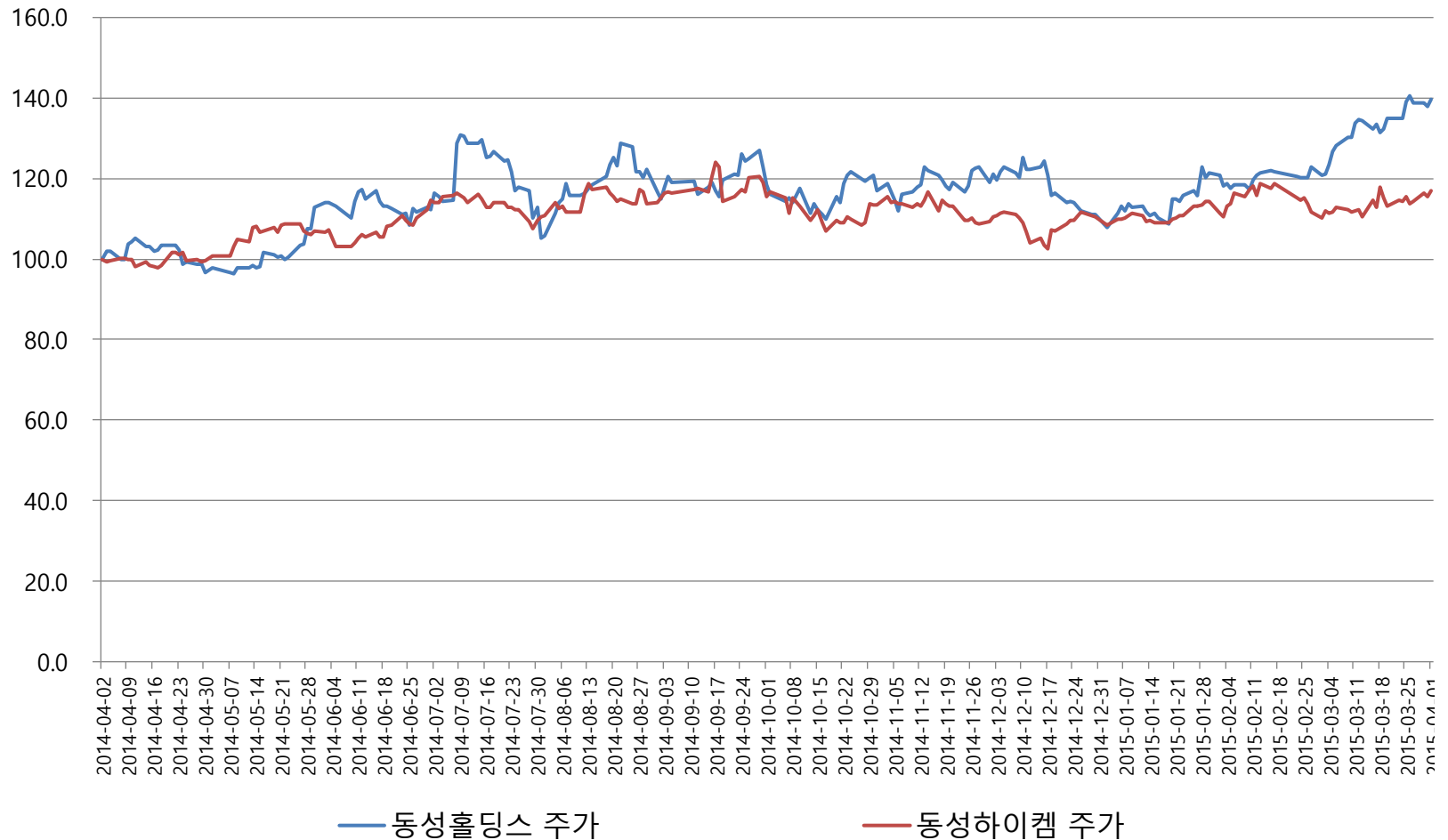
국내M&A시장의 주요이슈 (3) - 합병 시 주식교환비율의 결정방식

<그림 7> 삼성물산과 제일모직 간 합병 이전 주가 움직임



국내M&A시장의 주요이슈 (3) - 합병 시 주식교환비율의 결정방식

<그림 8> 동성홀딩스와 동성하이켄 간 합병 이전 주가 움직임



국내M&A시장의 주요이슈 (3) - 합병 시 주식교환비율의 결정방식

- 시가를 강제하는 현 제도는 계열사 간 합병을 통해 지배주주가 경영권을 강화하는 과정에서 아무런 경영권프리미엄을 지불하지 않는 사적 이익도 발생
 - 국내 계열사 간 M&A 내지는 지주회사전환 등의 소유구조변화는 상당 부분 지배주주의 경영권 강화를 위해 시도
 - 시가에 의해 합병비율을 결정하는 방식의 경우 어느 일방이 향유하게 될 경영권프리미엄을 합병가격에 전혀 반영할 수 없다는 점에서 논란
- 근본적으로 외국의 경우 지배주주일가는 상장 지주회사의 지분을 추가로 매입하지 않는 한 지분율을 높일 수 없는 상황과 대비
 - 선진국 기업집단(conglomerate)의 경우 주로 상장 지주회사가 비상장 자회사를 100% 가까이 소유하는 형태
 - M&A에 있어 지배주주의 이해관계가 개입되었을 경우 합병이사회는 엄격한 공정성기준(entire fairness test)을 충족해야 할 의무
- 국내에서도 지배주주일가 등의 지분이 포함된 계열사 간 합병의 경우 이들로부터 독립적인 이사회 또는 특별위원회에서 합병조건의 공정성을 확인하도록 제도를 도입할 필요
 - 또한 합병승인에 있어 지배주주일가와 이들의 영향력 하에 있는 계열사 지분을 제외한 소수주주만이 참여한 주주총회에서 동 안건을³ 처리하는 방안도 검토할 필요

국내M&A시장의 주요이슈 (4) - 경영권분쟁 하에서 자사주 매각

- 경영권 분쟁 하에서 자사주 매각의 정당성에 대한 논란
 - 대상회사는 적대적 M&A에 대한 방어목적으로 (심지어 유상증자를 한 후) 자사주 매입 유인 발생
- 국내 상법은 회사가 자기주식의 처분방법을 정관에서 정할 수 있고, 정관에 규정이 없을 경우 이사회가 결정할 수 있는 것으로 규정(상법 342조)
 - 국내 법원은 독립적 법인격을 가진 회사가 보유한 자산에 대한 소유권행사의 형태로 M&A하에서 자사주 매각을 인정하고 신주발행의 법리를 적용할 수 없다는 판단 하에 신주인수권 침해는 없다고 판단 (수원지법 성남지원 2007.1.30. 2007키합30)
 - 반면에 유상증자의 경우에는 경영권방어를 위한 제3자 발행 시 주주의 신주인수권침해로 판단 (대법원 2009.1.30. 2008다50776)

국내M&A시장의 주요이슈 (4) - 경영권분쟁 하에서 자사주 매각

- 자사주 매각 기업의 배임 가능성

- 우호적 세력에 대한 자사주 매각을 통해 기존 경영진은 경영권방어의 혜택을 볼 수 있다는 점에서 이해상충의 가능성
- 자사주매각을 통한 경영고착화(entrenchment)로 인해 기업가치의 하락이 발생할 경우 손해를 보는 주주 발생
- 특히 자사주 매각과정에서 자사주를 기업가치에 비해 저평가된 가격으로 매각할 가능성이 높아 주주가치가 희석될 가능성
- 정관상 특별한 규정이나 주주의 동의 없이 자기주식을 제3자에게 처분하는 행위는 이사의 선관의무 위반이라는 주장(안성포(2011), 윤승영(2015) 등)
- 기존 주주들이 회사에 대하여 가지던 비례적 지위에도 침해 발생(최완진(2011))

- 자사주 매수기업의 배임 가능성

- 백기사(white knight)가 되기 위한 주식매수가 매수기업의 가치를 제고하는지 여부에 대한 판단이 적절한 절차를 통해 이루어지는가에 대한 논란
- 단순히 자사주매각기업과 매수기업의 경영진간 상호 참호구축을 위한 협력적 행위라면 소수주주와 이해상충

국내M&A시장의 주요이슈 (4) - 경영권분쟁 하에서 자사주 매각

- 관련하여 영국 회사법은 자기주식의 처분도 주주의 신주인수권 대상이 되는 것으로 규정 (영국 2006 회사법 제560조 2항)
 - 심지어 영국의 'UK City Code on Takeovers and Mergers'는 M&A상황 하에서 주주가치를 훼손할 수 있는 어떠한 방어 행위도 원칙적으로 금지
- 독일 주식법은 자기주식의 취득과 처분은 주주평등의 원칙에 따른 것을 요구 (독일 주식법 제71조 제1항 제8호3문)
 - 또한 제3자 배정 시 신주의 제3자 배정관련 규정을 준용토록 규정 (독일 주식법 제71조 제1항 제8호 5문)
 - 일본도 자기주식의 처분에 신주발행과 동일한 절차를 요구(일본 회사법 제 199조)
- 미국의 경우 자사주매각에 대한 별다른 제약이 없음
 - 하지만 이는 근본적으로 이사회가 주주가치보호를 위해 최선인 경우로 판단될 경우에만 자사주매각을 진행하고 그렇지 않은 경우 민사소송이 제기될 수 있는 시장규율기능이 작동하기 때문인 것으로 평가(Ayres(1990))

국내M&A시장의 주요이슈 (5) - 주식매수청구 시 가격결정방법

- 국내법은 합병에 반대하는 주주에 대해 주식매수청구권을 부여
 - 주총결의에 반대하는 주주가 주총 이전에 회사에 서면으로 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우 주총결의일 20일 이내에 회사에 주식의 매수를 청구할 수 있으며 회사는 매수청구기간이 종료하는 날로부터 1개월 이내에 해당주식을 매수할 의무 발생(「상법 제522조제1항」 및 「자본시장법 제165조의5제1항」)
 - 또한 2011년 개정 상법 360조의 25는 공개매수제도 하에서 '소수주주의 주식매수청구권제도'를 도입하여 95% 이상의 지분을 보유한 지배주주에 대해 매수의무를 부여
- 주식시장에서 보유주식의 매각이 가능한 상황(market-out exception)에서 합병이나 영업양수도 등에 반대하는 소수주주에게 주식매수청구권(appraisal right)을 인정할지 여부는 오래된 논란의 대상
 - 1858년 미국 펜실베니아 주대법원이 최초로 이를 인정 (Lauman vs. Lebanon Valley R. 사건)

국내M&A시장의 주요이슈 (5) - 주식매수청구 시 가격결정방법

- 일반적으로 다음의 상황을 고려하여 각국은 주식매수청구권을 인정(Model Business Corporation Act(1993) 및 엄세용(2013) 등)
 - 정보비대칭과 불완전성하에서 현재의 가격이 회사의 가치를 충실히 반영하지 않을 가능성
 - 보유주식의 규모가 클 경우 매각 시 할인매각해야 하는 문제
 - 시장가격이 합병 등의 정보를 반영하여 저평가 되었을 가능성
- 국내에서는 주식매수청구권이 행사된 상장주식의 매수가격결정에 있어서 시가 적용방식에 대한 논란 지속 (양기진(2012), 김재범(2013), 엄세용(2013) 등 참조)
 - 관련법에 따르면 상장주식의 경우 주식매수청구에 따른 회사의 매수가격은 과거 2개월, 1개월 및 1주일간 거래량가중평균가격의 산술평균가격으로 결정 (자본시장법 시행령 제176조의7제2항)

국내M&A시장의 주요이슈 (5) - 주식매수청구 시 가격결정방법

- 관련하여 국내 판례를 살펴보면
 - 2011년 두산산업개발(현 두산건설)과 두산건설(주)간 합병 시 1심법원은 순자산가치, 수익가치, 시장가치를 2:1:1의 비율로 인정하고 고등법원은 순자산가치와 시장가치를 인정
 - 반면에 대법원은 가격조작이나 거래계약으로 인해 시장주가가 현저히 왜곡되었다는 특별한 사정이 없다는 근거로 시장가치만을 인정하고 이와 관련한 입증책임을 원고에게 부과 (대법원 2011.10.13. 자2008마264)
- 이는 선진국의 경우 경영진에게 입증책임을 부과하는 것과 대비되는 시각 (양기진(2011))
 - 기업의 내부자인 경영진이 보다 많은 정보를 보유
 - 경영진은 좋거나 나쁜 경영관련 정보의 공시여부에 선택권 보유
 - 회사의 행위에 반대하는 소수주주의 보호라는 입법취지 등을 고려

국내M&A시장의 주요이슈 (5) - 주식매수청구 시 가격결정방법

- 특히 국내의 경우 선진국과 달리 증거개시(discovery)제도가 도입되지 않은 상황
 - 회사가치의 판단에 도움이 될 내부정보에 대한 접근권이 없는 외부주주의 경우 주가의 적정성을 증명하기란 매우 어려운 상황
- 국내 M&A와 관련된 지배구조상 특성도 논란의 배경으로 작용
 - 국내 M&A의 상당수가 계열사 간 합병
 - 지배주주일가의 합병 양사에 대한 지분율간 차이가 근본적 문제
 - 이사회 합병결의 이전에 합병관련정보가 주가에 반영되는 현상 (앞의 '합병교환비율에 관한 논의' 참조)
- 저가인수에 의한 M&A, 지배주주가 관련된 M&A시의 사전적 주가반응, 이사회 의 M&A시점 선택 시 개재될 수 있는 이해상충문제 등을 고려할 때 주식매수청구에 대한 가격결정방식은 시장가치 외에 순자산가치 등을 고려하는 방식으로 보완될 필요
 - 특히 지배주주 등 M&A의사결정에 영향을 미칠 수 있는 주체가 관련되어 있을 경우 시가가 공정한 가격(fair price)이라는 증빙책임을 경영진에게 부과할 필요

국내M&A시장의 주요이슈 (6) - 매수대상회사 이사회의 선관의무

- 선진국의 M&A관련 제도가 다양함에도 불구하고 소수주주권이 보호될 수 있는 가장 주된 배경은 이를 결정하는 매수대상회사 이사회가 주주가치 보호를 위해 선관의무를 충실히 이행하기 때문
 - 경영권분쟁이 발생한 순간부터 최종 결정이 내려지기까지 이사회는 이와 관련된 충분한 정보를 주주들에게 제공하고, 독립적이고 전문적인 판단을 통해 주주가치를 극대화할 수 있는 방안을 모색하는 관행
- 국내법에서는 공개매수제외가 발생했을 때 매수대상회사의 이사회는 별다른 공시의무가 없고 회사의 자율공시사항으로 허용
 - '공개매수신고서가 제출된 주식 등의 발행인은 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 공개매수에 관한 의견을 표명할 수 있다'(「 자본시장법 제138조제1항 」)

국내 M&A 시장의 주요 이슈 (6) - 매수대상회사 이사회 의 선관의무

- 반면에 선진국 상장기업의 이사회는 공개매수제의 등이 발생했을 경우 이에 대한 찬성/반대 의견을 반드시 표명하고 공시할 의무 (영국의 City Code)
 - 동시에 M&A의 조건이 주주에게 적절하다는 것을 보장하기 위해 가능한 모든 매각방안과 기회를 검토하고 최선의 대안을 제시할 선관의무를 부담
 - 미국의 경우 허용되는 자사주매각 등과 같이 현 경영진의 경영권방어에 도움이 되는 전략을 사용하는 경우에도 과연 이러한 방어행위가 주주가치에도 도움이 될 것인가에 대한 검토 의무를 부담
- 국내 상장기업의 이사회는 M&A와 같이 주주가치에 결정적 영향을 미치는 사안에 대해 독립적이고 전문적인 논의가 어려운 상황
 - 관련 안건이 이사회에 보고되는 시점이 이사회 직전인 경향
 - 가치분석 등의 전문성이 없을 경우 외부 advisor의 공정의견(fairness opinion)을 참고하는 관행 미비
 - 지배주주 등의 이해관계가 개입된 거래에 있어서의 독립성 문제
 - 제 3자에 대한 자사주 매각 등에 있어서의 이해상충문제에 대한 고려 미흡

국내 M&A 시장의 주요 이슈 (6) - 매수대상회사 이사회 의 선관의무

- 국내 사법제도의 특성상 사외이사의 선관의무 불이행에 대한 처벌사례가 거의 전무
 - 소수주주에게는 불리한 M&A 관련 의사결정이 신중한 판단 없이 진행될 가능성
- 지배주주 등의 이해상충우려가 있을 경우 원고의 입증책임 등을 요구하는 국내 사법제도의 변화가 필요
 - 이를 위해서는 이사회의 의사결정이 주주가치를 위해 최선의 선택이었다는 입증책임을 이사회에게 부과하고 엄격한 공정성기준(fairness test)을 적용할 필요
 - 유럽국가에서와 같이 M&A 제안을 검토할 전문적이고 독립적인 외부 자문(competent independent advise)을 의무화하는 방안도 검토

결론

- 국내 M&A제도는 능력 있는 창업세대에 의해 주도된 대기업중심의 경제성장이 국가 경제발전에 크게 기여한다는 전제에 기초
 - 반면에 현재는 능력과 자질이 검증되지 않은 3, 4세대 지배주주의 경영권을 절대적으로 보호해 주는 문제점 대두
- 국내기업에 있어 자본시장 주도의 사전적 구조조정을 위한 규율형 M&A가 활성화되지 못하고 있는 주된 배경은 기존 경영진의 경영권보호에 우호적인 제도와 관행
 - 전세계적으로 가장 높은 지배주주의 경영권-소유권 괴리도
 - 일감몰아주기 등 부적절한 사적 이익에 기인한 높은 경영권프리미엄 형성
 - 무능한 경영으로 인한 경영실패가 진행되고 있는 기업에서 조차 기존경영진의 경영권을 보호해야 할 정당성은 매우 취약
- 영미법 또는 대륙법국가를 막론하고 선진국의 M&A관련 법제도의 일관된 취지는 소수주주권 보호
 - 의무공개매수제도의 도입, 합병시 주식교환비율 결정방식의 개선, 합병이사회의 선관의무 강화 등을 위한 제도보완, 부당한 행위에 대한 입증책임부과 등 사법 관행의 변화가 필요
 - 자사주매입 등 경영권을 지키기 위해 취하는 방어행위에 대해서는 보다 엄격한 기준을 적용할 필요

결론

- 일감몰아주기 등을 통한 지배주주의 사적 이익을 최소화함으로써 경영권프리미엄의 규모를 낮출 필요
 - 사적이익추구의 주된 배경이 되고 있는 계열사 간 상이한 지배주주 지분율도 우선적으로 해결해야 할 과제
- 지배주주의 존재가 갖는 긍정적 효과를 도모하면서 이들의 사적 이익 추구를 제한하는 것이 규율형 M&A시장의 활성화를 통해 국가경쟁력을 제고하는 방안

참고문헌

- 김석봉, 경영권프리미엄과 소수주주 보호, 재무관리연구 제32권 제3호, 2015
- 김화진, 자본시장법이론, 박영사, 2014
- 김재범, 'M&A와 주식매수청구권에 관련된 문제점', 상사법연구 제 32권 제 2호, 2013
- 송종준, 회사법상 LBO의 배임죄 여부와 입법과제 - 신한 및 한일합섬 LBO 판결을 계기로 하여, 증권법연구 제10권 제2호, 2009
- 송종준, LBO 규제체계의 비교분석과 합리적 규제방안의 모색- 유럽·미국법상 회사의 금융지원규제를 중심으로, 선진상사법률연구 통권 제 56호, 2011
- 안성포, 자기주식취득의 허용에 따른 법적 쟁점, 상사법연구 제30권 제2호, 상사법학회.
- 안세환, '2015년 국내 M&A시장의 동향', CGS Report 제6권2호, 한국기업지배구조원, 2016
- 양기진, '반대주주의 주식매수청구권에 관한 연구', 기업법연구 제 26권 제 1호, 2012
- 엄세용, '주식매수청구권 법제비교 및 개선방향연구', 증권법연구 제 14권 제2호, 2013
- 이상훈 '삼성물산합병을 통해 바라본 상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향', 한국상사법학회 2015년 추계공동학술대회
- 정윤모, '주요국의 M&A규제 비교검토 및 한국제도의 발전방향', 한국증권연구원, 2006
- 정일묵, '기업M&A활성화관련 상법 개정안 정리', CGS Report 제6권2호, 한국기업지배구조원, 2016
- 최완진, '기업지배구조법 강의', 한국외국어대학교 출판부, 2011.

참고문헌

Adolph, A. and J. Berle, Control in corporate law, Columbia Law Review 58, 1958.

Ayres, Ian, Analyzing stock lock-ups: Do target treasury sales foreclose or facilitate takeover auctions?, Columbia Law Review 90, 1990.

Bebchuk, Lucian, Efficient and inefficient sales of corporate control, Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, 957-993. 1994

Bris, A., C. Cabolis, and V. Janowski, 2010, The effect of merger laws on merger activity: international evidence, in Greg N. Gregoriou and LucRenneboog, eds., International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990:Quantitative Analysis of Recent Research, Elsevier.

DeAngelo H. and Edward M. Rice, 1983, "Anti-takeover charter amendments and stockholder wealth", Journal of Financial Economics, pp. 329-360

Franks, Julian R. and Colin P. Mayer, 1996, Hostile takeovers and the correction of managerial failure, *Journal of Financial Economics* 40, 163-181.

Grossman and Hart(1981), "The allocational role of takeover bids" J. of Finance, 253-.

Grossman, S. and O. Hart (1988), "One share-one vote and the market for corporate control", JFE 20, 175-.

Harris and Raviv(1989), "Design of Securities", JFE, 1989.

참고문헌

Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Board Decisions in Delaware M&A Transactions, 2016.2.20

Hirshleifer, David and Anjan Thakor, 1998, Corporate control through board dismissals and takeovers, *Journal of Economics and Management Strategy* 7, 489-520.

Jensen, Michael and Richard Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.

Lel, Ugur and Darius P. Miller Does takeover activity cause managerial discipline? Evidence from international M&A laws, Working paper, Virginia Tech.

Rossi, Stefano and Paolo Volpin, Cross-country determinants of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 2004

Scharfstein, David, 1988, The disciplinary role of takeovers, *Review of Economic Studies* 55, 185-199.

Walkling Ralph. A. and M. S. Long, 1984, "Agency theory, managerial welfare and takeover bid resistance," *Rand Journal of Economics* 1, pp. 54-68