

기업 인수 과정의 경영권 프리미엄 지급 동향

임 자 영 연구원 (jylim@cgs.or.kr)

- ▶ 우리나라의 기업인수시장에서 경영권 프리미엄은 일반적으로 지배주주에게만 귀속됨
- ▶ 기업인수 과정에서 대부분의 소수주주에게 경영권 프리미엄이 지급되지 않을 뿐만 아니라, 지배주주의 변동으로 인해 발생 가능한 리스크를 회피할 수 있는 기회도 주어지지 않으므로 소수주주의 이익이 상당히 침해될 수 있음
- ▶ 2017년 우리나라의 경영권 프리미엄 지급 규모의 평균은 50% 내외이며 이는 소수주주의 권익 보호를 위한 제도를 마련하고 있는 타 국가의 지급 규모에 비해 상당히 높음
- ▶ 경영권 프리미엄이 지급된 거래 중 인수 지분율이 50% 이하인 거래가 대다수이며, 이는 타 국가와 상반되는 결과임
- ▶ 따라서 의무공개매수제도 등과 같이 경영권 이전을 수반한 지분 거래 시 소수주주 보호를 위한 제도적 장치 마련을 위한 고민이 필요함

경영권 프리미엄이란

- 경영권¹⁾ 프리미엄이란 회사의 경영권을 장악하는데 필요한 주식 지분에 주식의 평가가치를 상회하는 할증액을 의미함²⁾
 - 다시 말해 경영권을 확보할 수 있는 주식 지분을 인수할 때 시장가격보다 거래 금액이 높게 책정되어 매도인에게 지급되는 초과이익을 의미함
- 통상적으로 우리나라 법 제도 하에서의 경영권 프리미엄은 경영권을 보유하고 있는 일부 지배주주에게만 귀속됨
 - 이는 시장원칙(market rule)을 중시하는 미국의 인수합병제도를 따른 결과로, 소수의 지배주주로부터 지분을 확보하는 것만으로도 경영권을 획득하는데 제도적 문제가 없기 때문임

1) 경영권이란 경제적, 사회적 측면에서는 기업의 대표권, 인사권, 현금흐름의 처분권, 투자 및 사업 내용의 구성에 관한 결정권, 지업의 구조조정을 계획하고 집행하는 권한 등을 중요 요소로 하는 권리를 의미하지만, 법률적으로 정의된 개념은 아님

2) 김화진, 2012, "경영권 이전과 주식가액 프리미엄", 「인권과정의」. p.82, p.85

- 결과적으로 경영권을 확보하려는 자에게 현재 기업의 지배주주 이외의 소수주주로부터 추가적인 지분을 인수해야할 유인이 없음
- 하지만 상대적으로 보유 주식의 비중이 높다는 이유만으로 지배주주만이 경영권 프리미엄을 향유하는 것은 주주평등의 원칙(equal opportunity rule)에 위배되는 행위임
 - 경영권은 회사의 자산이기 때문에 경영권을 처분하는 과정에서 발생하는 추가적인 이익은 주주 전원에게 비례적으로 귀속되는 것이 적절함³⁾
 - 또한 경영권 프리미엄은 지배주주가 보유한 주식가치의 본질적인 요소가 아니라 양수인의 주식에 대한 주관적인 평가에 의해 지불되는 금액⁴⁾이므로 지배주주에게만 지급되는 것이 당연하다고 볼 수 없음
- 뿐만 아니라 국내 제도 하에서 소수주주는 지배주주만의 지분 거래를 통한 경영권 변동 과정에서 야기될 수 있는 기업가치의 하락을 컨트롤할 수 없으므로 이들의 재산 가치에 직접적 손해가 발생할 수 있음
 - 이를 막기 위해 경영권이 이동될 때 소수주주에게 회사를 떠날 수 있는 권리를 부여해야 함
- 그러므로 국내 경영권 프리미엄의 지급 수준을 정확히 파악하고 발생 가능한 문제점들을 보완하려는 노력이 필요함
 - 본고에서는 2017년 국내 기업 인수 과정에서 지배주주에게 지급된 경영권 프리미엄 수준과 규모, 특히 사례를 조사하고 이를 통해 시사점을 도출하고자 함

지배주주로부터의 최대주주 변동 발생 현황

- 2017년 유가증권, 코스닥 상장사 중 지배주주의 지분 이전을 통해 최대주주의 변동이 발생한 기업을 대상으로 조사함
 - 양수인(변경 후 최대주주)이 양도인(변경 전 최대주주)의 계열사이거나 특수관계인에 해당하는 등 독립적이지 않은 관계에서 이루어지는 거래는 제외함
 - 이 경우 궁극적으로 본인 혹은 본인의 특수관계인에게 경영권이 이전되기 때문임
 - 또한 경영권의 실질적인 가치 외의 외부적 요인에 의해 경영권 프리미엄이 결정될 가능성이 높은 특이 케이스로 판단하였기 때문임

3) Adolph Berle, 1958, "Control in Corporate Law", 『Columbia Law Review』, p.1212

4) 김화진, 2012, "경영권 이전과 주식가액 프리미엄", 『인권과정의』

- 총 47개의 기업에서 51건의 최대주주 변동이 발생하였고, 유가증권 보다 코스닥에서 더 빈번하게 발생했음을 확인할 수 있음 (〈표 1〉 참조)
- 거래규모는 평균적으로 644억 원이고, 거래에서 인수한 지분의 비중은 평균 29% 수준으로 나타남

〈표 1〉 지배주주의 지분 이전을 통한 최대주주 변동 발생 현황

		유가증권	코스닥	총합계
거래수		14	37	51
거래규모	평균	1,512.9	314.9	644.3
	최소값	106.5	59.0	59.0
	최대값	6,293.0	997.3	6,293.0
인수 지분율	평균	33.1%	27.3%	28.9%
	최소값	5.5%	8.2%	5.5%
	최대값	84.6%	69.7%	84.6%

경영권 프리미엄 지급 현황

- 본고에서 경영권 프리미엄은 주식양수도 계약에서의 주당 인수가와 기준 시장가격의 차액을 시장가격으로 나누는 방식으로 계산됨
 - 기준이 되는 시장가격은 계약에 관한 공시가 이루어진 날의 1일, 1주일, 1개월 전의 종가를 의미함
 - 거래가 발표되기 1일, 1주일, 1개월 전 일 증가보다 모든 경우에 주당 인수 가격이 할증되었다면 경영권 프리미엄이 지급(“경영권 프리미엄 지급”)되었다고 판단함
 - 오히려 주당 인수 가격이 모든 기준 시장가격 보다 할인되었다면 경영권 프리미엄을 지급하지 않은 것(“경영권 프리미엄 미지급”)으로 판단함
 - 기준 시장가격 대비 주당 인수 가격의 할증 여부가 통일되지 않는 경우에는 경영권 프리미엄 지급 여부를 판단하기 어려우므로 분석 대상에서 제외함
 - 그 밖에 참고자료와의 비교의 용이성⁵⁾을 위해 거래규모가 100억 미만인 거래(4건)는 제외함
 - 근시일 내에 동일한 규모의 거래가 반복되어 체결된 경우에는 한 건만 포함함

5) 경영권 이전 과정에서 소수주주를 보호하는 법적·제도적 장치가 마련되어 있는 미국, 독일, 싱가포르의 현황과 비교할 예정임. 이때 참고 논문에서 한국은 거래규모가 100억원, 미국은 \$100mil, 독일은 DM 100 mil, 싱가폴은 SGD 10 mil 이상의 거래로 조사 대상을 한정하고 있음

- 전체 47건의 거래 중 경영권 프리미엄이 지급된 거래는 31건(66.0%)이고 경영권 프리미엄이 지급되지 않은 거래는 2회(4.3%)에 불과함 (<표 2> 참조)
 - 경영권 프리미엄이 지급되지 않은 거래 수가 매우 적을뿐만 아니라 평균 할인폭도 평균 할증폭에 비해 상당히 낮음을 확인할 수 있음
- 각 기준 시장가격 대비 경영권 프리미엄의 지급 규모가 평균 50% 내외에서 형성됨 (<표 2> 참조)
 - 미국, 독일, 싱가포르에서 2005년부터 2015년까지 지급된 평균 경영권 프리미엄의 규모는 30% 내외에서 이루어져⁶⁾, 한국의 경영권 프리미엄의 지급 규모가 상대적으로 높은 수준임을 알 수 있음
 - 증양값으로 비교하였을 때도 동일한 현상이 확인됨

〈표 2〉 경영권 프리미엄 지급 현황

	개수		1일 전 증가 기준	1주 전 증가 기준	1달 전 증가 기준
경영권 프리미엄 지급	31	평균	48.0%	54.6%	56.6%
		증양값	37.4%	42.9%	47.1%
경영권 프리미엄 미지급	2	평균	-24.5%	-25.1%	-28.1%

- 경영권 프리미엄이 지급된 거래 31건 중 인수 지분율이 50% 미만인 거래는 27건(87.1%)이고, 인수 지분율이 50% 이상인 거래는 4건에 불과함 (<표 3> 참조)
 - 50% 이내의 적은 지분 거래를 통해 경영권 이권이 일어난다면 소유권의 분산으로 인해 경영권 공격의 대상이 되기 쉽고 대리인 문제의 발생 가능성이 증가하므로 바람직한 현상으로 볼 수 없음
 - 반면 미국, 독일, 싱가포르의 경영권 관련 지분 거래 중 50% 미만의 지분이 거래된 경우는 20% 이내로 매우 낮음⁷⁾
- 평균적으로는 인수 지분율이 높은(50% 이상) 거래 보다 지분율이 낮은(50% 미만) 거래에서 경영권 프리미엄이 더 많이 지급됨⁸⁾(<표 3> 참조)
 - 반면 미국, 독일, 싱가포르에서는 일반적으로 인수 지분율이 낮은(50% 미만) 거래보다 지분율이 높은(50% 이상) 거래에서 경영권 프리미엄이 더 높게 나타남⁹⁾

6) 김석봉, 2015, “경영권 프리미엄과 소수주주보호”, 『재무관리연구』 제32권3호, pp.217-219

7) 김석봉, 2015, “경영권 프리미엄과 소수주주보호”, 『재무관리연구』 제32권3호, p.215

8) 이는 김석봉의 논문에서 제시하고 있는 결과와 일치함

9) 김석봉, 2015, “경영권 프리미엄과 소수주주보호”, 『재무관리연구』 제32권3호, pp.217-219

- 인수 지분율이 높을수록 안정적인 경영권을 확보할 수 있기 때문에 더 높은 경영권 프리미엄이 지급되는 것이 자연스러움에도 불구하고, 우리나라만 독특하게 인수 지분율이 높은 거래에 더 낮은 프리미엄이 지급되고 있음
 - 이는 지배주주로부터 50% 미만의 지분 인수만으로도 충분히 경영권을 확보할 수 있기 때문에 가능한 것으로 판단됨
- 통계적으로 유의미한 차이가 확인되지는 않았으나, 지분율에 따른 지급 규모에 뚜렷한 차이가 확인되지 않았다는 것만으로도 적절한 자원배분이 이루어졌다고 볼 수 없음

〈표 3〉 인수 지분율에 따른 경영권 프리미엄 지급 현황

구분	인수 지분율	개수	1일 전	1주 전	1달 전
평균	20%미만	14	52.4%	56.5%	58.0%
	20%이상 ~ 50%미만	13	45.7%	57.4%	61.8%
	50%이상	4	40.0%	38.7%	34.9%
	총합계	31	48.0%	54.6%	56.6%
중앙값	20%미만	14	33.3%	39.9%	48.4%
	20%이상 ~ 50%미만	13	35.6%	44.7%	72.0%
	50%이상	4	43.9%	44.4%	38.5%
	총합계	31	37.4%	42.9%	47.1%

- 우리나라에서는 상대적으로 과반의 지분을 인수하는 거래가 매우 드물고, 인수 지분율이 높은 거래에 더 많은 경영권 프리미엄을 지급하는 경향도 발견되지 않음
- 따라서 경영권 이전 과정에서 소수주주 보호에 취약한 환경 조성이 우려되고 형성된 거래 가격의 적정성이 의심됨

경영권 프리미엄 미지급 사례

- 전체 거래 중 경영권 프리미엄이 지급되지 않은 거래는 총 4건¹⁰⁾으로, 다음 사례와 같이 인수 대상 기업이 관리종목에 지정되거나 적자가 지속되는 등 경영성과가 매우 나쁜 경우가 대부분(3건)임
- 선박용 기계 제조업체인 A사의 경우 지난해 자기자본의 50%를 초과하는 계속사업 손실이 발생해 관리종목으로 지정되었고, 종속회사의 고객사에서 매출대금으로 받은 전자어음 일부(44%)가 부도 처리됨에 따라 매각 작업이 지연됨
 - A사의 경우 기준 시장가격보다 평균 40% 할인된 금액으로 주당 인수금액이 결정됨

10) 거래규모가 100억원 미만인 경우도 포함

- 반면 양수인과의 이면 계약을 통해 양도인이 경영권 프리미엄 외의 이득을 얻을 수 있는 경우에도 프리미엄이 지급되지 않는 사례가 확인됨(1건)
 - 분자진단 및 바이오시약 사업 등을 영위하는 기업인 B사의 최대주주가 정밀의료기기 제조업체인 C사(양도인)에서 의료재단 이사장(양수인)으로 변경됨
 - 저가 매각 논란이 일자 C사의 관계자는 양수인이 보유하고 있는 병원과 C사 간의 긴밀한 협력관계 유지를 전제로 양도가에 할인을 적용하였다고 밝힘
 - B사의 경우 기준 시장가격보다 평균 11.2% 할인된 금액에서 주당 인수금액이 형성됨
 - 주식 양수도 거래 상에서는 C사에게 경영권 프리미엄이 지급되지 않았지만, 실제로는 주식 차액 외의 다른 형태로 사적 이익을 향유한 경우라고 볼 수 있음

독립적이지 않은 관계 하에서의 경영권 프리미엄 지급 사례

- 양수인이 양도인의 계열사 혹은 특수관계인인 경우에는 양수인이 경영권을 획득하는 과정으로 볼 수 없어 경영권 프리미엄이 지급되지 않는 것이 합리적임
 - 실제로 전체 해당 거래 중 거래 금액에 경영권 프리미엄이 지급된 것으로 판단하기 어려운 거래와 경영권 프리미엄이 미지급된 거래가 대부분임(총 12건 중 각 7건, 2건)
 - 경영권 프리미엄이 지급되었더라도 그 규모는 대부분 평균 이하의 낮은 수준임 (총 3건 중 2건, 평균 14.9%)
- 그럼에도 불구하고 상당한 경영권 프리미엄이 지급된 사례도 존재함
 - 제지회사인 D사의 사례에서 주식 양도인은 그룹사 창업주의 아들과 친인척들이고, 양수인(E사)의 최대주주는 창업주의 동생으로 그룹 내 회장직을 수행하고 있음
 - 이때 지급된 경영권 프리미엄은 82.8%로 평균을 크게 상회함
 - 이처럼 양수인과 양도인의 이해관계에 따라 지나치게 높은 수준의 경영권 프리미엄이 지급될 수 있고, 기존의 매각 대상 기업(D사)의 주주 권의 침해뿐만 아니라 양수인(E사)의 주주 이익의 침해도 우려됨

타 국가의 경영권 이전 과정에서의 소수주주 보호 제도

- 앞서 비교 대상이 되었던 미국, 독일, 싱가포르 등은 경영권 이전 과정에서 소수주주를 보호하는 법적·제도적 장치를 보유하고 있음
 - 이러한 장치 하에서는 모든 주주가 경영권 프리미엄을 공유할 가능성이 크기 때문에 경영권 획득 과정에서 확보해야 하는 지분율의 비중이 높아질 수밖에 없음

- 독일, 싱가포르와 같은 유럽¹¹⁾ 및 아시아¹²⁾ 국가에서는 의무공개매수제도(mandatory bid rule)의 도입을 통해 보다 적극적으로 소수주주를 보호하고 있음
 - 의무공개매수제도란 회사의 지배권을 확보할 수 있는 정도의 주식을 취득하는 경우에는 전부 또는 일정비율 이상의 주식을 의무적으로 공개매수하도록 강제하는 제도임¹³⁾
 - 이 제도를 통해 소수주주에게도 지배주주와 동일한 조건으로 주식을 매각할 수 있는 기회가 부여됨
 - 이 제도 하에서는 인수해야 하는 지분 비중이 커져서 인수 자금 확보에 대한 부담이 증가하기 때문에 경영권 프리미엄의 지급 수준이 과도하지 않은 수준에서 형성될 수 있음
 - 또한 부분매수(partial takeover)만으로 경영권을 획득하는 것을 제한할 수 있기 때문에 소유지배 괴리를 낮추어 대리인 문제를 완화할 수 있음
 - 대표적으로 영국의 의무공개매수제도에서는 주식을 취득하여 회사의 지배력을 확보하게 되는 일정 요건¹⁴⁾에 이르게 된 경우 잔여주식 전부에 대한 공개매수제도가 의무화됨¹⁵⁾
 - 이때 공개매수기간 이전 12개월 동안의 최고 매입가격보다 높은 가격으로 공개매수가격을 책정해야 함
 - 잔여주식 전부를 실제 매수할 필요 없이 50% 이상의 의결권만 확보하면 공개매수가 완성됨¹⁶⁾
- 미국의 경우 의무공개매수제도를 도입하고 있지는 않지만, 법적으로 지배주주에 충실의무를 부여하여 소수주주가 부당하게 이익을 침해당하지 않도록 조절함
 - 지배주주가 충실의무를 이행하지 않았다고 판단될 때 발생할 수 있는 소송과 이로 인한 분쟁 리스크를 이사회가 부담해야 함
 - 실제로 이사회가 이러한 위험을 회피하기 위해 소수주주의 지분까지 공동 매각할 수 있도록 의사결정하는 사례를 찾아볼 수 있음¹⁷⁾
 - 결과적으로는 부분 인수보다는 전체 인수의 형태의 거래가 증가하면서 경영권 프리미엄이 소수주주에게도 공유될 수 있음
 - 의무공개매수제도와는 다른 방식으로 소수주주의 권리를 보호할 수 있는 장치가 마련되어 있다고 볼 수 있음

11) EU가 2004년에 도입한 공개매수제도에 관한 지침(Directive on takeover bids)의 5개 주요 제도 중 하나로 현재 대부분의 EU 회원국들에서 시행되고 있음

12) 중국, 홍콩, 인도네시아, 싱가포르, 태국, 일본 등

13) 박준선, 2017, “의무공개매수제도와 소수주주의 권리 보호”, 『법학연구 제20집 제4호』, p.52

14) 공동행위자와 함께 30% 이상의 의결권을 보유하게 된 경우와 공동행위자와 함께 30% 초과 50%미만의 의결권을 보유한 상태에서 추가적으로 의결권을 늘리는 경우

15) 김우찬, 강정민, 2010, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립”, 『경제개혁리포트, 경제개혁연구소』

16) 김우찬, 강정민, 2010, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립”, 『경제개혁리포트, 경제개혁연구소』

17) 김석봉, 2015, “경영권 프리미엄과 소수주주보호”, 『재무관리연구』 제32권3호, p.221

결론 및 시사점

- 1997년 국내에도 의무공개매수제도¹⁸⁾가 도입되었으나 외환위기 직후인 1998년 IMF의 권고에 따라 해당 제도가 폐지됨
 - 구조조정이 활발하게 진행되어야 하는 상황에서 해당 제도가 작동한다면 지분을 매수하는데 필요한 자금 부담이 높아지기 때문에 M&A 활성화에 제약이 생길 것이고, 구조조정이 어려워 질 것이라는 우려의 목소리가 높았기 때문임
- 하지만 이제는 의무공개매수제도 등과 같은 소수주주 보호를 위한 법·제도의 재도입을 논의 할 수 있는 여건이 충분히 마련되었다고 판단됨
 - 금융기관, 연기금 및 다수의 사모펀드가 출현함에 따라 인수합병을 위한 자본시장 규모가 급속히 확장¹⁹⁾되었기 때문에, 인수 자금 부담 확대로 인한 M&A 위축의 우려가 줄어들
 - 뿐만 아니라 구조조정과 같은 특정 상황에 의무공개매수제도를 적용하지 않는 예외규정을 마련하여 유연하게 제도를 활용하고 있는 유럽국가의 다양한 사례를 접할 수 있음
 - 이를 참고한다면 제도 도입 과정에서 우려되는 각종 문제 상황을 쉽게 조정할 수 있음
- 현재 경영권 이전에 관한 국내의 법제도는 미국을 따르고 있으면서도 미국과는 다르게 지배 주주의 충실의무를 인정하지 않음
 - 이는 현재 국내 법제도 하에서는 소수주주의 이익 침해를 막기 위한 최소한의 장치도 마련되어 있지 않음을 의미함
 - 그 결과 소수주주 보호를 위한 수단을 마련하고 있는 타 국가들에 비해 국내의 경영권 프리미엄의 집중이 심화되어 있음에도 지급된 금액의 적정성에 대한 논의는 전무한 실정임
- 이러한 제도적 한계로 인해 일부 지배주주만이 상당한 규모의 경영권 프리미엄을 향유하는 것이 가능해졌다고 판단됨
 - 실제로 소규모의 지분 이전(소수의 지배주주로부터의 지분 이전)을 통한 경영권 확보가 만연 하고, 타 국가 대비 지급되는 경영권 프리미엄의 수준은 상당히 높다는 점이 확인됨
- 효율적인 자본의 운용을 목적으로 의무공개매수제도를 폐지한 이후 한국의 자본시장이 급격히 성장한 만큼, 이제는 자본 시장의 공정성을 확보하려는 노력이 필요한 시점이라고 판단됨
 - 이러한 노력의 일환으로 의무공개매수제도를 재도입하거나, 법적으로 지배주주의 충실의무를 인정하는 등의 제도적·법적 방안을 마련해야 함

18) 본인과 특수관계인이 25% 이상의 지분을 신규 취득하거나, 이미 25% 이상을 취득하고 있는 상태에서 추가로 주식을 취득하는 경우에는 공개매수를 통해 의결권 주식의 50%+1주 이상의 지분을 취득하도록 하는 제도(구 증권거래법 제21조 제2항, 구 증권거래법 시행령 제11조의2)

19) 김석봉, 2015, “경영권 프리미엄과 소수주주보호”, 『재무관리연구』 제32권3호, p.221