

ESG

문 앞의 야생곰들

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

한국형 베어허그(K-Bear Hug)법 도입이 추진되고 있다. 이는 상장회사가 인수 제안을 받으면 이사회가 제안의 조건과 이에 대한 의견 표명, 거절 시 그 사유 등을 공시하도록 하는 제도이다. 저평가 기업은 M&A의 표적이 될 위험이 높을 수밖에 없고, 외부 세력의 M&A 시도는 경영진·이사회·대주주 등으로 하여금 주가를 부양하도록 하는 강력한 트리거가 된다. K-Bear Hug 제도가 시행되면 저평가 기업들은 문 앞의 야생곰들의 먹이가 되지 않도록 종전보다 더욱 기민하고 성실하게 주가 부양 노력을 기울여야 할 것이다.

베어 허그(Bear Hug)란?

M&A 전략 중 하나로, 인수 시도자가 대상 기업에 사전 예고 없이 시가보다 높은 가격으로 공개적인 매수 제안을 하고 경영진 및 이사회로 하여금 신속한 의사결정을 내리도록 요구하는 것이다. 마치 곰이 앞발로 사냥감을 강하게 껴안아 꿈쩍 못 하게 가두는 것처럼, 거절하기 힘든 매력적인 조건을 제시해 경영진 및 이사회를 직접 압박할 뿐 아니라 주주와 시장의 압력까지 이끌어내기 때문에 붙여진 명칭이다.

한국형 베어허그(K-Bear Hug)법 추진

K-자본시장특별위원회 위원장인 오기형 의원은 지난 9월 3일, 이른바 ‘한국형 베어허그(K-Bear Hug)법’으로 불리는 자본시장법 개정안을 대표 발의했다. 상장회사가 주주가치에 중대한 영향을 미치는 인수 제안을 받게 되는 경우 이사회가 제안의 접수 내용과 향후 검토 계획을 즉시 공시하도록 하고, 독립적이고 전문적인 절차를 거쳐 공개매수에 대한 의견 표명(수용, 거절, 중립 등)을 하고 논의 경과 및 사유 등을 주요사항보고서에 상세히 기재하도록 하는 것이 골자이다.

Comment

한국형 베어허그 제도가 도입되면 이사회가 정당한 사유 없이 외부자의 진지한 인수 제안을 거절하면 주주에 대한 충실의무 저촉 등에 해당되어 소송을 당할 수 있다. 베어허그 제도가 정착되면 M&A 시장의 외부 견제·감독 기능이 종전보다 강화될 것이고 이는 저평가 기업들의 자발적인 가치 제고로 이어질 것이다.



베어 허그(Bear Hug)란?

Bear Hug는 직역하면 ‘곰의 포옹’이다. M&A 전략 중 하나로, 인수 시도자가 인수 대상 기업에 사전 예고 없이 현재 시장가치보다 훨씬 높은 가격으로 공개적인 매수 제안을 하고 경영진 및 이사회로 하여금 신속한 의사결정을 내리도록 요구하는 것을 말한다. 마치 곰이 앞발로 사냥감을 강하게 껴안아 꼼짝 못 하게 가두는 것처럼, 거절하기 힘든 매력적인 조건을 제시해 경영진 및 이사회를 직접 압박할 뿐 아니라 주주와 시장의 압력까지 이끌어내기 때문에 붙여진 명칭이다. 이 전략은 인수 대상 기업의 경영진 또는 이사회가 전체 주주들의 이익을 위해 해당 제안을 진지하게 검토하도록 하고, 내키지 않더라도 일단은 협상 테이블에 나오도록 만든다.

인수 제안가는 통상 현재 주가에 상당한 경영권 프리미엄을 얹어 제시된다. 미국 등의 입법 제도 하에서는 인수 제안가가 주주들에게 매우 이익이 되는 수준인데 경영진이나 이사회가 정당한 사유* 없이 이를 거절할 경우, 주주들로부터 소송을 당하거나 배임 혐의를 받을 수 있다.

(*인수 제안가가 기업의 장기적 내재가치 대비 낮은 가격임, 자신들이 경영하면 수 년 후 해당 인수 제안가보다 더 높은 주가 달성 가능함, 인수자의 자금 조달 계획이 구체적이지 않거나 실현 가능성이 낮음, 인수자가 제시한 사업 계획이 손실 리스크가 크거나 비현실적임, 다른 인수자가 제안한 조건이 더 유리함 등)

한국형 베어허그(K-Bear Hug)법 추진

더불어민주당 K-자본시장특별위원회 위원장인 오기형 의원은 지난 9월 3일, 이른바 ‘한국형 베어허그(K-Bear Hug)법’으로 불리는 자본시장법 개정안을 대표 발의했다. 상장회사가 주주가치에 중대한 영향을 미치는 인수 제안을 받게 되는 경우 이사회가 제안의 접수 내용과 향후 검토 계획**을 즉시 공시하도록 하고, 독립적이고 전문적인 절차***를 거쳐 공개매수에 대한 의견 표명****을 하고 논의 경과 및 사유 등을 주요사 항보고서에 상세히 기재하도록 하는 것이 제안 내용의 골자이다. 동 제도가 도입되면 M&A 과정에서 이사회 책임 제고, 정보 공개 강화를 통한 주주의 합리적인 의사결정 지원, M&A 시장 활성화, 저평가 기업의 기업가치 정상화 등의 효과가 기대된다.

(**예: 공개매수 조건이 전체 주주의 이익을 증진시키는지, 주주가치에 미치는 포괄적인 영향이 무엇인지 등을 검토)

(***예: 독립이사로 구성된 특별위원회 구성, 외부전문가 평가 등)

(****수용, 거절, 중립 등)

현행법 하에서는 상장회사가 M&A 제안을 받아도 ‘구체적으로 확정된 바 없다’와 같이 불투명하게 공시하는 경우가 대부분이다. 일반 소액주주들은 제안의 세부 조건은커녕 제안 사실조차 인지하기 어렵다. 심지어 M&A 제안을 직접 접수 받고 제안 조건에 대한 정보도 잘 알고 있는 대주주나 경영진·이사회가 사전적인 주식 거래로 이익을 취하는 것도 가능했다. 그러나 한국형 베어허그법이 도입되면 외부로부터의 인수 제안이 즉시 공개되는 만큼 경영진이나 이사회가 인수 제안을 일방적·자의적으로 거절하는 데 제약이 가해질 뿐 아니라, 일반 소액주주들도 보유하고 있던 주식을 매력적인 가격에 매도할 기회를 얻을 수 있다.

[표1] 한국형 베어허그법 찬반 양측 근거

찬성 측	반대 측
· M&A 과정에서 이사회 책임(주주에 대한 충실의무 등) 강화 · 일반 소액주주들에게도 M&A 제안 관련 정보가 공유되면서 제안 수락 여부에 대한 결정권 확보 · 전체 주주가 프리미엄이 더해진 가격에 보유 주식을 매도할 기회를 얻음 · M&A 시장 활성화와 이를 통한 저평가 기업의 가치 부양 · 경영진이 자신의 경영권을 지키기 위해 전체 주주에게 유리한 인수 제안을 거절하는 사례 방지	· 상장회사들이 경영권 위협에 무방비로 노출됨 → 차등의결권주, 포이즌필 등 경영권 방어수단 도입이 선행되어야 함 · 자금 조달 능력 및 진지한 인수 의사가 없는 제안자의 허위 제안으로 시세 교란이 일어날 수 있음 · 상속세 및 증여세 개편이 이루어지지 않는 한 주가 부양 유인이 근본적으로 강해지지 않음

자료: 국회 의안정보시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

해외의 관련 제도

미국, 영국, 일본 등 선진국의 경우 경쟁사 또는 사모펀드 등이 상장회사에 대해 공개적으로 인수 제안을 하면 대상 회사의 이사회는 회사 및 주주에 대한 선관의무와 충실의무를 다하기 위해 주주들에게 제안에 관한 충분한 정보를 제공하고, 독립적이고 전문적인 절차를 거쳐 찬성·반대 등의 의사를 표명하며, 그 논의 경과와 찬반 사유 등에 관한 정보를 충실히 제공해야 한다.

[표2] 미국·영국·일본에서의 인수 제안에 대한 이사회 의 검토 및 의견 표명 의무 관련 법규

SEC Rule (미국)
§ 240.14e-2 Position of subject company with respect to a tender offer. (a) <i>Position of subject company.</i> As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, the subject company, no later than 10 business days from the date the tender offer is first published or sent or given, shall publish, send or give to security holders a statement disclosing that the subject company: (1) Recommends acceptance or rejection of the bidder's tender offer; (2) Expresses no opinion and is remaining neutral toward the bidder's tender offer; or (3) Is unable to take a position with respect to the bidder's tender offer. Such statement shall also include the reason(s) for the position (including the inability to take a position) disclosed therein.
'The Takeover Code,' by The Panel on Takeovers and Mergers (영국)
25.2 OPINION OF THE OFFEREE BOARD ON THE OFFER, INCLUDING VIEWS ON THE OFFEROR'S PLANS FOR THE COMPANY AND ITS EMPLOYEES The offeree board circular must: (a) set out the opinion of the board on the offer (including any alternative offer) and the board's reasons for forming its opinion and must include its views on: (i) the effects of implementation of the offer on all the company's interests, including, specifically, employment; and (ii) the offeror's strategic plans for the offeree company and their likely repercussions on employment and the locations of the offeree company's places of business, as set out in the offer document pursuant to Rule 24.2; (b) include the substance of the advice given to the board of the offeree company by the independent adviser appointed under Rule 3.1 in relation to the financial terms of the offer (including any alternative offer); and (c) include a recommendation from the board of the offeree company as to the action that shareholders should take in respect of the offer (including any alternative offer).
'Guidelines for Corporate Takeovers,' by METI (일본)
3.1 Upon Receipt of an Acquisition Proposal 3.1.2 Consideration by the Board of Directors The board of directors to which the matter is submitted shall in general give "sincere consideration" to a "bona fide offer." Whether an acquisition proposal corresponds to a "bona fide offer" (an acquisition proposal that is specific, rationale of purpose, and feasible) is one indicator that the board of directors should consider in determining whether it is worth spending the cost and time to give "sincere consideration" to such proposal. These criteria are intended to be used not only at the initial stage of consideration, but also when deciding whether to continue or terminate the consideration at a later stage. For example, by comprehensively considering the factors set forth below, a determination could be made that an acquisition proposal does not constitute a "bona fide offer" if the concreteness, rationale of purpose, or feasibility of the proposal is reasonably doubtful. However, it is important to take care not to arbitrarily interpret the meaning of a "bona fide offer" and simply reject a proposal that may increase corporate value. If there is hesitation over whether an acquisition proposal constitutes a "bona fide offer" or if the outside directors lack expertise in M&A matters, the board of directors should consider obtaining outside advisor's advice based on appropriate management and control of non-public information. (a) Specifics may be reasonably doubtful if: ➢ Acquisition proposal does not specify the details of the purchase price and key transaction terms (b) Rationale of the purpose may be reasonably doubtful if: ➢ Acquisition proposal does not indicate the management strategy after acquiring corporate control ➢ Acquisition proposal is made for the purpose of raising the purchase price of other parties (in situations where there are other competing bidders) ➢ Acquisition proposal is made by competitors for a purpose such as gaining confidential information (c) Feasibility may be reasonably doubtful if: ➢ Acquisition proposal without appropriate financing of the transaction ➢ Acquisition proposal is objectively unlikely to succeed due to the low probability of satisfying the conditions for acquisition, such as regulatory permits and approvals ➢ Acquisition proposal aims to obtain controlling interest in situations where the controlling shareholder is known to have no intent of selling its controlling shares to a third party

자료: 미국 증권거래위원회, 영국 The Panel on Takeovers and Mergers, 일본 경제산업성, 한화투자증권 리서치센터

Comment

인수합병(M&A) 시장은 오랜 기간 낮은 주가를 방치해 온 경영진에 대한 외부 견제·감독 장치이다. 저평가 기업은 M&A의 표적이 될 위험이 높을 수밖에 없고, 외부 세력의 M&A 시도는 경영진·이사회·대주주 등으로 하여금 주가를 부양하도록 하는 강력한 트리거가 된다. 한국형 베어히그 제도가 도입되면 이사회가 정당한 사유 없이 외부자의 진지한 인수 제안을 거절하면 주주에 대한 충실의무 저촉 등에 해당되어 소송을 당할 수 있다. 베어히그 제도가 정착되면 M&A 시장의 외부 견제·감독 기능이 종전보다 강화될 것이고 이는 저평가 기업들의 자발적인 가치 제고로 이어질 것이다.

금년 하반기에 국회를 통과할 가능성이 높은 의무공개매수제도도 지배주주만 인수 관련 정보 및 경영권 프리미엄을 독점함에 따라 일반 소액주주가 의사결정 과정과 투자자금 회수 기회에서 소외되던 문제를 완화한다는 점에서 이 한국형 베어히그 제도와 일맥상 통한다.

이소영·이훈기 의원이 발의한 상증세법 개정안(PBR 0.8배법)과 한국형 베어히그 제도가 만일 모두 도입되면, 국내 상장회사들의 고질적인 주가 누르기 이슈가 완화될 것으로 기대된다.

진지하게 해당 기업을 인수할 의향 없이 시세 교란을 통한 단기 차익 획득이 목적인 외부 세력의 허위 제안이 부작용으로 지적되고 있는데, 이 같은 상황에 대해서는 인수 대상 기업의 경영진·이사회가 인수 시도자가 제안한 인수 가격과 거래 조건이 구체적인지, 경영권 확보 후 (장기) 경영 전략을 제시하고 있는지, 단순히 경쟁사가 내부 정보를 취득하기 위한 목적은 아닌지, 자금 조달 계획이 현실적인지, 규제에 따른 혹은 감독당국의 인가·승인을 받을 수 있는지 등을 꼼꼼히 따져 판단할 수 있을 것이다.

K-Bear Hug 제도가 시행되면 저평가 기업들은 문 앞의 야생곰들의 먹이가 되지 않도록 종전보다 더욱 기민하고 성실하게 주가 부양 노력을 기울여야 할 것이다.

[별첨] 오기형 의원 대표 발의 자본시장법 개정안 신·구조문대비표

[표1] 오기형 의원 9월 3일 대표 발의 자본시장법 개정안 신·구조문대비표

현행	개정안
제 138 조(공개매수에 관한 의견표명) ① 공개매수신고서가 제출된 주식등의 발행인은 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 공개매수에 관한 의견을 표명할 수 있다. (단서 신설)	제 138 조(공개매수에 관한 의견표명) ① (좌동) 다만, 주주에게 중대한 영향을 미치는 공개매수로서 대통령령으로 정하는 경우에는 이사회가 독립적이고 전문적인 판단 절차를 거쳐 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 공개매수에 관한 의견을 표명해야 한다.
제 161 조(주요사항보고서의 제출) ① 사업보고서 제출대상법인은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사실이 발생한 경우에는 그 사실이 발생한 날의 다음 날까지(제 6호의 경우에는 그 사실이 발생한 날부터 3일까지, 제 9호의 경우에는 그 사실이 발생한 다음 날과 납입기일의 1 주 전 중 먼저 도래하는 날까지로 한다) 그 내용을 기재한 보고서(이하 “주요사항보고서”라 한다)를 금융위원회에 제출하여야 한다. 이 경우 제 159 조제 6 항 및 제 7 항을 준용한다. 10. 그 밖에 그 법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미치는 사항으로서 대통령령으로 정하는 사실이 발생한 때	제 161 조(주요사항보고서의 제출) ① (좌동) 10. — 그 법인의 주주·경영·재산 등에 —
제 449 조(과태료) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자에 대하여는 1 억원 이하의 과태료를 부과한다. (신설)	제 449 조(과태료) ① (좌동) 38의 2. 제 138 조제 1 항 단서를 위반하여 공개매수에 관한 의견표명을 하지 아니한 자

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.