

상장회사 공개매수의 현황과 전망

I. 취지

- 공개매수방식의 경영권 분쟁이 계속 이슈가 되고 있는 가운데 정부(금융위)가 M&A 과정에서의 일반주주의 이익 보호를 위한 의무공개매수제도 도입 계획을 발표하면서 공개매수제도에 대한 관심이 증대되고 있음
- 이에 최근의 공개매수 실시 현황 및 이에 관련되는 문제들을 살펴보고, 앞으로 도입될 의무공개매수제도의 구체적인 내용과 함께 이를 실제 적용할 경우 고려할 사항은 무엇인지 알아보고자 함

II. 상장회사 공개매수제도 개요

1. 의 의

- 공개매수란 기업지배권 획득 등의 목적으로 장외에서 공개적 청약에 의하여 불특정 다수인으로부터 단기간에 대량으로 필요한 수의 주식을 매수하는 행위를 말함
- 자본시장법은 공개매수 절차를 투명하게 하여 경영권 경쟁의 공정성을 확보하고, 무분별한 M&A 방식을 통해 기업지배권의 안정을 도모하며, 투자자가 경영권 프리미엄이 평등하게 공유할 수 있도록 공개매수 절차, 방법 등을 규정하고 그 내용을 공시하도록 하고 있음(법 제133조 내지 제146조)

2. 공개매수의 장·단점

- 공개매수는 단기간 내에 경영권 확보가 가능하고, 위임장 대결에 비해 기업인수 성공 확률이 높다는 장점이 있음
- 그러나 경영권 프리미엄을 포함하여 시장가격보다 높은 가격에 주식을 매입하므로 인수비용이 크게 증가하고, 경쟁자 출현이나 기존 경영진의 경영권 방어·대응전략(대항공개매수 실시 등)에 따라 인수비용이 더욱 증가하거나 인수 실패 가능성이 높아지는 단점이 있음

3. 공개매수제도의 방법·절차

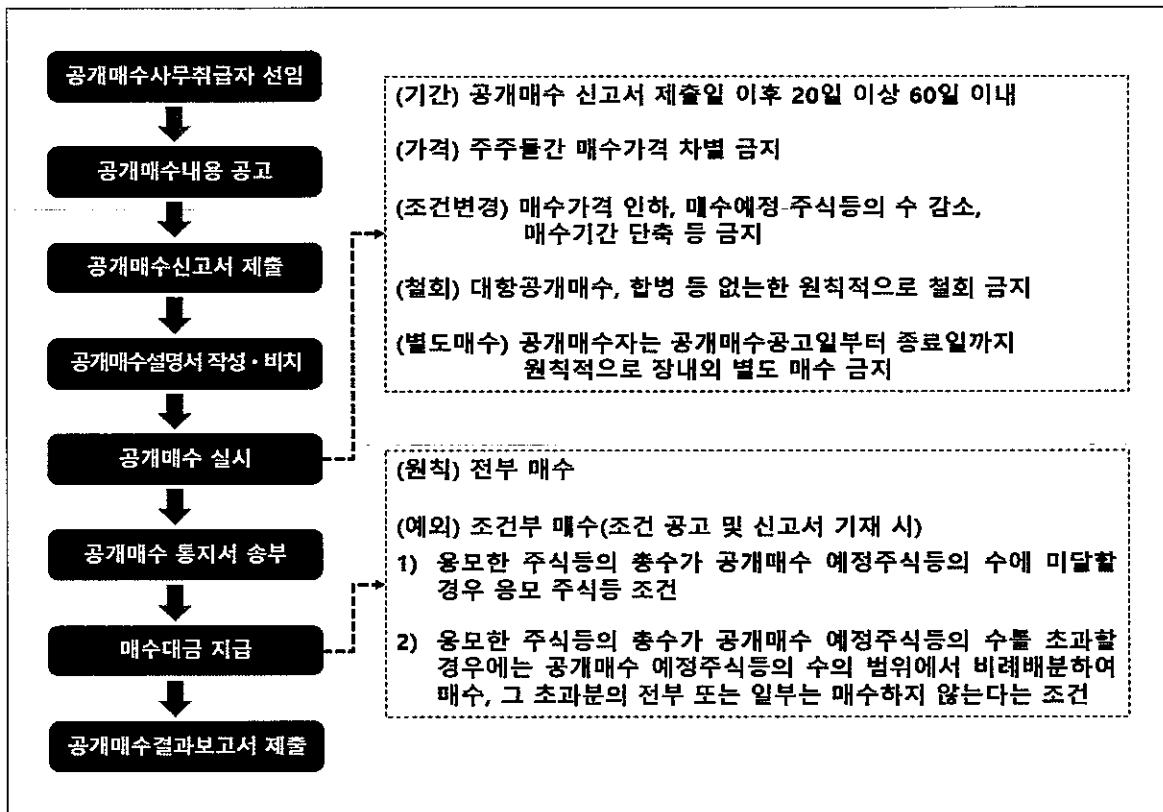
- 아래의 경우 원칙적으로¹⁾ 공개매수 공고와 동시에 금융위에 공개매수신고서

를 제출하고 정해진 절차(매수기간, 조건변경, 철회 제한 등)를 준수해야 함

- ① 과거 6개월간 장외시장²⁾에서 10인 이상으로부터 주식등을 매수하여 본인과 특별관계자가 보유하게 되는 주식등이 그 주식등 총수의 5% 이상 되는 경우
- ② 이미 특별관계자와 함께 보유하고 있는 주식등의 총수가 5% 이상인 자가 장외시장에서 10인 이상의 자로부터 주식등을 추가로 취득하는 경우

□ 이를 위반하더라도 해당 주식 취득 자체는 유효하나, 그 의결권 제한이 제한되고 금융위는 6개월 내의 주식처분을 명령할 수 있으며(법 제145조),³⁾ 손해배상책임과 함께 형사처벌, 과징금 부과 등이 이루어질 수 있음

< 공개매수 절차 >



1) 소각을 목적으로 하는 주식 등의 매수, 주식매수청구에 응한 주식의 매수, 전환사채·신주인수권부 사채·교환사채 또는 파생결합증권의 권리행사에 따른 주식 등의 매, 특수관계인으로부터의 주식 등의 매수 투자자의 이익을 해할 우려가 없는 일정한 경우에는 예외(시행령 제143조)

2) 증권시장에서 경쟁매매가 아닌 방법에 의한 신고대량매매나 시간외매매는 장외시장에서 행해진 것으로 간주(법 제133조 제4항)

3) 의결권 제한기간은 주식 등을 위법하게 매수한 날로부터 그 주식등의 처분시까지(한국증권법 학회, 「자본시장법 주석서 I」, 박영사, 742면)

Ⅲ. 상장회사 공개매수 현황

< 최근 10년간 상장회사 공개매수 현황 >

연도	경영권 안정	M&A	상장폐지	지주회사 전환	주주가치 제고	소액주주 보호	합계
2014	1	0	6	6	1	0	14
2015	1	0	5	9	1	1	17
2016	0	0	2	8	1	0	11
2017	3	0	6	10	3	0	22
2018	2	0	1	16	0	0	19
2019	1	0	2	0	2	0	5
2020	1	1	1	2	1	0	6
2021	2	0	3	6	1	1	13
2022	1	0	3	0	0	1	5
2023 1Q	1	2	1	0	0	0	4
합계	13	3	30	57	10	3	116

□ (목적별) 최근 10년간 상장회사 공개매수는 총 116건이 이루어졌으며, 이 중 ① 지주회사 전환 과정에서 이루어진 공개매수가 57건(49%)으로 가장 많았으며,

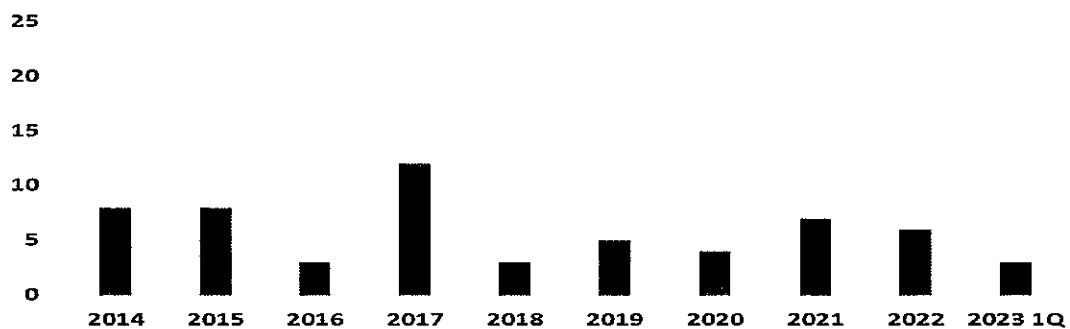
○ 다음은 ② 상장폐지(30건, 26%), ③ 경영권 안정(13건, 11%), ④ 주주가치 제고(10건, 9%) 순임

○ 한편, 소액주주 보호와 M&A 목적 공개매수는 각 3건(3%)으로 가장 적었음

□ (연도별) '19년 이후부터는 공개매수 건수가 감소 추세를 보이고 있으나,

○ 이는 이전에 지주회사 전환을 마친 회사들이 많기 때문이고, 이를 제외하면 뚜렷한 증감 추이는 보이지 않음

< 최근 10년간 상장회사 공개매수 증감 추이 : 지주회사 전환 제외 >



IV. 상장회사 공개매수 관련 최근 사례

1. 국내사례

가. 자기주식 취득에 관한 주주제안

- 최근 행동주의펀드를 중심으로 주주환원 차원에서 자기주식⁴⁾ 취득에 관한 주주제안을 하는 사례가 늘고 있음(케이티앤지, KISCO홀딩스, 태광산업 등)
- 주주제안은 주주총회 결의사항에 한하고 주주총회는 상법과 정관에서 정한 사항에 한해 결의할 수 있기 때문에(상법 제361조) 회사의 자기주식 취득에 관한 사항이 주주총회 결의사항에 포함되어 주주제안 대상이 될 수 있는지가 문제됨
- 정관에서 자기주식 취득 결정을 주주총회 결의사항으로 정하지 않은 이상 이사회에 전속하는 것으로 볼 수 밖에 없는데, 정관에 이에 관한 규정이 없는 상태에서 주주총회의 권한사항으로 할 수 있는가의 문제임
 - 자본시장법(제165의3 제3항)은 “주권상장법인은 제1항의 방법 또는 상법 제341조 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 자기주식을 취득하는 경우에는 같은 조 제2항에도 불구하고 이사회 결의로써 자기주식을 취득할 수 있다”라고 규정하고 있고,
 - 자본시장법시행령 및 증권의발행및공시등에관한규정에서는 상장회사의 경우 이사회 결의에 의해서 자기주식을 취득할 수 있음을 전제로 각종 취득·처분 제한 및 공시 등 규제를 부과하고 있음
- 실무상으로도 당연히 이렇게 보고 자기주식 취득에 관한 주주제안을 거부하였었는데, 최근 케이티앤지(2023.3.10), KISCO홀딩스(2023.3.9)의 자기주식 취득에 관한 의안상정 가치분이 연달아 인용됨에 따라 그 적법성이 문제됨

나. 주식매수청구 대안으로서의 공개매수

- 물적분할이 주주가치를 훼손한다는 비판이 있자, 금융위는 2022. 12. 27. 자본시장법시행령 개정을 통해 상장회사 물적분할의 경우 주식매수청구권을 인정하였음(제176조의7 제1항 제2호)
 - 한화솔루션은 위 시행령 개정 이전(당시 입법예고만 된 상태) '22. 9월경 물적분할을 단행하였는데,

4) 상환주식의 자기 취득은 금지(상법 제341조 제1항)

○ 이 과정에서 일반주주 보호를 위해 주식매수청구권 인정과 동일한 효과를 낼 수 있도록 자본시장법상 주식매수청구권 매수가격 산정방식에 따라 산정한 가격⁵⁾으로 공개매수를 실시하였음

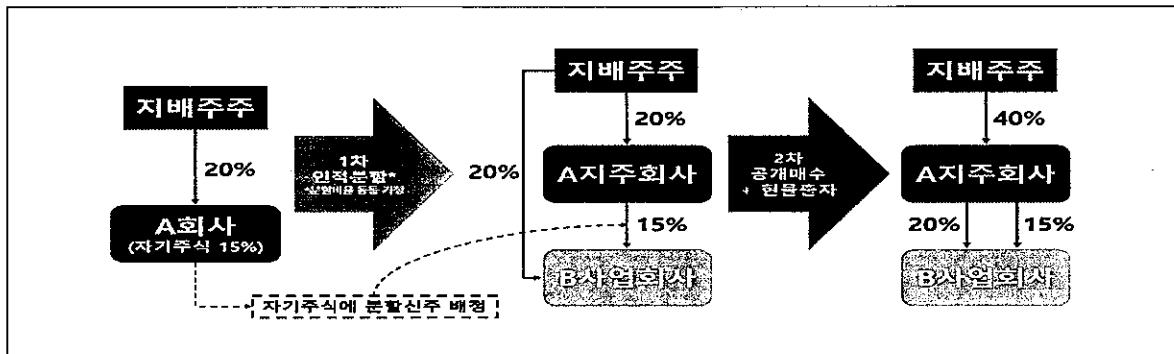
□ 물적분할과 주주가치 훼손 논란은 주식매수청구권 인정 이후 다소 잠잠해진 측면이 있는데, 이 사례는 주식매수청구권 도입 이전에 선제적으로 일반주주 보호를 위해 공개매수라는 방법을 취했다는 점에서 긍정적임

다. 지주회사 전환을 위한 공개매수 활용례

□ 인적분할 후 공개매수-현물출자는 2000년대 초반부터 지주회사 전환의 공식처럼 자리 잡았음

○ 즉, 지주회사 전환을 하는 대부분의 회사는 ① 우선 인적분할을 단행한 다음, ② 지주회사가 되려는 회사에서 공개매수 방식으로 지배주주가 가진 사업회사 주식을 현물출자 받음으로써(유상증자)⁶⁾ 지주회사 체제를 완성하는 방식을 취하고 있음

< 인적분할과 공개매수·현물출자를 통한 지주회사 전환과정 >



○ 이 과정에서 회사가 기존에 보유하고 있던 자기주식에 대해 분할신주를 배정함으로써(의결권 부활) 지배주주의 지배력을 확대한다는 비판이 있음(자사주 비중이 높을수록 지배력 강화, “자사주 마법”)

□ 최근 OCI, 동국제강, 현대백화점 등 많은 회사들이 물적분할 대신 인적분할 방식을 택하면서 해당 이슈가 다시 불거지고 있음

라. M&A 목적 공개매수

- 5) 자본시장법상 상장주식의 공개매수 가격에 대해서는 따로 제한이 없는 반면, 주식매수청구 가격에 대해서는 “이사회 결의일 전일 기준 2개월, 1개월, 1주일 증가를 거래량으로 가중산술평균한 가격을 평균” 하여 정하도록 하고 있음(법 제165조의5, 시행령 제176조 제3항)
- 6) 공개매수에서 매수와 매도의 개념에는 “다른 증권과의 교환”이 포함됨(교환공개매수)

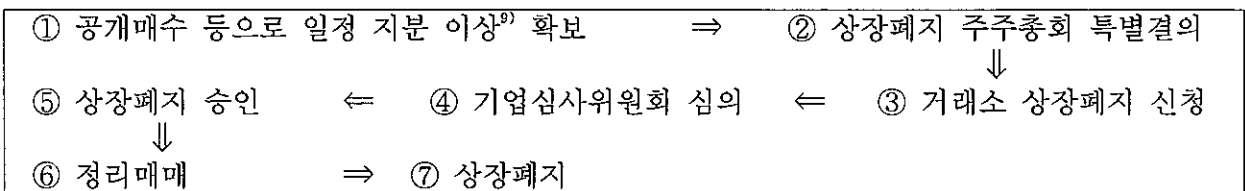
- 최근 SM엔터테인먼트를 둘러싸고 경영권 분쟁과 공개매수가 이어져 동 제도에 대한 관심이 증대되고 있음
 - SM은 이미 2021년부터 행동주의펀드로부터 지배주주 X의 사익편취에 대한 의혹 제기를 받고 있던 상태였는데,
 - 2023. 2월초 경영진 Y가 X의 지분 희석을 목적으로 HYBE(하이브)에게 제3자 배정 유상증자 등을 실시함으로써 경영권 분쟁이 본격화되었음(X는 이 증자에 대해 상법 제418조 제2항 위반을 이유로⁷⁾ 신주발행금지 가처분을 제기하여 인용 결정을 받음)
- 이에 대항하여 X는 지분 대부분을 하이브에 양도하였고, 이후 하이브는 지배권 확보를 위해 SM 발행주식총수의 약 25%의 주식에 대해 주당 12만원(전일 종가 95,800원 기준 21.8% 할증)에 공개매수를 실시하였음(매수기간 : 2023.2.10 ~ 2023.3.1.)
 - 일반적으로 공개매수가 성공하려면 공개매수기간 동안(최소한 공개매수기간 마지막 날까지) 공개매수가격보다 주가가 낮게 유지되어야 하나,
 - 본 건의 경우 공개매수기간 종료일 전 SM 주가가 127,600원까지 오르면서 결국 해당 공개매수는 실패하였음
 - 당시 SM 경영진이 대량의 자기주식 취득을 발표하였는데, 특정계좌에서 주식이 대량으로 매집된 것으로 밝혀져 금융감독원에서 자본시장법 위반(시세조종행위)으로 조사하고 있음
 - 이 사건의 쟁점은 ‘하이브의 공개매수를 좌절시킬 의도로 자기주식 취득을 발표했거나, 주가를 올리기 위해 매수기간 종료일에 대량의 매수주문을 냈는지’이지만, 어떻게 결론이 나더라도 형사처벌, 손해배상책임이나 과징금 부과 등이 문제될 뿐 해당 주식 취득이나 이후 이루어진 공개매수의 효력에는 영향이 없음(법 제176조, 제177조, 제178조의2, 제429조의2, 제443조),
- 하이브의 공개매수가 실패로 끝나자 카카오엔터테인먼트는 주당 15만원에 SM 주식 총수의 35%가량을 공개매수한다고 발표하였음(매수기간 : 2023.3.7~2023.3.26)
 - 이후 SM 주가는 하이브의 대항공개매수 가능성 등이 반영되어 카카오가 발표한 공개매수 가격인 주당 15만원 전후를 등락하다가, 하이브가 카카오와 합의(○니수절차 중단)하면서 분쟁이 일단락되었음

7) 주식 제3자 배정은 경영상 필요가 있어야 하는데, 법원은 경영권 분쟁 상황에서 이루어진 제3자 배정의 경우 원칙적으로 경영상 필요를 부정하는 입장임(전환사채 및 신주인수권부사채도 동일)

- 이 사건에서 볼 수 있는 바와 같이, 공개매수 방식의 M&A는 일반주주 입장에서는 경영권 프리미엄을 공유할 수 있다는 장점이 있으나, 인수기업 입장에서는 상당한 재무적 부담을 야기하고, 나아가 대항공개매수가 이어지는 상황에서는 그 부담이 더 심화되어 인수에 성공하더라도 '승자의 저주'에 빠질 위험이 있음
- 한편, 우리나라의 경우 적대적 M&A 사례가 많지 않아 경영권 분쟁상황에서 이사의 주의의무(중립의무 등)에 관한 법리가 아직 확립되어 있지 않아⁸⁾ 앞으로 유사 사례에서 그러한 쟁점이 부각될 수 있음

마. 상장폐지 목적의 공개매수

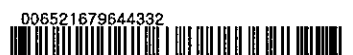
< 공개매수와 자진 상장폐지 절차 >



- (성공사례) 맘스터치의 최대주주인 F가 2022. 1. 20. M사 지분 15.8%를 전일 종가 대비 19.2% 높은 6,200원에 공개매수한다고 발표한 이후 10 : 1 비율로 주식병합 결정
 - 자본금 감소를 수반하지 않는 액면병합으로 주주총회 특별결의 필요
 - 공개매수로 97.94%의 지분을 확보한 F는 2022. 3. 30 상장폐지를 위한 임시주주총회 결의를 거쳐 거래소에 상장 폐지를 신청하였고, 이후 기업심사위원회의 심사를 거쳐 상장폐지 완료
- (실패사례) 도레이케미컬의 모회사로 그 주식 56%를 가지고 있던 도레이첨단소재는 2015년 공개매수를 통해 자회사인 도레이케미컬을 상장폐지하는 계획 발표
 - 2015. 3. 31. 1차로 주당 2만원에 잔여지분 전량에 대해 공개매수를 시도했으나 86.9%를 확보하는데 그침
 - 이후 2015. 5. 22. 다시 매수가격을 주당 2만원으로 설정하여 2차 공개매수를 실시했으나, 상장폐지에 반대하는 소액주주가 이에 응하지 않아 89.9%의 지분을 확

8) 현대엘리베이터 경영권 분쟁과 이사의 책임에 관한 서울고등법원 2019. 9. 26. 선고 2016나 2063874 판결 및 이에 대한 평석(이철송, “경영권 방어비용에 관한 이사의 책임”, 법조 제69권 제3호) 참조

9) 유가증권시장 : 95% 이상(자기주식 제외) 필요(시행령 제7조 제2항 제2호 나목)
코스닥시장 : 최대주주 지분을 확보요건을 규정하고 있지 않음(2022년. 9월 한일네트웍스는 최대주주 등이 93.9%의 지분 확보 후 상장폐지)



보하는데 그침

- 결국, 도레이케미컬은 2017. 12. 29. 모회사와 간이주식교환¹⁰⁾ 방식으로 100% 완전 모자회사 관계를 만들기로 결정
 - 간이주식교환 공시를 통해 1 : 1.56주의 비율로 주식교환을 진행하되, 주식교환 대가로 신주 발행에 같음하여 주당 2만원 현금 교부(상법 제360조의3 제3항)
 - 2018. 2. 26. 간이주식교환을 마치고 상장폐지 절차 진행

V. 금융위원회 의무공개매수제도 도입(안)

1. 도입배경

- 우리나라 기업 M&A는 ‘주식양수도’ 방식이 대다수이나, 합병 등 다른 유형에 비해 피인수회사 주주에 대한 권리보호 장치(주총 특별결의, 주식매수청구권 등)가 상대적으로 미흡¹¹⁾
 - 기업결합 유형별 비중(‘21년) : 주식 양수도 84.3%, 영업 양수도 13.8%, 합병 1.9%
 - 주식 양수도방식의 경우 경영권 이전이라는 점에서 他 유형과 경제적 실질이 동일함에도 해당 M&A에 반대하는 일반주주는 자금회수 기회가 없고 지배 주주와의 경영권 프리미엄 공유도 불가능

<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

- 그동안 일련의 사례에서 일반투자자 피해 논란이 제기됨에 따라 피인수회사 일반주주에게도 M&A 과정에서 보유주식을 매각할 수 있는 기회를 부여해야 한

10) 간이주식교환은 피인수회사의 주주총회 결의를 이사회 결의로 같음할 수 있으나, 반대주주의 주식매수청구권을 인정(상법 제360조의9)

11) 1997.1월, 기업 인수·합병의 공정성을 확립하고 일반투자자에게 경영권 프리미엄을 공유할 수 있는 기회를 부여하기 위하여 舊 증권거래법 개정을 통해 지분율이 ‘25% 이상’이 되는 경우 ‘50%+1주’ 이상을 공개매수토록 하였으나, 1998.2월, 기업간 M&A를 어렵게 하여 기업 구조조정을 지연시킨다는 우려 등에 따라 1년만에 폐지하였음

다는 주장이 지속적으로 제기되었음

- 이에 따라 금융위는 “주식양수도 방식의 M&A시 일반투자자 보호”를 자본시장 공정성과 신뢰 회복을 위한 국정과제 중 하나로 포함시켰고, 그 구체적인 방안 방안으로서 의무공개매수제도 도입방안을 마련하였음(2022.12.21.)
 - 상장회사의 지배권을 확보할 정도의 주식 취득시 일정 비율 이상의 공개매수를 강제
 - 기업의 지배주주가 변경되는 M&A 과정에서 이를 찬성하지 않는 일반주주에게도 자신이 보유한 주식을 새로운 지배주주(인수인)에게 매각할 수 있는 기회(투자회수 및 경영권 프리미엄 공유) 기회를 보장

2. 해외사례

- (EU) 일정규모(25~33%) 이상의 주식을 취득하려는 경우 잔여주주 모두를 상대로 공개매수해야 할 의무 부과(공개매수지침 제5조)
- (일본) 주식을 1/3을 초과하여 취득할 경우 공개매수 방식에 의하여야 하고 (1/3 rule), 2/3를 초과하여 주식을 취득하는 경우에는 잔여주주가 보유한 모든 주식에 대해 매수의무 부과(2/3 rule)(금융상품거래법 제27조의2)
- (미국) 의무공개매수제도를 도입하고 있지 않지만, 이사회적 적극적 역할(이사는 회사 외 주주에 대해서도 충실의무를 부담)과 이사의 충실의무 확보수단인 주주대표소송, 집단소송 등을 활용하여 일반주주 이익을 보호
 - 상장회사들은 주주들에게 동등한 기회를 부여하여 동일하게 산정된 적정가격으로 공개매수하는 방식으로 거래

3. 의무공개매수제도 도입방안(금융위, 2022.12.21.)

1) 기본방향

- 의무공개매수제도를 도입하여 M&A과정에서 피인수기업의 일반주주도 보유지분을 ‘경영권 프리미엄’이 반영된 가격에 인수자에게 ‘매각’할 수 있는 충분한 기회를 보장
- 이는 일반투자자를 보호하는 등의 장점이 있으나 기업 M&A시장 위축 등의 부작용도 예상되므로 정상적인 M&A의 순기능이 위축되지 않도록 보완책을 마련(‘일반주주 보호’와 ‘M&A 활성화’라는 두 가지 가치를 균형있게 고려)

2) 세부 도입방안

- (적용대상) 자본시장법상 규율대상인 상장회사
- (적용요건) 주식의 25% 이상(경영권 획득이 가능한 지분율 수준)을 보유하는 최대주주가 되는 경우
- (매수수량) 총 50%+1주 이상 공개매수 의무 부과
 - 일반주주 보유지분 전량을 매수할 경우 과도한 인수대금 등으로 M&A 위축 가능성이 우려
 - 이때, 공개매수에 응한 주식이 ① 50%를 초과하는 경우에는 비율대로 안분하고,¹²⁾ ② 50%에 미달하는 경우에는 동 공개매수 청약물량만을 매수하는 것으로 의무를 완료한 것으로 취급
 - 일반주주에게 충분한 매각기회를 부여했다는 점에서 인수자에게 추가적인 공개매수 의무는 부과하지 않음
- (매수가격) 매수가격은 지배주주 주식과 동일한 가격
 - 일본은 지배주주 지분 매수가격과 동일한 가격(경영권 프리미엄 공유)
 - EU는 공개매수 이전 6개월부터 12개월 범위내에서 각국이 정하는 기간 동안 매수한 가격 중 최고 가격
 - 구 증권거래법에서는 공개매수신고서 제출일로부터 최근 1년간 최고 매수가격과 동 신고서 제출일 전일 종가 중 높은 가격
- (적용예외) 일반주주의 권익 침해 가능성 등을 감안하여 합리적이고 타당성 있는 사유에 대해서는 자본시장법 하위 법령을 통해 동 제도의 적용을 배제
 - 기업 구조조정 등과 같이 산업합리화를 위해 필요한 경우(법령·정부 개입에 의한 지배권 인 등), 다른 법률에서 부과된 의무에 따라 지분을 취득하는 경우
- (감독과 제재) 의무공개매수제도가 시장에서 조기에 잘 안착될 수 있도록 감독체계를 운영하고 위반시 위반내용에 합당하게 제재(현행 자본시장법상 공개매수 제재조치)
 - 공개매수 공고시 금융감독원에 공개매수신고서를 제출하고, 매수 이후 공개

12) 30%+1주를 인수한 후 의무공개매수에 60%의 주식이 응한 경우 1/3에 해당하는 20%만 인수 가능(총 50%+1주). 그러나 인수자가 원하는 경우에는 50%+1주를 초과하여 인수하는 것도 가능



매수 결과를 보고토록 하여 사후 관리·감독

- 일반주주의 잔여 지분에 대한 공개매수 없이 경영권 취득시 의결권 제한, 주식 처분명령 등
 - 공개매수 허위공고시 공개매수자의 배상책임, 공개매수의 정지·금지 등 행정조치 및 형벌 부과
- (시행시기) 시장참가자들이 잘 적응할 수 있도록 2023년 자본시장법 개정 후 유효기간을 1년 이상 충분히 부여

VI. 의무공개매수제도 도입의 쟁점

1. 소수주주의 매수청구권 활용

- 일반주주 보호방안으로서 의무공개매수제도 외에 일반 소수주주들에게 주식매수청구권을 부여하는 방안도 고려해 볼 수 있음¹³⁾
- 경영권 지분 매매시점에서 일반주주들이 매수인에게 시장가격으로 보유주식의 매수를 청구할 수 있도록 하는 방법
 - 공개매수에 의한 경영권프리미엄 공유는 소액주주 입장에서서는 유리하나 지배주주의 입장에서는 지배권의 사적 이익을 지급해야 하고 전반적으로 경영권 거래의 성사를 어렵게 만드는 문제가 있음
 - 시장가격에 의한 주식매수는 이러한 문제를 해소하면서 M&A로 인한 소액주주의 불측의 손해를 방지하는 점에서 고려할 만함
- 현재 상법상 소수주식 전부 취득제도의 하나로 지배주주의 매도청구권(제350조의24)과 함께 소수주주의 매수청구권(제360조의25)이 인정되어 있는데, 이를 활용할 수 있을 것임
- 지배주주는 소수주주의 매수청구일로부터 2개월 내 해당 주식 매수해야 하는데, 매매가액은 양자의 협의로 정하되, 협의가 안될 경우 어느 일방 청구에 의해 법원이 결정
 - 매매가액의 기준이 문제인데, 자본시장법상 주식매수청구권 행사시 매수가액 결정기준, 즉 “이사회 결의일 전일 기준 2개월, 1개월, 1주일 증가를 거래량으로 가중산술평균한 가격을 산술평균”한 시장가격(법 제165조의5, 시행령 제176

13) 정준혁, “의무공개매수제도의 기능과 도입 가능성 검토”, 증권법연구 제20권 2호(2019), 115면 이하

조 제3항)을 적용이 합리적

2. Squeeze-out(지배주주의 매도청구권) 활용

- 의무공개매수제도가 적용되는 경우 100% 주식매수가 이루어지지 않을 수 있고, 이 경우 회사지배 및 경영의 효율성을 위해 상법상 지배주주의 매도청구권을 활용할 필요가 있음
 - 발행주식총수의 95% 이상을 자기계산으로 보유한 주주는 경영상 목적 달성을 위해 필요한 경우 주주총회의 승인을 얻어 소액주주에게 공정한 가격을 지급하고 그가 보유하는 주식의 매도를 청구할 수 있음
 - 소액주주는 매도청구(공고) 받을 날로부터 2개월 이내에 지배주주에게 주식을 매도해야 함
 - 소액주주가 주식매도(매매가액 수령)을 거부할 경우 지배주주는 매매가액을 공탁할 수 있고, 그 공탁한 날에 주식은 지배주주에게 이전
- 의무공개매수의 경우 이미 소액주주에게 매각기회를 부여한다는 점 등을 고려하여 지배주주 지분을 요건(95%)를 일본처럼 90%로 완화하는 것도 필요해 보임¹⁴⁾
 - 공개매수 실패에 따라 2차 공개매수를 진행하는 것보다 유리
- 이 경우에도 매매가액 결정이 문제인데, 해당 주주와 협의한 가격으로 하되, 협의가 이루어지지 않으면 법원의 결정가격으로 하기 때문에 신속·확실성이 보장되지 않는 문제가 있음
 - 의무공개매수 후 매도청구권을 행사하는 경우에는 공개매수가격을 매매가액으로 하는 것도 합리적

3. 공개매수자금 사전예치 규제 완화

- 자본시장법은 공개매수 개시(신고서 제출) 시점에 공개매수 소요금액 이상을 확보하도록 요구하고, 그 증빙으로 금융기관 예금잔고증명서 또는 단기금융상품 등 기타자금 보유증명서를 제출하도록 함(법 제134조, 시행령 제146조)
 - 이 경우 금융기관의 지급보증서는 불인정(금융감독원, 기업공시실무 안내)

14) 정준혁, “의무공개매수제도 도입 및 관련 제도 개선방안에 대한 소고”, BFL 제117호(2023), 19면

- M&A 실무적으로 공개경쟁입찰에서 인수금융기관 등의 협약서를 통해 인수대금 지급을 확보하는 점을 고려하여 지급보증서를 증빙으로 인정할 필요가 있음

VI. 맺음말

- 그동안 주주행동주의를 표방하는 펀드들의 경우 가장 적극적인 형태의 경영 개입은 3% 의결권 제한을 이용해 감사를 선임하거나 분리선출제를 이용하여 이사를 선임하는 정도였음
- 그러나 최근 행동주의 펀드들의 성공 사례가 부각되고 이들이 전반적으로 높은 수익률을 내면서 높은 성장세를 보이고 있는 상황에서 이들이 늘어난 자본을 바탕으로 기존의 경영개입 방식을 넘어 공개매수를 통한 경영권 인수(적대적 M&A)로 나아갈 가능성도 있음
- 의무공개매수제도는 2023년 중 자본시장법 개정을 통해 계획·발표된 내용대로 시행될 것으로 예상되는데, 매수물량(50%+1주) 규제로 인해 인수비용이 상승하여 간접적으로 적대적 M&A 억제 효과가 발생할 수 있을 것으로 예상됨
- 다만, 실제 그 효과가 어느 정도일지, 행동주의 펀드들에 대해 어떤 영향을 미칠 것인지는 지켜봐야 할 것임