

한국거래소, 자본시장연구원 주최 / 금융위원회 후원  
자본시장의 공정성 제고 제도 정비 방안  
2022. 11. 3. (목)

---

# 내부자 거래 및 M&A 관련 일반주주 보호 방안

---

서울대학교 법학전문대학원  
정 준 혁





---

## **내부자 거래 관련 일반주주 보호**

### **- 내부자 거래 사전 공시 제도**

---

# 내부자 주식거래가 일반주주에게 미치는 영향

## 주요주주, 임원 등의 주식거래가 일반주주에게 미치는 영향

- 상장회사 주요주주, 임원 등 내부자의 대량 주식 거래는 **일반주주의 주식 거래에 있어 매우 중요한 정보**에 해당함
  - 예를 들어 내부자가 주식을 대량으로 매각한다는 것은, 회사의 향후 기업가치에 대해 내부자들이 부정적인 전망을 하고 있다는 시그널(signal)을 줄 수 있음
  - 상장회사의 임원이 회사 주식을 보유하면 임원으로서 회사 주식가치를 상승시킬 인센티브를 갖는데, 만일 임원이 주식을 대량으로 매각하면 일반주주들로서는 상장회사의 임원이 더 이상 회사의 주식가치를 상승시킬 인센티브를 갖지 않는다고 판단할 수 있음
  - 해당 임원들이 회사를 위해 장기적인 비전을 갖고 임무를 수행할 것이라고 믿은 일반주주들로서는 주식가치에 부정적 영향이 발생할 것으로 생각할 수 있음
  - 나아가 공개되지 않은 미공개 중요정보가 생성된 것은 아닌지, 내부자들이 이러한 중요정보를 바탕으로 주식거래를 한 것은 아닌지 의심할 수 있음
- 근래 들어 내부자들의 **대량 주식 처분으로 일반주주들이 예상하지 못한 주가 하락**이 이뤄지거나, 내부자들이 **미공개 중요정보를 이용한 것은 아닌지 문제 제기**가 이뤄지는 사례들이 연이어 등장

# 내부자 주식거래에 대한 법체계

## 내부자 주식거래에 대한 현행 법제도

- 현행 법제도는 내부자 주식거래에 대해 미공개중요정보 이용행위, 임원 등 주식소유현황 보고, 단기 매매익반환 제도 등을 통해 규율함

### 미공개중요정보 이용행위

임원, 직원, 주요주주  
등으로서 미공개중요정보를  
알게 된 자는

→ 미공개중요정보를  
특정증권등의 매매에  
이용하거나 타인에게  
이용하게 하는 것 금지

### 주식소유 현황 보고

임원, 주요주주는

특정증권등의 소유 현황 및  
변동 내역을

→ 5일 이내에 증선위,  
거래소에 보고 해야함

### 단기매매차익반환

임원, 일부 직원, 주요주주가

특정증권등을 매수한 후  
6개월 이내에 매도하거나  
매도한 후 6개월 이내에  
매수하여 이익을 얻은 경우

→ 법인은 이익의 반환을  
청구할 수 있음

# 내부자 주식거래에 대한 법체계

## 현행 법제도에 대한 평가와 한계

- 미공개 중요정보 이용행위는 미공개 중요정보를 알았다는 점과 이를 이용하였다는 점에 대한 입증이 필요함
  - 그렇다고 하여 미공개 중요정보 이용행위를 지나치게 넓고 쉽게 해석하는 경우 주요주주, 임원들의 주식거래가 사실상 금지될 우려 존재
- 주식소유 현황보고는 주요주주, 임원 등 미공개 중요정보를 접할 가능성이 있는 자들의 주식소유 현황을 공개하는 효과가 있음
  - 그러나 거래가 완료된 이후 이뤄지는 사후 공시여서 일반주주들이 내부자들의 주식 매매와 관련한 입장을 사전에 알기 어려움
- 단기매매차익반환 제도는 단기매매를 통해 얻은 이익을 회사에 반환하게 한다는 점에서 미공개 중요정보 이용행위를 원천적으로 억제하지만, 6개월 이후의 기간의 거래에는 적용되지 아니함
  - 그렇다고 하여 이 기간을 늘릴 경우 내부자들의 정당한 장기 투자를 금지시키는 결과를 가져올 수 있으므로 바람직하지 않음



① 내부자들이 주식거래 계획이라는 중요한 정보를 시장에 적절하게 알리게 하고, ② 미공개 중요정보 이용행위를 효율적으로 통제할 제도의 수립이 필요함

# 미국의 사전공시 제도와 개선 노력

## 미국의 사전공시 제도

- 미국은 내부자거래 금지 규정 위반이 되지 않기 위하여 사전공시제도를 활용
  - 미국 1934년 증권거래법 §10(b)는 사기적 부정거래를 금지함
  - **증권 거래 당시 내부정보를 인지하였다면 미공개 중요정보에 근거하여 거래한 것으로 봄(Rule 10b5-1(b)).** 이러한 점에서 우리법과 큰 차이가 있음
  - 과도한 증권거래 제한을 막기 위해 **사전에 주식 처분 계획을 정한 경우 내부자거래 금지 위반이 되지 않도록 하는 적극적 항변(affirmative defenses) 허용**
  - 사전공시제도는 미공개중요정보 이용금지제도의 적극적 항변사유로 활용됨. 내부자가 주식을 거래한 것은 사전계획에 따른 것이므로 미공개중요정보를 이용한 것은 아니라고 논리
- 최근에는 적극적 항변이 남용된다는 문제의식 하에 SEC가 규정 개정을 추진 중
  - 냉각기간 설정 의무 – 주식 거래계획 수립, 변경으로부터 **최소 120일 경과 후 거래**할 수 있도록 함
  - 중첩적 계획에 따른 거래 시 적극적 항변 배제
  - 내부자 증권거래에 관한 회사의 정책과 내규를 공시하게 함



# 내부자 거래 사전공시 제도의 검토

## 제도의 목적과 구체적 내용의 설계

- 우리나라 미공개 중요정보 이용행위 법체계를 고려하여, **내부자의 주식거래라는 중요한 정보가 시장에 공개**되게 하면서도, 내부자의 **미공개 중요정보 이용행위를 적절하게 방지**할 제도의 수립이 필요
  - 미국은 미공개 중요정보를 인지하였다면 이에 근거하여 주식 거래를 한 것으로 보는 구조
  - 내부자가 미공개 중요정보 이용행위 규정을 위반하지 않기 위해 거래 계획을 사전에 공시함
  - 반면 우리나라는 위와 같은 간주 규정이 없음
- 상장회사 주요주주(10% 초과 주주, 사실상의 영향력 행사 주주), 임원이 **대량으로 주식거래를 하는 경우 이를 사전에 보고**하게 함
  - **거래계획 공시 후 일정 냉각 기간(30일) 경과 후 거래**를 할 수 있도록 하여, 일반주주들이 내부자들의 주식 매매 계획을 충분히 알고 투자판단을 할 수 있도록 함
  - 설사 내부자가 미공개 중요정보를 알게 되더라도, 위 기간이 경과해야 거래를 할 수 있으므로, 미공개 중요정보 이용행위의 가능성을 낮추게 됨
  - 매매수량, 매매희망가격 등을 계획을 공개하게 하여 **시장에 정보 제공**
  - 냉각기간을 두는 것이 현실적이지 않고 거래 당사자 간 정보불균형이 적은 **M&A 거래등 일정한 장외거래에 대해서는 사전 공시를 하되 냉각기간 등에 대한 예외**를 인정할지 검토 필요
  - 사망, 해산, 파산, 과도한 손실 발생 등 불가피한 사유가 있는 경우에는 변경, 철회 허용



---

## **M&A 관련 일반주주 보호**

### **- 의무공개매수 제도**

---



# 우리나라 M&A 거래의 현황

## 우리나라 M&A에서는 주식양수도 방식이 압도적으로 많이 사용됨

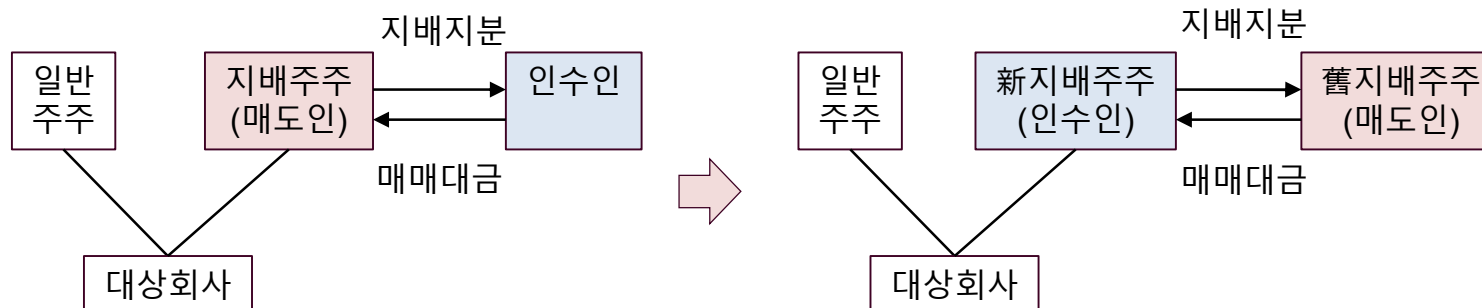
- 우리나라 대부분의 M&A 거래는 **지배주주가 보유하는 지배지분을 매수인이 사적계약을 통해 매입**하는 형태의 주식양수도 거래로 이뤄짐
  - 우리나라 대부분의 회사에는 지배주주가 존재함. 따라서 매수인 입장에서 지배주주로부터 지배지분을 매입하는 방법이 인수인 입장에서 가장 쉽고 용이한 M&A 방법에 해당
  - 주식소유구조가 분산된 경우 많이 사용되는 합병이나 공개매수 등은 우리나라에서 M&A 수단으로 거의 사용되지 않음. 신주발행을 통한 경영권 변동은 부실기업에서 주로 활용
  - 대형 거래로 갈수록 이러한 경향 심화

		2017	2018	2019	2020	2021	합계
주식양수도	건수	171	152	160	270	317	1070
	비중(%)	85.1%	83.1%	80.4%	80.8%	84.3%	<b>82.8%</b>
영업양수도	건수	27	25	37	58	52	199
	비중(%)	13.4%	13.7%	18.6%	17.4%	13.8%	15.4%
합병	건수	3	6	2	6	7	24
	비중(%)	1.5%	3.3%	1.0%	1.8%	1.9%	1.9%
합계(건수)		201	183	199	334	376	1293

# 주식양수도 방식 M&A와 주주 보호 필요성

## M&A 거래와 일반주주 보호 필요성

- 일반주주는 지배주주의 경영 능력 등을 보고 투자 결정을 함
  - 만일 **M&A 거래로 경영권이 변동되어 새로운 지배주주가 회사를 경영하게 되면 일반주주 입장에서는 기존 투자결정에 근본적 변화가 발생**
  - 특히 무자본 M&A 등 새로운 인수인이 회사 발전에는 관심이 없고 회사의 핵심 자산을 약탈할 목적으로 인수하는 기업사냥꾼 내지 약탈자(looter)인 경우, 일반주주는 큰 손해를 입을 수 있음
- 주식양수도 방식 M&A 거래의 경우 **기존 지배주주와 인수인 간 사적인 주식매매계약에 의해 진행**
  - 일반주주는 거래의 당사자가 아니므로 M&A거래에 참여하지 못하고 지분 매각 기회가 없음
  - 대상회사도 당사자가 아니므로 이사회가 어떠한 역할을 하기도 쉽지 않음
  - 심지어 **지배주주가 기업사냥꾼이나 약탈자에게 지배지분을 매각하더라도 M&A 거래에서 소외되는 일반주주는 계속 대상회사의 주주로 남을 수 밖에 없게 됨**



## 주식양수도 방식 M&A에 대한 법제도 부재

### 우리나라에는 주식양수도 방식 M&A 관련 일반주주 보호장치가 없음

- 합병, 영업양수도에 대해서는 일정한 일반주주 보호장치를 두고 있음
  - 합병, 영업양수도에 대해서는 주주총회 승인 등 다양한 주주 보호 장치가 존재.
  - 주식매수청구권을 통해 불만이 있는 일반주주의 경우 지분을 매각하고 exit할 수 있음
  - 반면 **M&A 수단으로 가장 많이 활용되는 지배지분 주식양수도 거래의 경우 회사가 거래 당사자가 아닌 관계로 주주 보호 수단이 존재하지 않음** - 제도의 불균형

	합병		영업양수도		주식양수도		
	존속회사	소멸회사	양도회사	양수회사	양도회사	양수회사	대상회사
주주총회 특별결의	○ (예외-소규모합병)	○ (예외-간이합병)	○ (전부, 중요일부) (예외-간이양도)	○ (중대한 영향) (예외-간이양수)	X	X	X
주식매수 청구권	○ (예외-소규모합병)	○	○ (전부, 중요일부)	○ (중요 영업)	X	X	X

## M&A 일반주주 보호를 위한 외국의 입법례

우리나라를 제외한 모든 주요국가들은 일반주주 보호 장치를 두고 있음

- **미국의 경우** 지배주주가 자유롭게 지배지분을 매각할 수 있다는 점에서 우리나라와 같음
    - 다만 지배주주는 회사의 지속적 경영에는 관심이 없고 회사 재산, 핵심 기술의 약탈 등을 목적으로 하는 **약탈자에게는 회사 지분을 매각하지 아니할 의무를 부담함**(이른바 sales to looters)
    - 위 법리는 다양한 판례의 축적을 통해 정립
  - **영국, EU 등은 의무공개매수(mandatory takeover bid) 제도**를 통해 일반주주를 보호
    - 새로운 인수인은 **회사의 모든 주주들에게 매각 기회**를 제공해야 하고, 주주가 희망하는 경우 인수인은 해당 주식을 매입하여야 할 의무 부담함
    - 새로운 인수인의 경영능력이나 인수 의도가 의심되는 경우 일반주주들은 자신이 보유하는 주식을 인수인에게 처분하는 방법을 통해 보호 받을 수 있음 – 투자회수기회의 보장
  - 우리나라는 주식양수도 거래 방식 M&A와 관련하여 아무런 일반주주 보호수단이 제공되지 아니함
    - 우리나라는 의무공개매수 제도도 없고, 미국과 같이 자유롭게 지배지분을 매각할 수 있음에도 불구하고 지배주주가 약탈자 등에게 주식을 매각하지 아니할 신인의무도 없음
    - 회사 경영이나 장기적 발전에 관심이 없는 무자본 M&A, 약탈형 M&A에 노출됨
- **주식양수도 방식 M&A 거래와 관련한 일반 주주 보호 제도 수립이 필요**

## 각국의 입법례

국가	의무공개 매수 도입	주요 내용
네덜란드	○	30% 이상 취득하는 경우 전부 공개매수 의무
독일	○	30% 이상 취득하는 경우 전부 공개매수 의무
미국	X	지배주주에 일정한 의무를 부과. 의무공개매수는 거의 대부분의 주에서 도입하지 않음. 다만 펜실베니아(20%), 메인(25%), 사우스다코타(50%+1주) 주의 경우에는 일반주주들이 지배주주에게 공정한 가격으로 매수 청구할 수 있음(control cash out provision)
스위스	○	1/3 이상 취득하는 경우 전부 공개매수 의무
스페인	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 지분은 30% 미만이지만 24개월 이내에 이사회의 절반 선임 시
싱가포르	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%~50% 보유 주주가 6개월 이내에 1% 이상 추가 취득 시
영국	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%~50% 보유 주주가 1주라도 추가 취득하는 경우
이탈리아	○	이사회 선임, 해임권을 갖는 지분 또는 의결권을 25% 이상 취득하는 경우(중소기업의 경우 30%); 25%~50% 보유 주주가 12개월 이내에 5% 이상 추가 취득하는 경우
인도	○	25% 이상 취득하는 경우, 25% 이상 보유 주주가 5% 이상 취득하는 경우, 또는 회사의 경영권을 취득하는 경우
일본	○	지분 취득으로 1/3 이상 되는 경우 공개매수 방법으로 해야 함(일부 취득 可). 2/3 이상 되는 경우에는 전부 공개매수 의무
중국	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%~50% 보유 주주가 12개월 이내에 2% 이상 추가 취득하는 경우, 전부 또는 의무 공개매수 선택 가능
캐나다	○	20% 이상 취득하는 경우 모든 주주에게 제안해야 함
프랑스	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%~50% 보유 주주가 12개월 이내에 1% 이상 추가 취득 시
호주	○	이른바 20% rule에 따라 상장회사 주식에 대해 20% 이상 보유 금지. 단 takeover bid(공개매수)나 법원이 승인하는 scheme of arrangement 등의 경우에는 예외적으로 허용
홍콩	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%~50% 보유 주주가 12개월 이내에 2% 이상 추가 취득 시
유럽연합	○	경영권을 취득하는 경우(구체적 기준은 각국에 위임) 전부 공개매수 의무
대한민국	X	지배주주 M&A 시 선관주의의무도 없고 의무공개매수제도도 없음



# 의무공개매수제도 도입에 대한 검토

## 우리나라 실정에 맞는 의무공개매수제도 도입 필요

- 미국은 수십년 간 수많은 M&A 거래와 이에 대한 판례 축적을 통해 법리가 정립. 대륙법체계인 우리나라와 상이한 법문화. 판례 정립에 상당한 시간이 걸릴 수 있음
- 영국/EU 식 의무공개매수는 수량과 가격에 있어 다음과 같은 두 가지 내용으로 구성됨
  - 물량 - **모든 주주들이 자신이 보유한 주식을 인수인에 매각할 수 있음**(투자회수기회제공)
  - 가격 - 매각을 희망하는 **모든 주주들에게 같은 가격을 제시**하여야 함
- 대부분 회사에 지배주주가 존재하는 우리나라 시장 현실을 고려한 의무공개매수 제도 도입 필요
  - 의무공개매수제도는 모든 주주들에게 회수 기회를 제공한다는 점에서 긍정적이나 인수대금이 높아지고 인수인의 부담이 커져서 M&A 거래 자체가 줄어들 위험 존재
  - 영국처럼 주식소유가 분산된 경우에는 이러한 문제가 덜 심각하나, **우리나라처럼 대부분 회사에 지배주주가 존재하고 경영권 프리미엄이 높은 경우에는 위와 같은 우려가 클 수 있음**
  - 각종 arbitrage 거래가 이뤄져서 시장에 혼란을 가져올 가능성도 존재함
  - 전체 주주에 균형 잡힌 매각 기회를 주면서도, 공정한 인수대금 제시를 통해 다음 목표 달성 필요
    - ① 일반주주 보호, ② 약탈형 M&A의 방지, ③ 인수인에 대한 지나친 부담 증가로 인한 M&A 감소 가능성 방지, ④ 국제적으로 정합성이 인정되는 제도 수립

---

# 감사합니다

---

서울대학교 법학전문대학원  
정 준 혁

j.chung@snu.ac.kr  
02-880-7599

