

의무적 공개매수제도에 관한 고찰

김 민 정*

目 次

- | | |
|---------------------|--------------|
| I. 서 론 | III. 외국의 입법례 |
| II. 의무적 공개매수제도 입법유형 | IV. 결 론 |

I. 서 론

일반적으로 공개매수란 신문 등을 통해서 대상기업의 주주들을 상대로 일정한 매수 가격을 제시하고 그에 응하여 매도의사를 표시한 주주들의 주식을 장외에서 매수함으로써 단기간 내에 대상기업의 경영권을 장악하는 일련의 행위를 말한다¹⁾. 자본시장법에서는 공개매수를 '불특정 다수인에 대하여 주식 등의 매수의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하고 증권시장 및 다자간매매체결회사 밖에서 그 주식 등을 매수하는 것'으로 정의한다(자본시장법 제133조 제1항).

공개매수는 기업지배권 획득을 위해 사용하는 대표적인 방법으로 공개매수 직전까지 정보가 외부에 공개될 가능성이 적고, 증권시장을 통한 매수보다 단기간에 대량의 주식을 취득할 수 있으며, 필요한 주식수를 충족하는 것을 조건으로 공개매수 할 수 있으므로

■ 투고일자 : 2018년 11월 11일, 심사일자 : 2018년 12월 12일, 게재확정일자 : 2018년 12월 22일.

* 부산대학교 법학전문대학원 박사과정, 변호사

1) 김진식·정순섭, 「새로운 자본시장법」, 제3판, 두성사, 2013, 334쪽.

로 실패할 경우 손실이 적고, 공개매수에 응모한 주주들은 지배권 프리미엄을 포함한 가격에 매도할 수 있어 소액 주주도 이를 누릴 수 있다는 점에서 비교적 공정한 거래방법이라고 할 수 있다. 그러나, 공개매수는 시중 가격보다 다소 높은 가격으로 매수하기 때문에 비용이 많이 들고, 공개적 매수이기 때문에 기존 경영진에게 방어 및 대응전략을 수립할 수 있는 기회를 제공하며, 공개매수에 대한 전략과 목표 등에 대한 보안유지가 어렵다는 단점이 있다²⁾.

자본시장법에서는 6개월 이내 10인 이상의 자로부터 주식 등을 매수 등(매수·교환·입찰, 그 밖의 유상취득)을 하고자 하는 자는 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 그 주식 등의 총수의 100분의 5 이상이 되는 경우 공개매수를 하도록 하고 있다(자본시장법 제133조 제3항). 이 경우 증권시장에서의 경쟁매매 외의 방법에 의한 주식 등의 매수로서 매도와 매수 쌍방당사자 간의 계약, 그 밖의 합의에 따라 종목, 가격과 수량 등을 결정하고, 그 매매의 체결과 결제를 증권시장을 통하는 방법으로 하는 주식 등의 매수는 증권시장 밖에서 행하여진 것으로 본다(자본시장법 제133조 제4항).

의무적 공개매수제도는 상장회사 또는 공개회사의 지배권을 확보할 수 있는 정도의 주식을 취득하고자 하는 경우 잔여 주식의 전부 또는 일정비율 이상의 주식을 공개매수에 의하여 취득할 것을 강제하는 제도³⁾로서 강제적 공개매수 또는 의무적 지분추가매수라고도 한다. 의무적 공개매수 제도는 주주평등의 원칙을 실현하여 소수주주에게도 지배권 프리미엄을 받고 주식 등을 매도할 기회를 부여하고자 하는 제도로서 공개매수 절차의 투명화를 통한 지배권 경쟁의 공정성 확보, 무분별한 M&A 방지와 기업지배권 안정 도모, 공개매수 등에 의한 공시를 통한 투자자 보호와 주주 간의 지배권 프리미엄의 균등한 향유 효과를 기대할 수 있다⁴⁾.

우리나라의 경우 1997. 1. 증권거래법에 25% 이상의 주식을 매수하는 자에 대하여 50%+1주를 공개매수하도록 하는 의무공개매수제도를 도입한 적이 있었지만 M&A를 위축시켜 기업구조조정의 활성화를 저해한다는 이유로 1998. 2. 폐지하였고 현행 자본

2) 강희주, 「일본의 의무적 공개매수제도」, 증권법연구 제18권 제1호, 한국증권법학회, 2017, 45쪽.

3) 송종준, 「의무공개매수의 법정책적 함의와 그 도입 가능성」, BFL 제12호, 서울대금융법센터, 2005, 51쪽.

4) 강희주의 앞의 논문, 46쪽.

시장법에도 의무적 공개매수제도를 도입하지 않았다. 소수주주보호와 관련하여 의무적 공개매수제도 도입의 필요성에 대한 논의가 있는데 의무적 공개매수제도를 도입하고 있는 일본, 영국 등 외국의 입법례를 살펴보고자 한다.

II. 의무적 공개매수제도 입법 유형

의무적 공개매수제도에 관한 입법유형은 크게 세 가지로 구분할 수 있다. 첫 번째는 회사의 지배권을 인정할 수 있는 정도의 비율 이상을 매수하고자 할 때 잔여 주식 전부에 대하여 공개매수에 의하여 취득하도록 하는 유형인데, 영국, EU가 이 유형을 따르고 있다. 두 번째는 회사의 지배권을 행사할 정도의 지분율 이상을 취득하고자 할 때, 일정 비율 이상의 주식을 취득하도록 강제하는 유형인데, 1996년 EU 공개매수 수정지침안, 1992년 100% 의무공개매수제도 도입전 프랑스, 1997년 우리나라 증권거래법이 이와 같은 유형이었다. 세 번째는 지배권의 행사를 인정할 정도의 일정 비율 이상의 주식을 취득하고자 할 경우에 잔여주식 전부 또는 일정 수 이상의 주식을 취득하는 것이 강제되지 않고 그 취득방법만 공개매수로 제한되는 유형인데, 일본의 금융상품거래법이 이 유형이다⁵⁾.

III. 외국의 입법례

1. 일본의 의무적 공개매수제도

(1) 연혁

일본은 1971년 불특정 다수로부터 시장 외에서 60일 내에 10인을 초과한 자로부터 5% 이상의 주식을 대량으로 매집하는 경우 공개매수하도록 하는 이른바 5% 초과 R I"을 처음 도입하였다. 이는 미국 증권거래법 상의 공개매수제도를 기본 모델로 도입한 것이다. 그 후 1990년에는 영국의 의무공개매수제도를 모델로 공개매수제도를 전면 개

5) 송중준의 앞의 논문, 53쪽부터 55쪽.

정하여 시장 외에서 현저히 소수의 자로부터 매수(상대거래, 사적교섭거래)일지라도 매수 후 소유비율이 발행주식총수의 3분의 1을 초과하는 경우 공개매수를 의무화 하는 이른바 3분의 1 초과 R !을 도입하였다. 2006년 개정에는 거래소 간 시간외 거래에 의한 대량주식매매를 공개매수규제 대상으로 하는 등의 개정이 이루어졌고, 기존의 3분의 1 초과 R !을 잠탈하기 위한 변칙적 거래에 대응하기 위하여 장내외의 급속한 매수등에 대하여도 3분의 1 초과 R !을 적용하는 급속매수규제를 도입하였다⁶⁾.

(2) 제도의 특징

일본 금융상품거래법에 의하면, 공개매수는 불특정 다수의 자에 대하여 공고에 의한 주권 등의 매수 등의 청약 또는 매도 등의 청약을 위한 권유를 행하고, 거래소 금융상품시장 외에서 주권 등의 매수 등을 행하는 것으로 규정하고 있다(금융상품거래법 제27조의2 제6항). 공개매수는 상장회사의 부분적 매수 또는 전부 매수의 수단으로 모두 이용가능하다⁷⁾.

일본의 의무적 공개매수제도의 주요한 내용은 공개매수를 행하는 경우 매수가격이 균일한 조건이어야 하고(금융상품거래법 제27조의2 제3항), 공개매수 기간 중에는 공개매수에 의하지 아니한 매수는 금지되며(금융상품거래법 제27조의5), 공개매수시 공고와 공개매수 신고서 등의 서류를 통하여 상세한 정보를 게시하여야 할 의무가 있고(금융상품거래법 제27조의2 제2항), 공개매수의 기간은 법령상 일정기간을 확보하여야 한다(금융상품거래법 제27조의2 제2항). 공개매수 가격의 균일성을 규제를 위반하는 경우 다른 응모주주에 대하여도 유리한 가격과 공개매수가격과의 차액을 배상하도록 하고, 공개매수신고서 기재 중 중요한 사항에 대한 허위기재로 인한 손해배상책임을 지도록 하고, 형사 처벌, 과징금을 부과할 수 있게 하여 응모주주 평등대우를 보장하고 있다. 공개매수에 관한 일정한 조건과 절차를 준수하도록 하여 회사의 지배권에 영향을 미치는 거래 등이 행하여지는 경우 즉시 정보를 공개하여 주주에게 평등한 주식 매도 기회를 부여한다⁸⁾.

6) 송종준, 「일본 금융상품거래법상 강제공개매수제도의 제유형과 그 법적 시사점」, 상사판례연구 제26집 제2권, 한국상사판례연구회, 2013, 146쪽.

7) 강희주의 앞의 논문, 51쪽.

8) 강희주의 앞의 논문, 51쪽.

일반적으로 공개매수가 성공하면 공개매수에 응하지 않은 주주가 소수주주로서 불리한 취급을 받을 것이 예상되는 경우 공개매수에 응모하는 가격이 공개매수가 실패하는 경우의 가격보다 낮더라도 공개매수에 응하거나 기업가치에 대한 정보 부족으로 공개매수 가격이 기업가치보다 낮더라도 공개매수에 응하는 경우가 있는데 이는 공시의무, 전부매수의무를 통하여 해결한다⁹⁾.

공개매수의 대상이 되는 주식 등은 주식 외에 신주예약권증권, 신주예약권부사채, 외국법인이 발행한 증권, 투자증권 등, 스톡옵션 등이 포함된다. 그러나 사채, 완전무의결권주식이나 이를 대상으로 하는 신주예약권은 포함되지 않는다(금융상품거래법 제2조 제2항, 동시행령 제6조 제1항, 공개매수부령 제2조 제1호 제2호). 보통주식 뿐 아니라 종주주식도 포함된다¹⁰⁾.

(3) 주요내용

1) 5% 초과 Rule

시장 외에서 주식 등의 매수하여 그 소유 비율이 5%를 초과하는 경우 공개매수를 하여야 하는데, 현저한 소수의 자료부터 매수 등을 하는 경우(이하 '특정매수 등'이라 한다)에는 5% 초과 Rule을 적용하지 않는다(금융상품거래법 제27조의2 제1항 제1호). 60일 간에 시장 외에서 동일한 발행자가 발행한 주식 등의 매수 상대방의 수의 합계가 10인 이하인 경우에는 특정매수등에 해당한다(금융상품거래법 시행령 제6조의2 제1항, 제4항, 제3항). 상대방 수와 관련하여 동일한 상대방과의 복수 거래는 1인과의 거래로 본다¹¹⁾. 장외매매유가증권시장인 점두매매 유가증권시장에서 장외매매유가증권의 거래도 5% 초과 Rule 적용에서 제외된다(금융상품거래법 시행령 제6조의2 제2항 제2호, 제3항, 공개매수부령 제3조의2). 단 기간내에 불특정한 다수로부터 주식을 매수하고자 하는 경우에 그 매수 방법을 공개매수로 제한하는 것일 뿐이며 매수수량에 대하여는 아무런 제한이 없다. 전형적인 공개매수로서 부분공개매수에 해당하고¹²⁾, 이 규정은 회사의 지배권

9) 강희주의 앞의 논문, 52쪽.

10) 강희주의 앞의 논문, 52쪽.

11) 강희주의 앞의 논문, 53쪽부터 54쪽.

12) 송종준의 앞의 논문, 147쪽부터 148쪽.

을 인정할 수 있는 일정 비율을 취득할 때 공개매수를 강제하는 의무적 공개매수제도의 한 내용으로 보기는 어렵다.

2) 3분의 1 초과 Rule

상장회사 등 주식에 관한 유가증권보고서를 제출하는 회사가 시장 외에서 주식 등의 매매를 한 후 주식 등의 소유 비율이 3분의 1을 초과하는 경우에는 당해 매수 등은 공개매수에 의하여야 한다(금융상품거래법 제27조의2 제1항 제2호). 3분의 1을 지배권 이전의 기준으로 보고 이를 초과하여 지배권 이전이 있는 경우 소수주주에게 매도의 기회를 보장하는 것이다. 상대방 수의 다과는 문제가 되지 않고 1인의 상대방으로부터 매수 하더라도 지분 비율이 3분의 1을 초과하는 경우 적용된다. 공개매수자와 특별관계를 가지는 자는 동일하게 취급한다(금융상품거래법 제27조의2 제7항 제1호)¹³⁾. 다만, 장외매매유가증권시장인 점두시장에서의 장외매매에는 공개매수가 강제되지 않고, 또한 본인과 특별관계자의 소유비율을 합산하여 50%를 초과하여 회사의 주식등을 소유한 자가 시장외에서 현저히 소수의 자로부터 매수하는 경우에는 적용되지 않는다¹⁴⁾. 신주발행에 의한 주식인수, 새로운 특별관계자의 발생, 자기주식의 취득 등 매수 등에 의하지 않은 경우는 3분의 1 초과 Rule이 적용되지 않는다. 매수인이 신탁을 통하여 주식을 취득하는 경우 매수인이 실질적으로 의결권을 보유하고 있는지 여부에 따라 3분의 1 초과 Rule 적용 여부를 판단한다¹⁵⁾.

3) 시장 내 시간외 거래에 의한 매수

거래소 금융상품시장에서 경쟁매매 이외의 방법에 의한 증권의 매매등으로서 매수자의 주식등 소유비율(특별관계자의 보유 지분 합산)이 3분의 1을 초과하는 경우도 공개매수에 의하여야 한다(금융상품거래법 제27조의2 제2항 제3호). 이것은 동경증권거래소의 전자거래 네트워크 시스템인 $\#\$\#\&''(\#\$())\$ \%\$*(E+*,-. / \#0-12./ \&''3\$0(\%)4''5)$ 거래와 같이 시간우선, 가격우선 원칙이 적용되지 않는 형태의 시간외 거래는 형식상으로는 거래소시장내에서의 거래라고 하더라도 네트워크상 상대교섭에 의한 거래가 가능하다는 점에서 3분의 1 초과 Rule을 적용한 것이다. 이 제도는 2005년 2월 일본방송과

13) 강희주의 앞의 논문, 54쪽부터 55쪽.

14) 송종준의 앞의 논문, 149쪽.

15) 강희주의 앞의 논문, 56쪽.

라이브도어 지배권 쟁탈전에서 라이브도어에 의한 일본방송 주식의 시간외 거래에 의한 대량취득이 3분의 1 초과 R ! " 위반이 아니라는 판결(東京高決, 2005. 3. 23. 판례)을 계기로 시간외 거래의 상대매매성을 인정하여 입법하게 되었다¹⁶⁾. 그 결과 #\$\$\$&"#, 6-&E# 거래 등을 공개매수에 의할 수 없으므로 거래가 사실상 금지되는 효과가 있다¹⁷⁾.

4) 급속매수규제

3분의 1 초과 R ! "에 있어 주식 소유비율이 3분의 1 초과하기 직전까지는 시장 외에서 매수하고 이어서 시장 내 거래, 신규발행에 의하여 주식을 취득하면, 3분의 1을 초과하더라도 3분의 1 초과 R ! "이 적용되지 않아 이러한 방식으로 3분의 1 초과 R ! "을 잠탈하는 것을 방지하기 위하여 2006년 법 개정을 통해 급속매수규제가 도입되었다. 3개월 내에 시장내외를 불문하고 주식 등의 매수 등 또는 신규발행을 통하여 10%를 초과하는 주식 등을 취득하고, 당해 취득 기간 중에 시장의 거래, #\$\$\$&"# 등을 통한 거래 등에 의한 매수 등(공개매수는 제외, 이하 '시장외 등 매수 등'이라 한다)이 합계 5%를 초과하는 경우를 포함하여, 당해 취득 후 주식 등 소유 비율이 3분의 1을 초과하는 경우 공개매수에 의하여야 한다는 것이다(금융상품거래법 제27조의2 제1항 제4호, 동시행령 제7조의2 내지 3, 제7조 제2항, 제4항). 또한, 특별관계자의 주식 등 취득을 매수자의 취득으로 간주하여 급속매수규제를 적용한다(금융상품거래법 제27조의2 제1항 제6호)¹⁸⁾. 예컨대, 발행회사가 처분하는 자기주식을 취득하는 경우에는 신규발행취득이 아니라 매수등에 해당하고, 합병, 주식교환 등의 조직재편행위에 의하여 새롭게 발행하는 주식등을 취득하는 것은 유상의 양수에 해당하지 않으므로 주식등의 매수에 포함되는 것이 아니라 신규발행취득에 포함된다¹⁹⁾.

5) 다른 공개매수자의 공개매수 기간 중의 매수 등

공개매수기간 중 주식 등 소유 비율이 3분의 1을 초과하는 자가 5%를 초과하여 주식 등의 매수 등을 하는 경우 공개매수에 의하여야 한다(금융상품거래법 제27조의2 제1항 제5호). 이 경우 특별관계자도 포함하여 매수 등을 모두 공개매수에 의하여 한다. 이 규

16) 송중준의 앞의 논문, 149쪽부터 150쪽.

17) 강희주의 앞의 논문, 57쪽.

18) 강희주의 앞의 논문, 57쪽.

19) 송중준의 앞의 논문, 151쪽.

제는 회사 지배권에 영향이 있는 주식 등의 매수가 경합하는 경우 어느 자에 의한 회사 지배가 상당한지 투자자가 충분한 정보를 가지고 판단할 수 있도록 하기 위해 도입되었다²⁰⁾. 이 제도는 지배권 인수경합 시에는 주주 및 투자자가 복잡한 투자판단의 압박을 받는다는 점과 경합자 이외의 주주가 영세한 입장에 있다는 점에서 지배권인수 경쟁을 보장하여 주주 또는 투자자를 보호하고 매수자 간의 공평, 절차의 공정성과 투명성을 도모할 수 있다²¹⁾.

6) 적용제외거래

의무적 공개매수 적용대상이 되는 매수 등에 해당하더라도 일정한 매수 등에 관하여는 그 적용이 제외된다(금융상품거래법 제27조의2 제1항 단서). 이미 보유하는 권리의 행사에 의한 주식 등을 취득하는 경우, 그룹 내 거래의 경우, 50% 초과하는 주식을 보유하는 경우 특정매수 등의 경우, 주식 등의 소유자가 소수인 경우 소유자와 합의하여 하는 특정매수 등의 경우, 담보권 실행에 의한 특정매수 등의 경우, 사업의 전부 또는 일부의 양수에 있어 특정매수 등의 경우, 그 외 기타의 경우 적용이 제외된다²²⁾.

7) 전부매수의무

매수 등의 후 주식 등 소유 비율이 3분의 2 이상이 되는 경우, 공개매수자에게는 응모주식을 전부 매수하여야 한다. 이 경우 공개매수자는 매수 등을 하는 주식의 상한을 설정할 수 없고 응모주식 등 전부에 관하여 매수 등을 하여야 한다(금융상품거래법 제27조의2 제4항, 동시행령 제14조의2의2). 다만, 이 경우 동일한 공개매수의 기회에 하여야 한다(공개매수부령 제5조 제5항). 3분의 2 이상인지 판단할 때 특별관계자의 주식 등 비율을 더하여 판단한다(금융상품거래법 제27조의2 제4항, 동시행령 제6조의2 제1항 제4호, 제8조 제5항 제3호)²³⁾. 원래 공개매수에는 부분매수원칙이 지배하므로 응모주식 등 총수가 매수예정주식등의 수를 초과하는 경우에 공개매수자는 공개매수공고 및 신고서에 기재하여 매수하고자 하는 수량만을 안분비례로 매수할 수 있다. 이 제도의 적용기준으로서 3분의 2는 매수자 이외의 소수주주가 회사법상 특별결의를 저지할 수

20) 강희주의 앞의 논문, 60쪽.

21) 송종준의 앞의 논문, 152쪽.

22) 강희주의 앞의 논문, 61쪽부터 64쪽.

23) 강희주의 앞의 논문, 64쪽부터 65쪽.

도 없고, 상장폐지 가능성이 높은 기준이라는 점에서 의미가 있다. 이 상황에서 소수주주들의 투자자금 회수가 곤란해지고 새로운 지배주주로 되는 공개매수자가 2단계로 대상회사를 합병하거나 상장폐지하는 경우가 많은데 공개매수자가 안분비례로 응모주식을 취득한 결과 1단계의 공개매수에 응모하였지만 응모주식을 모두 매도하지 않은 소수주주들은 지배주주의 강압적 2단계 거래로 인하여 불안정한 지위에 처할 수 있음을 고려하여 매수하지 않은 응모주식 전부를 매수할 의무를 부과한 것이다.

8) 전부권유 의무

공개매수 후 주식소유비율이 특별관계자의 보유비율과 합하여 3분의 2 이상으로 되는 경우 대상회사가 2개 이상의 주식을 발행하였다면 내용이 다른 모든 종류의 주식의 소유자에 대하여 주식 등의 매수의 청약 또는 매도청약의 권유를 하여야 한다. 이 경우 공개매수자는 원칙적으로 매수 등의 대상이 되는 주식 등의 종류를 한정할 수 없고, 대상자가 발행하는 모든 주식에 관하여 매수 등의 청약 또는 청약을 권유하여야 한다(금융상품거래법 제27조의2 제5항, 동시행령 제8조 제5항 제3호). 3분의 2 이상인지 판단할 때 특별관계자의 주식 등 비율을 더하여 판단한다(금융상품거래법 제27조의2 제4항, 동시행령 제6조의2 제1항 제4호, 제8조 제5항 제3호). 전부권유 의무가 발생하는 것은 공개매수에 의하여 3분의 2 이상을 취득한 경우에 한하므로 시장 내에서 매집한 결과 3분의 2 이상을 취득하는 것은 문제되지 않는다²⁴⁾. 공개매수 후의 소유비율이 3분의 2 이상으로 되는 상한을 설정하는 것은 허용되지 않으며, 보통주 뿐 아니라 잠재주식이라할 수 있는 대상회사가 발행하는 신주예약권(주식매수선택권을 부여한 신주예약권 포함), 신주예약권부사채(전환사채형 신주예약권부사채 포함)도 매수의 대상이 된다. 이 제도를 두게 된 것은 대상회사가 2개 이상의 주식을 발행한 경우에 그 중 한 종류의 주식에 대하여만 공개매수를 행한 결과 그 내용이 다른 주식등(예컨대, 의결권, 배당, 전환조건 등이 다른 종류주식, 주식매수선택권, 신주예약권증권 등)을 소유한 주주들이 보유 주식등을 매수할 기회를 갖지 못하게 되어 상장폐지 국면에서 현저히 불안정한 지위로 방치되는 것을 방지하기 위한 것이다²⁵⁾. 전부매수 의무는 공개매수기간 종료 후 결제에 관한 문제인 반면, 전부권유 의무는 공개매수 개시시점에서 매수대상 설정에 관한 문제로 양

24) 강희주의 앞의 논문, 65쪽.

25) 송종준의 앞의 논문, 155쪽.

자는 다르게 취급하여야 한다²⁶⁾.

그러나 공익 또는 투자자보호와 관련이 없는 경우에는 이 의무에 대한 예외를 허용하고 있다²⁷⁾. 당해 주식 등의 매수 등의 청약 또는 청약의 권유를 하지 않는 것에 동의하고 당해 주식 등에 관련된 종류주주총회의 결의가 있는 경우, 당해 주식 등의 소유자가 25명 미만으로 매수 등의 청약 또는 청약의 권유를 하지 않고 주식 등의 모든 소유자가 동의하고 그 취지를 기재한 서면을 제출하는 경우에는 주식 등 소유 비율이 3분의 2 이상이 되더라도 전부권유 의무가 부과되지 않는다(금융상품거래법 제27조의2 제5항, 동시행령 제8조 제5항 제3호, 공개매수부령 제5조 제3항 각호)²⁸⁾.

9) 공개매수자 의사에 반하여 3분의 2 이상을 취득하게 된 경우

공개매수 기간 중 특별관계자의 증가, 자기주식 취득 등 공개매수자가 관리할 수 없는 사정에 의하여 공개매수 후에 주식 등 소유비율이 3분의 2 이상이 되어 공개매수자에게 그 의사에 반하여 전부권유 의무 및 전부매수 의무가 부과되는 경우가 있다. 이 경우 공개매수 대상이 되지 않은 주식 등을 대상으로 추가하고, 상한을 철폐하여 응모주식 전부를 대상으로 하여 전부권유 의무 및 전부매수 의무 부과를 판단하는 것으로 해석한다²⁹⁾.

2. 영국의 의무공개매수제도

(1) 시티코드의 제정

영국은 1960년대 중반 공격적인 기업 인수가 성행하자 주주보호를 위한 M&A 정책을 수립하였다. 일찍이 증권 시장이 발달한 영국의 경우 공개매수에 의한 M&A가 활발하였는데 공개매수에 대한 규제는 1968년 설립된 기관 **#, " #-("\$7"0 8-."**의 자율규제인 시티코드(**92") 9\$1" \$. #-("\$7"04 -.1 M"0/"04**)에 의하여 규율하고, 공개매수 외 방식은 1985년 개정된 회사법으로 규율하였다. 시티코드는 공개매수와 합병에 관한 런던의 금융기

26) 송종준의 앞의 논문, 153쪽.

27) 송종준의 앞의 논문, 155쪽.

28) 강희주의 앞의 논문, 65쪽.

29) 강희주의 앞의 논문, 66쪽.

관으로 구성된 자율규제기관 협의체에 의하여 제정된 자율규범인데, 영국의 모든 상장회사 및 비상장회사의 공개매수를 규율하고 있다³⁰⁾. 영국은행(Bank of England), 런던증권거래소 등 금융계 및 산업계의 주요기관으로 구성된 패넬이 시티코드의 집행을 담당하는데, 영국금융감독청(Financial Conduct Authority, FCA)이 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)에서 시티코드와 패넬의 역할을 명시적으로 인정³¹⁾하고, <2007년 2004=25=E9 \$; ', " E 0\$>"-. 8-012-5". ' -.1 \$; ', " 9\$.41 \$; 21 A>01 2004 \$. #-("\$7"0 B214(EU 공개매수 제13지침)을 반영한 2006년 회사법에 의하여 법적 근거가 마련되었으므로 법적 효력이 있다고 보아야 할 것이다³²⁾.

(2) 제도의 특징

영국의 경우 적대적 M&A를 금지하기 보다 잠재적 기업인수자에게 엄격한 정보공개 의무를 부과하고 지배권 획득방식을 공개매수로 통일하여 기업지배권의 변동과 관련한 허위시장이 형성되는 것을 방지하고 있다³³⁾.

이를 위해 엄격한 통지의무를 부과하고 있는데, 상장회사의 의결권 있는 주식을 3% 이상 취득한 것을 알게 된 날부터 2일 이내에 서면으로 회사에 통지 의무를 부과하고, 현재 보유분과 합하여 해당 주식 취득으로 15%~30% 미만의 의결권 있는 주식을 보유하게 되는 경우 회사의 10% 이상의 의결권 있는 주식을 7일 이내에 취득할 수 없게 하고, 주식 취득결과 보유 주식과 합하여 의결권 있는 주식 15% 이상을 보유하는 경우 의결권 있는 주식을 15% 이상 보유한 자가 추가 주식인수로 지분율이 1% 이상 변동하는 경우 주식 취득사실을 익일 정보까지 대상회사, 패넬, 런던증권거래소의 기업공시실에 통지하여야 할 의무가 있다.

영국은 일부 주식의 취득으로 지배권이 변동하는 것을 부정적으로 보고 지배주식 취득자에게 잔여주식에 대한 공개매수를 의무화하였다. 의무공개매수제도는 지배권 취득이나 강화를 위한 주식취득 시 잔여주주에게 지배권 프리미엄이 반영된 가격을 받고 주

30) 송중준, 「의무공개매수의 법정책적 함의와 그 도입 가능성」, BFL 제12호, 서울대금융법센터, 2005, 51쪽.

31) 김은주, 「영국의 의무공개매수제도 연구」, 전국경제인연합회 M&A 제도개선연구회, 2005, 4쪽.

32) 강희주의 앞의 논문, 49쪽.

33) 강희주의 앞의 논문, 49쪽.

주지위를 탈퇴할 기회를 주는 제도이며 공개매수라는 투명한 절차를 통하여 지배권 다툼의 공정성을 확보할 수 있다는 것을 지적한 바 있다. 대량의 주식인수를 통한 지배권 취득행위는 원칙적으로 금지하고 있으며, 공개매수 등 일정 조건 하에서만 대량주식취득이 허용된다. 의무공개매수를 통하여 의무적으로 매수하여야 하는 최저 주식 수, 매수가격의 제한을 둠으로써 소모적인 공개매수를 줄이고 경영권을 안정적으로 보호하고 소수주주를 보호하고 있다³⁴⁾.

(3) 주요 내용

1) 잔여주식 전부에 대한 공개매수 원칙

상장회사 또는 비상장회사의 의결권의 30% 이상 지분을 취득하는 경우 또는 이미 30% 이상 50% 이하 지분을 보유한 자가 12개월 이내 1% 이상 추가 지분을 취득하는 경우 잔여주식 전부를 의무공개매수 하여야 한다(92) 951" R ! 9.1). 30%의 비율 산정에 있어 공동보유자가 보유한 주식을 합산한다³⁵⁾. 지배권 취득을 위한 주식수에 대하여 매수 청약을 하는 부분공개매수는 안분비례 원칙에 따르더라도 불허되고 잔여주식 전부를 대상으로 한 공개매수 청약없이 30% 이상의 주식을 취득할 수 없다. 이러한 경우 주주가 원하는 주식을 모두 매각할 수 있으므로 자신의 의사에 반하여 소수주주로 남는 상황을 피할 수 있어 소수주주에게 유리하나 인수자에게 막대한 비용 부담을 주게 된다³⁶⁾. 다만, 이와 같은 공개매수청약은 그 청약 이전 또는 청약기간 내에 취득한 의결권 있는 주식의 50% 이상이 승낙하였을 것을 조건으로 한다. 50%가 미달하는 경우 패널과의 협의를 통하여 새로운 공개매수를 할지, 공개매수자의 지분을 감소시킬 것인지 적정조치를 강구하여야 한다(92) 951" R ! 9.3(-))³⁷⁾.

2) 매수가격 규제

의무적 공개매수의 매수자는 공개매수 공표 전 12개월간 최고가격 이상으로 매수가격을 정하여야 하는데 이를 최저가규제(M2.25 5 80% R @ 20"5".)라 한다(92) 951" R ! 9.5)³⁸⁾. 공개매수자가 잔여주식을 저가로 취득하여 소수주주를 축출하는 것을 방지하여

34) 김은주의 앞의 보고서, 9쪽.

35) 송종준의 앞의 논문, 53쪽.

36) 김은주의 앞의 보고서, 10쪽.

37) 송종준의 앞의 논문, 53쪽.

소수주주를 보호하기 위함이다. 매수대가는 현금이나 현금대용물로 제한되므로 임의공개매수와 달리 공개매수자의 주식을 대가로 제공할 수 없다³⁹⁾.

3) 강제매수권 등

공개매수의 청약 결과 90% 이상 응모한 경우 공개매수자는 잔여응모주식의 강제매수권을, 비응모주주에게는 주식매도권을 인정한다. 여기에서 90%에는 공개매수 청약 전에 공개매수자 또는 그 자회사 기타 제후자가 취득한 주식은 산입되지 않는다⁴⁰⁾.

4) 예외

회사 주식을 이미 50% 이상 보유하고 있는 경우에는 이미 회사를 지배하고 있으므로 공개매수에 의하지 않고서도 잔여주식을 취득할 있다. 그 외에 주주가 신주를 취득한 결과 발행주식 30% 이상을 취득하게 되거나, 이미 30% 이상 50% 미만을 보유하고 있는 상황에서 12개월 내 그 지분이 1% 이상 증가하는 경우(주주총회의 승인 및 패널의 승인을 조건으로 한다), 회사가 재정난을 타개하기 위하여 타회사에 기업을 인수시키고자 하는 경우에 타 회사가 30% 이상 또는 30% 이상 50% 미만의 주식을 1% 이상 증가하게 되는 경우, 부주의로 주식을 취득하였으나 공개매수가 강제되는 비율 이하로 지분을 낮추는 경우, 무의결권주식의 의결권이 부활하여 30% 이상의 의결권을 취득하게 되는 경우, 담보권 실행에 의한 주식취득의 경우는 의무공개매수의 적용을 받지 않는다⁴¹⁾.

3. EU, 미국의 경우

(1) EU의 경우

EU에서 의무적공개매수제도를 법제화한 데에는 부분공개매수의 투기성을 규제하고 적대적 M&A로부터 기업의 경영권을 보호하고자 하는 유럽 특유의 사회문화적 배경이 있다고 볼아야 한다. 대부분의 EU 회원국의 경우, 특정 개인이나 그룹에 기업의 소유가 집중되어 있어 사실상 적대적 M&A가 불가능한 것으로 알려져 있다⁴²⁾.

38) 강희주의 앞의 논문, 50쪽.

39) 김은주의 앞의 보고서, 12쪽.

40) 강희주의 앞의 논문, 50쪽.

41) 송종준의 앞의 논문, 53쪽.

EU의 2004년 공개매수에 관한 제13지침에서는 상장회사의 지배권을 행사할 수 있는 일정수량 이상의 의결권을 발생시키는 증권을 취득하고자 할 경우에는 대상회사의 전 주식에 대하여 공개매수할 의무를 규정하고 있다. 여기서 지배권을 행사할 수 있는 지분율은 각 회원국이 정할 수 있도록 하고 있다(EU 공개매수 제13지침 제5조 제1항, 3항). 1990년 지침안에서는 의결권을 행사할 수 있는 지분율을 의결권 있는 주식 총수의 1:3 이상으로 정한 바 있으며, 회원국은 국내법에 1:3 이상을 넘지 못하게 제한하였다. 그러나 1996년 수정지침안에서는 1:3 이상을 명시적인 규정대신 상장회사의 지배를 가능하게 하는 지분을 취득하는 경우로 수정하여 의무공개매수를 적용하는 규정을 두었고, 의무공개매수가 적용되는 경우에도 전주식이 아니라 잔여주식의 중요한 일부에 대한 의무공개매수도 인정하는 방향으로 수정한 바 있다. 아울러 회원국은 공개매수를 선택하지 아니하고 이에 상응하는 다른 소수주주 보호장치를 선택할 수 있도록 하였다. 그러나 1999년에는 다른 대체수단의 선택문언을 삭제하고 영국식 의무공개매수를 수용하였다.

EU 회원국 중 프랑스는 1992년에 전주식의 취득을 강제하는 의무공개매수제도를 도입하였다. 본인과 공동보유자의 주식 수를 합하여 상장회사의 의결권 있는 주식의 1:3 이상을 취득하고자 하거나, 1:3 이상 1:2 이하의 주식을 보유하고 있는 자가 1년 이내에 2% 이상에 해당하는 의결권 있는 주식을 취득하고자 하는 경우 잔여주식 전부에 대하여 공개매수 청약할 의무를 부과하고 있다. 독일도 2002년 1월 발효한 공개매수 및 기업인수법에서 30% 이상의 의결권 있는 주식을 취득하고자 하는 경우에 잔여주식 전부에 대하여 공개매수를 의무화하고 있다⁴³⁾.

(2) 미국의 경우

미국은 영국이나 EU가 취하고 있는 의무적 공개매수규제를 도입하지 않고 있으므로 대주주를 상대로 주식을 취득하는 경우라도 하더라도 공개매수규제의 대상이 되지 않으며 전부권유 의무도 존재하지 않는다.

미국에서도 지배권 프리미엄의 지배주주 독점과 관련하여 전통적으로 다양한 학설이

42) 송종준의 앞의 논문, 57쪽.

43) 송종준의 앞의 논문, 53쪽부터 54쪽.

전개되어 왔는데, 지배주주가 지배권의 양도를 수반하는 지배주식을 양도할 경우에 양수인으로부터 수령하는 프리미엄은 회사재산에 귀속되어야 하므로 양도인은 그 프리미엄을 회산에 반환하거나, 지주비율에 따라서 소수파주주에게 분배하여야 한다는 회사재산이론, 지배주주가 지배주식을 프리미엄부로 양도하는 경우에 지배주주는 소유주식의 전부 또는 일정비율의 주식을 매도함에 있어서 다른 주주에게도 소유 주식을 매도할 평등한 기회를 보장해야 한다는 기회평등이론이 있다. 한 때, 미국에서는 회사재산이론이나 기회평등이론에 따라 프리미엄의 균등분배를 긍정하는 판례도 있었으나⁴⁴⁾ 오늘날에는 지배주식의 양도가 회사를 약탈하는 경우, 회사 기회를 유용하는 경우, 지배주주가 충실의무를 위반한 경우 등을 제외하고는 지배권 프리미엄은 사적자치의 원칙상 지배주주에게 귀속한다고 보는 견해가 통설이며 판례이다⁴⁵⁾. 소수주주에 대하여 충실의무를 부담하지 않는 지배주주에게 지배권 프리미엄 분할 의무를 지우는 것은 과잉규제로 본다⁴⁶⁾.

다만, 의무공개매수와 실질적으로 동일한 효과를 가지는 주의 입법이 있었다. 대표적으로 1983년 펜실베이니아주 회사법을 들 수 있는데, 이 법에서는 의결권 있는 주식 30% 이상을 취득한 경우에 잔여주주는 지배주주에 대하여 공정가격으로 보유주식 매수하여 현금으로 지급할 것을 청구할 수 있도록 하는 주식매수청구권을 두고 있었다(8-1988 B 4 950> L. A2541 " 4"①). 따라서 잔여주주가 모두 주식매수청구권을 행사할 경우 지배주주는 전부 매수하여야 했는데 공개매수가 강제되는 것은 아니었다.

Ⅲ. 결 론

의무공개매수제도는 기업지배권이 변동할 경우 지배주식의 양도 과정에서 형성되는 지배권 프리미엄을 지배주주에게만 독점시키지 않고 소수주주에게도 평등하게 분배하도록 강제함으로써 회사법이 추구하는 주주평등원칙을 실현하고자 마련되었다. 유럽의

44) 8"0!5-. 7. F"15-., 219 F. 21 173 (21 920.), **0'. 1".2"1, 349 U.%. 952(1955)

45) 송종준의 앞의 논문, 55쪽부터 56쪽.

46) 강희주의 앞의 논문, 48쪽.

경우 부분공개매수의 투기성을 규제하고 적대적 M&A로부터 기업의 경영권을 보호하고자 하는 기업의 경영권 유지 또는 보호의 관념에서 출발하였다.

원칙적으로 부분공개매수를 금지하고 잔여주식 전부에 대한 매수를 강제하는 영국의 의무공개매수제도는 M&A를 지나치게 억제하고 M&A가 되더라도 주식소유의 완전집중을 가져와 폐쇄회사가 되는 결과를 초래할 수 있다. 우리나라의 상장기업은 소유와 경영의 분리가 제대로 되어 있지 않고 회사 지배구조에 의한 내부 경영통제 기능이 미흡하여 시장에서의 외부 경영통제 작동의 필요성이 있는데 이러한 경우 도입하기는 어려운 측면이 있다.

일본의 의무공개매수제도는 전 주식의 공개매수를 강제하는 유럽에 비하여 보다 완화된 형태로 평가한다. 3분의 1 초과 R 1"은 지배권 취득 이후에도 유럽식으로 소유지배의 집중이 강제되지 않으므로 M&A 가능성이 존재하므로 시장에서 효율적 경영통제가 이루어질 수 있으므로 자본시장법에서 의무공개매수제도를 도입한다면 일본의 입법유형이 더욱 바람직할 것이다.

참 고 문 헌

- 김건식·정순섭, 「새로운 자본시장법」, 제3판, 두성사, 2013.
- 강희주, 「일본의 의무적 공개매수제도」, 증권법연구 제18권 제1호, 한국증권법학회, 2017.
- 김은주, 「영국의 의무공개매수제도 연구」, 전국경제인연합회 M&A 제도개선연구회, 2005.
- 송종준, 「의무공개매수의 법정책적 함의와 그 도입 가능성」, BFL 제12호, 서울대금융법 센터, 2005.
- 송종준, 「일본 금융상품거래법상 강제공개매수제도의 제유형과 그 법적 시사점」, 상사 판례연구 제26집 제2권, 한국상사판례연구회, 2013.
- 이상복, 「적대적 M&A 공격방법의 개선과제」, 기업법연구 제20권 제3호, 한국기업법학회, 2006.

B국문초록C

자본시장법은 기업 인수·합병 관련 제도로 공개매수, 주식 대량보유 상황보고, 의결권 대리행사 제도를 규정하고 있다. 공개매수제도는 선진국에서 보편화된 적대적 M&A 방법으로서 공개적으로 대상기업의 주주들을 상대로 일정한 매수가액을 제시하고 그에 응하여 매도의사를 표시한 주주들의 주식을 장외에서 매수하는 방법이다. 공개매수는 단기간 원하는 수량의 지분을 확보할 수 있고 지배주주만이 누리고 있던 지배권 프리미엄을 소수주주에게도 누리게 한다는 장점이 있는 반면, 공개적 선전포고로 대상 회사 경영진에게 방어방법을 마련할 기회를 주고 많은 비용이 든다는 단점이 있다. 대주주와의 밀실거래 또는 변칙적 지분 확보 등으로 적대적 M&A가 이루어지는 경우 부작용이 상당하며 소수주주의 이익이 무시되는 점을 고려하여 상장기업 기업 인수·합병 시에는 공개매수를 권장하는 것이 현 금융정책의 방향이다. 현재 자본시장법에서 두고 있는 공개매수제도는 5% 이상의 지분을 보유할 때 공개매수에 의하도록 하는 것으로 기업 지배권 비율 이상의 주식을 보유하게 되는 경우 의무적으로 공개매수에 의하도록 하여 기업 인수·합병 절차에서 법적 보완을 하고자 하는 의무적 공개매수제도로 보기는 어렵다. 일본, 영국 등과 같이 의무적 공개매수제도를 도입하고 있는 외국의 입법례를 살펴보고 의무적 공개매수제도의 도입의 필요성 및 바람직한 방향을 살펴보고자 한다.

주제어 : 적대적 M&A, 공개매수, 의무적 공개매수, 강제적 공개매수, 소수주주

BAD4'0-*'C

A study on the mandatory Take-over-Bid

E25, M2. 6 ./

#," 9->2'-! M-0(" A* , -4 ', " 0"/ !-'2\$.4 -D\$ ' M&A 3,2*, -0" #-(" :7"0-B21, 80\$+) F/, ', R">\$0' \$. ', " D !(\$; 4'\$*(4. #-(" :7"0-B21 24 - ')>?*-! 5"- .4 ;\$0 , \$4'2!" M&A 2. ', " 1"7"!\$>"1 *\$. '02"4. F, \$ 3-. ' '\$ -*@ 20" >\$3"0 '\$ *\$. '0\$! ', " *\$5>-.) 4, \$!1 >0\$>\$4" ', " > 0*, -4" >02*" '\$ ', " 4, -0", \$!1"0 \$; ', " '-0/"' *\$5>-.) 2. > D!2* -.1 D) ', " 2'4 4'\$*(4 2. - \$ '1\$ \$0 5-0(" . #, 24 5"', \$1 24 4>"1) -.1 3"!*\$5"1 '\$ 52.\$02') 4, -0" , \$!1"0. G\$3"7"0, 2' >0\$1 **4 , /" -5\$. ' \$; ', " *\$4' -.1 /27" '25" '\$ ', " D\$-01 \$; ', " 120"*'\$04 '\$ 1"; ".4". B"*- 4" \$; 421" ";;"*4 \$; M&A, /\$7"0.5". ' 0"*\$55".1 #-(" :7"0-B21 0"*".!). 9 00". ' (\$0"- .!-3 , -4 . \$ 5-.1-'\$0) #-(" :7"0-B21. #, 24 -0'2*" ;\$* 4 \$. ', " 5-.1-'\$0) #-(" :7"0-B21 2. '0\$1 **1 D) 6->-. , ', " U.2'"1 E2./1\$5 -.1 "+-52." ', " .""442') -.1 5"', \$1 \$; 2. '0\$1 *2./ ', " 5-.1-'\$0) #-(" :7"0-B21.

E")3\$014 : , \$4'2!" M&A, '-("\$7"0-D21, ', " 5-.1-'\$0) '-("\$7"0-D21, 52.\$02') 4, -0" , \$!1"0

