



저작자표시-비영리-동일조건변경허락 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



동일조건변경허락. 귀하가 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공했을 경우에는, 이 저작물과 동일한 이용허락조건하에서만 배포할 수 있습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

2006年 2月

碩士學位論文

公開買受의 規制에 관한 研究

朝鮮大學校大學院

法學科

金 鉉 植

公開買受의 規制에 관한 研究

A Study on the Regulation of Tender Offer

2006년 2월

朝鮮大學校大學院

法學科

金 鉉 植

公開買受의 規制에 관한 研究

指導教授：梁東錫

이 논문을 법학의 석사학위신청 논문으로 제출함

2005년 10월

朝鮮大學校大學院

法學科

金 鉉 植

김현식의 석사학위 논문을 인준함

위원장: 대학교 교수 인

위 원: 대학교 교수 인

위 원: 대학교 교수 인

2005년 11월

조 선 대 학 교 대 학 원

目 次

ABSTRACT	iv
제1장 서론	1
제1절 연구의 목적	1
제2절 연구의 범위 및 방법	4
제2장 외국의 입법례	6
제1절 미국의 공개매수제도	6
1. 공개매수의 연방규제	6
2. 연방공개매수규정	8
3. Williams Act시행과 그 효과	15
제2절 영국의 공개매수제도	24
1. 공개매수규정	24
2. 공개매수의 정의와 적용범위	25
3. 공개매수의 조건과 방법	25
제3절 중국의 공개매수제도	26
1. 사전신고제	26
2. 매수기간과 정보공시제도	27
3. 매수대상회사	28

제3장 우리나라의 공개매수제도	31
제1절 공개매수의 의의	31
1. 공개매수 규제의 연혁과 현황	36
2. 공개매수 규제의 필요성	37
3. 공개매수의 종류	45
제2절 공개매수의 절차 및 의무와 규제위반의 효과	51
1. 공개매수의 절차	54
2. 공개매수의 의무	62
3. 공개매수의 규제위반의 효과	64
제3절 공개매수의 방어장치에 관한 법제	67
1. 지분변동상황 개시의무	67
2. 상법상 주식취득의 통지의무	69
3. 자기주식 취득한도의 확대	71
제4장 공개매수의 문제점과 개선방안	73
제1절 5%공개매수의 요건	73
1. 공개매수의 적용대상이 되는 회사	73
2. 공개매수의 적용대상이 되는 유가증권	75
3. 공개매수와 주주평등의 원칙	77
4. 공개매수가 면제되는 경우	79
제2절 기타 공개매수의 요건과 절차	80
1. 특별관계자 등	80
2. 공개매수의 절차 및 방법	81

3. 대상회사의 의견표시	82
제3절 공개매수에 대한 방어책	83
1. 공개매수에 있어서 방어의 제한	83
2. 강제공개매수제도의 수정도입	84
3. 증권거래법상 방어제한규정의 폐지	86
제5장 결 론	87
참고문헌	89

ABSTRACT

A Study on the Regulation of Tender Offer

By Kim, Hyun Sik

Advisor : Prof. Yang, Dong Suk, PH.D.

Department of Law,

Graduate School of Chosun University

Even though the tender offer in Korea was established in 1976, there were very few tender offer transactions, because of the basic ceiling of ten percent for individual ownership for listed Korean companies that was abolished in April of 1997.

In 1996, 1997 a number of Tender Offers were launched in the Korean securities market and some of those were hostile Tender Offer. However, after Korea's economic crisis in late 1997, the tender offer transactions were disappeared.

Recently foreigner's hostile M&A against some leading companies like SK and Hyundai Elevator has been a social and economic issue in Korean capital market since 2003.

I think that Tender Offer will be sometimes made in the future. Because our economic power is depend on the foreign capital.

Tender Offer is part of a takeover attempt. An offer for another

company's shares is called friendly when it is approved by the management of the target company, hostile when it is not. Therefore Tender Offer is part of company law about the acquiring control of the other company, and is part of Securities law about the exchange for another company's shares, and is part of Bankruptcy law.

Tender Offer is introduced under the Korean Securities Exchange Law. The bidder is usually referred to as the acquirer, and the other company is the target company. The bidder may offer to buy shares in the target company, or for a combination of the two. The bidder greatly increases its chances by publicly offering to buy a specified number of tendered shares during a specified period at the premium over prevailing market prices. Any Tender Offer for a public corporation's equity securities that would result in the bidder holding more than 5 percent of the target's equity securities is subject to both disclosure requirements and substantive rules governing the offer terms.

Tender Offer regulation is meant to ensure that shareholders have sufficient information about the offer and adequate time to evaluate it, so they are not unfairly pressured into tendering their shares. But until 1968 no federal securities regulation applied to acquisition of a control block for cash, whether through open-market purchases or a tender in America. To plug this regulatory gap, Congress in 1968 passed the Williams Act—a set of amendments to the Securities Exchange Act of 1934—to regulate stock purchases that affect corporate control. Thus the tender offer system in the U.S. was introduced in the 1960s and deployed excessive market activity that borne combined enterprises at that time and in the 1980s the inefficient enterprises become object of hostility tender offer which have kept non-related multiplication.

Tender Offer has been used as the most popular device for acquiring control of the other company. As a result courts and the academic world has endeavored to solve varies legal problems arising out of Tender Offer, so many case laws and theories have been accumulated.

This article examines some problems on the Tender Offer regulations in the Korea Securities Exchange Act. especially the scope of application of Tender Offer regulations, applicable securities, exceptions to the application of Tender Offer, and the Tender Offer procedure etc.

제1장 서론

제1절 연구의 목적

미국은 1979년부터 경제가 악화되기 시작하여 1980년대 초반 극심한 불황을 겪었다. 하지만 강력한 경제안정화정책과 80년대 중반 대대적인 구조조정을 통하여 90년대이후부터 현재까지 경제호황을 이룰 수 있는 기틀을 마련하였다. 레이건 행정부 시기에는 일관된 자유유치정책 및 시장에 대한 자유방임정책을 추진하여 기업간 引受合併 붐을 유발, 기업의 구조조정을 자발적으로 유도하여 經濟難을 효과적으로 극복하였다. 또한 영국의 경우 1976년 12월 캘러헌 정부가 IMF에 구제금융을 요청할 정도로 심각한 경제난에 봉착하였으나, 대처수상 취임 이후 적극적인 外資係企業 유지정책을 펼친 성과로 경제성장과 실업문제 등을 효과적으로 해결할 수 있는 발판을 마련하였다. 당시 영국기업들은 내부조직을 합리화하고 사업다각화전략을 버리고 경쟁력 없는 사업부문을 과감히 매각하고 M&A를 통해 사업재편을 추진하였으며, 그 결과 80년대 중반 이후 영국경제는 본격적인 성장국면으로 진입하였고 1999년에는 프랑스를 제치고 유럽 제2위의 경제대국으로 성장하였다.¹⁾

공개매수제도는 선진국에서 이미 회사의 지배권 획득 또는 강화의 수단으로 자주 이용되고 있다. EU지역내 대부분의 국가는 우호적인 형태의 M&A가 행해지고 있는 반면, 영국에서는 대다수의 기업들이 주식시장에 상장되어 있는 관계로 공개매수가 가장 발달되어 있는 미국보다도 오히려 이른 1959년에 공개매수를 제도화하였다.²⁾ 미국은 1968년에 1934년의 증권거래법에 추가

1) 윤성훈, “미국과 영국의 경제구조조정 사례와 시사점”, (삼성경제연구소, 2000.12.), 3면.

2) Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation, 4th. ed., Aspan Law & Business, 2001, P.576.

함으로써 공개매수를 제도화하여 한 기업이 다른 기업의 주식을 공개시장에서 거래되고 있는 주가보다 더 높은 가격으로 매수함으로써 경영권을 확보하는 방법으로 기업매수에 가장 좋은 수단으로 정착하게 되었다.

공개매수의 전체적인 구조를 살펴보면 대상회사의 경영진은 경영권을 지키기 위하여 공개매수를 경계하게 되는데 이러한 측면에서 공개매수는 회사법의 일부분이며, 주식간의 교환이라는 측면에서는 증권거래법의 일부분이고, 경영난에 허덕이고 있는 회사기업을 공개매수라는 M&A를 통하여 다시 회생시킨다는 관점에서 볼 때 도산법과도 밀접한 관련이 있음을 알 수 있다. 이렇게 여러분야와 관계가 있는 점을 미루어 볼 때 공개매수가 상당히 중요한 분야라는 것을 실감하게 된다.

공개매수를 규제함에 있어서 대상회사의 경영진을 보호하는 방향으로 치우친다면 외자유치는 어려워질 것이므로 글로벌시대에 맞는 바람직한 현상은 아닐거라고 생각되며, 입찰자들을 보호하는 방향으로 치우친다면 우리나라 우수기업이 손쉽게 외국의 투자자들에게 경영권을 빼앗기는 현상이 발생할 수 있다. 그러므로 공개매수규정은 입찰자와 대상회사의 경영진과의 중간자적인 입장에서 공정한 경쟁을 할 수 있도록 도와주는 보호막으로서의 역할을 해주는 것이 중요하다고 생각된다.

주로 기업활동에 있어서 가장 중요한 핵심이 바로 경영난인데 잘못된 기업 경영이나 뜻하지 않는 요소로 인하여 경영난이 종종 일어나게 되는 현실을 자주 보게 된다. 그러한 경영난에 빠졌을 때 가장 효과적이고도 성공가능성이 높은 제도 중의 하나가 기업의 인수·합병이다. 이러한 기업을 인수하는 형태로는 合併, 營業讓渡, 公開買受, 委任狀勸誘로 크게 나누어 볼 수 있다. 기업인수는 최근 급격히 증가하고 있는 추세로, 크게 우호적 M&A와 적대적 M&A로 나눌 수 있다. IMF 이후 외국투자회사가 무수히 들어오면서 외국자본에 의하여 우리나라 기업이 영향을 많이 받고 있고, 앞으로도 그러한 추세는 더욱 증가할 것이라고 전망된다. 인수합병의 방법이 다양해짐에 따른 경영자의 대응도 다양해지고 있으며, 이에 따른 정부의 규제 또한 여러 가지가

나오고 있는 실정이다. M&A는 일반적으로 거래 형태에 따라 둘 이상의 회사가 법적으로 하나의 회사가 되는 합병(Merger)과 대상회사의 자산 또는 주식을 취득함으로써 지배권을 획득하는 買受(Acquisition)로 분류된다. 합병類型(株式型, stock modes)은 제정법상의 합병, 형식적으로는 매매 또는 교환에 해당하지만 실질적으로 합병의 효과를 가지는 경우에 사실상의 합병으로 인정되는 株式 대 株式型(stock for stock, stock swap), 株式 대 資産型(cash for stock)등으로 분류되고, 買受類型(現金型 cash modes)은 영업 또는 자산의 전부를 買受하는 現金 대 資産型, 대상회사의 주주로부터 주식을 매수하는 現金 대 株式型 등으로 분류된다.³⁾ 그리고 대상회사의 경영진의 태도에 따라 우호적(friendly) M&A와 적대적(hostile) M&A로 분류할 수 있다. 우호적 M&A는 대상회사의 경영진과 매수회사의 경영진과의 합의에 의하여 이루어지는 것을 말하며, 적대적 M&A는 대상회사의 경영진의 반대에도 불구하고 공개매수·주식매집·위임장경쟁 등을 통하여 지배권을 買受하는 것을 말한다.⁴⁾

이 중에서 적대적 매수는 대상회사의 경영진의 동의 없이 대상회사의 주식을 현재의 시가에 상당한 프리미엄을 주고 공개매수하거나 주식시장에서 매집함으로써 이루어진다. 대상회사의 경영진은 당연히 적대적 매수를 방어하려 하게 된다. 대상회사는 적대적 매수에 대항하기 위하여 가능한 모든 수단을 동원할 것이며 이로 인해서 어느 한쪽이 피해를 보게 되거나 양쪽 다 손해를 보게도 될 것이다. 이에 해당하는 대표적인 형태가 위임장 권유, 주식취득에 의한 매수로서 증권시장에서의 매수, 공개매수, 전환사채, 신주인수권부사채의 취득이 있다.⁵⁾

앞으로 기업지배권시장(market for corporate control)에서 경영권의 효과적

3) 임재연, “미국증권제도연구 및 한국증권거래법 비교해설”, 「증권규제법」, (박영사, 1995), 353면.

4) 정광선, “적대적 공개매수와 기업의 대응”, 「상장협연구보고서」, (한국상장회사협의회, 1995), 11-12면.

5) 박용열, “적대적 기업매수·합병(M&A)에 관한 연구”, 박사학위논문(조선대학교대학원, 1996), 11면.

인 취득수단으로서 공개매수(tender offer)가 활성화 될 것을 고려하면, 공개매수에 의한 증권거래에 위법하거나 부당한 행위가 게재될 가능성이 크고 이로 인한 많은 투자자들의 피해도 생길 것이라 예측된다.

우리나라에서는 지난 1993년 이후 비교적 단기간 내에 공개매수의 사례가 급증하여왔다. 그러나 이 중에는 공개매수의 절차가 종료하였음에도 불구하고 공개매수에 대한 대금지급이 불가능하여 투자자들이 불측의 손해를 받거나, 과도한 매수자금을 차입하여 공개매수를 실행하고 경영권을 취득한 회사가 경영파탄에 빠지거나, 또는 허위사실을 공시하여 증권감독기관으로부터 제재를 받은 예도 발생하였다.

공개매수에 관한 현행법령은 공개매수의 적용대상이 되는 범위를 어디까지 한정할 것이냐에 관한 문제와 공개매수의 적용대상이 되는 유가증권의 범위는 어디까지인가의 문제가 제기되고 있다. 또한 현재 25%강제공개매수 폐지 이후에 소수주주보호의 허점이 나타나고 있으며, 우리나라의 증권거래법 시행령에서는 공개매수가 면제되는 범위에 대해서 규정하고 있는데 이를 이용해서 공개매수를 회피하는 수단으로 활용될 수 있는 문제가 제기되고 있다. 그 밖에 공개매수가 강제되는 5%의 주식수를 계산함에 있어서 매수자 본인과 친족관계가 있는 특수관계인의 주식을 합산하고 있는데 여기에서 공동보유자의 범위나, 공개매수의 절차 및 방법에 있어서 문제점 그리고 경영자의 방어수단의 제한의 문제점 등이 제기되고 있다.

제2절 연구의 범위 및 방법

우리나라의 경우 IMF이후 企業引受에 대한 관심이 고조되고 있으며, 이에 따라 M&A라는 用語가 낯설지 않게 되었다. 1960년대 이후 대기업 위주의 산업정책으로 높은 經濟成長率을 지속하였다. 이에 대한 부작용으로 企業經

營의 非效率化 및 과다한 매수자금차입 등의 부작용의 産室이었다는 것도 부정할 수 없는 사실이다. 우리나라의 기업들은 1990년대 후반 외환유동성위기로 초래된 IMF외환 위기이후 구조조정에 의해 많은 난관을 극복하고 있는 것이 현실이다.

미국과 유럽 각국의 사례를 연구하고 본받아 경제난을 하루빨리 극복하고 이에 따른 여러 규정들을 정비해 나가야 할 것이다. 우리나라 역시 최근에는 기업간의 인수·합병의 중요성을 인식하게 되었으며, 그러한 인수·합병을 제도적으로 잘 규제하여 공평하고 합리적인 기업 활동을 하는데 노력해야 할 것이다.

본 논문에서는 제1장은 서론이며 제1절은 공개매수의 문제점과 연구목적을 제2절은 공개매수에 관한 연구범위를 기술하였으며 제2장에서는 미국과 영국, 그리고 중국의 공개매수의 규정들을 살펴보았다. 그 중에서 미국의 공개매수규정은 공개매수를 활성화하면서도 입찰자와 대상회사와의 공정한 경쟁을(중간자적 입장에서) 하도록 규제하면서도 그 속에서 대상회사의 주주들을 보호하기 위하여 여러규정들을 수정, 보완하였는데 그 규정이 바로 Williams Act규정인 것이다. 그리고 제3장에서는 우리나라의 공개매수의 의의와 공개매수의 절차 및 의무, 규제위반의 효과, 그리고 공개매수의 방어장치에 관한 규정들을 살펴보았다. 마지막으로 제4장에서는 우리나라 공개매수의 문제점과 개선방안을 연구해 보았다.

제2장 외국의 입법례

제1절 미국의 공개매수제도

1. 공개매수의 연방규제

연방유가증권법은 중요한 기업구조변화에 대하여 주주보호정책을 추가하여 주주가 정보상의 권리를 갖도록 법규정을 추가했다. 예를 들면 연방위임장규정(위임장을 얻어내기 위하여 기망적인 것들을 못하게 하는 규칙)들은 합병과 같은 기업결합에 공개를 의무화했다. 그 기업결합은 대상회사 주주들의 승인을 필요로 한다. 회사전망요약서의 공개규정은 대상회사주주들이 그들의 주식에 대한 대가로 유가증권을 교부 받는 형식의 공개매수(exchange tender offer)에 적용된다.

그러나 1968년에 연방유가증권규정은 현금으로 대상회사의 경영권을 장악할 수 있는 주식을 매수함으로써 인한 회사인수에도 적용하게 되었다(이는 공개시장에서 매수하든 공개시장밖에서 매수하든 상관없다).

1968년에 연방의회에서는 기업구조변화에 영향을 미치는 주식매수를 규제하기 위하여 1934년의 증권거래법(Securities Exchange Act, 이하 SEC라 칭함)의 수정안인 Williams Act규정을 통과시켰다.

가. 증권거래법 제12조

공개매수 대상회사의 증권들은 다음과 같이 증권거래법 제12조에 따라 등록되어진다.

첫째, 대상회사주식의 5% 이상을 주식매수시 공개를 의무화한다. 둘째, 대

상회사 주식에 대하여 공개매수하고자하는 어느 누구도 공개를 해야한다. 셋째, 공개매수의 여러 조항들을 규정한다.

The Williams Act의 입법의 역사는 다음과 같은 사실을 담고 있다. 의회는 입찰자들이나 경영진에게 어느 한편에게만 치우쳐 우호적인 혜택을 주고자 하는 것은 아니다. 오히려 명시된 제안은 대상회사의 주주들에게 인수합병 절차에 있어서 인수응찰을 평가하는 방법을 주고, 대상회사의 주주에게 평등한 참여를 확보해줌으로서 오히려 주주들을 보호하기 위한 것이다.

나. *Schedule 13D*⁶⁾ 공개

대상기업의 5% 이상을 소유한 사람이나 집단은 증권감독위원회(SEC)에 공개문서를 제출해야한다(Rule 제13d). 그러한 공개는 경영상의 가능한 변화에 대하여 주식시장에 알리는 역할을 하는 것이다.

Schedule 13D의 양식에 의하여 제출된 자료는 공개매수자의 이름과 배경, 매수시의 자금의 액수와 자금의 수입원, 공개매수자가 보유한 대상회사 주식의 양, 공개매수자가 대상회사주주들과 체결한 어떤 협약, 그리고 매수하고자 하는 목적과 대상회사에 관한 공개매수자의 의도를 공개해야 한다.

Schedule 13D는 대상회사 주식의 5%를 얻은 시점부터 10일내에 제출되어야 한다. 이는 대상회사가 공개매수대상이라는 것을 공표하기 전에 일반주식시장에서 공개매수자가 주식을 매수하는 것을 10일동안 금지하는 기간인 것이다.

다. 대상회사주주들

주주개인이 아니라 집단적으로 모여서 회사 주식의 5% 이상을 소유, 회사

6) 증권감독위원회에서 마련한 양식.

경영에 지배권을 미치기 위하여 함께 행동하기로 동의 한다면 그집단도 제13 조 d항에 의하여 정보공개요구에 응하여야 한다. 그러한 집단들이 더 많은 주식을 취득하지 않더라도 일단 그들의 합의는 정보공개 의무가 있는 것이다(Rule 13d-5(b)(1)).⁷⁾

2. 연방공개매수규정

일반공개시장에서 주식매수로 인해 경영권을 취득하는 것은 문제가 있다. 주주들은 경영권을 획득할 목적인 공개매수자에게는 일반유가증권시장에서는 주식을 거의 팔지 않을 것이다. 왜냐하면 주주들은 입찰자들로 인해 자신의 회사의 경영권이 불안한 것을 두려워하기 때문이다.

공개매수는 공개매수자에게 있어서 프리미엄을 주고 특정한 기간동안에 특정한 양의 주식을 살 기회를 크게 증가시킨다. 왜냐하면 주주들은 시가보다 높은 가격에 주식을 매도할 수 있기 때문이다. 대상회사주식의 5% 이상을 보유하고 있는 공개매수자는 매수시 공개요건과 실질적 규정에 따라야 한다 (Rule14d).

연방공개매수규정이 주주들에게 공개매수에 대하여 평가할 수 있는 적절한 시간과 제안에 관한 충분한 정보를 가지도록 보장할 것을 규제함으로써 주주들이 주식을 매도할 때 불공평하게 압력을 받지 않도록 하고 있다.

가. 공개매수에 관한 실제적 공개조건들

공개매수자는 매수를 시작할 시점에 그들의 정보를 Schedule 13D에 따른 충분한 정보를 기입해야 하는데 그것은 다음과 같다.

7) CAF Corp. v. Milstein, 453 F. 2d 709 (2d Cir. 1971).

첫째, 공개매수에 관한 정보, 둘째, 공개매수자와 대상회사 사이에 있었던 과거 협상들, 셋째, 공개매수자의 경제적 상태, 넷째, 공개매수에서 적용될 수 있는 어떤 구체적 요건들, 다섯째, 그밖의 다른 중요한 정보이다.

대상회사는 입찰자의 공개매수자료를 주주들에게 배분함에 있어서 협력해야 한다⁸⁾(Rule 14d-5).

1999년 SEC에 의해 발표된 새로운 규칙들에 따르면 매수자가 공개문서(Schedule TO)를 제출하거나 정보공개 시작과 함께 증권 대 증권의 교환공개매수에서 발행될 증권들에 대한 등록설명서를 제출해야 한다. 등록설명서(registration statement)는 자세한 공개, 즉 회사에 대한 주식의 새로운 발행방식에 의한 공개매수에 있어서 그 조건이나 조항들의 자세한 공개를 말한다.⁹⁾ 이러한 법규정은 증권과 증권과의 교환에 대한 SEC의 신속한 심사를 요구하는 규정이다.

동 규칙은 주식과 주식간에 교환공개매수(exchange tender offers) 그리고 현금을 주고 주식을 공개하는 현금공개매수(cash tender offers)가 있을시 입찰자와 대상회사의 공정한 경쟁을 유도한다. 이러한 새로운 규정들이 생기기 전에는 교환공개매수에 의하여 발행된 증권들은 그 교환이 시작되기 전에 SEC에 등록 되어져야만 한다. 그러나 현금으로 주식을 매수하는 공개매수에는 그러한 지연이나 불확실성이 없었다.

정보공개를 요구하는 이외에도 Williams Act규정은 제3자의 공개매수방법을 규정하고 있다. SEC규칙들은 아래와 같은 특정한 최소한의 기준들을 제시한다.

첫째, 공개매수는 최소한 20일동안에는 대기하고 있어야 한다(Rule 14e-1). 제공된 가격이나 신청된 주식의 퍼센티지에 있어서 어떤 변화가 있다면 그 공개매수기간은 변화로부터 10일동안은 추가적으로 연장되어야 한다. 주주들

8) 매수자의 비용으로 주주들에게 자료를 메일로 보내든지 매수자에게 현 주주들의 목록을 제공하는 등 협력해야 한다.

9) Securities Act Release (증권법에 따른 공표자료) No. 7760 (10.22. 1999).

은 공개매수기간에 언제라도 주식매도신청을 철회할 수 있다.¹⁰⁾

둘째, 공개매수는 보통주는 보통주끼리 우선주는 우선주끼리 등과 같이 같은 종류의 모든 주주들에게 평등하게 기회를 줘야한다. 어떤 주주들도 공개매수로부터 제외되어서는 안된다(Rule 14d-10(a)(1)).

셋째, 모든 주주에게 지불되는 것은 최상의 가격으로 지불 되어져야만 한다(Rule 14d-1(a)(2)). 입찰자가 조건을 제시한다면(즉 어떤 사람에게는 현금을 주고 주식을 매수하고 어떤 사람에게는 유가증권을 주고 주식을 매수하는 것 등), 각 주주는 제시된 조건들을 선택할 수 있다(Rule 14d-10(c)(1)).

넷째, 공개매수자가 모든 주식의 일부분을 매수하고자 했을 때(partial tender offer) 그리고 주주들이 매수자가 매수하고자 하는 주식수 이상을 제시하고 있을 때 공개매수자는 제시된 주식들을 효율적으로 매수해야 한다(Rule 14d-6). 예를들어 매수자가 대상주식의 50%를 매수하려 하고, 75%의 주식이 공개매수자에게 제시 되었다고 가정해 보았을때 그 매수자는 각 주주들로부터 제시된 주식의 2/3(50/75)을 일정비율로 매수해야 한다(단, 단주는 제외한다). 그 후에는 매수되지 않은 주식을 반환해야 한다(Rule 14d-8). 공개매수자는 공개매수기간 동안에는 공개매수 이외의 곳에서 주식을 매수해서는 안된다(Rule 10b-13).

대상회사의 주주들이 그 공개매수에 대해서 현명한 판단을 하기 위해서는 대상회사의 경영진은 공개매수가 시작된 때로부터 10일내 공개매수에 대응하는 설명문을 만들어야 한다(Rule 14e-2). 경영진의 설명문(Schedule 14d-9)은 공개매수를 반대할 수도 있고 찬성할 수도 있으며 중립적 입장을 취할 수 있다. 또한 어떠한 입장도 취하지 않을 수 있다. 그것의 대응이 어떤 것이든지간에 경영진은 그러한 입장을 취하는데 있어서 이유를 명시해야한다.

공개매수를 판단하는데 있어서 8가지 기준은 다음과 같다.

①대상회사주주들의 적극적이고 광범위한 매수청약, ②발행회사 주식의 상당한 정도의 퍼센티지의 매도권유, ③현재의 시장가격보다도 프리미엄을 주

10) 우리나라에서 공개매수자의 철회권을 제한한 것과는 상당히 대조적이다.

고 이루어지는 제안인지 여부(현재의 시장가격과 같거나 더 떨어지는 가격은 공개매수가 아니다), ④그 공개매수의 조건들이 협상에 의한 것보다도 미리 정해진 것인지의 여부(그때마다 협상에 의해서 정해진 것은 공개매수가 아니다), ⑤그 공개매수가 특정한 수의 주식의 조건이 제시된 것인지의 여부, ⑥그 공개매수기간이 일정한 기간동안 정해져 있는지 여부, ⑦청약을 받은 주주들이 그 주식을 매도하여야 한다는 압력을 느끼는지 여부, ⑧매수프로그램의 공개적인 설명이 존재하는지 여부¹¹⁾.

나. 발행회사공개매수신청과 기망행위에 관한규제

주식을 발행하는 회사들은 자신들의 주식을 재매수하여 적대적 공개매수에 대항하기 위하여 우호적 주주들의 주식비율을 높여준다. 또한 공개대상회사는 채권을 발행하고 자기 주식을 재매수하는 경우 새로운 부채를 짊어지기도 한다. 그리고 이 양자의 효과를 동시에 얻게 되기도 한다.

Williams Act는 SEC로 하여금 공개대상회사에 대하여 공개매수를 규정하는 규칙들을 공표할 권한을 주고 있다. 이 Issuer Self-tender(발행회사 공개매수신청)는 일반적으로 SEC규칙들은 제3자가 공개매수 하는 것과 많은 부분이 비슷하게 Self-tenders를 규제하고 있다(Rule 13e-4). Self-tenders규정은 두 가지 중요한 점에서 제3자공개매수(third-party regulation) 규정과 다를 뿐이다.

발행회사는 공개매수 이외에서도 주식을 매수할 수 있다. 즉 보통 유가증권시장에서도 매수가 가능하다(open-market purchases). 이는 계속적으로 잘 운영해 가고 있는 기업재매수프로그램이든 또는 방어전략이든 간에 제3자공개매수금지규정에 제한받지 않는다. SEC규칙들은 대상회사에게 공개매수기간동안에 오직 정보공개만을 요구한다. 여기서의 공개는 거래할때 주식교환인지 아

11) SEC자료에 포함된 것은 아니고 시간의 흐름에 따라서 그리고 판례에 의하여 논의된 것이다.

다면 채권교환인지, 재매수하는 목적은 무엇인지, 자금의 근원은 어디인지 등 (Rule 13e-1)을 의미한다.

Self-tender가 종료된 후 10일 동안 그 발행회사는 어떠한 매수도 할 수 없다(Rule 13e-4(f)(6)). 이것은 발행회사가 공개매수를 시작하고 그것을 철회하여 주가가 떨어짐으로서 침체된 주식시장에서 주식을 매수하는 것을 규제하기 위한 것이다.

Williams Act는 또한 광범위한 사기방지규정을 두고 있다. 제14조 e항은 기망적, 사기적, 조작적 행동 등 어떠한 거짓의 설명이나 잘못 보도된 설명을 금지한다. 이와 같은 규정은 공개매수에 찬성하든 반대하든 상관 없이 규제되어진다. 이는 Rule 10b-5의 제14조 e항규정에 따라서 만들어진 것이지만 Rule 10b-5에서는 “매수 또는 매도”라는 용어는 사용하고 있지 않다. 주식을 매도청약하지 않은 주주나 주식을 매수하지 않은 투자자 등 주식거래에 참여하지 않은 사람일지라도 14조 e항에 의해 보호 받을 수 있다.¹²⁾

한편 증권감독위원회는 제14조 e항을 사용하여 공개매수에 관련된 내부정보를 가지고 있는 사람에 대한 거래를 금지했다(Rule 14e-3). 그 규정은 공개매수 기간동안에 중요하고도 공개되지 않은 정보를 알고 있는 사람에 대한 거래를 금지하는 것이다. 정보는 매수자가 공개대상회사로부터 얻어질 정보를 의미한다. 이 Williams Act Rule 14e-3은 Rule 10b-5과는 달리 정보제공자가 스스로의 개인적인 이득을 위하여 충실의무를 위반했다는 것을 입증할 필요가 없다.

인수인계 동안 주식거래에 관련한 공지는 SEC(Rule 10b-5)의 광범위한 사기방지조항이 적용된다. 인수에 있어서 Rule 10b-5는 두가지의 중요한 효과를 갖는다. 첫째, 인수협상에 있어서 인수하고자 하는자의 공개를 규정한다. 매수권유를 받지 않은 인수자가 사적으로 흡수합병을 제안하는 경우 또는 돈을 직접내고 주식을 매수하는 경영진이나 백기사(제3의 인물을 내세워서 자기가 몰래 주식을 간접적으로 매수하는 방식)가 대상회사와의 협상과정에 있

12) Schreiber v. Burlington Northern, Inc., 472 U.S.1(1985).

어서 Rule 10b-5는 중요한 효과를 갖는다. 둘째, 인수협상의 계획과 관련된 정보인 중요하고도 공개되지 않은 비밀의 정보를 기초로 하여 내부자거래를 규제한다. 그것은 공개매수와 관련이 있는 정보이건 없는 정보이건 상관이 없다.

다. 비전형적인 공개매수

전형적인 공개매수는 이해하기가 편하다. 그러나 매수자가 공개적으로 특정한 기간동안에 프리미엄을 주고 특정한 수의 주식을 특정한 8가지 조건에 따라 매수하겠다는 제안을 발표한다면 매수계획들은 공개매수로서 제안된 것이 아니지만 Williams Act의 규정을 받을 수밖에 없는 고도의 압박을 갖는 전략을 사용했을 때, 이러한 공개매수도 전형적인 공개매수는 아니지만 비전형적인 공개매수라고 할 수 있는가에 대하여 검토할 필요가 있다. 일부 주주들에게 매수마감기한을 선언한 매수인이나 어느 일정한 수의 주식을 획득하기 위해서 일반유가증권시장에서 매수계획을 공개적으로 선언한 매수인에 대한 이러한 매수계획들이 공개매수라면 불법이다. 이와 같은 매수는 SEC공개매수 규정에 부합하지 않는다. 왜냐하면 이같은 공개매수는 최소한 20일의 대기기간을 두어야 한다는 규정도 없고 모든 주주에게 평등하게 공개매수하여야 한다는 규정도 지키지 않았기 때문이다.

몇몇 법원들은 공개매수는 매수권유를 받은 주주들이 정보가 없거나 그들이 규제받지 않은 공개매수의 압력과 유사한 강압적인 압력을 받을 때 공개매수가 이루어졌다고 판결했다.¹³⁾ 매수자가 공개매수를 종료시킨 바로 그날 매수자는 다섯번의 사적인 일련의 거래와 한번의 공개매수로 인하여 25%를 매수하였다. 이에 아마도 확실하진 않지만 제2항소법원은 기관투자자들로부터 협상된 매수와 중개인들로부터 협상된 매수를 염두해 두면서 다음과 같이 판

13) Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47 (2d cir 1985).

시켰다. 「그러한 매수들은 공개매수에 따른 것이 아니다. 그 이유는 다음과 같다. 그 매도인들은 공개적으로 매수권유를 받지 않았으며, 매도인들은 대상 회사에 관한 중요한 사실을 알고 있는 증권전문가들이었다. 또한 매도인들은 매수자가 보통의 유가증권시장에서 시간적인 제한이나 퍼센티지를 공개매수의 조건화함이 없이 유가증권시장에서 매수하였기 때문에 공개매수가 아니다」고 판시했다. 그러나 이에 반해서 다른 법원들과 SEC는 8가지 기준을 만들어 냈다. 그것은 전형적인 공개매수의 규정들을 설명하는 기준이 된다. 「이 사안에서는 대상회사의 주주들에 대한 제안이 적극적이고 포괄적이며 대상회사 주식의 상당한 퍼센티지 즉, 시장가격보다도 프리미엄을 준 가격이 정해져 있고 그 가격이 협상의 대상이 되며, 공개매수될 주식의 수가 고정되어 조건화 되어 있으므로 이런 조건들이 있으면 공개매수가 이루어지는 것이다」라고 판시했다. 결과적으로 청약을 받은 자는 그들이 주식을 매도하여야 될 압력을 느끼게 되고 따라서 신속하고도 많은 주식의 축적이 있게 되는데,¹⁴⁾ 법원은 이러한 유가증권시장에서의 매수를 공개매수규정에 부속시키는 것을 꺼려해 왔다. 즉, 매수자가 매수계획을 공개적으로 선언하고 또는 일반적인 매수권유를 할 때만 유가증권시장에서의 매수를 공개매수로 보았다. 그러나 이러한 방식을 취하지 않고 매수자는 증권중개인들이 공개매수로 주식을 매수하기 시작한 후에 다시 이 중개인들로부터 주식을 매수하는 전략도 사용될 수 있다고 판시했다.

또한 Street sweep(월가에서 주식을 휩쓸어 매수 하는 것)전략도 효과적인 경영권지배주식(Control block)을 매수하는데 이용될 수 있다.¹⁵⁾ 1987년에 SEC는 공개매수가 이루어진 후에 대상회사 주식의 10% 이상 공개매수가 이루어진 후에 유가증권시장에서 10% 이상을 더 매수하는 행위를 금지하는 등 규제에 따르지 않은 매수를 금지하는 제안을 했다. 그러나 각 주에서 반매수 합병법령들이 한 사람의 매수인은 일반유가증권시장에서 주식을 휩쓸어 매수

14) SEC v. Cater Hawley Hale stores, Inc., 760 F.2d 945 (9th cir 1985).

15) 하룻밤 사이에 30~40%의 주식을 매수할 수 있다.

하는 방식으로 주식을 매수하는 것을 불가능하게 만들었기 때문에 그러한 규정들은 연방적인 차원에서 규정할 필요가 없게 되었다.

3. *Williams Act* 시행과 그 효과

증권거래법 제21조는 명백하게 SEC가 연방법원에서 *Williams Act*를 강제할 권한을 주고 있지만 동 규정 어느 부분에도 명시적으로 매수자나 경영진이 *Williams Act*를 위반하였다는 것으로 소송문제를 규정하고 있지 않다. 그럼에도 불구하고 하급심 법원들은 묵시적인 해석으로 소송문제를 추론해 냈다. *Williams Act* 규정을 해석함에 매수자들과 경영진이 당사자 적격이 있는지, 그리고 어떠한 구제수단이 적절한지에 대한 검토가 필요하다.

가. 대상회사의 주주들을 대리할 수 있는 적격

*Williams Act*는 「대상회사의 주주들은 *Williams Act*의 위반을 문제 삼을 수 있는 적격을 갖는다.」라고 판시했다. *Williams Act* 제14조 e항은 ‘매도 또는 매수’라는 용어는 언급하지 않고 있고, 매도하지 않은 주주가 매수하지 않은 투자자들에게도 그러한 적격은 있다고 판시했다. 다만 그들이 중요성, 신뢰성, 인과관계, 손해액 등의 요소들을 입증해야 하는 일반적인 요건들이 필요하지만 매도하는 주주들이나 매수하는 투자자들만이 당사자 적격을 가지고 있다고 할 수 없다. 두 당사자(매수자와 대상회사)의 대리적격의 문제에 관하여 논란이 있는데, 그 이유는 그들의 이해관계가 자주 상충되기 때문이다. 그러나 법원들은 매수자와 대상회사들에게 주주들의 이익을 대변하는 정도로는 공통적으로 적격을 인정했다.

나. 구제방법

하급심법원들은 연방법원들의 공식견해를 입증하면서 Williams Act 위반으로 피해를 받은 주주들에게 합의가 이루어지면 얻어질 수 있는 결과에 따라 손해배상을 인정했다.¹⁶⁾ 그러나 연방대법원은 「공개매수에 실패한 입찰자는 Williams Act 14조 e항에 따라서 손해배상청구에 대한 소송을 제기할 수 없다」라고 판시했다. 여기에서 손해란 입찰자의 공개매수에 대항하여 대상회사의 기망적인 설명으로부터 발생되어진 손해를 의미한다.¹⁷⁾

연방대법원은 대상회사는 보진처분적 규정에 관해서 회복할 수 없는 손해에 대한 입증이 이루어진다면 입찰자에게 자치권을 빼앗을 수 있다. 즉 입찰자에게 인수절차를 계속해서 못하도록 할 수 있는 금지명령을 신청할 수 있다.¹⁸⁾

몇몇 하급법원들은 입찰자들에게 인수절차를 빼앗는 금지명령이나 주주들이 그들의 주식을 처분하도록 강요한 이행명령을 신청할 수 있는 자격을 부정했다. 그러나 대부분 하급법원들은 입찰자들과 대상회사들이 부담이 적은 구제를 신청하는 것은 허용했다. 부담이 적은 구제란 공개정보의 수정이나 그 절차의 속행을 중지하는 것 등을 말한다.

공개매수기간동안 경영진은 Williams Act의 중립적 원칙에 규제받지 않는 방어의 실제적 조항을 만들어 낼 수 있다.

다. 사례

이해를 돕기 위하여 다음과 같은 사례를 살펴보기로 한다.¹⁹⁾

16) Osofsky v. Zipf, 645. F.2d 107 (2d Cir. 1981).

17) Piper v. Chris-Craft Industries, Inc. 430 U.S.1 (1977).

18) Rondeau v. Mosinee Paper Corp., 422 U.S. 49 (1975).

19) Alan R. Palmiter, "corporations", 『Examples and Explanations』, Fourth Edition, ASPEN (1999) pp.630.

Rader Parter는 일종의 투자회사로 주로 차입금에 의해 다른회사를 매수하는 일을 한다. 그 회사의 지배주주인 Ernest Krass는 대상회사를 발견했다. 그 대상회사는 Bullseye라는 유명한 소비자제품 제조회사로 주식 가격이 40~45달러를 맴도는 회사이다. Bullseye는 보통주만을 가지고 있다.

이 사례에서 Rader사는 Bullseye사주식을 NYSE(New York 증권거래소)에 수많은 중개인들을 통해서 자신의 정체성이나 자기의 의도를 밝히지 않고 매수하고 있다. 만약 Bullseye 주주들이 Raider회사의 계획을 알았으며 Krass는 Bullseye 주주들이 아마도 현재의 시장가격으로 매도하지 않을 것이라고 생각하고 있다. 이런 사안에서는 Raider사는 이 매수를 공개할 의무는 없다. Raider사의 주주들의 주식 보유가 Bullseye의 보통주의 5%를 넘지 않는 한 이 매수를 공개하지 않아도 된다. Williams Act는 일반적인 유가증권시장에서 주식매수 공개를 요구한다(SEA Rule 13-d). 더 나아가 Rule 10b-5에서는 어떤 공개도 요구하지 않는다. 왜냐하면 Raider사는 Bullseye사나 Bullseye 주주들에게 신뢰의무나 충실의무가 없기 때문이다. 그리고 Raider사가 스스로 그러한 매수계획을 추진했기 때문에 어떠한 공개도 요구되지 않는다(Rule23.3.1).

Krass는 Bullseye사 주식을 4.9%까지 매수한 후에 65달러에 인수를 위하여 하나의 시험을 해보기로 한다. Krass는 FPI라는 투자자문회사에게 문의한다. Krass가 Bullseye사의 주식을 65달러에 공개매수하고자 하는데 FPI사가 대상회사의 주식을 매도할 의향이 있는지 없는지를 문의한다. FPI사의 증권중개부서는 Bullseye사의 움직임에 대해서 많은 관심을 가지고 있으며, 이미 Bullseye사의 주식 20%를 가지고 있다. FPI사가 “65달러는 받아들일 수 있다. 그리고 매도할 것이다.”라고 한다면 Raider사는 이 계약을 공개해야 한다.

Raider사와 FPI사가 제13조 d항의 목적으로 집단의 구성원으로 연결되어 있다면 그들의 주식보유가 제13조 d항에 의하여 합산되어야 한다. 비록 그들이 추가적인 주식매수를 하지 않더라도 그들의 구성원이 일정한 주식보유를 형성하므로 하나의 집단으로 보아야 한다. 만약에 Raider사와 FPI사가 Bullseye사에게 지배권을 행사할 목적으로 Bullseye사 주식을 보유하고 획득하고 처분

하는 행위를 같이 의논했다면 제13조 d항은 그들의 동일성과 보유주식 현황 그리고 목적을 서로 합의 후 10일 내에 그러한 내용을 공개하도록 요구하고 있다. FPI사가 자신의 2%의 주식을 65달러의 공개매수로 매도하겠다는 것은 결과적으로 Krass가 Bullseye사의 6.9%의 주식을 보유하려는 의도임을 알 수 있다. 그 6.9%는 제한된 5%를 이미 넘었고 Williams Act는 Bullseye사 주주들에게 인수의 가능성에 관한 정보를 얻도록 권한을 부여하고 있다. 그러므로 이 문제는 FPI사와 Krass의 합의가 얼마나 확고한지에 따라 달려있다고 본다. 이 합의가 약한 것이면 공개의무를 부과할 수 없고 이 합의가 강한 것이면 공개의무를 부과할 수 있는 것이다. Raider사는 Bullseye사의 11%를 매수하여 Schedule 13D의 양식에 따라 Bullseye사 주식을 공개매수하겠다고 공표한다. 그로부터 얼마후 Bullseye사 주식의 가격은 40~45달러에서 65달러로 상승했다. 증권중개인들은 Bullseye사 주식의 대부분을 보유하기 위하여 매수하기 시작했다. Krass는 자신이 보유하고 있는 Bullseye사의 주식 50% 이상을 매수하려고 계획한다. 여기서 그의 계획은 다음과 같다.

FPI사는 대리인들로 하여금 30~40명의 중개인들에게 전화를 걸도록 할 것이고, 또 기관투자자들에게 그들의 주식을 매도할 의향이 있는지를 묻기 위하여 직원들에게 전화를 걸게 만든다. 직원들은 본인이 누구인지를 밝히지 않고 금요일 오후 2시(토요일과 일요일은 휴일이다)에 대상회사의 투자자들에게 연락하여 Bullseye사 주식을 매도할 의향이 있는지를 묻는다. 이 직원들은 각 투자자들에게 주당 60달러로 매도할 것을 권유하고 답은 금요일 오후 5시(증권거래소 마감후의 시간)까지 결정하도록 요구한다면 이같은 전략으로 주식을 매수하는 것은 합법적이지 않다.

이것이 공개매수라면 매수계획은 여러개의 공개매수규정을 위반한 것이 된다. 즉, 공개문서의 제출과 배분, 최소한 20일간의 대기기간, 대상회사의 주주들이 제시한 주식에 대한 주주들의 철회권, 그리고 모든 주주들에 대한 동등한 대우 등이 모든 요소들을 위반한 것으로 비전형적인 공개매수라고 볼 수 있다. 이러한 전략은 제14조 d항의 규정의 적용을 받게될 불공평한 가격을

야기한다고 보여 진다. 투자자들과 매수권유를 받은 사람들로 하여금 빨리 매도할 것을 강요하는 결과가 되기 때문이다. 2시부터 5시까지라는 기간을 뒀으므로 매수에 관한 정확한 정보도 없이, 그리고 누가 매수하고자 하는지도 공개하지 않고 오로지 빨리 매도하기만을 요구하는 것이다. 매도권유자들은 투자자 겸 매수권유를 받은 사람들로 하여금 빨리 매도하지 않으면 어떤 손해를 보게 될 것이라고 강요한다. 따라서 매수권유를 받은 사람들은 그 입찰자에 대해서 평가할 수 있는 20일간의 기간을 갖지 못할 것이다. 그리고 대상회사의 경영진의 반응도 살펴보지 못할 것이다.²⁰⁾ 그러나 경험과 지식이 있는 전문적인 투자가가 실제로 그러한 강요를 받았다 하더라도 그들은 Bullseye사를 가치평가했을 것이고 Raider사가 비록 상당한 주식을 전문적 투자자들로부터 매수하더라도 그 가격은 고가로 매수되어질 것이므로 이러한 사안에서는 매도에 있어서 어떠한 압력을 받았다고 할 수 없다.

위 사례에 공개매수기준을 적용해 보면 다음과 같은 결론이 나온다. 첫째, 여기서는 어떠한 공개적인 매수권유가 없었다. 둘째, 주가에 대해서 어떠한 프리미엄도 없었다. 셋째, 그 제안은 특정한 양을 조건으로 하지 않았다. 넷째, 경험과 지식있는 전문적인 투자가가 주주이므로 매수권유를 받을 당시에 어떠한 압력을 받았다고 볼 수 없다. 따라서 이 사안은 Raider사에 의하여 매수권유를 받은 경험과 지식 있는 투자자들은 공개매수의 보호를 받아야 하는가에 대해서 공개매수의 전형적인 주주보호정책이 모든 주주들에게 적용되어야 하는지는 약간의 논란이 있고 이 부분에 대해서는 좀 더 많은 연구가 필요하다고 생각된다.

Krass는 일반 유가증권시장에서 주식을 휩쓸어 매수하는 것(market sweep)을 반대하고 대신에 공개매수를 고려하고 있다면 이 공개매수제안에 대해서 초안을 작성하고 그리고 어떠한 문제들이 있을지 생각해 보면서 Raider사가 Bullseye사 주식의 75%를 매수하고, 그것의 총 보유가 86%가 되도록 하기 위해서 주식을 더 매수할 수는 있다. 부분적공개매수는 공개매수규정에 의할

20) Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp.783 (S.D.N.Y. 1979).

때 언제든지 가능하다. 모든 주주들에 관한 규정은 공개매수가 모든 주주들에게 평등한 조건을 부여한다는 것을 의미한다(Rule 14d-8). 만약 매도하고자 하는 주식수가 매수하고자 하는 주식수보다 많다면 입찰자가 매수하고자 하는 주식수와 매도하고자 하는 주식수에 대한 비율로 입찰자가 주식을 매수하게 된다(pro rata rules).

먼저 주식을 매도하겠다고 내놓은 주식은 먼저 매수할 수 있다고 규정한다면 문제가 있다. “pro rata rules”은 공개매수자가 원하는 매수액 이상을 주주들이 매도하고자 제시되었을 때 어떻게 주식이 매수되어야 하는지를 정하고 있다. 먼저 온 주주한테 먼저 주식을 매수하는 것은 주주들로 하여금 잘 생각해보지도 않고 성급한 판단을 내리게 할 수가 있다. SEC에 의하면 주주들이 주식을 제시할 수 있는 대기기간(open-period)에는 철회권을 사용할 수 있는데 비록 이 철회권이 먼저 온 사람에게 먼저 주식을 매수하는 공개매수의 문제점을 완치해 주기는 하지만 그럼에도 불구하고 이 법령은 비율에 따른 공평한 매수를 강제하고 있다(Rule 14d-8).

만약 대상회사의 주주들이 자신의 주식을 매도하는 대가로 주주들의 선택에 따라서 현금65달러가 될 수도 있고 또는 Bullseye사의 하위어음인 70달러가 될 수 있다고 생각해볼때, 매수자는 주식에 대하여 선택적 대가를 제안할 수 있다. 그리고 공개매수규정에 위반되지 않는 방식으로 공개매수를 조건화할 수 있다(Rule 14d-10). 이러한 조건으로 매수하는 방식은 주주들의 성급한 결정에 따른 문제를 야기하지 않는다. 만약 제시된 주식의 주가가 너무 비싸면 Raider사는 제시된 주식을 매수할 필요가 없다.

매수인의 매수권유기간이 20일로 정해져 있고, 매도하고자 하는 주주들이 자신들의 주식을 매수권유 후 7일내에만 철회할 수 있다고 규정한다면 이러한 규정은 불법이다. 철회기간은 매수신청기간과 같아야 하므로 매수권유기간이 20일이라면 철회기간도 20일이어야 한다. 기망적이고 사기적이며 조작적인 공개매수를 방지하기 위하여 SEC는 공개매수신청기간은 매수신청기간과 같아야 한다고 규정한다(Rule 14e-1). 그러나 보통의 경우에 있어서 주주

들이 제시한 주식을 처음 7일 동안에만 철회할 수 있다고 어떠한 법령이 예정하고 있을지라도 SEC 규정들은 매수신청기간인 모든 기간에 철회가 가능하도록 철회권을 확장하고 있으므로 그러한 법령은 효력이 없다.

Raider사는 주식을 공개매수한 후 남아있는 주식을 재매수할 때 “Bullseye사의 하위어음인 65달러로 매수할 것이다.”라고 발표한다고 가정해보면 공개매수에서 제시한 70달러보다 5달러가 적은 것이다. 이와 같은 사안에서 비록 이러한 2단계입찰은 억압적이며 주주들에게 매도하도록 강요한 느낌이 약간은 있으나 Willims Act는 모든 주식들이 공개매수에 따라서 매수되어야 한다고 요구하지는 않는다. 아무리 좋은 조건의 공개매수라도 자기만의 고집이나 즉각적인 판단의 부족, 경영진에 대한 신뢰 또는 충분한 정보가 없기 때문에 주식을 매도하지 못하는 몇몇 주주들도 있을 것이다. 그렇기 때문에 Raider사가 Bullseye사에 대한 지배권을 얻은 후 다시 대상회사에 대하여 완전한 소유권을 얻기 위하여 경영권취득 후 남아 있는 주식을 다시 매수하는 경우도 있을 수 있다(in a back-end merger). 그리고 부분적공개매수 후 매수하고 남아있는 주식들뿐만 아니라 매도하지 않고 남아있는 주식은 Raider사가 돈을 얼마를 지급하든지 회사주주들은 반강제적으로 자신들의 주식을 매도하게 된다. 그러나 미국의 각 주의 법률은 회사에 대한 엄격한 충실의무는 회사인수 후의 지배주주에게 적용된다. Raider사는 입찰자가 Bullseye사의 지배권을 획득하기 위하여 Bullseye사의 전망과 사업 운영을 연구해 볼 것이고 그러한 조사 후에 전망 좋은 사업계획을 실행할 것이라고 발표하면서 주식을 매도할 것을 권유한다. 공개매수 규정은 입찰자의 완벽한 계획을 공개하는 것을 요구하지는 않는데, 최근 판례들은 입찰자가 공개매수를 시작했을 때 ‘은행에서 돈을 다 지급하기로 했다’는 제정상의 상태까지 공개할 필요는 없다고 판시했다.

Raider사는 공개매수기간동안 또는 기간 후에 언제든지 일반 유가증권시장에서 시장가격으로 주식을 매수할 수는 없다. 공개매수 할 입찰자들은 공개매수기간동안에 대상회사주식을 어디서든 매수할 수 없다(Rule 13d-10). 이

것은 입찰자가 터무니 없이 낮은 가격으로 공개매수 하고자 하는 것을 막기 위한 것이다. 낮은 가격으로 공개매수를 공표하면 인위적으로 시장가격을 낮출 수 있으며, 그 다음 조작된 가격으로 주식을 매수하게 된다. 이와 같은 경우를 방지하기 위하여 입찰자들은 공개매수가 끝날 때까지 일반시장에서는 주식매수를 할 수는 없다. 만약 시장에서 매수할 수 있는 가능성이 공개되어지고 공개매수가 철회되면 그 후의 주식매수는 언제 어디서나 가능하다.²¹⁾ 그리고 발행회사는 공개매수개시(Self-Tender)후에 10일동안 주식을 매수할 수 없다. 이와 달리 제3자인 입찰자는 공개매수가 개시되면 그러한 주식매수의 가능성을 주주들에게 공개하고 10일간의 대기기간은 부과하지 않는다.

Raider사는 공개매수에 대항하여 Bullseye사의 이사회가 포이슨필(Poison pill)을 발행하거나 또는 Raider사가 공개매수를 위하여 자금을 융통할 수 있는 junk bond(배당률은 높으나 위험부담이 큰 채권)를 매도하겠다고²²⁾는 투자회사로부터의 만족스러운 약속을 체결한 경우에만 대상회사의 주식을 공개매수한다는 조건부공개매수는 가능하다. 공개매수는 다른 계약상의 제안과 마찬가지로 특정한 사건의 발생을 조건으로 한 주식매수를 제안할 수 있다. 예를 들면, Raider사가 재정상으로 주식을 매수할 수 없을 때 Raider사가 거짓의 제안을 하지 않는 한 Raider사는 주식을 매수하는데 있어서 어떠한 조건을 제시할 수 있는데, 이는 연방공개매수규정에 따라야 한다.²³⁾ 입찰자가 발생할 가능성도 없는 내용을 전제조건으로 내세우지 않는다면 계약법상 입찰자는 자신의 묵시적인 신의칙의무를 위반한 것은 아니다.

Raider사는 Bullseye사의 주식 40%를 얻기 위해서 주당 65달러의 공개매수를 제안한다고 했을 때 Bullseye사 경영진이 ‘그 가격은 너무 낮고 Raider사는 Bullseye사에게 Bullseye사 주식을 프리미엄을 받고 매도할 것을 계획하

21) Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774F. 2D 47(2d Cir,1985).

22) 배당률은 높으나 위험부담이 큰 채권으로서 Raider사 자신을 담보로 발행하고 투자회사가 이 채권을 매도해 줌으로서 Raider회사가 자금을 확보하게 된다. 그리고 여기서 투자회사는 junk bond에 대해서 보증을 서게 된다.

23) Gilbert v. El Paso Co., 575 F.2d 1131(Del. 1990).

고 있다’는 사실을 안다고 가정할때(green mail²⁴), 이에 대한 방어전략으로 Bullseye사의 경영진은 회사가 채무를 지고 주당 75달러의 현금으로 50%의 주식을 재매수하는 계획을 채택한 후 Raider사의 green mail 계획을 좌절시키기 위하여 Bullseye사 자신의 주식을 공개매수하고 Raider사가 공개매수에 응하는 것은 배제 시킨다.

이에대해 Raider사는 Bullseye사가 연방공개매수규정위반을 이유로 Bullseye사가 자기회사주식을 공개매수하는 것을 중지하라고 주장할 수 있다. 왜냐하면 다른 일부주주들을 배제시킨 공개매수는 연방공개매수규정을 위반한 것이기 때문이다. Bullseye사가 Raider사를 공개매수 참여로부터 배제시킨 것은 주주평등규정을 위반한 것이 된다. 발행회사의 공개매수를 포함한 공개매수는 모든 주주들에게 평등해야 한다(Rule 14d-10(a)(1), 13e-4(f)(8)(i)). SEC는 두 가지 이유로 이 규정들을 정당화 했다. 첫째, 그 규정은 제14조 d항의 평등취급원칙에 따른 것이고 이러한 평등취급원칙은 공평을 의미하는 것이다. 둘째, 그 규정이 없다면 Bullseye사 경영진들은 배제된 주주에게 압력을 행사하여 공개매수에 참여한 주주에게 매도하도록 강요할 수도 있다. 왜냐하면 배제된 회사는 공개매수에 참여하지 못했기 때문에 공개매수 후 주가가 하락할 위험이 있기 때문이다. 공개매수규정이 요구하는 정보공개요건이나 또는 그 밖의 실제적 요건들을 무시하면서 이러한 행위가 일어나게 될 것이고, 그 공개매수에서 배제된 주주들은 정보공개를 받지 못할 것이다. 그리고 배제된 주주들은 공개매수에 참여하기 위해 급하게 서두를 것이며 어떠한 철회권도 갖지 못할 것이다. 이러한 주장은 배제된 주주집단이 입찰자인 경우에도 마찬가지이다. 여기서의 모든 주주평등규정이란 결과적으로 Self-tender로서 입찰자의 green mail 전략을 사전에 차단하게 되면, 실패한 회사는 다른 발행회사의 주주들과 같이 자신이 보유한 대상회사의 주식에 대하여 프리미엄을

24) 처음에 낮은 가격으로 많은 양의 Bullseye사의 주식을 매수하여 적대적으로 인수할 것처럼 겁을 주어 Bullseye사 경영진으로 하여금 높은 가격으로 주식을 매수하도록 하는 것을 Raider사는 노린다.

얻고 주식을 매도할 수 있게 허용해야 함을 의미한다. Bullseye사의 주주들은 'pro rata rules'에 따라서 프리미엄을 나누어 갖는 것을 원칙으로 하고 입찰자도 대상회사의 주주들 중의 하나이므로 보호를 받아야 한다.

연방대법원은 「Raider사는 Bullseye사에게 공개매수규정위반을 이유로 손해배상을 청구할 수 없다.」고 하였다. 위 사건에서 Raider사에게 손해배상을 하게 되면 발행회사 주주들의 희생 하에서 그러한 손해배상에 대한 회복이 나올 수밖에 없기 때문이다. 그러나 Raider사는 주주자격으로 대상회사의 일반 유가증권시장에서 주식을 매도할 수 있다. 만약 이때도 적격이 부정되어 진다면 Raider사는 자신의 주식을 프리미엄을 받고 매도하지 못하므로 자기의 입찰비용을 상환 받을 수 없는 불이익을 받게 된다. 인수입찰을 시작하는 사람에게 금융상의 위험을 완화시켜주는 중요한 장치(즉, 입찰자는 경영권을 얻지 못하더라도 일부나마 얻은 주식을 유가증권시장에 프리미엄을 주고 매도하여 그 입찰비용을 일부나마 보전 된다) 중의 하나를 제거시켜 버리면 결과적으로 인수입찰 비용이 많이 들게 되고, 아무도 공개매수하려고 하지 않을 것이며 인수에 응하지도 않을 것이다. 따라서 경영난이 어려운 회사를 살릴 수 있는 길이 어려워지므로 대상회사의 주주들이 피해를 받게 될 것이다. Williams Act는 그러한 편향주의를 피하기 위하여 규정된 것이다.

이상에서와 같이 Williams Act규정의 주주보호사상은 입찰자의 불행에 대해서는 많은 보호를 해주고 있지 않음을 알 수 있다.²⁵⁾

제2절 영국의 공개매수제도

1. 공개매수규정

25) Alan R. Palmiter, *op. cit.*, pp.628~630.

영국에서 공개매수에 관한 규정은 1958년의 회사법, 사기방지법 그리고 면허딜러규칙 등이 있으나 주요한 공개매수규정은 1968년 제정된 기업매수합병에 관한 City code on take-over and mergers(이하 City code라 함)에 있다.

City code는 기업매수합병위원회(The panel on takeovers and mergers)에서 집행하며, 공정한 거래와 선량한 관습에 의한 10개의 원칙과 38개의 규칙으로 구성되어 있다.

2. 공개매수의 정의와 적용범위

City code는 공개매수를 정의하고 있지 않다. 그러나 일반적으로 take-over는 어떤 자가 한 기업자산의 소유자가 되거나 또는 그 기업의 경영권을 취득함으로써 그 기업의 지배권을 취득하는 거래로 이해되고 있으며, 상장회사 및 비상장의 등록회사를 원칙적으로 적용대상으로 한다.

3. 공개매수의 조건과 방법

영국은 매수기간을 공개매수청약 통지 후 21일 이상 60일 이하이며, 경쟁 공개매수가 될 경우 기업매수합병위원회는 이 기간을 연장할 수 있다. 공개매수응모자는 최초의 매수신청기간 만료시로부터 21일이 경과하면 그때까지 응낙에 관한 매수신청이 확정되지 않는 한 확정적으로 선언될 때까지는 철회권 행사가 가능하다. 또한 부분매수의 경우 안분비례원칙을 적용하고 기업매수합병위원회의 동의 없이 별도매수를 금지하고 있다.²⁶⁾

26) 최경수, “기업공개매수에 관한연구”, 석사학위논문(국민대학교 경영대학원, 1999), 56~57면.

제3절 중국의 공개매수제도

1. 사전신고제

1999년 7월 1일자로 개정, 시행되고 있는 중국 증권거래법에 의하면 증권거래소에서 대상회사의 보유지분을 30% 이상 보유하였을 경우, 지분의 확대를 원할 경우에는 대상회사의 불특정주주들에게 공개매수의 방식에 의하여 매수를 하여야 한다. 단, 국무원 증권감독관리기구의 비준을 받은 경우에는 예외로 할 수 있다(제 81조).

우리나라의 경우와 비교하여 볼 때 중국 증권거래법상 공개매수에 관한 규정은 그 체제에 있어서 상이한 점이 있다. 중국의 증권거래법은 공개매수에 관한 규정을 제4장 上市公司收購(上場會社株式 등의 매수) 제81조부터 제94조에 이르기까지 비교적 간략하게 규정하였다. 이는 아직까지는 사회주의 시장경제체제하에서 주식공개매수와 같은 기업 경영권 지배에 관한 사안에 대하여 실질적으로 발생할 수 있는 여지가 그다지 크지 않기 때문에 증권거래법에서 차지하는 비중이 선진국 및 우리나라와 달리 크지 않아 보인다.

특히 WTO 가입 이후 Corporate Governance 문제가 부상될 여지가 크고 이에 따라 공개매수 등 기업경영권에 관한 문제가 대두될 가능성이 크다고 볼 수 있다.

中國의 경우 公開買受를 실시하기 이전에 國務院 證券監督官理機構에 공개매수신청서(上市公司收購報告書)를 보고함과 동시에 증권거래소에도 제출하여야 한다. 공개매수 신청서의 기재사항으로는 증권거래법 제82조에 의하면 ①買受人의 名稱 및 住所, ②買受人의 買受決定에 관한 사항, ③公開買受대상회사의 명칭, ④매수목적, ⑤買受대상주식 등의 명칭 및 예정매수수량, ⑥매수기간 및 매수가격, ⑦買受소요자금의 내역 및 買受資金에 대한 보증, ⑧공

개매수신청서 提出時 매수대상회사에 대한 保有持分 등이 있다.

또한 이러한 내용을 담은 公開買受申請書를 제출한 이후 15일이 경과하여야 공개매수에 대한 공시를 할 수 있다(제 83조). 中國의 경우는 우리나라와 비교하여 볼 때 그 규제의 정도가 훨씬 심하다고 할 수 있는데, 공개매수의 경우에도 우리나라와는 달리 증권감독기구가 사전심사에 의하여 公開買受의 적정 여부를 判斷하여 허가여부를 결정한다.

2. 매수기간과 정보공시제도

매수기간은 최단 30일 이상에서 최장 60일 이하로 명시하고 있다. 최단기간의 경우 우리나라는 20일 이상으로 불특정 주주가 공개매수자의 매도청약에 대해 응모여부를 충분히 검토할 수 있다고 보지만, 中國의 경우는 최단기간을 30일로 규정하고 있다. 그 사유로는 보수적인 관점에서 주주의 응모여부를 신중히 판단하게 한다는 입법적인 고려도 포함되어 있으나, 별다른 차이점은 없다. 최장기간에 있어서는 우리나라와 같이 60일로 명시하여 매수기간의 확대를 응모주주의 불안한 지위를 확정하려는 취지를 갖고 있다고 할 것이다. 또한 공개매수기간 중 정정할 사항이 있는 경우에는 사전에 증권감독관리기구의 비준을 받아서 공고할 수 있게 되어 있고, 이에 따른 해당 기간만큼은 매수기간이 연장이 된다고 볼 수 있다.

공개매수자의 매수철회에 관해서는 철회권을 인정하지 않고 있으며, 또한 매수조건의 정정과 관련해서는 사전에 보고 후 승인을 받는 사전신고제를 취하고 있다(제 84조).

상장회사의 주가에 상당한 영향을 미칠만한 사유가 발생하였을 경우나 혹은 투자자가 알지 못하는 중대한 사건이 발생하였을 경우, 중대한 사건과 관련된 사항에 대하여 국무원증권감독관리기구와 증권거래소에 즉시 임시보고

서를 제출하여야 하며, 관련된 사항들을 공시하도록 규정하고 있다(제62조).²⁷⁾

또한 發行人 및 代理業務를 수행하는 證券會社가 募集說明書, 財務報告書 등에 허위 기재, 누락 및 오도할 수 있는 정보를 공시하여 투자자가 상당한 손실을 입은 경우에는 발행인 및 대리업무를 수행하는 證券會社는 손해발생 책임의 義務가 있으며, 이사·감사 등도 연대하여 손해를 배상할 책임을 부과하여(제62조) 부실정보공시에 대한 規制條項도 마련하여 일반投資者를 보호하고 있다.

3. 매수대상회사

매수대상회사에 대해 중국증권거래법 역시 우리나라의 경우와 비슷한 규정을 두고 있다. 증권거래법 제81조의 규정에 의하면 공개매수는 상장회사에 한하여 허용하고 있다. 우리나라의 경우에는 공개매수대상회사에 상장 및 협회등록법인으로 명시하여 규정하고 있으며, 중국의 경우도 상장회사로 이를 제한하고 있다. 그 사유로는 사유자본을 인정하지 않는 전통적인 경제체제에서 자본주의 상징이라 할 수 있는 주식시장제도의 도입으로 내외국인에게 회

27) 중대한 사항(증권거래법 제62조).

- ① 회사의 경영방침 및 경영범위에 대한 중대한 변화.
- ② 회사의 중요한 투자 혹은 주요자산의 매입에 관한 결정.
- ③ 주요한 계약을 체결하였을 경우 회사의 자산, 부채, 손익 및 경영 등에 미칠 중대한 영향.
- ④ 주요 채무발생 관련 정보 및 만기 도래 미지급 채무에 관한 사항.
- ⑤ 거액 손해발생 관련 정보 및 순자산 10% 이상 상당액의 손실 발생시.
- ⑥ 기업외부 환경의 중대한 변화 발생시.
- ⑦ 대표이사의 변경 및 1/3 이상의 이사 변경시.
- ⑧ 보유지분 5% 이상의 주주관련 정보 및 보유지분 변동 정보.
- ⑨ 감사, 합병, 분할, 해산 및 파산에 관한 결정.
- ⑩ 회사와 관련된 중대한 소송발생시 및 법원의 주주총회, 이사회 결의에 관한 취소명령시.
- ⑪ 법률, 행정법규에서 규정한 기타사항.

사의 소유를 개방하여 자본을 확대하고 자본을 확충하는 반면 기업경영의 투명성을 제고하기 위해서 우리나라와 마찬가지로 매수대상회사를 상장회사로 제한하고 있다.

국유기업이라든지 개방화 초기 이후 발생한 鄉鎮企業이 있었지만 회사경제의 테두리 안에서 기업의 위상은 그다지 큰 위치를 차지하지 못하고 계획경제에 의존하여 기업의 전체적인 경영을 국가가 계획·관리하는 체제를 긴 기간동안 유지하여 왔다. 이러한 영향으로 말미암아 증권거래소의 역할은 미미하였으며 비상장회사의 경우 공개매수를 실행할 실질적인 이익이 미미한 소규모기업이거나 국유기업들로서, 굳이 이러한 기업들에 대하여 공개매수를 허용한다고 하여도 실익이 적다고 판단된다.

공개매수에 있어서 거래의 투명성을 보장하고 주주이익의 보호를 실현하기 위하여 공개매수에 대하여 주주평등의 원칙을 적용하여 매수대상을 모든 주주로 규정하여 명시하고 있다(제85조). 그리고 매수기간의 종료후 공개매수자의 보유지분이 75% 이상일 경우 대상회사의 주식은 증권시장에서 상장을 할 수 없게 되어 있고, 90% 이상일 경우에는 기타주주들은 공개매수자에게 공개매수조건과 동일한 조건으로 보유지분을 매도할 수 있는 권리를 보장받도록 규정하고 있다(제86조, 제87조).

증권시장에서의 상장을 폐지한다는 의미는 대상회사가 사적회사화로 인정되는 기준을 75%를 한도로 보고 보유지분이 이를 초과할 경우에는 상장을 폐지함으로써 공개시장에서 추가조작이나 투기를 사전에 방지하기 위한 규정이라고 할 수 있다. 그러나 일반적으로 상장회사의 경우 경영권을 유지하기 위한 지분율이 이처럼 높을 필요는 없다고 생각되고 공개매수자의 경우 75%까지 지분율을 높일 경우는 많지 않다고 생각되므로 법적인 실효성은 그다지 크지 않다고 판단된다.

또한 우리나라의 경우와 마찬가지로 공개매수자가 공개매수기간 중에 공개매수 이외의 방법으로 주식 등을 매수할 수 없도록 명시하여 거래의 투명성을 확보하고 있으며, 공개매수자는 공개매수 이후 6개월간은 공개매수에 의

하여 취득한 주식 등을 매도할 수 없도록 규정하고 있다(제91조).

결론적으로 중국의 주식공개매수제도는 일정수준 이상의 진보적이고 합리적인 구조를 갖추고 있다고 평가할 수 있다. 2001년 아시아권의 주가지수가 하락기조를 보이고 있으나, 중국만이 주식시장이 해상유입자금의 확대 등의 영향으로 전에 없는 활황 기조를 유지하였다. 사회주의 시장경제체제라는 독특한 고유모델을 바탕으로 구소련의 붕괴 이후 새로운 사회주의 국가의 대표 주자로 떠오르는 중국의 미래는 경제정책의 성패에 달려 있다고 해도 과언이 아니다.

한마디로 중국의 공개매수제도는 현실과 경험에 바탕을 둔 입법정책의 실현이 아니라 미래를 대비하는 미래지향적인 제도의 실현이라고 평가할 수 있다. 이러한 미래지향적인 제도가 과연 현실에 적용될 때 사법당국이나 행정부가 어떠한 방식으로 풀어나갈 지는 향후 지속적인 관심을 기울여야 하겠지만 세계경제의 통합화가 급속도로 진행되어 가는 현실에 미루어 볼 때 사회주의 시장경제체제라는 고유모델 속에서 기업의 경영권에 지대한 영향을 끼치는 주식공개매수제도의 적용여부에 대한 연구를 계속해 나갈 필요성이 있다고 판단된다.²⁸⁾

28) 강신형 “주식공개매수에 관한 연구”, 석사학위논문(건국대학교 행정대학원, 2001), 60-65면.

제3장 우리나라의 공개매수제도

제1절 공개매수의 의의

공개매수²⁹⁾는 신문 등을 통해서 대상기업의 주주들을 상대로 일정한 매수가액을 제시하고 그에 응하여 매수의사를 표시한 주주들의 주식을 장외에서 매수함으로써 단기간 내에 대상기업의 경영권을 장악하는 일련의 행위를 말한다. 입법례에 따라서는 이러한 일반적인 정의에 만족하지 않고 법에서 명문의 정의규정을 두는 예도 적지 않다.³⁰⁾ 우리나라는 정의규정을 두고 있는 부류에 속한다. 1997. 1. 13. 개정 전의 舊증권거래법은 공개매수를 명시적으로 정의한 것은 아니지만 장외에서 불특정 다수인을 상대로 매수청약 등을하여 증권을 매수하는 것을 공개매수로 보고 신고서의 제출 등 일정한 의무를 부과하였다(구법 제21조 1항). 그러나 이러한 방식으로 규정할 경우 규정된 전형적인 방식과는 다른 방식으로 주식을 매수하는 때에는 공개매수에 해당하지 않게 되므로 공개매수에 관한 법규제가 적용될 여지가 없었다. 이러한 구법의 공개매수규제에 대해서는 적용범위가 너무 협소하여 규제의 실효성이 반감된다는 비판이 있었다.³¹⁾ 현행법은 공개매수에 대하여 명시적으로 정의하고 있으나(제21조 3항) 그 내용은 구법에서 규제대상으로 삼은 전형적인 형태와 크게 벗어나지는 않는다. 그러나 현행법은 일정한 경우에 공개매수를 강제하고 있기에 최소한 주식매수의 형태를 달리함으로써 공개매수에 대한

29) 공개매수에 대한 국내연구로는 다음을 들 수 있다: 김건식, “개정 증권거래법상의 공개매수제도”, 「인권과 정의」 제248호(1997.4), 25면; 김태룡, “기업공개매수의 개념정립에 관한 고찰”, 「계명법학」 제1집(1997.1), 187면, 서정향, “공개매수와 정보공시”, 「상거래법의 이론과 실제(안동섭교수환갑기념논문집)」(1995.9), 408면; 송종준, “주식공개매수의 실제적 규제와 투자자보호”, 「인권과 정의」 제184호(1991.12), 16면; 이문성, “개정 증권거래법 아래서의 의무공개매수제도와 소수주주의 보호”, 「상장협」 제35호(1997.5 춘계호), 43면등 다수.

30) 최기원, 「신회사법론」, 1998, 805면.

31) 정동윤·송종준·이문성, “적대적 M&A와 법적대응”, 「한국경제인 연합회」 (1996.8), 92면.

규제를 회피하는 것은 불가능하게 되었다.³²⁾

英國, 美國, 프랑스 등 여러 나라에서는 공개매수에 대한 정의규정을 두고 있지 않는데, 이는 공개매수가 거래 관행적으로 형성되었기 때문이다.³³⁾ 이에 따른 대표적인 개념정의에 관한 이론이 있는데 영국의 이론은 폐쇄회사 아닌 회사의 주식을 매수하고자 하는 의사를 일반주주에게 공표하여, 매수인이 대상회사의 결의권 지배에 충분한 주식을 취득할 목적으로 하는 청약을 공개매수라고 정의하고 있다.³⁴⁾ 미국의 이론은 공개매수를 개인, 단체 또는 증권외 교환을 대가로 공개회사의 한 종류의 증권 또는 수종의 증권의 전부 또는 일부를 매수하기 위하여 행하는 대중에 대한 청약 또는 권유라고 정의하고 있다.³⁵⁾

공개매수는 주로 경영권의 취득을 목적으로 행하여지므로 대상회사 경영진은 공개매수가 성공하는 경우 자신의 지위가 위태로워지므로 공개매수에 대하여 민감하게 반응할 수밖에 없다. 공개매수는 대상회사의 양해하에 행하는 경우인 우호적 공개매수(friendly tender offer)도 있지만 경영진의 반대를 무릅쓰고 행하는 이른바 적대적 공개매수(hostile tender offer)의 예도 적지 않다. 사실 대상회사의 경영진의 의사와 관계없이 감행할 수 있다는 것이 공개매수의 장점이기도 하다. 적대적 공개매수의 경우에는 공개매수를 시도하는 자와 경영진의 이익은 첨예하게 대립한다. 공개매수에 대한 규제내용을 어떻게 구성하는가에 따라서 이들 양자 사이의 힘의 균형이 크게 흔들릴 가능성이 있다.³⁶⁾ 일반적으로 공개매수를 행사하는 동안 주주의 측면에서 보면 단기간인 공개매수기간동안은 공개매수로 인하여 주식의 수익률이 높은 것으로

32) 1997.1.13. 개정 증권거래법상의 공개매수제도에 대하여는 김건식, 전계논문, 25면; 송종준, “개정 공개매수제도의 해설”, 「고시계」 제482호(1997.4), 57면 참조.

33) 김풍남, “주식공개매수에 관한 법적규제 연구”, 석사학위논문(연세대학교 대학원, 1995), 4면.

34) Weinberg M.A., Blank M.V. & Greystock A.L., Take-overs and Mergers, Sweet & Maxwell, 1979, p.3.

35) Edward R. Aranow & Herbert Einhorn, Essential Ingredients of the cash tender invitation, 27 Bus. Law. 415, 1972.

36) 김건식, 「증권거래법」, (두성사, 2004), 242면.

나타나고 있다. 그러나 이러한 단기간적인 수익률 제고가 반드시 주주의 이익에 부합되는 지에 대해서는 의문이 있을 수 있다. 특히 IMF외환위기 이후 외국자본의 유출입이 활발히 이루어지고 있는 우리나라의 현 상황에서 적대적 M&A의 대표적인 수단인 공개매수를 통한 우량기업에 대한 적대적 M&A를 시도한다면 대상기업은 결과적으로 경영진의 교체와 더불어 기업이 소멸될 수도 있기 때문에 공개매수에 대하여 효율적인 규제법규를 제정하여 이러한 시도를 사전적으로 예방할 수 있는 체제를 정비해 나가야 한다.

공개매수는 이론상은 회사지배권 획득의 목적 없이 행해지는 경우도 생각할 수 있지만, 현실적으로는 그러한 목적 없이 프리미엄까지 제공해서 주식을 매수한다는 것은 상식 밖이며, 또한 유가증권시장 거래를 통한 주식취득에 대해서까지 공개매수를 요구하는 법제는 통상은 생각할 수 없으므로, 공개매수란 특정회사의 지배권 취득을 목적으로 유가증권시장 외에서 일정한 기간 내에 프리미엄이 포함된 일정한 가격으로 매수할 것을 공표하여 주식을 대량으로 취득하는 것이라 할 수 있다. 즉 유가증권시장 외에서의 지배주식 취득거래이다. 따라서 매수자는 공개매수의 성공에 의해 지배주식을 소유하게 된 결과로서 지배주주가 되고, 한편 주주는 그 과정에서 주식을 매도하고 회사로부터 주주의 지위를 상실하게 된다. 이러한 결과에 의하면 주식공개매수는 ①회사지배권 획득을 목적으로 이용되는 것, ②성공을 결정하는 실질적인 요소는 프리미엄인 것, ③재산권(주식의 소유권)의 이전을 수반하는 것, ④회사지배는 주식의 소유에 근거하는 것(이른바 완전지배), ⑤회사지배권의 변동은 일반주주의 회사로부터의 퇴출의 결과인 것의 5가지를 중요한 제도상의 특징으로 하는 것이라고 할 수 있다.³⁷⁾

우리나라의 증권거래법상 공개매수라 함은 불특정 다수인에 대하여 주식 등의 매수(다른 유가증권과의 교환 포함)의 청약을 하거나 매도(다른 유가증권과의 교환 포함)의 청약을 권유하고 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서

37) 권중호, “경영자감시수단으로서의 위임장권유의 효율성”, 「상사법연구」 제17권 1호 (1998), 127-127면.

당해 주식 등을 매수하는 것을 말한다(제21조 3항). 이 때 공개매수는 그 대상이 주식인 경우가 대부분이므로 흔히 주식공개매수(stock tender offer)라고 불리거나 간단히 공개매수라고(tender offer, take over bid)라고 표현되고 있음이 일반이다.³⁸⁾ 일본의 경우 증권거래법 제27조의 2 제6항에서 불특정 다수의 자에 대해 공고를 통해 주권 등의 매수를 청약하거나 매각할 것을 권유해서 유가증권시장 밖에서 주권 등을 매수하는 행위라고 공개매수를 정의하고 있다.³⁹⁾

과거에는 강제공개매수제도가 없었기 때문에 이 불특정다수인이 중요한 의미를 지녔다. 불특정다수인에 대한 청약이 아니면 증권거래법상 공개매수에 해당하지 않아서 규제대상에서 벗어날 수 있었기 때문이다. 그러나 현재는 6개월 사이에 10인 이상의 주주로부터 주식을 매수하여 보유주식이 5%를 넘게 되는 경우에는 공개매수가 강제되고 있기 때문에 불특정 다수인의 요건은 중요성을 크게 상실하였다.

법문상 불특정다수인이어야 하는 것은 매수의 상대방이 아니라 청약(또는 매도청약의 권유)의 상대방이다. 청약의 상대방은 불특정일 뿐만 아니라 다수일 것이 요구된다. 구법하에서는 ‘다수’의 의미에 대하여 관심이 집중되었다. 구법하에서는 공개매수에서도 ‘다수’를 모집·매출의 경우와 마찬가지로 50명 이상으로 보자는 견해가 있었다.⁴⁰⁾ 그에 의하면 20-30명을 상대로 권유하는 경우에는 공개매수에 해당하지 않아 공개매수에 의한 규제를 적용할 수 없다는 문제점이 있었다. 이러한 결과가 정보제공의 관점에서나 주주평등의 관점에서 불합리한 것은 물론이다. 현행법상으로는 이 경우에 매수 후의 보유주식수가 5%에 달하는 경우에는 공개매수가 강제되기 때문에 이 문제는 상당부분 해소되었다.

매수의 대상은 ‘주식 등’이다. 주식 등은 「의결권 있는 주식 기타 대통령

38) 송중준, “주식공개매수에 있어서 정보공시규제의 법리”, 「경영법률」 제3집 (1990), 108면.

39) 김건식, 전제서, 207-210면.

40) 위성승, “우리나라의 기업합병·매수(M&A)규제에 관한 고찰”, 「증권조사월보」 제218호 (1995.6), 14면.

정하는 유가증권」을 말한다(제21조 1항).

매수의 청약은 물론이고 매도의 청약의 권유를 통하여 매수하는 경우도 공개매수에 해당한다. 여기서 말하는 매수 또는 매도에는 다른 유가증권과의 교환도 포함된다(제21조 3항 본문). 교환은 이미 발행된 증권을 대가로 교부하면서 주식을 취득하는 것이 전형적인 경우일 것이다. 문제는 주식취득의 대가로 새로 증권, 특히 주식을 발행하여 제공할 수 있는가이다. 문리적인 해석으로는 다소 의문이 없는 것은 아니나 새로 발행하는 증권을 대가로 이용하여 대상회사의 주식을 취득하는 것도 공개매수에 해당하는 것으로 보아야 할 것이다.⁴¹⁾

매수의 청약을 하는 경우에는 이론상 주주의 응모를 승낙으로 파악하는 구성을 취할 수밖에 없을 것이다. 그러나 그러한 개념구성은 이론상 전혀 불가능한 것은 아니지만 공개매수를 설명하기에는 다소 불편한 점이 없지 않다. 예컨대 공개매수자는 응모주식을 공개매수기간이 종료한 날의 다음날 이후에 지체 없이 매수할 의무를 부담하는데(제25조의 2), 이것은 주주의 응모를 승낙으로 파악해서는 원만하게 설명하기 어렵다. 따라서 공개매수자는 청약의 권유를 할 뿐이고 주주의 응모행위를 매도청약으로 파악하는 편이 보다 자연스러울 것이다. 그 경우에는 주주의 응모행위만으로 바로 매매계약이 성립하는 것이 아니라 그에 대한 공개매수자의 승낙이 필요하게 된다. 그렇다고 해서 공개매수자가 승낙 여부를 자유롭게 결정할 수 있다고 해서는 곤란하다. 공개매수자는 사전에 명시한 조건에 따라 승낙을 할 의무가 있는 것으로 보아야 할 것이다. 실무상으로도 주주의 응모를 매도청약으로 파악하는 것이 일반적이 아닌가 여겨진다. 예컨대 금감위의 발행·공시 규정에서는 응모주주의 행위를 ‘청약’으로 표시하고 있다(제123조 제1항 10호 다목, 제128조 제1항).⁴²⁾ 이하에서도 기본적으로 주주의 응모를 매도의 청약으로 파악하는 견

41) 다만 그 경우에는 새로 발행하는 증권의 공모에 해당할 뿐 아니라 새로 발행하는 증권의 주식인 경우에는 현물출자에 해당하게 된다. 보다 상세한 것은 노혁준 · 은성욱, “주식의 교환매수에 관한 연구,” 『BFL』 제2호(2003.11), 31-35면 참조.

42) 주주들의 응모주식이 공개매수에정주식을 초과하는 경우에 안분비례로 배정할 것을 규정하면서,

해를 따르기로 한다.

거래소가 유가증권의 매매거래를 위하여 개설하는 유가증권시장이나 코스닥시장을 통해서 매입하는 것은 公開買受에 해당하지 않는다. 거래소에서의 買集을 공개매수로 보지 않는 이유는 거래소에는 누구나 참여가 가능하므로 주주간에 평등이 보장되고 또한 거래수량과 가격이 공표되며 경쟁매매에 의하여 공정하게 체결되기 때문이다.

증권거래법 제21조 제3항의 공개매수의 정의규정에는 아무런 수량기준도 정해져 있지 않다. 따라서 1%라도 불특정다수인에게 매도청약을 권유하여 매수하는 것이라면 공개매수에 해당하므로 공개매수의 규제를 따라야 할 것이다. 물론 실제로 그 정도의 주식을 매수하면서 굳이 절차가 복잡하여 시간과 비용이 많이 드는 공개매수방식을 취하는 경우는 거의 없을 것이다.⁴³⁾

1. 공개매수규제의 연혁과 현황

공개매수는 대상회사는 물론 인수회사에 대해서도 중대한 영향을 주는 것이다. 그러나 상법의 회사편에서는 이에 대해서 특별한 규정을 두고 있지 않다.⁴⁴⁾ 공개매수에 대한 규정은 증권거래법에 존재한다. 공개매수가 주식이 상당 정도 분산된 회사에서만 가능하다는 점을 고려하면 그러한 입법 태도도 이해할 수 없는 것은 아니다.

증권거래규정의 원류는 미국의 연방법인 The Williams Act⁴⁵⁾에서 찾아볼 수 있다. 그러나 그 직접적인 모델은 1992년 개정전의 일본증권거래법이라

‘응모’주식(제25조의 2 1항; 령 제13조의 2)이라는 표현대신에 ‘청약’주식(발행·공시규정 제128조 1항)이라고 하고 있다.

43) 김건식, 전제서, 207~210면.

44) 공개매수는 결과적으로 다른 회사의 영업전부를 양수한 것과 비슷한 효과를 가져올 수 있으나 상법상 특별결의사항에 포함되고 있지 않다.

45) The Williams Act는 1934년 SEA에 제13조 (d)·(e)항, 제14조 (e)·(f)·(g)항을 추가하는 것을 내용으로 하고 있다.

할 수 있다. 일본에서 공개매수에 대한 규제가 도입된 것은 1971년의 일이나, 실제로는 공개매수제도가 별로 이용되고 있지 않다. 우리나라의 공개매수 규제는 1976년 개정시에 주식대량소유제한규정(제200조)과 아울러 경영권 보호 장치의 일환으로 도입되었다. 종전법에 대해서는 경영진 측에 유리하다는 평가가 일반적이었다. 종전법상 공개매수규제가 적용될 수 있는 범위는 좁았지만 주식대량소유제한 규정이 있어서 편법적인 기업인수시도에 대처할 수 있었다. 그러나 주식대량소유제한규정이 1997년에 폐지됨에 따라 제도를 정비할 필요성이 커졌다.

우리나라에서도 1993년에 이르기까지 증권거래법상의 공개매수가 시도된 사례는 없었다. 그러나 1994년 들어 최초의 공개매수가 발생한 이래 1994년에 3건, 1995년에 2건, 1996년에 5건, 1997년에는 무려 11건에 이르렀다. 처음에 등장한 거래는 주로 우호적인 것이었으나, 1994년 10월 한솔제지가 최초로 대상기업의 경영진의 양해 없이 공개매수를 시도한 이후 적대적인 공개매수의 예도 증가하였다.⁴⁶⁾

2. 공개매수 규제의 필요성

공개매수에 대한 규제의 필요성 여부는 규제가 없을시 발생하는 문제점으로 접근하여야 한다. 통설은 그것을 대상회사의 주주가 충분한 정보를 갖지 못한 상태에서 조금하게 매도를 결정하게 될 위험으로 보고 있다.⁴⁷⁾ 인수기업은 대상기업의 주식 전부를 취득해야 경영권을 취득할 수 있는 것은 아니다. 우리나라 대기업을 제1주주의 주식보유비율이 상당히 낮은 실정을 감안하고 특히 대주주가 없이 주식이 고루 분산 소유되고 있는 회사라면, 20%내외의 주식만을 확보하더라도 충분히 경영권을 장악할 수 있다. 인수기업이

46) 김건식, 전계서, 206-207면.

47) 정동윤·송중준·이문성, 전계논문, 92면; 최기원, 전계서, 806면.

새로이 지배주주로 등장하게 되면 나머지 주주들은 소수주주로 지위가 바뀌게 된다.⁴⁸⁾

지배주주가 발행주식의 많은 수를 차지하고 있는 회사의 소수주주들은 두 가지 점에서 특히 불리한 처지에 놓인다. 첫째, 경영권을 확보한 지배주주가 자신의 이익만을 위하여 회사를 경영하는 경우에 그것을 억제하는 것이 현실적으로 극히 어렵다. 둘째, 시장에서 거래되는 유동주식수가 감소하여 시장성이 떨어지기 때문에 소수주주가 보유주식을 처분하고자 하더라도 처분하기 어렵다. 따라서 공개매수의 대상이 된 회사의 주주들은 자신들이 머뭇거리는 사이에 다른 주주들은 주식을 매도하고 자신들만 소수주주로 회사에 남는 사태를 우려하게 된다. 그리하여 주주들은 충분한 정보도 갖지 못한 상태에서 ‘울며 겨자먹기로’ 성급하게 매도를 결정할 가능성이 높다.

이처럼 주주가 느끼는 매도의 압력은 증권거래법이 규정한 전형적인 공개매수의 경우에 가장 두드러지는 것이 사실이다. 그러나 인수기업이 대상기업의 주식을 증권거래소에서 대량으로 買集하거나(open market purchase) 일부 주주들과의 상대거래를 통해서 직접 매수하는 경우에도 그러한 매도압력은 어느 정도 존재한다. 현행법상으로도 이러한 거래소시장에서 매집하는 경우는 공개매수에 해당하지 않는다. 그러나 일부주주로부터 직접 매입한 때에는 일정한 요건을 충족하면 공개매수로 보고 있으므로 과거와 같은 규제의 공백은 존재하지 않는다.

공개매수는 證券의 賣出과 정반대방향의 거래이다. 증권의 매출시 투자자는 특정증권을 ‘매수’⁴⁹⁾하는 것인데 비하여 공개매수시에는 ‘매도’한다는 차이만 있을 뿐이다. 따라서 공개매수시에도 매출시와 마찬가지로의 이유에서 정보공시가 요구된다. 매도여부를 결정하기 위해서도 정보가 필요하기 때문이다. 그러나 매출의 경우와는 달리 공개매수의 경우에는 정보공시만으로는 투자자

48) 김건식, 전제서, 202면.

49) 모집시에는 엄격히 말해서 투자자가 매수가 아닌 인수를 하는 것이지만 유상으로 취득한다는 점에서 매수와 크게 다르지 않다.

(대상회의 주주)를 충분히 보호할 수가 없다.

공개매수의 경우 대상회사의 주주는 자신이 다른 주주들보다 불리한 대우를 받게 될지도 모른다는 불안감을 갖게 된다. 이러한 심리적 불안으로 말미암아 조금하게 매도결정을 내릴 가능성이 있는 것이다. 그러므로 주주의 불안을 제거하기 위해서는 어느 정도 주주들 사이에 평등한 대우를 보장할 필요가 있다. 상법에 명문의 규정은 없으나 회사법상 주주평등원칙만으로는 공개매수시의 주주평등을 기할 수가 없다. 회사가 공개매수의 주체인 경우, 즉 자기주식공개매수(self tender)인 경우에는 달리 규정이 없어도 회사법상의 주주평등의 원칙에 따라 주주들 사이의 평등이 확보될 것이다. 그러나 회사가 아닌 제3자가 공개매수를 하는 경우에는 적어도 회사법상의 주주평등원칙은 적용될 여지가 없지만,⁵⁰⁾ 증권거래법은 상당한 범위에서 주주간의 평등을 도모하고 있다.⁵¹⁾ 이상에서 살펴본 바와 같이 공개매수는 회사법과도 연관이 있고 증권거래법과도 연관이 있음을 알 수 있다.

가. 公開買受기간

과거에는 공개매수신고서의 제출 등 공개매수의 절차에 관해서 미흡하나마 규정을 두고 있었으나, 공개매수의 조건과 방법 등 실제적인 사항에 대해서는 아무런 규정도 두고 있지 않았다. 그렇다고 해서 공개매수자가 그러한 사항을 임의로 정할 수 있었던 것은 아니다. 개정전의 증권거래법상 금융감독위원회는 공개매수의 조건과 방법에 관하여 포괄적인 명령권을 갖고 있었으며, 공개매수시마다 이러한 명령권을 행사할 수 있었다(구법 제23조 3항) 그러나 재량의 남용을 막고 예측가능성을 높이기 위해서는 객관적이고 구체적

50) 독일에서는 주식법에 주식평등의 원칙에 대하여 명문의 규정이 있고, 그 원칙을 지켜야 하는 주체가 명시되지 않고 있음에도 불구하고 그것이 회사에 대해서만 적용된다는 것이 일반적인 견해이다: Marcus Lutter, Kölner kommentar zum AktG, 2.aUFL.,1988, §53a Rn.25.

51) 김건식, 전계서, 202-205면.

인 기준을 사전에 마련해 둘 필요가 있음에 따라 현행법에서는 비교적 상세한 규정을 새로이 마련하고 있다.⁵²⁾

공개매수에 있어서 매수기간은 대통령령이 정하는 기간의 범위내이어야 한다(제21조의 2 2항). 여기에서 대통령령이 정하는 기간은 공고일로부터 3일 후 20일 이상 60일 이내의 기간이다. 그러나 당해 공개매수기간중 해당 공개매수에 대항하는 공개매수⁵³⁾가 있는 경우에는 대항공개매수기간의 종료일까지 그 기간을 연장할 수 있다(영 제11조의 5). 이때 주의할 점은 공개매수 공고일부턴 과거 6개월간 공개매수를 통하여 당해 주식 등을 매수한 사실이 있는 자(특별관계자 포함)는 대항공개매수가 있는 경우를 제외하고는 공개매수를 하지 못한다(제23조 3항, 영 제12조의 4).

한편 공개매수대상주식 등의 발행인은 공개매수를 할 수 있는 날부터 그 매수기간이 종료하는 날까지 의결권 있는 주식수의 변동을 초래하는 행위로서 유가증권의 발행과 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의를 할 수 없다. 다만 공개매수신고서 제출 전에 그 발행에 관한 이사회 주주총회의 결의가 있는 경우에는 그에 해당하지 않는다(제23조 4항, 영 제12조의 5)⁵⁴⁾.

공개매수에 있어 매수기간의 제한은 매수가격 및 매수예정주수 등의 조건과 함께 청약의 상대방인 주주에게 주식의 매도압력을 창출하는 요소로서 공개매수의 성립요건 중의 하나로 이용될 수 있다. 공개매수 청약의 유효기간을 법률 기타 규정에 의해 규제하는 것은 공개매수에 직면한 투자자에게 주식의 제공여부를 결정함에 상당한 고려기간을 부여함에 있다. 그러나 그 매수기간이 장기간으로 확장되면 투자자를 장기의 불안정한 지위에 놓이게 할 수 있으므로 그 기간은 상당한 수준에서 합리적으로 제한되어야 할 것이다. 그 기간의 장단은 투자자 보호로 입법정책에 속한다.⁵⁵⁾ 최단기 法定主義를

52) 김건식, 전제서, 222면.

53) 이를 대항공개매수 또는 역공개매수라한다.

54) 김건식, 전제서, 222면.

55) 송중준, 전제 주식공개매수의 실제적 규제와 투자자 보호, 22-23면.

취하는 나라는 미국과 프랑스이며, 최단·최장기 법정주의를 취하는 나라는 영국과 일본이다.

최단기법정주의의 대표적인 입법례로는 미국과 프랑스의 공개매수규제법을 들 수 있다. 미국의 경우 SEC규칙은 공개매수의 청약이 최초로 공표되고 증권소유자에게 發送된 날, 즉 공개매수개시일로부터 20일 이상을 매수기간으로 정할 것을 규제하고 있다. 그리고 정정의 경우 변경사실의 통지일로부터 10일간 그 기간이 연장된다. 프랑스는 공개매수의 목적에 따라 다양한 규제 절차를 정하고 있기 때문에 그 절차에 따라 매수기간의 최단기간에 대한 규제도 상이하다. 구체적으로는 통상절차의 적용대상인 지배권취득 목적의 공개매수에 대하여는 최소 1개월 이상의 매수기간을 두고 있고, 단순한 투자목적의 재산재편성을 목적으로 한 공개매수의 경우에는 최단기간으로서 10~15일의 영업일로 규정하고 있다. 그리고 지배주주가 상장폐지 등의 목적으로 행하는 공개매수의 경우는 20일의 영업일을 공개매수기간으로 할 것을 규정하고 있다.

최단·최장기법정주의의 입법태도를 취하고 있는 국가는 영국과 일본이 대표적이다. 영국의 City Code는 공개매수의 청약에 있어서 대상회사의 주주에게 그 청약서면(offer document)이 발송된 후 적어도 21일간 유효할 것을 정함으로써 최단기간이 제한되어 있고 최장기간은 60일을 초과할 수 없도록 하고 있다. 여기서 매수가격의 인상 등 매수조건을 변경한 때에는 그 변경청약은 최소 14일간 유효할 것도 명시되어 있다. 또한 일정한 경우에는 최장매수기간의 연장도 가능하다. 공개매수자는 경쟁공개매수가 발표되거나 대상회사 이사회 동의가 있는 경우에는 감독위원회의 승인을 얻어 그 기간을 연장할 수 있다. 그리고 공개매수의 청약상 매수기간을 연장하지 않는다는 내용을 명시하는 경우에도 감독위원회의 동의를 얻어 그 기간을 연장할 수 있다. 일본의 경우에는 공개매수 신고의 효력이 발생하면 지체 없이 일간지에 의한 公告를 하여야 하며, 공개매수기간은 이 公告日을 기준으로 최단 20일, 최장 30일로 제한되어 있다.⁵⁶⁾

나. 買受條件

과거에는 증권거래법에서 공개매수가 균일한 조건으로 이루어질것을 명시적으로 요구하지 않았다. 따라서 금감위가 명령권을 행사하지 않는 한 균일한 조건에 의하지 않는 공개매수도 가능하다는 해석의 여지도 없지 않았다.⁵⁷⁾ 매수조건의 균일성은 주주들 사이의 평등을 확보하는 기능을 하지만 회사가 공개매수의 주체가 아닌 한 회사법상의 주주평등의 원칙이 공개매수에 적용되는 것은 아니다. 그러나 공개매수에서 주주를 차별하는 것이 가능하다면 주주의 이익이 부당히 침해될 우려가 있다. 예컨대 공개매수가 입찰식으로 행해지는 경우에는 주주는 가격을 인하할 압력을 받게 될 것이다.⁵⁸⁾ 또한 예컨대 응모시기가 앞설수록 높은 가격에 매도할 수 있도록 차이를 둔다면 주주가 조급하게 매도하게 될 것이다. 현행법에서는 매수가격에 대해서만 명시적으로 균일성을 요구하고 있다(제25조의 2 2항). 그러나 균일성은 매수가격은 물론 매수기간, 결제일 등 기타의 조건에 대해서도 요구된다고 할 것이다.

공개매수신고서를 제출하고 난 후에 매수가격이나 매수예정주식수 등 신고서의 기재사항을 변경할 필요가 생길 수 있다. 구법의 해석상으로는 공개매수신고서는 공개매수기간이 개시한 후에는 매수조건을 변경하는 것이 불가능한 것으로 보여졌다(제21조 4항, 제11조 3항). 따라서 공개매수기간이 개시한 후에 대항공개매수가 있는 경우 매수가격 등 조건을 다시 변경하여 경쟁하는 것은 불가능하였다. 그러한 경우에는 공개매수자가 기존의 공개매수를 철회하고 변경된 조건에 따른 새로운 공개매수를 시도할 수밖에 없을 것이다. 이러한 결과가 부당함은 물론이다. 현행법에서는 공개매수기간이 종료하는 날

56) 강신형, 전제 석사학위논문, 27-29면.

57) 일부 학설은 매수조건의 균일성이 투자자간의 공평과 증권시장에 대한 신뢰의 확보를 위하여 법에 명문규정이 없이도 요청되는 것이라고 보고 있는 것 같다. 정동윤·송종준·이문성, 전제논문, 95면.

58) 반면에 공개매수자측에서 보면 매수자금을 줄여주기 때문에 공개매수가 촉진되는 효과가 있다.

까지 정정신고서를 제출할 수 있도록 하고 있다. 다만 매수가격의 인하, 매수 예정주식 등의 수의 감소, 매수대금지급기간의 연장 기타 시행령이 정하는 매수조건은 변경할 수 없도록 하고 있다.⁵⁹⁾ 시행령은 변경할 수 없는 매수조건에 대하여 ①공개매수기간의 단축, ②응모주주에게 줄 대가의 종류 변경⁶⁰⁾, ③기타 응모주주에게 불리한 공개매수조건외의 변경으로서 금감위가 정하는 경우를 규정하고 있다.

정정신고서가 제출된 경우에는 정정신고서가 수리된 때에 공개매수신고서가 수리된 것으로 본다(제23조 2 3항, 제11조 5항). 이 규정의 취지는 공개매수기간을 연장하기 위한 것이다. 매수기간이 얼마나 연장되는가에 대해서 정정신고서가 제출된 날을 신고서수리일로 본다는 법문은 공개매수기간의 종료일은 최초의 신고서수리일로부터 정정신고서제출일 사이의 기간만큼 연장된 것으로 보아야 할 것이다. 그러나 이렇게 되어서는 공개매수기간이 과도하게 길어질 가능성이 있으므로 입법론상으로 10일만큼만 공개매수기간의 종료일이 연장되는 것으로 하는 편이 바람직할 것이다. 한편 명시적인 규정은 없으나 매수조건이 변경된 경우에는 그 이전에 응모한 주주에 대해서도 당연히 변경된 조건이 적용된다고 보아야 할 것이다.⁶¹⁾

다. 公開買受와 관련된 行爲規制

공개매수자는 공개매수를 할 수 있는 날로부터 매수기간이 종료하는 날까지는 원칙적으로 공개매수에 의하지 않고 주식을 취득할 수 없다(제23조 2항). 이는 투자자 사이의 평등을 도모하기 위한 규정이다. 이러한 취지를 고려하면 타인의 명의라도 공개매수자의 계산으로 매수하는 것은 금지된다고

59) 일본 증권거래법상으로는 매수조건을 공고하면 매수가격의 인하와 주식수의 인하, 매수기간의 단축을 제외하고는 원칙적으로 변경이 자유롭게 인정된다(제27조의 6 1항, 3항).

60) 다만 응모주주가 선택할 수 있는 대가의 종류를 추가하는 것은 변경할 수 있다(령 제12조의 6 2호).

61) 김건식, 전계서, 223-224면.

보아야 할 것이다. 이를 위반한 경우에는 형사처벌을 받게 된다(제209조 4호).⁶²⁾ 이러한 별도매매금지의 취지를 살리기 위해서는 공개매수자의 특별관계자가 매수하는 것도 제한하여야 할 것이다. 과거에는 명시적 규정이 없었으나 현행법은 특별관계자가 포함된다는 점을 명시하고 있으며(제23조 2항), 예외적으로 공개매수에 의하지 않는 주식매수가 허용되는 경우를 시행령으로 정할 수 있도록 하고 있다.⁶³⁾

공개매수의 대상인 주식 등의 발행인은 공개매수가 가능한 날로부터 매수기간이 종료하는 날까지 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위로서 시행령이 정하는 행위를 할 수 없다(제23조 4항). 시행령에서 정한 행위는 의결권 있는 주식에 관계되는 증권의 발행 내지는 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의이다(제12조의 5).⁶⁴⁾ 이는 경영진이 경영권의 향배에 영향을 줄 수 있는 행위를 할 수 없도록 함으로써 공정한 경쟁이 이루어질 수 있도록 하기 위한 것이다. 자기주식의 취득이나 매각도 이러한 행위와 실질적으로 비슷한 효과를 가져올 수 있으나 동 규정에서는 포함되지 않고 있다. 결국은 회사법상의 일반원칙에 맡길 수밖에 없을 것이다. 그 밖에 주요자산의 처분 등 다른 방어수단에 대해서도 명시적인 제한 규정이 없으므로 결국 회사법상의 일반원칙에 따를 수밖에 없을 것이다.⁶⁵⁾

62) 우리 증권거래법은 민사책임규정을 두고 있지 않다. 그러나 일본 증권거래법은 옴모주주가 공개매수자에 대해서 별도 매수한 금액에서 매수가액을 공제한 차액을 청구할 수 있도록 하고 있다(법 제27조의 17 제2항).

63) 예외적으로 인정되는 경우는 다음과 같다(령 제12조의 3).

1. 매수 등의 계약이 공개매수신고 전에 체결되어 있는 경우로서 당해 계약체결 당시 법 제21조 제1항의 공개매수의 적용대상에 해당하지 아니하고 신고서에 그 계약에 관한 기재가 있는 경우.
2. 공개매수사무취급자가 공개매수자 및 그 특별관계자 외의 자로부터 위탁을 받아 매수하는 경우.
3. 다른 주주의 권익침해가 없는 것으로서 금감위가 정하는 경우.

64) 다만 신고서제출 전에 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의가 있는 경우에는 그러하지 아니하다(령 12조의 5 단서).

65) 김건식, 전계서, 226~227면.

3. 공개매수의 종류

공개매수는 여러가지 관점에서 분류할 수 있다. 그러나 공개매수의 종류에 따라 적용되는 법규제가 달라지는 점은 별로 없다.

가. 대가에 따른 분류

이는 대상회사의 주주에게 주식의 대가로 지급하는 것이 현금인가, 증권인가의 여부에 따른 구별이다. 대상회사의 주주에게 현금과 증권 중에서 선택하도록 하는 경우도 공개매수로 보아야 할 것이다. 교환공개매수의 경우에는 공개매수자의 증권양도가 수반되므로 동시에 증권거래법상의 모집·매출에 해당하여 유가증권신고서에 의한 公示를 해야 할 경우도 있다.⁶⁶⁾ 공개매수는 공개매수자가 지급하는 대가의 종류에 따라 현금공개매수, 교환공개매수, 현금·교환공개매수로 나눌 수 있다. 증권거래법은 현금공개매수와 교환공개매수만을 규정하고 있지만, 양자를 병행하는 혼합공개매수도 가능하다고 해석된다.⁶⁷⁾

(1) 현금공개매수(Cash Tender Offer)

현금공개매수란 공개매수의 대가를 현금으로 지급하는 형태의 공개매수를 의미한다. 이는 대상회사의 주주에게 신속하게 이해될 수 있으며, 그 절차가 복잡하지 않다는 장점이 있다. 특히 특정 대상회사를 중심으로 지배권 쟁탈전이 경합할 때 공개매수의 사전신고제가 법제화되지 않는 경우에는 신속성 면에서 매우 효과적인 방법이다.⁶⁸⁾ 그러나 현금공개매수의 경우는 교환공개

66) 김건식, 상계서, 205면.

67) 오세란, “주식공개매수에 관한 연구”, 석사학위논문(단국대학교 대학원, 2000), 16면.

매수에 비해 매수자의 자금부담이 큰 단점이 있다.

(2) 교환공개매수(Exchange Tender Offer)

교환공개매수란 공개매수의 대가로 다른 유가증권을 제공하는 것을 의미한다. 따라서 결의권 있는 주식에 관계되는 것일 수도 있고 단순한 사채형 증권일 수도 있다. 유가증권의 발행자도 제한이 없으므로 공개매수자가 發行人일 수도 있고 제3자가 發行人일 수도 있다. 공개매수자가 주권을 提供한 경우에는 대상회사의 주주는 자기의 주권과 공개매수자의 주권을 교환하게 되는 결과를 가져오므로 실질적으로는 합병하는 것과 같은 결과를 가져오게 된다.

교환공개매수의 경우 주주는 제공되는 유가증권의 가치를 신중하게 판단해서 응모여부를 결정해야 하므로 공개매수 참여률은 현금공개매수에 비해 저조하나, 추가자본부담이 없으므로 자금조달능력이 없는 공개매수자는 이 방법을 이용할 수 있을 것이다.

또한 교환공개매수는 기업구조조정의 방편으로도 이용될 수 있다. 기업의 내·외부적인 환경에 의해 경영여건이 악화되어 구조조정을 하게 되면 유가증권을 발행하여 새로운 자금부담 없이 기업구조조정을 원활히 수행할 수 있는 수단으로 이용할 수 있다. 그 사례로는 IMF외환 위기로 구조조정을 겪고 있는 인도네시아 같은 경우 정부가 Exchange Offer를 제시하여 금융기관의 채무재조정을 적극 유도하여, 현재까지 채권단과 별다른 마찰 없이 이행조건을 성실히 이행하고 있는 것을 들 수 있다.

(3) 현금·교환선택공개매수(Combination cash and exchange Tender Offer)

현금·교환선택공개매수란 공개매수의 대가로서 현금을 수령하든지 유가증권과 교환하든지 그 선택권을 대상회사의 주주에게 부여한 공개매수이다. 이것은 활용도가 낮기는 하지만 공개매수자가 대상회사의 주주에게 현금 또는

68) 김풍남, 전계 석사학위논문, 10면.

유가증권의 선택권을 부여함으로써 교환공개매수의 단점을 해소하기 위한 것으로 공개매수자가 현금공개매수를 실행하기에 충분한 자금을 조달할 수 없는 경우에 주로 활용된다.⁶⁹⁾

나. 경영진의 반대 여부에 따른 분류

경영진의 반대여부에 따라 우호적 공개매수와 적대적 공개매수 그리고 중간적 공개매수로 나누어 진다. 실제로는 우호적 공개매수의 수가 더 많으며, 적대적 공개매수의 경우에는 별개의 공개매수가 경쟁적으로 행해질 가능성이 높다.

(1) 우호적 공개매수와 적대적 공개매수

우호적 공개매수란 대상회사의 경영진이 공개매수에 동의하여 자신들의 보유주식을 공개매수자에게 제공할 뿐만 아니라, 주주들에게도 공개매수에 대해 적극 찬성한다는 의사를 표명하고, 공개매수를 권유하는 것을 말한다.⁷⁰⁾ 이 경우 대상회사의 경영진은 공개매수의 개시와 동시에 동의하거나, 공개매수자와의 사전 협상 후 동의할 수도 있다.

우호적 공개매수의 형식을 취하는 경우로는 자사의 주가관리를 위하여 공개매수를 시도할 수도 있고, 母會社가 子會社의 주식을 취득하는 경우, 회사가 자기주식의 소각을 목적으로 자발적으로 공개매수를 하는 경우 등이 있을 수 있다. 우호적 공개매수의 경우에는 경영진은 공개매수자에게 공개매수에 필요한 정보를 제공하는 등 공개매수자에게 협력하게 되며, 이 경우 경영진은 회사 전체나 주주 전체의 이익 또는 자신의 이익을 위하여 우호적인 태도를 취하는 경우도 있을 수 있다.

69) 김풍남, 전계 석사학위논문, 10-11면.

70) Weinberg M.A., Blank M.V. & Greystock A.L., op. cit., pp 7-8.

(2) 적대적 공개매수

적대적 공개매수란 대상회사의 경영진이 공개매수에 반대하는 경우로서 대상회사의 경영진은 공개매수를 저지하기 위해 적극적인 방어수단⁷¹⁾을 강구하게 된다. 공개매수는 적대적인 경우가 일반적이므로 공개매수에 대한 제제는 대부분 적대적 공개매수를 전제로 한 것이다.

적대적 공개매수의 경우 사전에 공개매수의 성패여부를 충분히 검토하고 전략을 수립한 후 대상회사의 경영권 확보를 위해 불특정 다수의 주주에게 프리미엄을 제공하면서 공개매수를 실행하게 된다. 하지만 대상회사가 공개매수에 대하여 강력한 대항을 하는 경우에는 실패할 가능성도 그에 따라 높아지게 된다. 이러한 과정에서 야기되는 문제들로 인하여 적대적 공개매수는 공개매수의 주요한 규제의 대상이 된다.

(3) 중립적 공개매수

중립적 공개매수란 대상회사의 경영진이 공개매수에 대하여 찬성이나 반대의 의견표명 또는 협조나 방어행위를 하지 않는 공개매수를 말한다.⁷²⁾ 따라서 공개매수자는 대상회사의 이사들로부터 공개매수에 필요한 정보나 자료제공 등의 도움을 받지 아니하며, 대상회사의 이사들은 공개매수의 지연 또는 저지를 목적으로 한 방어적 행위를 취하지 아니하고 중립적인 태도를 취하는 경우이다.⁷³⁾

다. 기타의 파생적 분류

71) 대상회사의 방어책으로는 자기주식 취득, 제3자에 의한 대상회사 주식의 시장매수, 제3자를 통한 공개매수회사 주식의 집중매도, 배당률 인상, 주식분할, 주식의 추가발행, 방어적 합병, 결의권조항의 차별화 등을 들 수 있다. (Edward R. Aranow & Herbert Einhorn, Tender offer for Corporate Control, Colum Univ. Press, 1973, pp 234-276).

72) Weinberg M.A., Blank M.V. & Greystock A.L., op. cit., pp 7-8.

73) 정문환, “주식공개매수에 있어서 소액주주 보호에 관한 연구”, 석사학위논문(한양대학교 대학원, 1998), 14면.

(1) 경쟁적 공개매수

경쟁적 공개매수란 제2의 또는 제3의 공개매수자가 경쟁적으로 공개매수에 참여하는 경우를 말한다.⁷⁴⁾ 경쟁공개매수자의 참여는 자발적인 경우도 있지만 대상회사의 이사회가 참여를 권유하는 경우도 있다. 후자는 대상회사의 이사들의 입장에서 볼 때 공개매수가 불가피한 이상 회사의 제1의 공개매수자 보다는 자신들이 선택한 공개매수자의 지배하에 두기를 원하는 경우에 이루어진다.⁷⁵⁾

경쟁공개매수는 동일한 대상회사의 경영권을 획득하고자 하는 자가 둘 이상인 경우, 기존의 대주주가 경영권을 방어하기 위한 경우, 대상회사가 주식 유동물량을 감소시켜 공개매수를 저지하기 위해 우호적 제3자에게 의뢰하는 경우 등에 發生할 수 있다. 대상회사는 공개매수에 대한 방어수단으로 자사주를 공개매수할 수 없으므로, 경쟁공개매수자는 대상회사 이외의 제3자이다. 제3자는 대상회사의 권유에 의하여 우호적 공개매수를 할 수도 있고, 대상회사와 연계하지 않고 적대적 공개매수를 할 수도 있다.

경쟁공개매수자는 일반적으로 공개매수자 보다 유리한 조건을 제시하며, 공개매수자도 공개매수에 성공하기 위해서는 다시 유리한 조건으로 조건변경을 할 수 있으므로, 경쟁공개매수가 있을 경우에는 주주의 입장에서는 단기적으로 유리한 조건에 매도할 수 있는 기회를 가질 수 있다. 그리고 주주는 일방의 공개매수에 응모하였다더라도 응모기간 종료전까지 철회권을 보장받으므로 더욱 유리한 조건의 공개매수에 응할 수 있는 여지가 있다.⁷⁶⁾

(2) 수정공개매수

수정공개매수는 경쟁적 공개매수 또는 적대적 공개매수에 있어 최초의 공개매수조건을 수정하여 새로이 신청하는 경우를 말한다. 여기서 매수조건

74) 송중준, “유가증권의 공개매수에 관한 연구”, 박사학위논문(고려대학교 대학원,1990), 15-16면.

75) 정문환, 전계 석사학위논문, 15면.

76) 강신형, 전계 석사학위논문, 21-22면.

수정은 매수가격 또는 매수예정 주식수량의 변경을 의미하나, 주주에게 불리하게 매수조건을 변경하는 것은 금지되어 있으므로 일반적으로 주주에게 유리한 조건으로 변경을 하게 된다.

원칙적으로 주주는 변경전의 공개매수청약을 일단 승낙하면 매도청약에 대한 응모로서 자기주식을 양도하여야 할 의무가 발생하므로 수정조건에 따른 계약이행을 주장할 수 없는 것이다.⁷⁷⁾ 그러나 공개매수에 있어서는 매수조건의 변경 전에 주식을 제공한 주주에게는 물론 변경 후의 모든 주식제공사에 대하여도 수정된 매수조건에 따라 균등하게 취급되어야 한다.⁷⁸⁾

(3) 강제공개매수

강제공개매수는 한 회사의 결의권 있는 주식의 일정 지분을 취득하거나 이미 소유하고 있는 자가 추가적으로 결의권 있는 주식을 취득하고자 하는 경우에 의무적으로 하여야 하는 경우이다.⁷⁹⁾

(4) 역공개매수

역공개매수는 대상회사가 공개매수자의 주식에 대하여 역으로 공개매수를 시도하여 원래의 공개매수자의 공개매수의욕을 저하시키거나, 오히려 적극적으로 공개매수자의 회사의 지배권을 취득할 목적으로 행하는 대상회사의 공개매수를 말한다.⁸⁰⁾ 역공개매수에 있어서는 최초의 공개매수자의 주식매수가 성공하면 대상회사에 의한 역공개매수는 모두 수포로 돌아간다. 그러므로 역공개매수를 대상회사가 행하지 아니하는 우호적인 제3자에게 당초의 공개매수자의 주식을 대상으로 한 공개매수를 의뢰하는 방법으로 이용되기도 한다.

77) Robert R. Pennington, *Company Law*, 5th ed., London, Butterworths, 1985, p.990.

78) The Securities Exchange Act of 1934, Rule 14d-7.

79) 김풍남, 전계 석사학위논문, 11면.

80) Deborah A. DeMott, *Pac-Man Tender Offer*, 1983 Duke L.J., 116, 1983.

(5) 2단계공개매수

대상회사의 합병을 궁극적인 목적으로 하여 제1단계에서는 대상회사의 지배권 취득에 1차적인 목적을 두지 아니하고 합병交渉에 있어 유리한 지위를 점하기 위해 대상회사 주식의 일정비율에 있어서는 高價의 프리미엄을 현저히 낮은 가격으로 2段階 公開買受를 실시하여 밀어내기 합병(squeeze-out merger)을 시도하는 것을 의미한다.

2段階 公開買受는 대상회사의 주주에 대한 부당한 강압수단이라거나 주주의 선택권을 왜곡할 우려가 있다는 점 등이 문제가 되고 있고, 대상회사의 지배권에 관한 프리미엄을 불공정하게 再分配한거나 株主平等의 原則에 반한다는 비판이 있다.⁸¹⁾

제2절 공개매수의 절차 및 의무와 규제위반의 효과

현행법은 과거와는 달리 주식의 매수가 일정한 규모에 달하는 경우에는 공개매수의 방식으로 할 것을 강제하고 있다. 1998년 개정 전에는 공개매수가 강제되는 경우는 5% 이상의 주식매수와 25% 이상의 주식매수(이른바 의무공개매수)의 두 가지가 있었다. 그러나 후자는 기업의 구조조정에 방해가 된다는 비판 때문에 1998년 개정시에 폐지되었다.⁸²⁾ 증권거래법은 유가증권시장 및 코스닥시장 밖에서 일정기간 동안 일정수 이상의 자로부터 주식 등을 반드시 공개매수의 방식으로 매수할 것을 요구하고 있다(법 제21조 제1항). 이처럼 증권시장 외에서의 일정규모 이상의 거래를 원칙적으로 공개매수에 의하도록 한 것은 거래가 보다 투명하게 이루어지도록 하고 주주들에게 공평

81) Roger J. Dennis, Two-Tiered Tender Offers & Green Mail: Is New Legislation Needed?, 19 Georgia L. Rev., 281,1985.

82) 의무공개매수의 폐지에 대한 비판으로는 이준섭, “공개매수에 관한 고찰-개정 M&A법의 성찰-”, 「상사법 연구」 제18권 2호(1999), 349-352면 참조.

한 매각기회를 주기 위한 것으로 볼 수 있다.⁸³⁾

의결권 있는 주식 기타 일정한 유가증권(주식 등)⁸⁴⁾을 당해 주식 등의 매수 등을 하는 날부터 과거 6개월간(영 제10조의 2 제1항) 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서 10인 이상의 자⁸⁵⁾로부터 매수, 교환, 입찰 기타 유상양수(매수 등)를 하고자 하는 자는 당해 매수 등을 한 후에 본인과 그 특별관계자⁸⁶⁾가 보유(소유 기타 이에 준하는 경우를 포함)하게 되는 주식 등의 수

83) 김건식, 전제서, 211면.

84) 여기서의 유가증권은 주권상장법인 또는 협회등록법인이 발행한 유가증권으로서 의결권 있는 주식에 관계되는 다음의 1에 해당하는 유가증권을 말한다(영 제10조).

1. 주권.
2. 신주인수권을 표시하는 증서.
3. 전환사채권.
4. 신주인수권부사채권.
5. 교환사채권(제1호 내지 제4호의 유가증권과 교환을 청구할 수 있는 것에 한한다).

85) 정확하게는 당해 주식 등의 매수를 하는 상대방의 수와 증권거래법시행령 제10조의 2 제1항의 기간 동안 당해 주식 등의 매수 등의 상대방의 수의 합계가 10인 이상인 자를 말한다(영 제10조의 2 제2항).

86) 특별관계자는 특수관계인 및 공동보유자를 말한다(영 제10조의 3 제1항). 여기서 특수관계인이란 함은 다음의 1에 해당하는 자를 말한다(동조 제2항).

1. 본인이 개인인 경우에는 다음 각목의 1에 해당하는 자.
 - 가. 배우자(사실상의 혼인관계에 있는 자를 포함한다. 이하 같다).
 - 나. 6촌 이내의 부계혈족 및 4촌 이내의 부계혈족의 처.
 - 다. 3촌 이내의 부계혈족의 남편 및 자녀.
 - 마. 배우자의 2촌 이내의 부계혈족 및 배우자.
 - 바. 입양자의 생가의 직계존속.
 - 사. 출양자 및 그 배우자와 출양자 양가의 직계비속.
 - 아. 혼인 외의 출생자의 생모.
 - 자. 본인이 금전 기타 재산에 의하여 생계를 유지하는 자 및 생계를 함께하는 자.
 - 차. 본인이 단독으로 또는 그와 가목 내지 자목의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 기타 임원의 임면 등 법인 기타 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 법인 기타 단체와 그 임원.
 - 카. 본인이 단독으로 또는 그와 가목 내지 차목의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 기타 임원의 임면 등 법인 기타 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 법인 기타 단체와 그 임원.
2. 본인이 법인 기타 단체인 경우에는 다음 각목의 1에 해당하는 자.
 - 가. 임원.
 - 나. 계열회사 및 그 임원.
 - 다. 단독으로 또는 제1호의 각목의 관계에 있는 자와 합하여 본인에게 100분의 30 이상을 출자하거나 기타 임원의 임면 등 본인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 개인 및 그와 제1호의 각목의 관계에 있는 자와 단체(계열회사를 제외한다. 이하 같다) 및 그 임원.

의 합계가 당해 주식 등의 총수의 100분의 5 이상이 되는 경우에는 공개매수 하여야한다. 여기서 소유 기타 이에 준하는 경우는 다음의 1에 해당하는 경우를 말한다(영 제10조의 4).

- ① 누구의 명의로든지 자기의 계산으로 주식 등을 소유하는 경우
- ② 법률의 규정 또는 매매 기타 계약에 의하여 주식 등의 인도청구권을 갖는 경우
- ③ 법률의 규정 또는 금전의 신탁계약·담보계약 기타 계약에 의하여 당해 주식 등의 취득 또는 처분권한이나 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함)을 갖는 경우
- ④ 주식 등의 매매의 일방 예약을 하고 당해 매매를 완결할 권리를 취득하는 경우로서 당해 권리행사에 의하여 매수인으로서 지위를 갖는 경우
- ⑤ 주식 등의 매매거래에 관한 유가증권옵션을 취득하는 경우로서 당해 유가증권옵션의 행사에 의하여 매수인으로서의 지위를 갖는 경우
- ⑥ 증권거래법 제189조의 4의 규정에 의한 주식매수선택권을 부여받은 경우.

그러나 주식 등의 발행주식 총수의 5% 이상을 취득하더라도 그 유형 기타 사정을 감안하여 공개매수에 의하지 않고도 주식 등을 취득할 수 있다(제21조 1항, 영 제10조의 2 1항). 즉 다음의 1에 해당하는 경우에는 공개매수 하지 않아도 된다(영 제11조).

- ① 소각을 목적으로 하는 주식 등의 매수.
- ② 주식매수청구에 응한 주식의 매수.
- ③ 특수관계인으로부터의 주식 등의 매수.
- ④ 신주인수권·전환청구권 또는 교환청구권의 행사에 의한 주식 등의 매

라. 본인이 단독으로 또는 그와 가목 내지 다목의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 기타 임원의 임면 등 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 단체 및 그 임원.

수 등.

- ⑤ 기타 다른 주주의 권익침해가 없는 것으로서 금감위가 정하는 주식 등의 매수등.

그리고 증권거래법 제21조의 제1항의 규정에 의한 주식 등의 수와 주식 등의 총수는 재정경제부령이 정하는 방법에 의하여 산정한 수로 한다(법 제21조 제4항).⁸⁷⁾

1. 공개매수절차

가. 이사회결의와 주주총회결의

公開買受는 인수기업의 경영에 중대한 영향을 주는 것이 보통이다. 따라서 공개매수를 실행할 것인가에 대해서는 정관에 명시적인 규정이 없더라도 인수기업의 이사회에서 결정해야 할 것이다(상법 제393조 제1항).

상법은 공개매수를 주주총회 결의사항으로 하고 있지 않다. 그러나 공개매수를 통하여 다른 회사의 주식 전부(또는 대부분)를 취득하게 되면 실질적으로 영업양수와 유사하게 된다. 상법상 다른 회사의 영업 전부를 양수하는 경우에는 주주총회의 특별결의를 얻도록 하고 있다(제374조 1항 1호). 그러나 상법의 해석상으로는 공개매수를 영업양수와 동일시하기는 어려운 것이다. 현실적으로도 만약 공개매수에 주주총회 결의를 요한다고 한다면 사전비밀유지가 불가능해서 적대적 공개매수의 성사가 극히 어려워질 것이다.⁸⁸⁾

나. 공개매수에 관한 정보공시

87) 이기수·최병규, 「증권거래법」(세창출판사, 2003), 228-232면.

88) 김건식, 전계서, 215면.

공개매수를 하고자 하는 자는 시행령이 정하는 바에 따라 공개매수할 주식의 수, 가격 등 일정한 사항을 일간신문에 공고하여야 한다(제21조의 2 제1항: 령 제11조의 4 제1항). 구법에 의하면 공개매수자는 원칙적으로 공개매수신청서를 금감위에 제출하고 그 신고의 효력이 발생하기 전에는 주식을 매수하는 것은 물론이고 매수청약이나 매도청약의 권유도 할 수 없었다(구법 제21조 제1항). 이러한 사전신고제는 대상회사의 경영진이 방어수단을 강구할 시간적인 여유를 제공하기 때문에 결과적으로 인수기업에 불리하게 작용할 수 있다. 따라서 미국, 일본에서와 같이 공개매수의 실행과 동시에 신고하는 이른바 동시신고제로 전환하자는 주장이 유력했다.⁸⁹⁾

이에 대해서 미국에서와는 달리 일본에서는 법원으로부터 위법한 공개매수에 대한 금지명령을 받아내기 어렵기 때문에 투자자보호를 위하여 사전신고제가 불가피하다는 견해도 있다. 그러나 위법한 공개매수를 저지하는 것은 사전신고제를 취하지 않더라도 공개매수기간 내라면 정정명령 등을 통해서 저지할 수 있는 등의 방법으로 가능하다. 또한 구법은 금감위의 ‘受理’라는 표현을 쓰고 있어 금감위가 실질적인 승인권을 갖는 것이 아닌가 하는 우려가 있었으나, 현행법은 공개매수를 하고자 하는 자에게 먼저 공고의무를 부과하는 동시에 공개매수자로 하여금 금감위에 공개매수신고서를 제출하도록 하고 있다(제21조 2의 1항, 2항).

공개매수자는 공개매수의 신고시에 증권회사를 대리인으로 지정하여 신고하도록 함으로써 대리인강제주의를 취하고 있다. 공개매수사무취급자로 불리는 이 대리인의 업무는 매수할 주식 등의 보관, 공개매수에 필요한 자금 또는 교환대상 유가증권의 지급 기타 공개매수관련사무로 상당히 포괄적이다. 기타의 공개매수관련사무에는 신고서의 작성 및 제출 등이 포함될 수 있을 것이다. 금감위의 감독하에 있는 증권회사가 이러한 업무를 담당한다면 공개

89) 송중준, 전계 박사학위논문, 170면: 사전심사제는 미국에서도 입법과정에서 검토된 바 있으나 사전신고사실이 알려지는 경우에는 公開買受에 불리하다는 근거로 채택되지 않았다. 일본에서도 애초에는 사전신고제를 취하고 있었으나 마찬가지로 이유로 1990년 동시신고제로 전환하였다(일본증권거래법 제27조의 3 제1항, 제2항).

매수와 관련한 범위반행위는 아무래도 감소할 것이다. 그러나 공개매수자의 부담이 증가하는 등 단점도 없지 않다.

현행 증권거래법은 공개매수의 사무처리담당자를 증권회사로 한정하고 있으며(시행령 제11조), 이를 공개매수대리인이라고 부르고 있다. 그러므로 공개매수자는 증권회사를 통해서만 대상회사주주의 주식제공 및 기타 공개매수의 사무를 집행할 수 있다.⁹⁰⁾

이와 같이 증권회사인 공개매수대리인의 개입을 강제하는 이유로서는 첫째, 투자자 측면에서 보면 공개매수에 관한 권유를 행하는 증권회사가 매수사무를 취급하는 것이 주식매수의 실정에 맞고 편리하다는 점, 둘째, 공개매수가 시장에 있어서 주식의 원활한 유통과 공정한 가격형성에 미치는 영향을 생각하면 증권거래소의 규제의 대상인 증권회사가 관여하는 것이 바람직하다는 점, 셋째, 공개매수는 새로운 제도이므로 이에 대한 모든 것을 법령으로 규제하기에는 곤란한 부분도 있으므로 투자자보호에 만전을 기하기 위해 증권관리위원회의 지도하에 있는 증권회사 간의 자율 규제에 의하는 것이 좋다는 점을 들 수 있다.⁹¹⁾

신고서를 제출한 공개매수자는 신고서 사본을 지체 없이 대상기업에 송부하여야 한다(제22조). 이는 대상기업의 경영진으로 하여금 공개매수에 신속하게 대처할 수 있는 기회를 주기 위한 것이라고 할 수 있다. 또한 공개매수자는 신고서 사본을 거래소에도 제출하여야 한다(제22조). 공개매수자가 상장법인인 경우에는 공개매수에 관한 결정이 있거나 공개매수자로부터 공개매수의 통보를 받은 때 및 그 결과가 확정된 때로부터 각 1일 이내에 그 사실을 거래소에 신고하여야 한다. 금감위, 거래소는 제출받은 신고서 등을 그 접수일 부터 3년간 비치하고 일반인이 열람할 수 있도록 해야 한다(제26조).

공개매수를 하고자 하는 자는 공개매수를 하고자 하는 자, 공개매수 할 주

90) 일본은 제공된 유가증권의 보관 또는 대금지급에 관한 사무는 은행도 할 수 있도록 하고 있다. 그러나 미국은 공개매수의 사무처리 담당자의 자격을 제한하고 있지는 않다.

91) 안문택, 「증권거래법체계」(육법사, 1985), 202면.

식 등의 발행인 등에 관한 사항을 공고하여야 한다(제21조의 2 1항). 그리고 공개매수자의 공개매수공고는 공개매수자 및 그 특별관계자에 관한 사항, 공개매수할 주식 등의 발행인, 공개매수의 목적 등 일정한 사항을 금감위에 제출하여야 한다. 다만 공개매수공고일이 공휴일이고 또는 그 밖의 금감위가 정하는 날에 해당하는 때가 공휴일인 때에는 그 다음날에 제출할 수 있다(제21조의 2 2항). 공개매수공고는 정기간행물의 등록 등에 관한 법률의 규정에 의한 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 2개 이상의 신문에 게재하여야 한다(영 제11조의 4 1항). 그리고 공개매수자는 증권거래법 제21조의 2 제2항에 의한 공고를 하고 공개매수공고일부터 3일이 경과하여야만 공개매수를 할 수 있다(제23조 제1항).

현행법에서도 대기기간이 존재하기 때문에 금감위는 公開買受가 개시되기 전에 이미 신고서의 심사에 착수할 수 있다. 금감위는 심사시 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 때에는 공개매수자 및 그 관계자에 대해서 참고가 될 보고 또는 자료의 제출을 명할 수 있다(제27조). 심사의 결과 신고서에 형식상의 불비가 있거나 그 신고서에 기재할 중요한 사항의 기재가 불충분하다고 인정하는 때에는 그 이유를 제시하고 정정신고서의 제출을 명할 수 있다(제23조 2 3항, 제11조의 1항). 정정신고서의 제출명령은 공개매수가 개시된 후에도 할 수 있으며 명령이 있는 때에는 신고서가 수리되지 않은 것으로 본다(제23조 2 3항, 제11조 2항). 또한 공개매수자는 명령이 없더라도 매수조건을 변경하고자 하는 경우에는 공개매수기간이 종료하는 날까지 정정신고서를 제출하여야 한다(제23조 2 1항). 다만 매수가격의 인하, 매수예정주식 등의 수의 감소, 매수대금지급기간의 연장 기타 시행령이 정하는 매수조건은 이를 변경할 수 없다(제23조 2 1항 단서). 또한 신고서의 기재사항에 허위의 기재나 중요한 사항의 누락이 있는 때에는 이러한 정정신고서의 제출명령 외에는 금감위는 공개매수의 정지, 금지 등의 일반적인 처분권을 행사할 수 있다(법 제27조 2, 법 제20조).

공개매수자는 매수조건을 변경하고자 하는 경우에는 공개매수기간이 종료

하는 날까지 정정신고서를 제출하여야 한다. 그러나 매수가격의 인하, 매수에 정주식 등의 수의 감소, 매수대금 지급기간의 연장, 공개매수기간의 단축, 응모주주에게 줄 대가의 종류의 변경(다만, 응모주주가 선택할 수 있는 대가의 종류를 추가하는 경우를 제외한다), 기타 응모주주에게 불리한 공개매수조건의 변경으로서 금융감독위원회가 정하는 경우에는 이를 변경할 수 없다(제23조의 2 1항, 영 제12조의 6).

공개매수자는 공개매수를 하고자 할 때에는 시행규칙에 따라 공개매수설명서를 작성하여 일정한 장소⁹²⁾에 비치하고 일반인이 열람할 수 있도록 하여야 한다(제24조 1항). 공개매수신청서가 모집매출시의 유가증권신고서에 상응하는 것이라면 공개매수설명서는 사업설명서에 상응하는 것이다. 즉 공개매수에 응하는 투자자에게 투자판단에 필요한 정보를 직접 제공하려는 취지에서 인정된 것이다. 공개매수설명서의 기재사항은 대체로 공개매수신고서의 기재사항과 같다(규칙 제8조 1항).

공개매수설명서도 사업설명서와 마찬가지로 증권보유자의 요구가 있는 경우에는 교부하여야 하며(제24조 2항, 제13조 1항). 공개매수와 관련하여 적법하지 않은 공개매수설명서를 사용하는 것은 금지된다(제24조 2항, 제13조 2항). 사업설명서와 마찬가지로 공개매수설명서도 넓게 해석할 필요가 있는데, 명칭에 구애됨이 없이 사실상 공개매수설명서의 기능을 하는 문서는 모두 공개매수설명서로 간주하여야 할 것이다. 공개매수설명서의 작성의무 및 교부의무, 적법한 공개매수설명서의 사용의무 등을 위반한 경우에도 금감위는 공개매수자에게 정정을 명하고 기타 공개매수를 정지 또는 금지시키는 등 처분권을 행사할 수 있다(제27조 2, 제20조). 금감위는 임원해임권고, 유가증권발행제한, 위법내용의 공표요구, 각서청구, 법위반의 경우 고발 또는 수사기관에의 통보, 경고, 주의 기타 금감위가 필요하다고 인정하는 조치를 취할 수

92) 시행규칙에 의하면 다음의 장소를 말한다(법 제8조 제2항).

1. 금감위.
2. 증권거래소.
3. 공개매수사무취급자의 본점 및 지점.

있다(령 제9조의 3). 또한 공개매수설명서에 관한 의무를 위반하는 경우에는 형벌의 대상이 된다(제210조 2호, 제20조, 제27조의 2).

대상회사의 주주가 공개매수에 응할 것인지 여부를 결정할 때에는 물론 공개매수설명서의 내용을 참고로 할 수 있다. 공개매수설명서는 공개매수자가 일방적으로 작성한 것이므로 대상회사에 대해서 가장 잘 알고 있다고 할 수 있는 회사경영진의 의견이 크게 참고가 될 것이다.

증권거래법은 주식 등의 發行人은 시행령이 정하는 바에 따라 의견표시를 할 수 있다고 하고 있다(제25조). 여기서 의견표시의 내용은 결국 이사회가 결정한다고 할 것이다. 시행령에 의하면 의견표시의 방법은 광고·서신 기타 문서에 의한 방법으로 되어 있다(제13조 1문). 법이 대상회사에 의견표시를 요구하고 있는 것은 아니므로 이사회가 침묵을 지키는 것도 가능할 것이다. 또한 의견을 내는 경우에도 찬성도 반대도 아닌 중립적인 견해를 표명하는 것도 가능할 것이다.⁹³⁾ 다만 의견을 표시하는 경우에는 그 내용을 기재한 문서를 지체 없이 금감위와 거래소에 제출해야 한다(제25조). 입법론상으로는 투자자의 판단을 돕는다는 관점에서 그 의견표시를 의무화하는 것이 바람직할 것이다. 현행법상 의견표시의 내용에 관해서는 「그 내용에 있어서 중요한 사항을 누락하거나 오해를 일으킬 수 있는 것이어서는 아니된다」는 규정밖에 없다(령 제13조 2문). 입법론적으로는 의견표시에 공시할 내용에 대해서도 규정을 둘 필요가 있다. 예컨대 의견의 근거, 의견표시에 대한 이사회 의사 내용, 회사의 이사가 소유하는 주식수, 公開買受者가 이사에 특별이익을 약속한 경우에는 그 이익의 내용 등은 공시하도록 해야 할 것이다(일본 公開買受省令 제25조 제2항).. 공개매수시에 대상회사의 경영진과 주주의 이익은 상충되는 면이 없지 않으므로 이러한 내용의 공시가 특히 필요할 것이다.

부실한 의견표시는 금지되고 있지만(령 제13조 2문) 그에 대한 제재를 규정한 조항은 없다. 시행령이 정하는 것과 다른 방법의 의견표시(예컨대 광고가 아닌 구두의 의견표시)를 하는 것은 가능한가는 법문상으로는 불가능한

93) 위성승, 전계논문, 19면.

것처럼 보이기도 하나 사적으로 의견을 표시하는 것이 전혀 허용되지 않는다고 보는 것은 비현실적이므로 그러한 의견표시는 가능하다고 할 것이다. 다만 시행령에 따른 의견표시가 아닌 경우에는 법문상으로는 금감위에 내용을 신고할 의무도 없다(제25조 2문).⁹⁴⁾ 따라서 이러한 결점을 보완하기 위해서는 문서에 의한 의견표시를 가능한 한 넓게 해석해야 할 것이다.

우리 증권거래법은 공개매수의 종료에 대해서는 상세히 규정하고 있지 않다. 다만 공개매수자는 그 공개매수실적에 관한 보고서를 금감위 등에 제출하도록 하고 있다(제27조 2, 제17조).⁹⁵⁾ 이에 따라 발행·공시규정은 공개매수자로 하여금 공개매수가 종료한 때에는 그 결과를 기재한 공개매수결과보고서를 작성하여 금감위에 보고하도록 하고 있다(제130조). 또한 응모주주에게도 매수의 상황, 매수예정주식(또는 반환주식) 및 기타 결제 등에 필요한 사항을 기재한 공개매수통지서를 송부하도록 하고 있다(발행·공사규정 제129조). 결제는 신고서에 기재한 결제일에 이루어지나 결제일을 언제로 할 것인가에 대해서는 아무런 규정이 없다. 일본법은 매매에 따라 결제도 매수기간 종료후 지체 없이 하도록 하고 있다. 우리도 같은 취지의 규정을 두어야 할 것으로 생각된다.⁹⁶⁾

다. 기타

공개매수자는 증권거래법 제23조 제1항에 의하여 공개매수를 할 수 있는 날로부터 그 매수기간이 종료하는 날까지 당해 주식 등을 공개매수에 의하지 않고는 매수 등을 하지 못한다. 다만 다음의 경우에는 예외이다(제23조 2항, 영 제12조의 3).

94) 얼핏 허위표시도 가능한 것처럼 보이지만 이러한 해석은 취할 수 없을 것이다.

95) 일본 증권거래법은 매수기간 말일의 다음 날에 公開買受의 결과를 공고·공표하고 같은날 말일에 公開買受報告書を 大藏大臣에게 제출하도록 되어 있다(제27조의 13 1항, 2항).

96) 김건식, 전계서, 219~222면.

① 당해 주식 등의 매수 등의 계약을 공개매수 신고 전에 체결하고 있는 경우로서 당해 계약체결 당시 증권거래법 제21조 제1항의 공개매수의 적용 대상에 해당하지 아니하고 공개매수신고서에 당해 계약사실 및 내용이 기재되어 있는 경우.

② 공개매수사무취급자가 공개매수자 및 그 특별관계자 외의 자로부터 당해 주식 등의 위탁을 받은 경우.

③ 기타 공개매수에 의하지 아니한 주식 등의 매수 등을 허용하여도 다른 주주의 권익침해가 없는 것으로서 금융감독위원회가 정하는 경우.

금융감독위원회는 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 때에는 공개매수자 및 그 관계자와 당해 유가증권의 발행인에 대하여 참고가 될 보고 또는 자료의 제출을 명할 수 있고(법 제27조) 공개매수를 할 수 있게 된 날(제23조 1항, 즉 공고 및 신고서 제출 7일 후) 이후에는 공개매수를 철회할 수 없다. 그러나 다음의 경우에는 공개매수기간의 말일까지 철회할 수 있다(제24조의 2 1항, 영 제12조의 7).

① 대항공개매수가 있는 경우.

② 공개매수자가 다음의 1에 해당하는 경우. 1)사망, 2)해산, 3)파산, 4)발행한 어음 또는 수표의 부도, 5)기타 공개매수 신고당시 예측할 수 없었던 중대한 재해 등 금융감독위원회가 정하는 사항.

③ 공개매수대상회사에 다음의 1의 사유가 발생한 경우 공개매수를 철회할 수 있다는 조건을 공개매수신고서에 기재하고 이를 공개매수개시 공고시 공고한 경우. 1)합병, 2)중요한 영업의 양수 또는 양도(영 제84조의 8 제1항에 규정된 것), 3)해산, 4)파산, 5)발행한 어음 또는 수표의 부도, 6)주식 등의 상장폐지 또는 협회등록 취소, 7)기타 공개매수신고당시 예측할 수 없었던 중대한 재해 등 금융감독위원회가 정하는 사항.

한편 공개매수자가 공개매수를 철회하고자 하는 경우에는 철회신고서를 금융감독위원회와 증권거래소 또는 협회에 제출하고 그 내용을 공고하여야 한다(제24조의 2 2항). 철회신고서에 기재할 사항은 ①철회사유, ②응모한주주

로부터 매수한 주식 등의 반환방법, ③철회하고자 하는 내용의 공고방법, ④ 기타 투자자보호를 위하여 필요한 사항이며 철회사유를 증명할 수 있는 자료가 있을 때에는 이를 첨부하여야 한다(규칙 제9조).

공개매수대상 주식 등의 매수의 청약에 대한 승낙 또는 매도의 청약을 한 자(응모주주)는 공개매수기간 중에는 언제든지 응모를 취소할 수 있다. 이 경우 공개매수자는 응모주주에 대하여 당해 응모의 취소에 따른 손해배상 또는 위약금의 지급을 청구할 수 없다(제24조의 2 3항).

2. 공개매수의무

가. 買受數量과 분배방법

공개매수자는 대상회사의 발행주식에 대한 매수청약의 조건으로서 취득하고자 하는 매수수량을 확정하여야 한다. 그 수량은 대상회사의 지배권을 취득하기에 족한 정도임이 일반적이거나, 대상회사의 주주가 제공한 주식의 수량은 이 매수수량을 초과하거나 하회할 수도 있다. 여기서 제공주식수가 매수예정량에 미달하는 경우에는 공개매수가 성취될 수 없으므로 문제가 없으나, 초과되는 경우에는 그 분배방법을 어떻게 해야 할 것인가가 중요한 문제이다.

(1) 전부매수의 원칙

공개매수자는 원칙적으로 매수기간 중에 제공된 주식의 전부를 매수할 의무가 있다. 공개매수자의 편의를 고려하여 임의로 제공증권을 선택할 수 있게 하면 공개매수자의 자의성으로 인하여 공개매수에 응한 투자자의 지위를 불안정하게 하고 증권시장의 혼란을 가중시킬 수 있다. 다만 전부매수의 원

칙에 대하여 다음과 같은 예외가 허용된다.

제공된 주식의 總數가 매수예정수량에 달하지 않을 경우에는 제공 주식의 전부를 매수할 의무가 없다. 수량부족은 공개매수계약의 불성립을 의미하는 것뿐만 아니라 만일 이러한 경우까지 전부매수의 義務를 부과한다면 공개매수자는 스스로 부담할 위험 때문에 공개매수의 이용을 단념할 것이고, 그 결과 공개매수가 활용되지 않을 것이므로 이것은 同趣旨에 반하기 때문이다.⁹⁷⁾

(2) 안분비례매수의 원칙

공개매수청약에서 정한 매수예정수량을 초과하여 주식 등이 제공된 경우 공개매수자는 모든 제공주주에 대하여 개별주주가 提供한 주식 수의 비율에 의하여 매수수량을 配分하여야 한다. 이것을 안분비례의 원칙⁹⁸⁾이라 하는데, 동 원칙은 買受數量 條件의 變更이 있는 경우에도 擴張 適用된다.⁹⁹⁾

안분비례의 원칙에 의한 配分의 규제는 선착순매수원칙을 배제함으로써 공개매수에 참여하는 모든 투자자에게 공정한 기회를 부여하고, 투자자의 주식 제공의 결정에 심리적인 압력을 가하는 것을 방지하고자 함에 그 목적이 있다.¹⁰⁰⁾

按分比例의 原則과 관련하여 空提供의 문제가 있다. 空提供이라 함은 대상 회사의 유가증권을 소유하고 있지 않으면서 公開買受에 應募하는 것을 말한다. 즉 매수가격이 높은 경우, 가능한 많은 수량의 증권이 매수되게 하기 위하여 실제로 자기가 갖고 있는 증권 수보다 많은 수량을 응모하는 투자자가 있는 경우 안분비례의 配分方法이 적용되는 결과 정직하게 응모한 投資者는 극히 소수의 비율만이 매수될 수밖에 없는 결과가 되는 것이다.¹⁰¹⁾ 그러나

97) 오세란, 전계 석사학위논문, 29~30면.

98) The Securities Exchange Act of 1934, Rule. 14d-6,7.

99) SEC Rule 14-d8.

100) Brown, The Scope of the Williams Act Its Amendment, Bus, Law. 1645 (1971).

101) 오세란, 상계 석사학위논문, 30~31면.

위와 같은 空提供을 법률로써 禁止하는 입법례는 없다. 다만 미국의 SEC는 규칙을 정하여 이 空提供을 禁止하고 있다.¹⁰²⁾

나. 代金支給

買受代金の支給 또는 공개매수의 대가로써 교환되는 유가증권의 인도는 매수기간 종료 후 지체없이 행하여져야 하며, 投資者 또는 공개매수자가 공개매수에 관한 행위를 철회한 때 또는 공개매수자가 제공된 유가증권을 취득하지 않게 된 때에는 지체 없이 공개매수대리인 또는 은행으로 하여금 그들이 보관하는 유가증권을 그것을 제공한 자에게 반환하여야 한다.

또한 공개매수자는 매수기간이 종료한 때에는 지체 없이 매수상황, 매수 또는 반환하는 유가증권 및 결재의 方法을 기재한 買受通知書を 공개매수에 응한 투자자에게 送付하여야 한다. 이는 일반적인 유가증권의 매수거래의 경우의 매수보고서의 交換義務에 대응하는 것이다.¹⁰³⁾

3. 공개매수의 규제위반의 효과

가. 민사적 제재와 형사적 제재

공개매수는 다수의 투자자를 상대로 한 유가증권 매매라는 점에서 공모발행과 유사하다.¹⁰⁴⁾ 그러나 구법에는 공모발행시의 부실공시에 대해서는 손해배상책임규정이 마련되어 있었으나(구법 제14조-제16조), 공개매수시의 부실

102) SEC Rule 10b-4.

103) 안문택, 전게서, 202면.

104) 김건식, 전게서, 246면.

공시에 대한 손해배상책임규정은 따로 존재하지 않았었다. 현행 증권거래법은 공모발행시의 부실공시에 대한 손해배상책임을 규정한 제14조와 손해배상 청구권의 소멸시효에 관한 제16조를 공개매수의 경우에도 준용하고 있다(제25조의 3 1항, 2항).

손해배상책임의 주체는 공개매수신고서 및 정정신고서 상의 신고자와 그 신고대리인 그리고 신고자의 특별관계인을 포함하여 신고자가 법인인 경우에는 그 이사도 포함한다. 또한 공개매수설명서의 작성자와 그 작성대리인도 손해배상책임을 진다.

책임의 대상은 공개매수신고서 및 그 공고, 정정신고서 및 그 공고, 그리고 공개매수설명서와 관련된 부실표시로 인하여 응모주주에게 끼친 손해이다. 다만 배상의 책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 부실공시내용을 알 수 없었음을 증명하거나, 그 응모주주가 매도의 청약시에 그 사실을 안 때에는 그러하지 아니하다(25조의 3 1항, 제14조 1항 단서).

공개매수의 규제를 위반한 행위에 대해서는 일정한 형사처벌이 규정되어 있다(제 209조 4호). 이에 해당하는 행위는 ①공개매수의 강제규정(제21조 1항)에 위반하는 경우, ②공개매수신고서 제출의무에 관한 규정(제21조의 2 1항)을 위반한 경우, ③대기기간의 경과 전에 공개매수를 금지하는 규정(제23조 1항)을 위반한 경우, ④별도매매의 금지규정(동조 2항), ⑤공개매수반복금지규정(동조 3항), ⑥공개매수기간중 의결권 변동행위 금지규정(동조 4항)을 위반한 경우 등이다. 그밖에 적법한 공개매수설명서의 사용의무(제24조, 제13조)를 위반한 경우에도 형벌이 규정되어있다.(법 제210조 제2호) 그런데 공개매수시의 부실공시에 대해서는 따로 형사책임을 규정하고 있지 않다.¹⁰⁵⁾

나. 의결권 제한등

105) 김건식, 전거서 239~240면.

강제공개매수에 관한 규정(제21조 1항)을 위반하거나 신고서제출의무(제21조의 2 1항)를 위반하여 주식 등을 매수한 경우에도 그 매수행위의 사법상의 효과에는 영향이 없다. 그러나 당해 주식에 대한 의결권은 당해 주식 등의 매수 등을 한 날부터 당해 주식 등을 처분한 후 6개월이 경과한 날까지 행사할 수 없다(제21조의 3 영, 제12조). 또한 금융감독위원회는 당해 주식 등의 처분을 명할 수 있다(제21조의 3).¹⁰⁶⁾

의결권이 제한되거나 처분대상이 되는 주식 등의 범위는 법문상 명확하지는 않으나 위반행위로 인하여 취득한 주식 전부라고 해석하여야 한다. 주식대량보유보고(5%규칙)의 위반의 경우에는 ‘위반분’이라는 용어를 사용하고 있는데 반하여(제200조의 3), 이곳에는 ‘당해 주식 등’이라는 표현을 사용하고 있으므로 주식대량보유보고의 위반의 경우와 같이 5% 선을 초과하는 부분만을 적용대상으로 할 수는 없다.¹⁰⁷⁾

다. 금융감독위원회의 처분권

증권거래법은 공개매수시에도 증권공모시에 공시의무를 위반한 발행인에 대한 금융감독위원회의 처분권을 규정한 제20조를 준용하고 있다(제27조의 2). 따라서 금융감독위원회는 정정을 명하거나 공개매수를 정지 또는 금지시킬 수 있다. 처분의 상대방은 발행인이 아니라 공개매수자라고 하여야 한다. 처분권의 행사를 정당화하는 사유로는 공개매수신고서 또는 공개매수실적보고서의 기재사항에 허위의 기재가 있거나 중요한 사항의 누락이 있는 때, 공개매수설명서에 관하여 작성공람의무나 정당한 사업설명서의 사용의무를 위반한 때 등을 들 수 있다.¹⁰⁸⁾

106) M&A와 공개매수에 대하여는 정동윤, 「상법」(상), (법문사, 2000), 890면 참조.

107) 최기원, 전계서, (1999), 898면, 그러나 5%률의 취지에 비추어 기보유주식을 포함한 5% 이내는 의결권을 가지고 5% 초과분만 의결권이 제한된다고 풀이하는 견해도 있다. 정동윤, 상계서, 863면.

108) 김건식, 전계서, 221면.

제3절 공개매수 방어장치에 관한 법제

1. 지분변동상황 개시의무(이른바 5% 규칙)

주식보유 상황이나 변동내용의 개시의무는 M&A 과정의 투명성, 공정성과 관련하여 대단히 중요한 의미를 가지며 미국,¹⁰⁹⁾ 일본 등에서도 시행하고 있는 제도이다. 이로써 投資者들은 경영권이동과 관련하여 발생할 수 있는 주가의 변동에 대처할 수 있게 되고, 회사들은 외부의 적대적 인수시도로부터 자신을 보호할 기회를 가지게 되며, 감독기관은 M&A 시장을 효과적으로 관리할 수 있게 되기 때문이다. 따라서 開始義務의 엄격한 이행풍토가 M&A 시장에 정착되도록 해야 할 것이다.

이하에서는 우리나라 證券去來法상의 5% 규칙의 내용을 검토해 보고 그 기능과 적용대상 등을 검토한다.

가. 5% 규칙의 내용

증권거래법 제200조의 2 제1항에 의하면 누구든지 證券上場法人 또는 協會 證券法人¹¹⁰⁾의 주식 등을 5% 이상 보유¹¹¹⁾하게 되면 그 날부터 5일 이내에 그 保有狀況을 금감위와 증권거래소에 보고하여야 하며, 그 보유주식비율이 당해 법인주식 등의 총수의 1% 이상 變動된 경우에는 그 變動이 있는 날부

109) 미국의 Williams Act(1968)는 13(d)에서 우리나라와 같은 5% 규칙을 규정하고 있다. 다만 우리나라에서는 5일 내에 報告해야 하나 미국은 10일 내에 報告하면 된다.

110) 종래에는 證券上場法人에 한정하였던 것을 改正法에서는 協會登錄法人의 柱式까지 포함시켰다. 이는 協會登錄市長(KOSDAQ)도 거래의 방식과 효과면에서 證券去來所 市場과 거의 동일하기 때문이다.

111) 개정전에는 保有가 아니라 所有였다.

터 5일 이내에 그 변동내용을 금감위와 증권거래소에 보고하여야 한다.

여기서 보유한다 함은 所有 기타 이에 준하는 경우로서 누구의 명의로든지 자기의 계산으로 주식 등을 소유하는 경우, 법률의 규정 또는 매매 기타 계약에 의해 주식 등의 인도청구권을 갖는 경우, 법률의 규정 또는 금전의 신탁계약, 기타 계약에 의해 당해 주식 등의 취득 또는 처분권한이나 의결권을 갖는 경우 등이 포함된다.¹¹²⁾

나. 5% 規則의 機能

5% 규칙은 현 경영진에 대하여 일종의 조기경보체제(early warning system)로서의 기능을 한다.¹¹³⁾ 이로 인해 특정회사에 대한 특정인의 인수의도가 사전에 탐지되어 경영권을 보호하려는 현 경영진은 사전에 이에 대해 일정한 방어행위를 할 수 있게 되었다. 그리고 대상회사의 주주들에게는 경영권이동의 개연성을 시사해 줌으로써 주주들로 하여금 주요주주들의 주식보유수 및 변동에 관한 정보를 수시로 접할 수 있게 하고, 보유주식의 매각에 대하여 보다 신중히 결정할 수 있도록 주주들의 이익을 합리적으로 보호해 준다.¹¹⁴⁾ 한편 이 규칙은 해당회사의 주가상승, 현 경영진의 방어조치 착수를 유발하며, 해당회사가 적대적 인수될 가능성이 증권시장에 공개됨으로써 인수희망자의 비용과 위험을 상승시키는 반면 인수기대이익을 감소시킴으로써 전체적으로 M&A의 발생빈도를 떨어뜨리는 역할을 하고 있다.¹¹⁵⁾

다. 報告對象 有價證券

112) 기타 보유의 의미에 관해서 자세한 설명은 고창현 • 허영만, “개정 증권거래법 검토”, 「인권과 정의」, (1997. 4). 18면 참조.

113) 김화진, “EC내 M&A와 법률적 규제”, 「M&A와 경영권」 (제일경제연구소, 1992), 80면.

114) 제해진, “알기 쉬운 M&A와 주식투자”, (한국경제신문사, 1997), 174면.

115) 김화진, 전개논문, 80면.

개정 증권거래법시행령은 新株引受權을 표시하는 증서, 轉換社債權, 新株引受權附社債, 交換社債權 등도 보고의무의 대상에 포함되도록 하였다(제10조). 종래에는 전환사채 등 잠재적 주식은 의결권이 없기 때문에 보고의무의 대상에서 제외시켰으나 이러한 잠재적 주식도 경영권과 관련하여 매우 중요한 의미를 갖는 수단임을 감안하여 개정 증권거래법시행령에서는 이를 포함시킨 것이다.

한편 無議決權優先株式¹¹⁶⁾은 의결권이 없기 때문에 위 보고의무의 대상에 포함되지 않는다. 다만 無議決權優先株가 제한적이기는 하지만 5% 규칙의 적용을 회피하는데 이용될 수 있다. 즉 회사에 따라서는 우선주의 비중이 상당히 높아 배당을 하지 못하는 경우 특정세력이 보유상황의 개시의무가 없는 무의결권우선주를 대량으로 취득한 후 정관에 정한 우선적 배당을 받지 않는다는 주주총회의 결의를 기다려 기업인수를 시도할 가능성도 배제할 수 없다.¹¹⁷⁾

2. 상법상 주식취득의 통지의무

가. 내용

상법상 회사가 다른 회사의 발행주식총수의 10분의 1을 초과하여 취득한 때에는 그 다른 회사에 대하여 지체 없이 이를 통지하여야 한다(제342조의

116) 회사가 수종의 주식을 발행하는 경우 정관으로 이익배당에 있어서의 우선주식에 대하여 의결권이 없는 것으로 할 수 있다(상법 제370조 제1항). 근래에 주식이 자산증식수단으로 부각됨에 따라 회사의 경영 또는 지배에는 관심이 없고 오직 투자수익의 증대만을 바라는 대중투자자와 기관투자자가 늘어나고 있는 경향이어서 비록 의결권이 없다 하더라도 일정률의 이익배당만 우선시켜 주면 주주모집에 별 지장이 없다.

117) 김화진, 전개서, 80면.

3). 이 규정은 대상기업의 주식을 대량으로 은밀하게 취득하여 경영권을 탈취하는 것을 막고 선의의 지배경쟁을 보장하여 주기 위한 것이다.¹¹⁸⁾ 또한 상호주 규제에 있어서 규제기준(발행주식총수의 10분의 1) 이상으로 주식을 취득하면 취득당한 회사에 취득사실을 통지하게 하고 그 선후에 따라 권리행사에 차별¹¹⁹⁾을 두려는 취지도 있다.¹²⁰⁾

또한 동 규정은 적대적 M&A에 대해 경영권을 방어하기 위한 기본전제가 된다. 상법상 非母子關係라 하더라도 자사의 주식을 10% 이상 취득한 다른 회사의 주식은 자사가 취득할 수는 있지만 그 의결권은 행사할 수 없으므로 다른 회사에 의해 10% 이상의 주식을 은밀하게 매집당한 회사는 경영권에 대하여 예측할 수 없는 공격을 당할 위험에 처하게 된다. 이 경우 주식취득에 대한 통지의무를 부여하면 취득당한 회사가 M&A의 가능성을 인식하고 이를 방어하기 위해 상대회사의 주식도 10% 이상 취득하여 상대회사가 가지고 있는 자사주식의 의결권 행사를 저지할 수 있게 된다. 결국 상법상의 통지의무는 적대적 M&A 방어를 위한 기본전제가 된다고 할 것이다.

나. 5% 規則과의 關係

上場會社와 協會登錄法人의 경우에는 증권거래법상 대량주식 보유 및 변동 신고제도의 규정을 적용받음으로 다른 회사의 주식을 5% 이상 취득한 경우 증권거래소와 금융감독위원회에 보고하여야 한다. 이 규정과 상법상의 통지의무를 비교해 보면 5% 규칙은 5% 이상 취득한 경우에 적용되는 반면, 상법상의 통지의무는 10%이상 취득시 적용된다. 그리고 5% 규칙은 증권거래소와 금융감독위원회에 보고하여야 하는 반면, 상법상의 통지의무는 주식을 취득

118) 쓰리알컨설팅 M&A팀, "M&A의 실무", ((주)조세통람사, 1998), 346면.

119) 예컨대 통지를 먼저 받은 회사가 통지한 회사에 대하여 의결권을 행사하지 못하게 하는 것들 들 수 있다.

120) 이철송, 「회사법강의」(박영사, 2004), 378-379면.

당한 회사에 통지하여야 한다.

여기서 5% 규칙과 상법규정과의 관계가 문제되는데 상법상의 규정은 상장회사와 협회등록법인 이외의 일반회사에만 적용되는 것으로 이해하는 견해가 있다. 그러나 사건으로는 양규정의 관계가 배척되지 않고 서로 조화될 수 있다고 생각하며, 따라서 상장회사와 협회등록법인의 주식을 취득할 경우에는 5% 이상 취득시 증권거래소와 증권관리위원회에 보고하며, 10% 이상 취득시 보고와 함께 취득당한 회사에 통지하면 되고, 상장회사와 협회등록법인 이외의 회사주식을 취득할 경우에는 5% 규칙은 적용을 안 받고 대신 10% 이상 취득했을 때에만 취득당한 회사에게 통지하면 된다고 해석해야 할 것이다.

다. 통지위반의 효과

취득당한 회사에게 통지를 하지 않을 경우가 문제되는데 통지를 하지 아니하여도 상법상 주식취득의 효력에는 영향이 없다고 보아야 한다. 다만 통지를 위반한 경우에는 취득한 주식에 대하여 의결권을 부정해야 할 것이다.¹²¹⁾ 그렇게 하지 않으면 취득당한 회사의 입장에서는 예기치 않은 M&A 공격에 대해 속수무책이 되므로 이 규정을 신설한 의미가 없기 때문이다.

3. 자기주식 취득한도의 확대

회사는 상법상 일정한 예외를 제외하고는 원칙적으로 자기주식을 취득하지 못하며, 예외적으로 자기주식을 취득하는 경우에도 의결권을 행사할 수 없다(제341조, 제361조 2항). 구증권거래법은 이를 완화하여 상장법인에 한하여 자기주식을 발행주식총수의 10%까지 취득할 수 있도록 하였다. 그러나 10%

121) 쓰리알컨설팅 M&A팀, 전계논문, 346면.

만 가지고서는 적대적 M&A에 대응하여 기업의 경영권을 보호하기에는 너무 역부족이었다. 따라서 적대적 M&A에 적절히 대처할 수 있도록 구 증권거래법에서는 상장법인이 자기주식을 발행주식총수의 3분의 1까지 취득할 수 있도록 그 범위를 확대하였었다(구법 제189조의 2, 영 제84조의 2). 그러나 1998년 개정법에서는 3분의 1 제한마저도 철폐하여 상법 제462조 제 1항의 규정에 의한 이익배당을 할 수 있는 한도 안에서 자기주식을 취득할 수 있도록 하였다(제189조의 2).

제4장 공개매수의 개선방안

제1절 5%공개매수의 요건

1. 공개매수의 적용대상이 되는 회사

공개매수의 적용대상은 의결권이 있는 주식 기타 대통령령이 정하는 유가증권이다(제21조 제1항 본문 전단). 이에 따라 시행령 제10조는 대통령령이 정하는 유가증권을 주권상장법인 또는 협회등록법인이 발행한 유가증권으로서 의결권 있는 주식에 관계되는 ①주권, ②신주인수권을 표시하는 증서, ③전환사채권, ④신주인수권부사채권, ⑤교환사채권의 다섯가지로 규정하고 있다. 시행령이 공개매수의 대상을 공개법인인 주권상장법인 또는 협회등록법인이 발행한 주식 등으로 한정된 것은 비공개회사 또는 폐쇄회사의 경우에는 주식이 일반 공중에 분산되어 있지 않고, 대주주 등 특정인이 절대적인 지분을 보유하고 있기 때문에 실제상으로 공개매수의 대상이 될 수 없기 때문이라고 생각된다. 그러나 법이론적으로 볼 때 이러한 접근은 문제가 있다. 왜냐하면 공개매수를 규율하는 목적이 지배권의 변동에 따른 사실을 일반주주에게 공시하여 주주의 이익을 보호하고자 하는 것이고, 이러한 요청은 공개된 시장에서 그 주식이 거래되는 공개회사에 한정되는 것이 아니기 때문이다. 그러므로 공개매수규정은 주주가 많은 비상장회사에서도 지배권의 변동에 따른 주주의 이익보호문제를 고려하면 거래소시장과 KOSDAQ시장은 물론 비상장법인에게도 확대하는 문제를 입법정책상 고려할 필요가 있는 것이다. 1996년 이전에 증권거래법은 미국의 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act 13(d)(1))과 마찬가지로는 비상장법인도 포함하고 있었으나 1999년 개정에서 분명치 않은 이유로 삭제된 것을 다시 검토할 필요성이 있는 것이다.

이러한 논의는 EU의 공개매수에 관한 13지침안(Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on Company Law concerning Takeover Bids)의 제정과정에서도 논의 되고 있는 문제이다. 공개매수에 관한 제13지침안 제1조 제1항은 지침에 의하여 조정될 조치(measures)의 적용범위에 관하여 “회원국법하에 있는 회사의 유가증권의 공개매수에 관해서 회원국의 법(laws), 규제(regulations)와 행정상의 규정에 적용되며, 그 유가증권은 국가적으로 인정된 기관에 의한 규제와 감독에 따라 정기적으로 거래가 행하여지고 직접 또는 간접적으로 공개된 한 회원국 이상의 증권시장에서 상장된 경우”로 한정하고 있다. 따라서 1990년의 공개매수지침안의 규제대상은 上場會社의 증권에 한정되기 때문에 지침의 적용범위는 비상장회사에는 적용되지 않음을 원칙으로 한정하고 있었다. 다만 동 지침안은 각 회원국이 지침에 의하여 규제조치를 채택할 기한인 1993년 1월 1일부터 5년 후에 위원회가 지침의 적용범위를 비상장회사에도 확장할 것인가의 여부에 관한 보고를 이사회에 제출할 것을 규정하고 있어서(제2조 제2항, 제22조 2항), 여전히 논의의 여지를 남겨 두고 있었다.

1996년 이후에 제정된 공개매수지침안에서는 상장 또는 등록과 관계 없이 국가적으로 인정된 기관에 의한 규제와 감독에 따라 정기적으로 거래가 행하여지고 직접 또는 간접적으로 공중에 개방된 시장에서 전부 또는 일부가 거래되는 증권을 대상으로 하는 지침안을 규율하고 있다(1996년 지침 제1조 참조).¹²²⁾

122) The coordination measures prescribed by this Directive shall apply to the laws, regulations and administrative provisions or other mechanisms or arrangements of the Member States relating to takeover bids for the securities of a company governed by the law of a Member State, where such securities are admitted, wholly or partially, to trading on a market in one or more Member States which is regulated and supervised by authorities recognized by public bodies, operates regularly and is accessible, directly or indirectly, to the public,

2. 공개매수의 적용대상이 되는 유가증권

공개매수의 적용대상이 되는 유가증권은 주권상장법인 또는 협회등록법인이 발행한 유가증권으로서 의결권 있는 주식에 관계되는 ①주권, ②신주인수권을 표시하는 증서, ③전환사채권, ④신주인수권부사채권, ⑤교환사채권의 다섯가지이다(제1조 1항, 시행령 제10조). 의결권이 있는 주식과 관련되는 증권에 한정하는 것은 공개매수가 주로 회사의 지배권취득이나 그 지위의 강화에 있으므로 의결권이 없는 주식 등은 이와 관련이 없기 때문에 제외한 것으로 볼 수 있다.

그런데 공개매수의 적용대상이 되는 유가증권을 규율함에 있어서 열거주의 방식을 취할 것인지, 아니면 전술한 EU의 공개매수지침과 같이 포괄주의의 방식을 취할 것인지는 양방식 상호간의 장단점이 교차하고 있어 일률적으로 말하기는 어려울 것이다. 열거주의에 있어서는 적용대상의 범위를 명확히 함으로써 법적 안정성을 기할 수 있으나, 의결권과 관련된 새로운 유가증권이 등장할 때마다 법개정을 하여야 하며, 의결권과 관련 없는 증권을 활용하여 회사의 지배권을 획득 또는 강화할 수 있어 공개매수가 규율하는 법의 취지를 회피할 수 있는 단점이 있다.

1996년 2월 12일 시행령에서는 공개매수의 대상증권을 주권, 신주인수권증서, 전환사채에 한정하고 있으나, 그 이후 공개매수대상회사의 지배권경쟁에 있어서 잠재적인 대상이 될 수 있는 신주인수권부사채권과 교환사채권을 추가한 것이다. 따라서 현행의 법규정에서도 위에서 말한 열거주의의 단점이 그대로 나타난다. 예컨대 현 시행령은 전환주식을 공개매수의 적용대상 유가증권에서 제외하고 있어 회사정관에 무의결우선주를 보통주로 전환할 수 있음을 규정한 경우에 무의결우선주는 규제대상이 아니다.

또한 우선배당을 받지 못하여 의결권이 부활된 우선주(상법 제370조 1항 단서)가 적용대상이 될 것이냐가 문제되는데, 이 경우에는 법령의 취지상 당

연히 포함되는 것으로 해석하는 견해¹²³⁾도 있으나, 이러한 해석이 타당한 것이냐는 현행 규정과 관련하여 의문이 제기되는 것이다. 증권거래법 제21조 제1항이 적용대상을 議決權있는 株式 기타 대통령령이 정하는 有價證券으로 규정하고 있기 때문에 무의결주식이 적용대상에서 제외된다는 것은 법문상 당연하다. 그런데 법의 위임을 받은 시행령은 제10조 1호에서 의결권 있는 주식에 관계되는 주권으로 표현하고 있고, 이는 단순히 의결권을 가진 보통주를 말한다면 해석상 특별한 문제는 없다. 그러나 이를 의결권의 영향을 미치는 전환주식, 의결권이 부활된 우선주까지 포함하는 것으로 보면 위임입법의 한계를 벗어난 해석이라는 의문이 남는 것이다.

위의 의문은 현행법이 열거주의 방식으로 공개매수의 대상증권을 규정한 것에서 비롯되었다고 볼 수 있다. 따라서 입법론으로는 적대적 공개매수에 있어서는 매수자나 대상회사 모두에게 잠재적인 의결권이 수반되는 증권에 해당여부가 공개매수의 성공과 방어를 결정하는 중요한 사항이므로 현행법상의 열거주의보다는 EU의 공개매수지침 제2조 3문에서 규정하는 바와 같이 포괄적인 방식이 타당하다고 볼 수 있다.¹²⁴⁾

EU의 제13지침 제2조는 공개매수라 함은 현금 또는 다른 유가증권과 교환하여 어느 회사의 유가증권의 일부 또는 전부를 취득하기 위하여 당해 회사의 증권보유자에 대하여 행하는 매수신청(offer, Angebot)이라고 정의하고, 여기서 말하는 유가증권이라 함은 양도 가능한 의결권이 있는 주권 또는 의결권이 있는 증권을 취득할 권리가 부여된 증권으로 규정하고 있다. 따라서 지침안과 같은 포괄주의의 방식에 따르면 공개매수의 대상이 되는 것은 회사의 주식뿐만 아니라 의결권 있는 주식으로 전환할 수 있는 전환주식·전환사채·신주인수권증서, 신주인수권부사채 등을 포함한다고 볼 수 있다.¹²⁵⁾

123) 김건식, 전거서, 208면.

124) 이준섭, “공개매수법에 관한 고찰”, 『상사법 연구』 제18권 2호, (1999), 334면.

125) 홍복기, “공개매수에 관한 현행 증권거래법에 있어서 몇가지 문제점”, 『비교사법』 제8권 2호 (2001), 152-154면.

3. 공개매수와 주주평등의 원칙

증권거래법 제23조 제3항은 공개매수에 대한 일반적인 정의로서 불특정다수인에 대하여 株式 등의 매수 또는 교환에 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하고 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서 당해 주식 등을 매수하는 것을 말한다고 규정하고 있다. 따라서 현행법에 의하면 신문 등의 공고에 의하여 불특정 다수인¹²⁶⁾에 대하여 주식매수의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하고 주식을 매수하면 매수주식의 수량과 관계 없이 공개매수규정의 적용을 받는다고 보아야 할 것이다. 그런데 동법 제23조 제1항은 소위 유사공개매수에 있어서 공개매수를 강제하고 있다. 이는 불특정 다수인등 공개매수의 개념요소가 불확실하고, 일정량 이상의 개별접촉에 의한 주식취득을 규제하지 않는다면 공개매수를 규율하는 법의 입법취지를 달성할 수 없기 때문이다. 이에 따라 법은 매수 등을 하는 날로부터 과거 6개월간 10인 이상의 주주로부터 유가증권시장 및 협회증권시장 밖에서 주식 등을 매매·교환·입찰 기타 유사양수로서 취득함으로써 보유주식이 5% 이상이 되는 경우에는 공개매수를 강제하고 있다(제21조 1항, 령 제10조의 2).

따라서 현행 공개매수제도는 10인 이상의 다수인을 대상으로 5% 이상의 주권 등을 매집한 경우에 대해서 강제되고 있으므로 10인 미만의 특정인을 대상으로 일정한 시차를 두고 매집해 들어갈 경우에는 그 적용이 없다고 볼 수 있다. 예컨대 9인으로부터 매수하는 경우에는 9인이 갖고 있는 총주식수와 관계 없이 얼마든지 주식취득이 가능하여 동 규정을 회피할 수 있는 것이다. 그러므로 위와 같은 경우에는 공개매수에 의하지 않고도 지배권획득에 필요한 주식취득이 가능하기 때문에 소수주주의 매각기회의 상실 등 주주평

126) '불특정 다수인'이 특정되지 않은 다수인이라는 것은 분명하지만, 다수인이 수적으로 어느 정도 이어야 하는 것은 매우 모호하다. 공개매수는 일반 공중으로부터 주식을 매수하기 위하여 매수의 청약 또는 매도의 청약을 권유하는 것이므로 매수청약 또는 매도 청약의 방법이 신문 등에 공고의 방법으로 이루어졌다면 실제의 청약자의 수와 관계 없이 공개매수로 보아야 할 것이다.

등의 원칙을 해하는 문제가 발생하는 것이다. 이 때문에 1997년에 도입되었으나 1998년에 폐지된 25% 강제공개매수제도가 주주보호의 요청상 필요하였던 것이다. 가령 위의 예에서 5% 강제공개매수의 규정을 회피하더라도 지배주식에 상당하는 25% 이상을 취득하게 되면 강제공개매수를 행하여야 되는 것이다.

본래 강제공개매수의무는 지배주식의 양도에 있어서 모든 주주가 평등하게 지배주식취득에 참가하게 하고, 투기적인 부분적 공개매수를 배제하기 위함이다. 따라서 강제공개매수를 인정하는 경우에는 미국에서와 같은 2단계 공개매수(two step tender offer or front-end loaded tender offer)가 인정되지 않는다. EU의 공개매수지침안이 2단계 공개매수를 배제하고 있는 것도 일부주식에 대한 공개매수 후 남게되는 소수주주가 다수과주주에 의하여 축출(freeze-out, or take-out)되는 것을 방지하여 소수주주의 이익을 보호하기 위함이다.¹²⁷⁾ 그러나 강제공개매수의무는 주식의 취득목적은 묻지 않고, 정해진 비율을 1주라도 초과하여 취득하는 자에게 모두 적용되므로 공개매수자가 회사지배에 더 이상의 자본참가를 원하지 않음에도 불구하고 법에서 정한 양의 주식을 매입할 의무를 부담하는 것은 사적자치에 필요이상 개입하는 것이고, 대상회사의 규모나 가치에 비하여 불필요한 비용을 지출하게 함으로써 균형을 상실하고 있다는 비판이 제기되기도 한다.¹²⁸⁾

현행법은 25% 의무공개매수를 폐지하고, 5% 공개매수만 존치하였지만 규정의 회피가능성을 두고 있어 지배권양도에 따른 소수주주보호가 후퇴되고

127) 미국에서는 공개매수 후 주식의 시장가격이 공개매수가격보다 현저하게 하락되는 많은 사례를 볼 수 있다(Bradley, Interform tender offers and the market for corporate control, 53 J. Bus., 1980, 345, pp.352-356).

129) 미국에 있어서는 한정된 재원에 의한 여러 기업에 대한 투자, 대기업이 있어서 지나친 경영참여의 배제, 외국기업의 미국에 대한 투자유인, 대상회사에 대한 점진적인 파악 등의 장점으로 부분적 공개매수를 허용하는 입장이다(Sec. Advisory Committee on Tender Offers, Report on Recommendations, 1983, p.25). 그러나 The Williams Act는 부분공개매수시 엄격한 공정성을 요구하고 있다. 즉 ①공개매수 신청이 동일 종류의 모든 주주에게 행하여지고, ②개별주주에게 지급된 최고가격이 모든 양도인에게 제공되어야 하며, ③공개매수자가 예정한 이상으로 매수신청이 이루어진 경우에는 신청비율에 따라 매수할 것을 규정하고 있다(Rule 14d-10a 1, 2, 6, 17 C.F.R. §240.14d-10, 1988).

말았다.¹²⁹⁾

4. 공개매수가 면제되는 경우

증권거래법은 대통령령으로 일정한 경우를 그 유형 기타 사정을 감안하여 공개매수의 강제에서 제외할 수 있음을 규정하고 있다. 이에 따라 시행령에는 ①소각을 목적으로 하는 주식등의 매수 등, ②주식매수청구에 응한 주식의 매수 등, ③특수관계인으로부터의 주식 등의 매수 등, ④신주인수권·전환청구권 또는 교환청구권의 행사에 의한 주식등의 매수 등, ⑤제1호 내지 제4호 외에 다른 주주의 권익침해가 없는 것으로서 금융감독위원회가 정하는 주식등의 매수 등을 규정하고 있다. 이에 따라 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정은 제5호의 금감위가 정하는 주식 등의 매수에 관하여 14가지를 규정하고 있다.

금감위가 정한 14가지를 일일이 검토하는 것은 생략하기로 하고, 시행령에서 정한 사항만을 살펴보기로 한다.

시행령에서 정한 것 중 우선 문제되는 것은 제1호의 소각을 목적으로 하는 주식 등의 매수이다. 시행령은 단순히 주식소각의 종류를 제한하고 있지 않으므로 모든 소각에 있어서 공개매수의 강제가 면제된다. 원래 증권거래법상 주권상장법인 또는 협회등록법인은 유가증권시장 또는 협회중개시장을 통하거나 공개매수의 방법으로 수량의 제한 없이 자기주식을 상법 제462조 제1항의 규정에 의한 이익배당을 할 수 있는 한도 내에서 대통령령이 정하는 금액으로서 당해 법인의 정의와 계산으로 취득할 수 있다(제189조 21항, 령 제84조의 2).¹³⁰⁾

129) 홍복기, 전계논문, 154-156면.

130) 과거에는 자기주식의 취득수량이 발행주식총수의 100분의 10 또는 3분의 1 이내에서 대통령령이 정하는 비율에 해당하는 주식수로 제한되어 있었으나, 1998. 5. 25 개정시에 수량의 제한을

주식소각을 위한 자기주식 취득의 경우 공개매수의 강제를 면하게 한 것은 지배권취득과 관계가 없는 것이기 때문이라고 판단된다. 그러나 주식소각은 자본감소를 위한 소각, 이익소각 등 그 범위가 넓고, 임의소각의 방식을 취하는 경우에는 회사의 경영진이 매수가격과 상대방을 선택할 수 있으므로 주주평등의 원칙을 해할 우려가 있다. 따라서 입법론적으로는 이익소각을 위한 자기 주식의 취득의 경우에는 공개매수를 강제하는 것이 타당할 것이다.

또한 시행령은 특수관계인으로부터 주식취득의 경우에도 공개매수의 강제를 면제하고 있다. 이는 친족이나 계열기업으로부터의 주식인수는 본인이 지배하는 주식의 수에 영향을 미치지 않기 때문이라고 보이나, 현행법상 특수관계인의 범위가 넓어 공개매수를 회피하는 수단으로 활용될 수 있고, 본인과 특수관계인의 이해관계가 반드시 일치하는 것은 아니기 때문에 적용제외를 인정하는 것에 대하여는 의문이 있다.

제2절 공개매수의 요건과 절차

1. 특별관계자 등

공개매수가 강제되는 5%의 주식수를 계산함에 있어서는 매수자 본인과 친족관계가 있는 특수관계인의 주식과 공동보유자의 주식을 합산한다(제21조 1항, 제10조의 3).

특별관계자의 주식을 포함하는 것은 기업경영권 탈취를 위해 공개매수가

철폐하였고, 다시 1999. 2. 1. 개정시에 적대적 공개매수에 대한 방어수단으로 자기공개매수를 허용하였다.

상장법인은 유가증권시장 또는 협회증권시장을 통해서만 자기주식을 취득할 수 있으므로 사적 교섭에 의한 자기주식취득이나 공개매수의 대상이 되거나 예정인 회사가 의도한 자와의 협상에 의하여 시장가격 이상의 프리미엄을 주고 그가 보유하는 주식을 취득하는 소위 그린메일(Green-Mail)은 허용되지 않는다.

이루어지는 경우, 기존 경영주의 효과적인 대응이나 투자자의 합리적 판단이 가능하도록 하기 위하여 공개매수를 하는 자의 실체가 무엇인지 정확하게 파악하는 것이 중요하므로 이를 사전에 공시하고자 함에 있다.

실무에 있어서 가장 문제되는 것은 공동보유자의 판단여부이다. 시행령 제 10조의 3 제4항을 공동보유자를 본인과 합의 또는 계약 등에 의하여 ①주식 등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, ②주식 등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호양도 또는 양수하는 행위, ③의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한 포함)을 공동으로 행사하는 행위를 할 것을 합의한 자를 말한다고 규정하고 있다. 그러나 확실한 입증이 있는 경우에만 위의 규정을 적용한다면 공동보유자의 주식을 포함한 입법취지도 달성하기 어렵다. 따라서 정황증거에 따라 공동보유를 추정할 수 있는 근거를 법령에서 마련하는 것이 타당하다고 본다.

2. 공개매수의 절차 및 방법

公開買受는 公開買受의 의도 및 내용을 대상회사의 주주에 대하여 공표하는 것에 의하여 개시된다. 개시는 주로 공개매수 문의 공표에 의하여 행하여 지는데, 대상회사의 주주가 적절한 판단을 하기 위하여 또한 공개매수의 투명성을 보장하기 위하여 그 내용이 명확할 것이 요구된다. 개시제도는 시장에 영향을 주는 모든 정보를 공개함으로써 내부거래로 인한 폐해를 감소시키는 측면을 갖고 있다.

이와 관하여 공개매수에 관한 법령은 많은 변화가 있었다. 1997년 이전에는 사전심사주의를 취하였으나, 공개매수신고서를 사전에 제출하여 일정 대기기간을 경과한 후에 그 효력발생이 가능하도록 하는 것은 행정의 중립성 유지문제와 내부자거래의 발생가능성이 상존한다는 비판이 제기되었다. 또한

공개매수신청서 제출 후 일정기간이 경과하여야 공개매수를 가능하게 하는 대기기간의 설정에 대하여는 최소대기기간의 범정은 대상회사의 경영진에게 방어행위를 할 수 있는 시간을 주며, 경쟁공개매수를 조장함으로써 공개매수 비용을 증가시키고 그 장점을 반감시킨다는 비판적 입장과,¹³¹⁾ 공개매수의 경쟁을 유도함으로써 대상회사의 주주들에게 보다 많은 프리미엄을 준다는 장점이 있어 이를 지지하는 견해¹³²⁾로 나누어지고 있었다.

따라서 1997년 개정법은 사전신고제를 폐지하였고, 2001년 3월 28일의 제 24차 개정에서는 소위 선공시 후신고제를 취하여 공개매수에 있어서 매수자와 대상회사가 시간적으로 동등한 지위를 갖도록 하였다. 또한 공개매수공고일로부터 3일이 경과하면 공개매수를 할 수 있도록 규정하여 대상회사가 방어행위를 할 수 있는 시간적 여유가 줄어들었다. 이는 종전보다 진일보한 조치라고 보여진다.

3. 대상회사의 의견표시

대상회사에 의한 공개매수에 관한 정보의 제공은 주주가 공개매수에 응할 것인가의 판단에 중대한 영향을 미친다. 증권거래법 제25조는 공개매수신고서가 제출된 주식 등의 발행인이 그 공개매수에 관한 의견을 표명할 수 있다고 규정하여 의견표명을 강제하고 있지 않다. 그러나 공개매수시 매도압박을

131) Easterbrook and Fischel. The proper role of a target's management in responding to tender offer., 94 Harv. L. Rev., 1981, pp. 1176-1179; Schwartz, Search theory and the tender offer auction, 2 J.L.Econ & Organization, 1989, 413, pp.249-250; Hahn, Takeover rules in the European Community; An economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules, Int'l Rev. L. & Econ, 1990, 131. p.137.

132) Bebchuk, The case for facilitating competing tender offers, 95 Harv. L. Rev.,1982, pp.1036-1041; Coffee, Regulating the market for corporate control : A critical assessment, of the tender offer's role in corporate repellent amendments : Structural Jimitations on the enabling concept, 34 Stan. L. Rev., 1982, pp.821-822.

받는 주주의 이익을 고려하여 대상회사가 주주의 행동을 결정할 수 있는 자료를 제공할 수 있도록 하여야 할 것이다. 예컨대 적대적 공개매수인가 우호적인 공개매수를 알 수 있도록 대상회사의 이사회와 공개매수자 간의 공개매수에 관한 합의의 유무, 대상회사의 의결권의 행사에 관한 합의, 공개매수대상주식을 보유하는 대상회사의 이사가 스스로 공개매수에 응할 것인가의 여부에 관한 기재 등을 포함시켜야 할 것이다.

다만 공개매수 이후에 대상회사의 의견제시는 주주들에게 공개매수에 응할 것인가를 판단하는데 있어서 유익한 판단자료를 제공하지만, 공개매수자의 계획에 따라 공개매수 이후에 회사가 발전하여 주가가 상승될 것이라고 예상되면 주식을 대상회사의 이사에 매도하려고 하지 않기 때문에 오히려 대상회사의 공개매수를 실패하게 만들 수 있다는 비판이 제기되고 있다.¹³³⁾

제3절 공개매수에 대한 방어책

1. 공개매수에 있어서 방어의 제한

경영권 방어에 관한 상법상의 일반법리와는 달리, 증권거래법은 공개매수가 진행되는 동안에는 대상회사는 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위로서 대통령령이 정하는 행위를 할 수 없도록 금지하여(제23조 4항) 공개매수거래의 공정성을 확보하고자 함에 있다. 공개매수기간 중에 금지되는 방어행위로서 대통령령이 정하는 것으로는 대상회사가 의결권 있는 주식에 관계되는 유가증권, 즉 신주, 신주인수권을 표시하는 증서, 전환사채

133) Carney, Toward a more perfect market for corporate control, 9 Del. J. Corp., L. 1984, 593, pp.600-603; Grossman and Hart. Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation. Bell. J. Econ, 1980, p.58; Hahn Takeover rules in the European Community : An economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules, Int'l Rev. L & Econ, 1990, 131. p.137.

권, 신주인수권부사채권 등을 발행하는 것과 그러한 유가증권의 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의를 들 수 있다(령 제12조의 5).

금지되는 유가증권의 발행은 설사 의결권 있는 주식수에 변동은 초래하더라도 시행령에서 정하는 것이 아니면 금지되지 않는다. 그리고 공개매수기간 중에 발행되는 유가증권의 발행방법에는 달리 규정이 없으므로 주주배정, 공모, 제3자배정(사모)의 방법을 불문하고 금지한다. 그러나 자기주식의 취득이나 처분은 시행령에서 정하는 것이 아니므로 금지되지 않고, 의결권 있는 주식수의 변동과는 관계가 없는 것으로서 경영권을 방어할 수 있는 다른 방어책으로서 주요자산의 처분, 영업양도, 합병, 청산 등과 같은 행위도 금지되지 않는다. 뿐만 아니라 공개매수 기간 중에는 유가증권의 발행을 위한 이사회 또는 주주총회의 결의가 금지되는데, 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의가 공개매수신고서의 제출 전에 있는 경우에는 그 결의에 의한 유가증권의 발행이 공개매수기간 중에 이루어지더라도 이는 금지되지 않는다고 볼 것이다(령 제12조의 5).¹³⁴⁾

2. 강제공개매수제도의 수정도입

증권거래법은 6개월 동안 10인 이상으로부터 장외에서 상장기업 발행주식 총수의 5% 이상을 매수하고자 하는 경우에 공개매수에 의할 것을 강제하고 있다. 이는 공개매수를 통하여 지배권거래의 투명성을 확보하고 지배권 프리미엄을 주주에게 균등하게 배분하는 중요한 목적을 가지고 있다. 1998년에 폐지된 25% 강제공개매수제도 또한 이러한 목적을 가지고 있었다. 그러나 현행 5% 강제공개매수제도의 적용요건 밖에 있는 장내외지배주식거래에 대하여는 사실상 지배권거래의 투명성이 확보될 수 없고, 지배권 프리미엄의

134) 송종준, “적대적 M&A방어를 위한 법적과제”, 『기업법연구』 제18권 2호 (2004), 26-27면.

분배과정이 없기 때문에 지배권거래와 관련하여 소수주주를 보호하지 못하는 문제가 있다. 25% 강제공개매수제도는 이러한 면에서 유용한 기능을 가지지만, M&A를 억제하는 부정적인 효과가 있는 것이 문제이다.¹³⁵⁾ 따라서 M&A 활성화를 저해하지 않으면서 소수주주의 보호를 강화할 수 있는 새로운 강제공개매수제도로써 일본식의 1/3강제공개매수의 도입을 검토할 필요가 있다.

유럽식의 100%의무취득형 강제공개매수는 대상회사의 방어를 금지하는 것과의 법적형평의 관점에서는 나름대로 제도의 정당성이 인정되지만, 공개매수이든 공개매수이외의 다른 M&A이든 대상회사의 방어권을 배척하는 것은 상법의 법리와 상충하여 허용할 수 없다고 보는 관점에서는 유럽식 강제공개매수제도와 같이 전주식을 취득하도록 강제하거나 종전의 25% 강제공개매수제도와 같이 50%+1주이상을 취득하도록 강제하는 것은 불합리하다고 본다. 다만 종전의 25% 강제공개매수제도가 폐지됨으로써 “6개월 내 10인 이상”이라는 5% 의무공개매수의 적용기준을 벗어나 이루어지는 장외에서의 지배주식 양도의 경우(예컨대 6개월이내 10인 이하의 자로부터의 주식 등의 매수)에는 지배권 프리미엄이 양도주주에게만 독점되는 문제가 남아있기 때문에, 법리보다는 법정책적 차원에서 지배권거래의 투명성을 확보하고 지배주식의 이전에 따르는 지배권 프리미엄을 주주에게 분배하여 실질적인 주주평등의 원칙을 실현할 수 있는 기회를 제공하여 주주보호를 강화해야할 필요성이 있다.¹³⁶⁾

따라서 6개월내에 10인 이하의 자로부터 주식을 매수한 결과 주식소유비율이 대상회사의 지배권변동에 중대한 영향을 미친다고 볼 수 있는 기준, 즉

135) 종전의 25% 강제공개매수제도는 반복적인 부분공개매수의 폐해를 시정하고 주주평등의 원칙을 실현하고자 함에 입법취지가 있으나, 이 제도의 폐지로 말미암아 소수과주주에 대한 공평한 기회부여라는 목적과 혼란스러운 M&A의 예방을 통한 증권시장의 기능보호라는 정의와 형평의 법이념은 크게 훼손하는 결과를 가져왔다고 비판하는 견해도 있다. 이준섭, 전제논문, 352면.

136) 사적 협상에 의한 지배권의 양도시 소수주주들에게 지배권프리미엄의 분배에 참여할 권리를 인정할 것인가의 문제에 대하여 미국에서는 Berle의 회사자산론(corporate asset theory), Andrews의 기회평등론(equal opportunity arguments)등의 이론적 기초에서 긍정하는 견해도 있지만 미국의 통설과 판례는 부정적인 입장을 취하고 있다(권기범, 상계논문, 990면).

정량적으로 보아 이사의 선임 해임이 모두 가능한 주주총회의 특별결의요건으로서 발행주식총수의 3분의 1을 초과하는 경우에는 공개매수를 의무화하고, 이미 3분의 1을 초과하여 주식을 보유한 자가 6개월 내 10인 이하의 자로부터 추가로 주식을 취득하더라도 이 경우에는 지배권이 이미 확립되었으므로 공개매수의무를 면제하는 방안을 도입할 필요가 있다.¹³⁷⁾

3. 증권거래법상 방어제한 규정의 폐지

증권거래법은 공개매수기간 중에 신주발행 등 일정한 행위를 금지하여 방어행위를 엄격하게 규제하고 있는데, 이것은 공격측과 방어측에 대한 법적 취급의 형평을 기하여야 하는 공개매수법의 기본정신에도 부합하지 않는다. 특히 금감위의 유가증권의 발행 및 공시규정상 공개매수 이외의 다른 경영권 분쟁시 사모에 의한 잠재주식의 발행을 금지하여 확일적으로 방어행위를 제한하는 것은 증권거래법에 의한 위임입법의 한계를 벗어난 것으로서 그 법적 효력이 의문시되며, 이러한 제한은 상법상의 경영권 방어에 관한 일반법리와도 부합하지 않는다고 할 것이다. 증권거래법상의 방어금지에 관한 규정은 모두 폐지되는 것이 바람직하다.¹³⁸⁾

137) 일본의 경우에는 소위 1/3 강제공개매수제도를 시행하면서도 60일 내에 10인 미만의 자로부터 50%를 초과하여 보유하게 되는 경우에는 공개매수의 의무가 면제된다. 2004년 증권거래법의 개정으로 영업양수에 따른 결과로서 다른 회사 주식의 1/3을 초과하는 경우와 매수자와 특별관계자와의 주시보유비율이 이미 1/2을 초과한 경우에는 강제공개매수의 적용을 제외하였다. (안수현·이재혁, “최근 일본의 증권거래법 개정동향”, 『BFL』 제6호, (서울대 금융법센터, 2004.7), 125면).

138) 송중준, 전게 적대적 M&A방어를 위한 법적 과제, 35면.

제5장 결 론

이상에서 우리나라의 공개매수규제의 문제점과 개선방안 및 외국의 입법례 등을 살펴보았다. 지난 1994년 1월 15일 제11차 증권거래법개정을 통하여 1997년 1월 1일부터 구 증권거래법 제200조의 상장주식의 대량소유한도가 폐지된 이후 당초의 예상과는 달리 우리나라에도 적대적 M&A의 대표적인 수단인 공개매수가 상당히 이루어졌다.

그러나 1997년말 외환위기에 따라 IMF 관리체계에 들어간 이후에는 주가의 폭락과 기업가치의 하락, 기업의 대량도산 등으로 인하여 굳이 공개매수에 의하지 않더라도 기업을 헐값에 매수할 수 있었기 때문에 그 후 우리나라에서는 거의 1년 동안 공개매수가 발생하지 않았다.

향후 외국투자자들에 의한 국내기업에 대한 적대적 공개매수와 국내기업간의 적대적 공개매수가 활발히 이루어 질 지는 알 수 없지만, 그 가능성은 상당히 높다.

우리나라 시행령에서는 공개매수의 대상에서 비공개회사 또는 폐쇄회사는 제외되어 있는데 주주보호를 하려는 공개매수의 법제도의 취지상 비상장법인이나 폐쇄회사에도 공개매수를 하도록 규정하는 입법을 고려할 필요가 있다.

적용대상 유가증권은 의결권이 있는 주식에 한정된다. 공개매수가 주로 경영권 획득에 있으므로 의결권이 없는 주식은 이와 관련이 없다는 이유로, 우선배당을 받지 못하여 의결권이 부활한 우선주가 적용대상이 될 것인지가 문제된다. 따라서 공개매수의 유가증권을 규율함에 있어서 열거주의 방식보다는 포괄적인 방식을 취하여 의결권과 관계가 있는 주식을 포괄하여 나중에 회사의 지배권에 영향을 미칠 수 있는 잠재적인 주식도 포함하는 것이 타당할 것이다. 그리고 현행 공개매수제도는 10인 이상의 다수인을 대상으로 5% 이상의 주권 등을 매집할 경우에만 강제되고 있는데, 만약에 9인으로 지배권획득에 필요한 주식을 매수한다면 등 규정을 회피할 수 있는 것이다. 이

때문에 1998년에 25% 강제공개매수제도의 폐지로 소수주주보호가 상당히 후퇴됨에 따라 이에 대한 법제도의 개선이 필요한 때라고 생각된다.

방어행위에 대하여 미국은 이사의 방어행위는 공개매수의 비용을 증가시키거나 공개매수를 불가능하게 함으로써 주주들의 이익을 보장할 수 없다는 것을 이유로 방어행위를 제한하면서도 공개매수의 가격을 상승시키거나 주주에게 유리한 프리미엄을 가져다주는 방어행위는 허용하는 입장이다. 자기공개매수(self tender-offer)를 살펴보면 미국에서는 자기주식취득을 허용하여 공개매수의 대가로 교부하거나 공개매수의 방어수단으로 활용하고 있는 반면, 우리나라 상법은 제341조에서 일정한 예외적인 경우를 제외하고는 자기주식을 취득하지 못한다고 규정하고 있다.

그러나 M&A에 있어서 경영권 방어를 위한 자기주식 취득의 문제는 증권거래법 제189조의 2의 자기주식취득규정을 통하여 충분히 해결할 수 있다고 본다. 그리하여 회사의 급박한 위협이 있는 경우 상법상 자기주식 취득규정을 폐지하자는 주장은 회사의 자본충실을 기하자는 입법취지를 무시하는 결과를 가져오는 것이라 생각된다.

우리나라의 증권거래법은 소수주주를 보호하고 공개매수자와 대상회사 경영자와의 적대적 공개매수에 있어서 공정하고 믿음 있는 경쟁을 할 수 있도록 많은 연구와 법개정이 이루어져 왔다. 따라서 법 제도상의 기초 아래 공개매수가 활성화되고 기업구조의 변화가 활발히 일어남으로 인해 국민경제에 미치는 영향과, 이에 따른 장단점도 철저히 분석해 보다 나은 법제도상의 연구가 꾸준히 이루어져야 할 것이다.

참 고 문 헌

<국내문헌>

김건식, 「증권거래법」, 두성사, 2004.

안문택, 「증권거래법체계」, 육법사, 1985.

이기수·최병규, 「증권거래법」, 세창출판사, 2003.

이철송, 「회사법강의」, 박영사, 2004.

정동윤, 「회사법」, 법문사 2001,

최기원, 「신회사법론」(상), 박영사, 1998.

고창현·허영만, “개정 증권거래법 검토”, 인권과 정의, 1997년 4월호.

강신형, “주식공개매수에 관한 연구”. 건국대학교 행정대학원 석사학위논문, 2001.

권중호, “경영자감시수단으로서의 위임장권유의 효율성”. 상사법연구 제17권 제1호, 한국상사법학회, 1998.

김건식, “M&A, 현황과 대책”. 삼성 CEO Information 제70호.

김풍남, “주식공개매수에 관한 법적 규제연구”. 연세대학교대학원 석사학위논문, 1995.

김화진, “EC내 M&A와 법률적 규제”. M&A와 경영권 제일경제연구소, 1992.

박용열, “적대적 기업매수·합병(M&A)에 관한 연구”. 조선대학교대학원 박사학위논문, 1996.

송중준, “적대적 M&A방어를 위한 법적 과제”. 기업법연구 제18권 제2호, 한국기업법학회, 2004.

_____, “주식공개매수의 실체적 규제와 투자자보호”, 인권과 정의. 제184호, 1991.

_____, “주식공개매수에 있어서 정보공시규제의 법리”. 경영법률 제3집, 1990.

_____, “유가증권의 공개매수에 관한 연구”, 고려대학교대학원 박사학위논문, 1990.

쓰리알컨설팅 M&A팀, “M&A의 실무”, (주)조세통람사, 1998.

안수현·이재혁, “최근 일본의 증권거래법 개정동향”, 「BFL」 제6호, 서울대 금융법센터, 2004.

오세란, “주식공개매수에 관한 연구”. 단국대학교대학원 석사학위논문, 2000.

위성승, “우리나라의 기업합병·매수(M&A)규제에 관한고찰”. 증권조사월보 제218호, 1995.

윤성훈, “미국과 영국의 경제구조조정 사례와 시사점”. 삼성경제연구소, 2000.

이준섭, “공개매수법에 관한 고찰”, 상사법연구 제18권 2호. 한국상사법학회, 1999.

임재연, “미국증권제도 연구 및 한국증권거래법비교해설”. 「증권규제법」, 박영사, 1995.

정광선. “적대적 공개매수와 기업의 대응”. 「상장협연구보고서」. 한국상장회사협의회, 1995.

정동윤·송종준·이문성. “적대적 M&A와 법적대응”. 전국경제인연합회, 1996.

정문환. “주식공개매수에 있어서 소액주주보호에 관한연구”. 한양대학교대학원 석사학위논문, 1998.

제해진. “알기 쉬운 M&A와 주식투자”. 한국경제신문사, 1997.

최경수. “기업공개매수에 관한 연구”. 국민대학교경영대학원 석사논문, 1999.

홍복기. “공개매수에 관한 현행 증권거래법에 있어서 몇가지 문제점”. 「비교사법」 제8권 2호. 한국비교사법학회, 2001.

<국외문헌>

神崎克, 「證券取引法」, 青林書院, 1987.

Alan R. Palmiter. CORPORATIONS, Examples and Explanations Fourth Edition, ASPEN, 1999.

Bebchuk, The case for facilitating competing tender offers, 95 Harv. L. Rev.,1982.

Brown, The Scope of the Williams Act Its Amendment, Bus., Law. 1645, 1971.

Bradley, Interform tender offers and the market for corporate control, 53 J. Bus., 1980, 345.

Carney, Toward a more perfect market for corporate control, 9 Del. J. Corp., L. 1984, 593.

- Cooke. Terence E., *International Mergers and Acquisition*, : Basil Blackwell LTD, 1988.
- Coffee, *Regulating the market for corporate control : A critical assessment, of the tender offer's role in corporate repellent amendments : Structural Jimitations on the enabling concept*, 34 *Stan. L. Rev.*, 1982
- Deborah A. DeMott, *Pac-Man Tender Offer*, 1983 *Duke L.J.* 116, 1983.
- Easterbrook and Fischel, *The proper role of a target's management in responding to tender offer.*, 94 *Harv. L. Rev.*, 1981.
- Edward R. Aranow & Herbert Einhorn, *Essential Ingredients of the cash tender invitation*, 27 *Bus., Law*, 415, 1972.
- Grossman and Hart, *Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation*. *Bell. J. Econ*, 1980.
- Hahn, *Takeover rules in the European Community; An economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules*, *Int'l Rev. L. & Econ*, 1990, 131.
- Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, 4th ed., Aspen Law & Business, 2001.
- Robert R. Pennington, *Company Lae*, 5th ed(London, Butterworths, 1985.
- Roger J. Dennis, *Two-Tiered Tender Offers & Green Mail ; Is New Legislation Needed?*, 19*Georgia L. Rev.* 281, 1985.
- Schwartz, *Search theory and the tender offer auction*, 2 *J.L.Econ & Organization*, 1989, 413.
- Weinberg M.A., Blank M.V. & Greystock A. L., *Take-overs and Mergers*, Sweet & Maxwell, 1979.