



## 저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

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

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 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](#)

이화여자대학교 대학원

2018학년도

박사학위 청구논문

상장회사지배권 거래에 대한  
합리적 통제를 위한 공개매수제도의 연구

법 학 과

이 경 미

2019

상장회사지배권 거래에 대한  
합리적 통제를 위한 공개매수제도의 연구

이 논문을 박사학위 논문으로 제출함

2019 년 7 월

이화여자대학교 대학원

법 학 과 이 경 미

## 이 경 미 의 박사학위 논문을 인준함

지 도 교 수    한                    민                    \_\_\_\_\_

심 사 위 원    오    수    근                    \_\_\_\_\_

천    경    훈                    \_\_\_\_\_

김    대    인                    \_\_\_\_\_

정    재    훈                    \_\_\_\_\_

한                    민                    \_\_\_\_\_

이화여자대학교 대학원

## 목 차

<b>제1장 서론</b> .....	1
제1절 연구의 배경 및 목적 .....	1
제2절 선행연구의 개요 및 본 연구의 차별성 .....	6
제3절 연구의 범위, 방법 및 구성 .....	10
1. 연구의 범위 .....	10
2. 연구의 방법 .....	12
3. 연구의 구성 .....	12
 <b>제2장 회사지배권의 취득·이전에 대한 법적 규제</b> .....	14
제1절 서설 .....	14
1. 회사지배권의 개념 .....	14
가. 회사지배권의 개념에 관한 일반론 .....	14
나. 지배권의 취득·이전에 대한 통제를 위한 지배권 개념의 확정 .....	17
2. 지배권 행사에 대한 규제 .....	19
가. 지배권의 사적편익에 대한 통제 .....	19
나. 우리나라에서의 지배권 행사에 대한 통제 .....	20
제2절 현행법상 지배권 취득·이전에 대한 통제 .....	23
1. 지배권 취득·이전에 대한 통제 개관 .....	23
2. 우리나라 지배권거래의 현황과 문제점 .....	25
가. 우리나라 지배권시장의 현황 .....	25
나. 우리나라 지배권거래의 문제점 .....	33
제3절 지배권거래에 대한 통제의 필요성 .....	34
1. 지배권거래에서의 이익충돌 .....	34
가. 지배주식 취득의 유형 .....	34
나. 지배권거래에서의 이익충돌 .....	34

2. 일대일거래에 의한 지배권 변동에 대한 통제의 필요성 .....	37
가. 서설 .....	37
나. 지배권 프리미엄의 귀속 .....	38
다. 지배권 변동에 대한 찬반 권한 .....	45
3. 합리적인 통제방안의 필요성 .....	48
 <b>제3장 지배권거래와 관련된 외국의 공개매수제도</b> .....	51
 제1절 서설 .....	51
 제2절 외국의 주요 입법례 .....	52
1. 미국 .....	52
가. 서설 .....	52
나. 공개매수제도 .....	53
다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호 .....	64
2. EU .....	77
가. 서설 .....	77
나. 공개매수제도 .....	78
다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호 .....	83
3. 영국 .....	84
가. 서설 .....	84
나. 공개매수제도 .....	84
다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호 .....	97
4. 독일 .....	100
가. 서설 .....	100
나. 공개매수제도 .....	100
다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호 .....	111
5. 일본 .....	112
가. 서설 .....	112
나. 공개매수제도 .....	113
다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호 .....	132
 제3절 비교법적 검토 .....	134

1. 미국·유럽 및 일본에서의 규제 비교·검토 .....	134
가. 미국과 유럽의 규제 비교 .....	134
나. 미국·유럽과 일본의 규제 비교 .....	138
2. 외국에서의 제도개선 논의 .....	140
가. 미국 .....	140
나. 유럽 .....	143
다. 일본 .....	147
3. 우리나라 제도개선예의 시사점 .....	150
<b>제4장 우리나라 공개매수제도의 현황과 문제점 .....</b>	<b>153</b>
제1절 지배권거래와 관련된 공개매수제도 .....	153
1. 서설 .....	153
2. 공개매수제도 .....	154
가. 연혁 .....	154
나. 공개매수제도의 주요 내용 .....	158
3. 지배권 취득 이후 소수주주 보호 .....	166
제2절 우리나라 공개매수의 현황 .....	168
1. 서설 .....	168
2. 공개매수의 목적별 현황 .....	169
가. 경영권 안정 .....	169
나. M&A .....	171
다. 지주회사요건 충족 .....	172
라. 상장폐지 .....	177
마. 기타 .....	179
바. 소결 .....	180
제3절 공개매수 규제의 문제점 .....	181
<b>제5장 지배권거래 통제를 위한 공개매수제도의 개선방안 .....</b>	<b>184</b>
제1절 국내에서의 제도개선 논의 .....	184

1. 지배주주의 신인의무 도입론 .....	184
2. 의무공개매수제도 도입론 .....	185
가. 전부공개매수제도 도입론 .....	187
나. 부분공개매수제도 도입론 .....	189
3. 소결 - 바람직한 제도의 모색 .....	191
가. 미국형 제도의 도입 검토 .....	191
나. 유럽형 제도의 도입 검토 .....	193
다. (구)증권거래법상의 25% 기준 의무공개매수제도의 재도입 검토 .....	195
 제2절 유럽형 의무공개매수제도 도입의 타당성 검토 .....	198
1. 의무공개매수제도 도입의 긍정적 기능 .....	198
가. 소수주주의 탈퇴권/거부권 보장 .....	199
나. 평등취급 - 지배권프리미엄의 공유 .....	200
다. 왜곡되지 않은 선택 .....	201
라. 가치감소형 기업인수 저지 .....	202
마. 적대적 기업인수에 대한 방어기능 .....	202
2. 의무공개매수제도 도입의 부정적 기능 .....	203
가. 기업인수비용 증가로 인한 지배권거래 위축 .....	203
나. 소유의 집중으로 인한 기업인수활동 감소 .....	205
3. 소결 .....	206
 제3절 한국형 공개매수제도의 도입방안 .....	207
1. 공개매수의 유형 .....	207
가. 임의공개매수제도(A구간) .....	208
나. 5% 기준 강제공개매수제도(B구간) .....	213
다. 30% 기준 의무공개매수제도(C구간) .....	214
라. 법적 지배권자가 있는 경우(D구간) .....	224
마. 90% 기준 전부공개매수(E구간) .....	225
바. 의무공개매수제도의 적용배제에 관한 선택권 부여 방안 .....	226
사. 소결 .....	226
2. 기대효과 .....	227
가. 의무공개매수제도의 부정적인 효과에 대한 검토 .....	227
나. 소수주주의 이익 보호 .....	227



다. 경영권 방어 효과 .....	229
라. 사회적 후생 증가 .....	231
 제6장 결론 .....	 233
 참고문헌 .....	 237
 ABSTRACT .....	 254

## 표 차례

표 2-1 총수 있는 상위 10대 집단의 내부지분을 변화	21
표 2-2 최근 5년간 국내기업에 의한 지배권거래의 유형별 비율	27
표 2-3 최근 5년간 매년 10대 지배권 거래의 유형별 비율	27
표 2-4 인수 지분율에 따른 지배권 프리미엄 지급 현황	28
표 2-5 주요 지배권거래의 지배권 프리미엄	29
표 2-6 (주)한화의 삼성테크윈(한화테크윈) 지분 매입	30
표 2-7 미래에셋증권의 대우증권 지분 매입	31
표 2-8 KB 금융지주의 현대증권 지분 매입	31
표 3-1 독일의 공개매수 유형별 요건	108
표 3-2 “매수등” 및 “이와 유사한 것”에 해당하는 거래유형의 예	117
표 3-3 강제공개매수의 유형	123
표 3-4 일본의 강제공개매수 제도	132
표 3-5 유형별 주식 소유비율	133
표 3-6 외국의 의무공개매수 도입 현황	151
표 4-1 최근 10년간 우리나라 공개매수 현황	168
표 4-2 경영권 안정 목적의 공개매수 현황	170
표 4-3 M&A 목적의 공개매수 현황	171
표 4-4 소유집중기업 비중에 따른 OECD/G20 회원국 구분	172
표 4-5 지주회사 요건 충족 목적의 공개매수 현황	174
표 4-6 상장폐지 목적의 공개매수 현황	178
표 4-7 기타 목적의 공개매수 현황	180
표 5-1 국가별 평균 인수지분	204
표 5-2 공개매수 응모 선택지	219

## 그림 차례

그림 5-1 보유예정 지분비율 구간	208
그림 5-2 OECD 국가의 사전적/사후적 공개매수제도	216

## 논문 개요

그동안 우리나라 기업지배구조의 개선은 지배권을 이미 취득한 지배주주의 지배권 행사에 대한 법적 통제를 강화하는 것에 집중하여 왔다. 기업지배구조에 관한 기존의 회사법적 규율은 경영자와 주주의 이익충돌에 따른 대리인 문제를 중심으로 발전되었지만, 대부분의 회사에 지배주주가 존재하는 우리나라에서는 지배주주와 소수주주 간의 이익충돌이 더 문제되고 있다. 이에 따라 그동안 상법, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하, “공정거래법”), 조세법 등의 개정을 통하여 지배주주의 사익 추구를 적절히 통제하기 위한 노력을 해왔고, 이러한 ‘지배권행사에 대한 통제’ 측면에서의 제도개선은 지금도 계속되고 있다.

한편, ‘지배권의 취득·이전’에 대한 법적 통제, 즉 지배주주의 최초 출현 또는 기존의 지배주주로부터 다른 지배주주로 지배권이 이전되는 국면에서 지배주주와 소수주주 간의 이익충돌 문제’는 기업구조개편(합병, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할, 분할합병, 영업양수도 등)에 대한 상법(회사편)상의 규제를 중심으로 이루어지고 있다. 그러나 실제로 행해지는 지배권의 취득·이전은 대상회사의 지배주주로부터 지배주식을 취득하는 주식양도에 의하는 경우가 많다. 상법은 원칙적으로 ‘주식양도의 자유’를 보장하고 있고, 지배주식의 취득·이전 단계에서 지배주주와 소수주주의 이익충돌 문제에 관여하지 않고 있다. 공정거래법이 지배권의 취득 단계에서 기업결합신고를 통한 사전심사를 의무화하고 있지만, 이는 입법 취지상 관련시장에서의 경쟁제한성을 심사하기 위한 제도이므로 투자자인 소수주주의 보호에 대해서는 심사하지 않는다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하, “자본시장법”)은 정보공시와 주주 간 평등한 기회 제공을 목적으로 ‘증권시장 밖에서 단기간 내에 다수의 주주(즉, 6개월 내에 10인 이상의 주주)로부터 상장주식 등을 유상취득하여 보유주식이 발행주식 총수의 5%를 넘게 되는 경우(5% 이상 상장주식 등의 보유자가 추가 취득하는 경우 포함)’ 동법에 따른 공개매수에 의해서만 주식을 매수하도록 하는 내용의 공개매수제도를 두고 있다. 그러나 주식양도에 의한 지배권의 변동은 주로 1인 또

는 소수의 기존 지배주주로부터 증권시장 밖에서의 주식매수 방식에 의하여 행해지고 있고, 이러한 일대일거래에 의한 지배주식의 이전은 자본시장법상 강제공개매수의 대상에서 배제되어 있기 때문에 지배권의 취득이나 이전을 목적으로 하는 공개매수는 거의 이루어지지 않고 있다. 이는 자본시장법상의 공개매수제도가 지배주식 양도에 의한 지배권의 취득·이전을 통제하는 데에는 실효성이 없음을 보여준다. 그 결과, 지배권거래에서 지급되는 지배권 프리미엄(control premium)을 지배주주가 독점하게 되고, 소수주주들은 지배권거래에 대한 찬반의견을 표명할 기회를 부여받지 못하고 있다. 특히 우리나라의 경우 일대일거래에서 지급되는 지배권 프리미엄이 자본시장이 발달된 나라에서보다 상당히 높다는 점도 지배권거래 규제의 필요성을 보여주는 것이다.

상법상 합병이나 주식의 포괄적 교환 등으로 지배권이 이전되는 경우에는 주주총회 특별결의에 의해 해당 거래 여부가 결정되도록 함으로써 주주들에게 집단적 의사결정을 통한 일종의 거부권(veto right)이 부여되어 있고, 소수주주의 반대에도 불구하고 거래를 추진하기로 결의되는 경우에도, 반대주주에게 주식매수청구권을 부여하여 공정한 가격으로 회사에 주식을 매도할 수 있는 일종의 탈퇴권(exit right)도 부여함으로써 소수주주의 보호는 상당한 수준에 이르러 있다. 그러나 지배권의 변동이라는 실질적 효과가 동일함에도 불구하고 지배주식의 양도라는 거래 수단에 의할 경우 소수주주의 보호는 미흡하게 되고, 이는 제도간의 정합성·균형 차원에서도 타당하지 않은 점이 있다.

이와 같이 우리나라의 현행 법제에서는 지배주식의 양도에 의한 지배권 변동 시 기업지배구조 및 소수주주 보호 차원에서의 통제는 매우 부족하고, 자본시장법상의 공개매수제도는 지배권 변동에 대한 통제 기능을 하지 못하고 있다. 따라서 모든 주주들이 지배권거래에 동일한 기회에 동일한 조건으로 참여할 기회를 보장하고, 지배권 프리미엄과 지배권 변동의 적정성에 대한 판단은 시장(주주들의 의사)에 맡기는 것이 바람직하다.

유럽의 EU 회원국들은 상장회사의 지배권을 취득한 경우에는 원칙적으로 잔여주식 전부를 대상으로 사후에 공개매수를 실시하도록 의무화함으로써 공개매수를 지배권 취득의 주된 법적 수단의 하나로 인식·통제함으로써 소수주주의 이익 보호를 꾀하고 있다. 우리나라 공개매수제도의 모델이 된 미국의 경우,

연방 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934)에서 우리와 유사한 공개매수제도를 두고 있으나, 주 회사법과 판례 법리에 의해 지배주주에게 신인의무를 부과하고 주식매집에 의한 지배권 취득을 규제함으로써 소수주주 보호 측면에서는 위 유럽의 전부의무공개매수제도와 실질적으로는 큰 차이가 없는 제도를 갖추고 있다. 일본의 경우, 당초에는 우리나라와 마찬가지로 미국의 연방 증권거래소법을 모델로 하여 공개매수제도를 설계하였으나, 최근 유럽의 전부의무공개매수제도를 일부 참고하여 제한적인 범위 내에서 공개매수를 의무화하는 절충적인 공개매수제도를 마련함으로써, 미국과 유럽에 비해서는 미흡한 점이 있으나, 소수주주 보호가 보다 강화되었다. 요컨대, 이들 국가에서는 기본적인 정보공시 규제뿐만 아니라 (i) 회사가 당사자가 되는 합병 등의 기업구조개편에 관한 제도와 (ii) 주주들이 당사자가 되는 공개매수에 관한 제도의 상호 연관성과 효과 등을 면밀히 검토한 후에 회사법과 증권 관련 법령, 또는 주식매집을 통한 기업인수를 규제하는 별도의 제정법에 의해 지배주식의 취득·이전에 의한 지배권 변동에 대하여 복잡, 정교한 내용으로 규제하고 있다.

한편, 경영진(및 지배주주)의 의사에 반하여 지배권을 인수하고자 하는 적대적 공개매수의 경우, 회사법이나 자본시장법상 특별한 방어수단이 마련되어 있지 않은 우리나라와 달리, (i) 미국은 주 회사법과 판례 법리를 통해 이른바 “포이즌 필(poison pill) 등 다양하고 강력한 경영권 방어수단을 제공하고 있고, (ii) 영국 등 유럽 주요 국가들은 기본적으로 의무공개매수제도를 통해 적대적 기업인수를 어렵게 하고 있으며 (iii) 일본은 증권시장 규제로서 금융상품거래법(金融商品取引法)상의 제한적 강제공개매수제도 외에도 차별적 신주예약권 발행 등에 의한 회사법 차원의 특별한 경영권 방어장치를 도입하여 운용하고 있다.

본 논문에서는 외국의 공개매수제도를 비교법적으로 분석하고 그에 기초하여 주식 양도에 의한 지배권의 취득·이전, 즉 지배권거래에 대해 원칙적으로 공개매수를 의무화하는 ‘한국형 공개매수제도’를 마련하여 공개매수제도라는 일원화된 제도에 의하여 소수주주를 보호하는 방안이 우리 법제와 제도 운용 측면에서 실효성이 클 것이라는 결론에 이르렀다. 이와 관련하여 영국 등 유럽의 전부의무공개매수제도를 도입할 경우 인수비용이 증가하여 기업인수 거래

를 위축시키고, 특히 가치증가형 인수거래마저 억제될 우려가 있으므로 이를 그대로 수용하는 것은 바람직하지 않다고 보았다. 따라서 본 논문에서는 절충적인 방안으로서 ‘부분의무공개매수제도’를 제안하고, 이를 통해 인수자금에 대한 부담을 완화하고 인수거래의 성부를 시장의 판단(즉, 일반주주의 다수결 의사)에 맡김으로써 일반주주의 이익을 보호할 수 있는 제도개선 방안을 제시하고자 하였다.

바람직한 한국형 의무공개매수제도의 요체는, 지배권거래를 유의미하게 통제하기 위해서 의무공개매수제도를 도입하여 일반주주가 해당 지배권거래에 참여할 수 있는 기회를 제공하는 데에 있다. 현행 5% 기준 강제공개매수제도는 기본적으로 유지하되, 이 제도는 지배권거래에 대한 실질적인 통제 기능을 갖지 못하므로 30% 이상의 지분율을 사실상의 지배권, 50%를 초과하는 지분율은 법적 지배권, 90%(한국거래소의 상장규정상 상장폐지 직전의 관리종목 지정 요건) 이상의 지분율은 거의 완전한 지배권으로 인식하여, 각 보유예정 지분비율 구간마다 지배권의 성격에 따라 적절한 내용으로 공개매수를 강제하는 것이 바람직하다고 생각된다. 즉, 현행 5% 기준 강제공개매수제도는 유지하되, 기업인수 비용에 대한 부담을 고려하여 (i) 매수자가 30% 이상 지분율로 ‘사실상 지배권’을 보유하게 되는 경우에는 공개매수를 강제하고, 부분매수를 하고자 하는 경우에는 매수자를 제외한 나머지 주주들에게 주주 전체의 집단적 의사표시를 통한 실질적인 거부권을 인정하는 ‘부분의무공개매수제도’를 도입하고, (ii) 매수자의 주식보유비율이 상장폐지가 예견되고 관리종목지정 등에 의해 주식의 유동성이 현저히 낮아지게 되는 절대적 지분보유율에 이를 경우(위에서 본 바와 같이 현행 상장제도 하에서는 매수예정자가 90% 이상 지분율을 보유하게 될 경우)에는 모든 소수주주에게 탈퇴권(exit right)을 부여하는 ‘전부강제공개매수제도’를 도입하는 것이 바람직하다고 본다.

한국형 공개매수제도의 핵심이라고 할 수 있는 위 ‘30% 기준 의무공개매수제도’에 의해 일반주주도 지배권거래에 참여할 수 있어서 지배주주가 지배권 프리미엄을 독점하는 것을 방지할 수 있고, 바람직하지 아니한 지배권거래에 대하여는 매수인 및 그 이해관계인을 제외한 주주들이 다수결에 의해 지배권 거래를 통제할 수 있다. 이로 인해 공개매수 단계에서 주주가 받는 매도압력을

해소하여 주주들이 왜곡되지 않은 선택을 할 수 있도록 함으로써 지배권거래 시 소수주주주의 보호를 합리적인 수준으로 강화할 수 있다고 본다.

위 ‘90% 기준 전부공개매수제도’는 주식의 유동성이 현저히 낮아질 경우 소수주주가 투자금을 회수할 기회를 제공한다는 점에서 필요하다. 상법상 소수주주들은 주식보유비율이 95% 이상인 지배주주에 대하여 주식매수청구권을 행사할 수 있으나, 상장주식의 경우에는 상법상의 주식매수청구권 행사 요건이 충족되기 전에 상장폐지가 되거나 상장폐지 직전 단계로서 관리종목으로 지정될 수 있으므로, 소수주주의 충실한 보호를 위해서는 위 ‘90% 기준 전부공개매수제도’를 채택할 필요가 있다고 생각한다.

한편, 지배주주가 이미 50% 이상의 주식을 보유하고 있는 경우에는, (i) 그 지배주주는 이사선임권을 갖는 등 보다 강한 ‘법적 지배권’을 보유하고 있다는 점, (ii) 그 지배주주가 50% 이상의 주식을 보유할 때까지 일반주주는 위의 한국형 공개매수제도 하에서라면 지배권거래에 참여할 기회를 제공받았을 것이라는 점 및 (iii) 이러한 지배주주가 90% 미만의 지분율을 보유할 때까지 추가로 주식을 취득하는 경우에는 ‘지배권의 변동’은 없다고 볼 수 있다는 점 등을 고려하여, 위와 같은 법적 지배권을 보유한 지배주주의 추가 주식취득 거래는 의무공개매수 대상에서 제외하는 것이 타당하다고 본다.

또한, 위와 같이 한국형 의무공개매수제도를 마련한다면, 지배권거래에 일반주주가 참여할 기회가 보장되어 지배권 프리미엄을 합리적 기준에서 분배받을 수 있게 되고 지배권의 변동에 대해 찬반 의사를 표현하게 된다. 즉 지배권 취득을 위한 부분공개매수를 실시하는 경우 일반주주의 다수결에 의한 승인을 받도록 함으로써 가치감소형 인수거래를 저지할 수 있을 뿐만 아니라 적대적 M&A를 합리적으로 저지하는 경영권 방어장치도 제공하는 효과를 얻을 수 있다. 미국, 유럽, 일본 등 주요 국가들에 비하여 적대적 기업인수에 대한 경영권 방어장치가 충분하지 아니한 우리나라의 법제 현실을 고려해 볼 때, 공개매수 제도의 개선을 통한 합리적인 경영권방어 기능의 강화 효과는 중요한 의미를 갖는다고 생각된다.

결론적으로, 자본시장법에 현행 5% 기준 강제공개매수제도와 더불어 위와 같은 추가적인 의무공개매수제도가 도입된다면, 지배권거래에 대하여 정보공시

및 평등한 매각기회 부여 차원의 투자자 보호 뿐만 아니라 기업지배구조 차원에서 소수주주의 보호가 이루어지게 되고, 투명한 지배권거래를 통해 공정성이 담보되는 것으로 인해 사회·경제적으로도 유익하게 될 것이라 기대한다.

핵심어: 회사지배권, 지배권 프리미엄, 지배주주, 주식의 양도, 지배권거래, 공개매수, 의무공개매수제도



## 제1장 서론

### 제1절 연구의 배경 및 목적

그동안 우리나라 기업법제의 개선은 지배권을 이미 취득한 지배주주가 이를 행사하는 측면에 대한 규제에 집중하여 발전하여 왔다. 기업지배구조에 관한 기존의 회사법적 규율은 경영자와 주주의 이익충돌에 따른 대리인 문제를 중심으로 발전되었지만, 대부분의 회사에 지배주주가 존재하는 우리나라에서는 지배주주와 소수주주<sup>1)</sup> 간의 이익충돌이 더 문제되고 있다. 이에 따라 그동안 상법, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하, “공정거래법”), 조세법 등의 개정을 통하여 지배주주의 사익 추구를 적절히 통제하기 위한 노력을 해 왔고, 이러한 ‘지배권행사에 대한 통제’ 측면에서의 제도개선은 지금도 계속되고 있다.

한편, ‘지배권의 취득·이전’에 대한 법적 통제, 즉 지배주주의 최초 출현 또는 기존의 지배주주로부터 다른 지배주주로 지배권이 이전되는 국면에서 지배주주와 소수주주 간의 이익충돌 문제<sup>2)</sup>는 기업구조개편(합병, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할, 분할합병, 영업양수도 등)에 대한 상법(회사편)상의 규제를 중심으로 이루어지고 있다. 2011. 4. 14.자 개정 상법(2012. 4. 15. 시행)에서 기업인수거래의 활성화를 위해 삼각합병(정방향 삼각합병), 교부금합병, 지배주주의 매도청구권 행사에 의한 소수주주 축출(squeeze-out)제도 및 소수주주의 매수청구권(sell-out) 제도 등이 도입되었고, 2015. 12. 1.자 개정 상법(2016. 3. 2. 시행)에 의해서 2단계 역삼각합병제도(삼각주식교환 + 역합병), 교부금주식교환, 삼각분할합병, 간이영업양수도 등의 제도가 신설되었다.<sup>2)</sup> 이러한 상

---

1) 지배주주(controlling shareholders)에 대응되는 용어로는 “소수파주주(minority shareholders)”가 더 정확하다고 볼 여지도 있지만, 이 논문에서는 지배주주에 대응되는 주주들을 통칭하는 용어로 ‘소수주주’, “비지배주주” 또는 ‘일반주주’라는 용어를 혼용하기로 한다. 여기서의 ‘소수주주’는 상법상 인정된 소수주주권을 행사할 수 있는 소수주주와 구분되는 개념이다.

2) 노혁준(2016), 6-17면.

법상 기업구조개편제도의 개선에 따라 보다 다양한 M&A<sup>3)</sup> 거래가 가능하게 되었고, 이와 관련하여 해당 거래에서 소수주주의 이익을 보호하기 위한 제도(주주총회특별결의, 주식매수청구권 등)도 마련되어 있다.

그러나 실제로 행해지는 지배권의 취득·이전은 합병 등의 기업구조개편제도 보다는 대상회사의 지배주주로부터 지배주식을 매수하는 주식양수도에 의하는 경우가 많다. 상법상 원칙적으로 ‘주식양도의 자유’가 보장되어 있고(상법 제 335조 제1항), 거래소에 상장된 주식의 경우에는 상장 관련 규정<sup>4)</sup>에 따라 주식양도에 대한 제한을 두지 못한다. 따라서 상법은 지배주식의 취득·이전 단계에서 지배주주와 소수주주의 이익충돌 문제에 관하여 별도의 규제가 없다. 공정거래법이 지배권의 취득 단계에서 기업결합신고를 통한 사전심사를 의무화하고 있고 당사회사들 간의 지배관계를 심사하지만, 이는 입법 취지상 관련시장에서의 경쟁제한성을 심사하기 위한 제도이므로 투자자인 소수주주의 보호에 대해서는 심사하지 않는다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하, “자본시장법”)은 정보공시와 주주간 평등한 기회 제공을 목적으로 ‘증권시장 밖에서 단기간 내에 다수의 주주(즉, 6개월 내에 10인 이상의 주주)로부터 상장주권(전환, 교환 등에 의하여 상장주권을 취득할 수 있는 그 밖의 증권 또는 파생상품 포함)을 유상취득하여 보유주식이 발행주식 총수의 5%를 넘게 되는 경우(5% 이상 상장주식의 보유자가 추가 취득하는 경우 포함) 동법에 따른 공개매수에 의해서만 주식을 매수하도록 하는 내용의 공개매수제도를 두고 있다. 그러나 그동안 실시된 공개매수거래는 거의 대부분 기존의 지배권의 강화 또는 완전한 지배권의 확보(완전자회사화 또는 상장폐지 목적)를 위한 것이었고, 지배권의 취득이나 이전을 목적으로 하는 공개매수는 거의 이루어지지 않고 있다. 그 이유는 주식양도

3) 흔히 사용하는 “M&A”는 “Merger & Acquisition(합병 및 인수)”의 약칭으로서 일반적으로 개인이나 회사가 다른 회사의 지배권을 직접적·간접적으로 획득하는 기업인수 거래(합병 포함)를 통칭하는 용어이다. 그 개념이 법적으로 명확히 정의되어 있는 용어가 아니어서 사용자에 따라 그 거래 유형이나 방법에 대한 이해나 평가가 다를 수 있는데, 본 논문에서는 M&A와 “기업인수”를 동의어로 쓰고 기업인수는 “인수자가 대상기업을 통일적인 지배 하로 끌어들이는 거래{ (김건식/정순섭(2013), 294면)}라는 의미로 사용하기로 한다.

4) 유가증권시장상장규정 제32조 제1항 제14호, 코스닥시장상장규정 제6조 제1항 제14호.

에 의한 지배권의 변동은 주로 1인 또는 소수의 기존 지배주주로부터 증권시장 밖에서의 주식매수 방식에 의하여 행해지고 있고, 이러한 소수의 주주로부터의 일대일거래<sup>5)</sup>에 의한 지배주식의 이전은 자본시장법상 공개매수의 대상에서 배제되어 있기 때문에 지배권의 취득이나 이전을 목적으로 하는 공개매수는 거의 이루어지지 않고 있다. 이는 자본시장법상의 공개매수제도가 지배주식의 양수 기타 유상취득에 의한 지배권의 취득·이전거래, 즉 지배권거래<sup>6)</sup>를 통제하는 데에는 실효성이 없음을 보여준다.

자본시장법은 상장주권등을 5% 이상 보유하게 되거나 5% 이상 보유하는 자가 1% 이상의 지분보유에 변동이 있는 경우 등에는 그에 관한 정보를 공시하도록 하는 대량보유보고의무 제도(이른 바 “5% rule”)를 두고 있다. 이 제도는 장래에 지배주식의 보유로 연결될 수 있는 주식의 대량보유에 관한 정보를 적시에 시장에 공시하도록 함으로써 투자자나 대상회사가 주가 변동, 지배권 이전 등에 대비할 수 있도록 도움을 주는 데에 그치는 것이고, 지배권의 취득·이전이 현실화되었을 경우 소수주주의 보호를 도모하는 것은 아니다. 이로 인해 우리나라의 지배권거래에서는 매수인이 지배주주에게 높은 프리미엄을 지급하고 지배권을 취득하는 일대일 거래 방식이 통례가 되었고, 이러한 거래를 합리적으로 통제하여 일반주주의 이익을 보호할 법적 수단은 결여되어 있다.

이에 비해 상법상의 합병이나 주식의 포괄적 교환 등으로 지배권이 이전되는 경우에는 주주총회 특별결의에 의해 해당 거래 여부가 결정되도록 함으로써 주주들에게 집단적 의사결정을 통한 일종의 거부권(veto right)이 부여되어 있고, 소수주주의 반대에도 불구하고 거래를 추진하기로 결의되는 경우에도 합병비율의 공정성 등에 대한 통제가 이루어지고 있으며, 반대주주에게 주식매수 청구권을 부여하여 공정한 가격으로 회사에 주식을 매도할 수 있는 일종의 탈퇴권(exit right)도 부여함으로써 소수주주 보호는 상당한 수준에 이르러 있다. 그러나 지배권의 변동이라는 실질적 효과가 동일함에도 불구하고 지배주식의

5) 매수인과 지배주주간의 일대일거래는 사적거래(private contract), 상대거래, 직접거래 등으로 칭하기도 하는데, 본 논문에서는 “일대일거래”라는 용어를 사용하기로 한다.

6) 본 논문에서 언급된 “지배권거래”는 상법상 기업구조개편(합병, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할, 분할합병, 영업양수도 등)을 제외한다. 주식매수와 합병의 중간 형태라고 할 수 있는{김건식/노혁준/천경훈(2018), 714면} 주식의 포괄적 교환도 제외한다.

이전이라는 거래 수단에 의할 경우 소수주주의 보호는 미흡하게 되고, 이는 제도간의 정합성·균형 차원에서도 타당하지 않은 점이 있다.

이와 같이 우리나라의 현행 법제에서는 지배주식의 양도에 의한 지배권 변동 시 기업지배구조 및 소수주주 보호 차원에서의 통제는 매우 부족하고 공정한 정보공시 및 (주식매집을 위해 공개매수가 실시되는 경우에 한하여) 주주들에 대한 평등한 매각기회 제공이라고 하는 제한적인 효과를 갖는 자본시장법상의 시장규제로서 공개매수제도만 두고 있을 뿐이다.

반면에 유럽의 EU회원국들은 상장회사의 지배권을 취득한 경우에는 원칙적으로 잔여주식 전부를 대상으로 사후에 공개매수를 실시하도록 의무화함으로써 공개매수를 지배권 취득의 주된 법적 형태의 하나로 인식·통제함으로써 소수주주의 이익 보호를 꾀하고 있다. 우리나라 공개매수제도의 모델이 된 미국의 경우, 연방 증권거래소법(Seurities Exchange Act of 1934)에서는 우리와 유사한 공개매수제도를 두고 있으나 주 회사법과 판례 법리에 의해 지배주주에게 신인의무를 부과하고 주식매집에 의한 지배권 취득을 규제함으로써 소수주주 보호 측면에서는 위 유럽의 전부의무공개매수제도와 실질적으로는 큰 차이가 없는 제도를 갖추고 있다. 일본의 경우, 당초에는 우리나라와 마찬가지로 미국의 연방 증권거래소법인 Williams Act를 모델로 하여 공개매수제도를 설계하였으나, 최근 유럽의 전부의무공개매수제도를 일부 참고하여 제한적인 범위 내에서 공개매수를 의무화하는 절충적인 공개매수제도를 마련함으로써, 미국과 유럽에 비해서는 미흡한 점이 있으나, 소수주주 보호가 보다 강화되었다. 요컨대, 이들 국가에서는 기본적인 정보공시 규제 뿐만 아니라 (i) 회사가 당사자가 되는 합병 등의 기업구조개편에 관한 제도와 (ii) 주주들이 당사자가 되는 공개매수에 관한 제도의 상호 연관성과 효과 등을 면밀히 검토한 후에 회사법과 증권 관련 법령, 또는 주식매집을 통한 기업인수를 규제하는 별도의 제정법에 의해 지배주식의 취득·이전에 의한 지배권 변동에 대하여 복잡, 정교한 내용으로 규제하고 있다.

우리나라의 경우 1997년에 (구)증권거래법 개정에 의하여 상장주식 등의 취득에 의하여 25% 이상의 지분율을 취득하게 될 경우, 원칙적으로 대상회사 주식등의 50% 이상을 공개매수에 의하여 취득하는 것을 강제하였던 적이 있다.

이러한 강제공개매수제도는 현재의 유럽형 의무공개매수제도와 유사한 제도로써 지배주식의 취득·이전 시 소수주주의 이익을 상당 정도 보호하는 기능이 있었다고 할 수 있다. 그러나, 이 제도는 외환위기 당시 IMF 등 외부 기관이 기업인수거래를 과도하게 제한한다는 이유로 폐지를 권유함에 따라 시행 1년만인 1998년에 폐지되었다. 그 후 지배주식의 취득 또는 이전에 의하여 지배권의 변동이 일어나는 국면에서 지배주주와 일반주주 간의 이익충돌 문제'에 대한 법적 통제를 위하여 위 폐지된 의무공개매수제도의 부활하는 보완에 관한 논의는 활발하지 않았던 것으로 보인다.

본 논문은 위 폐지된 의무공개매수제도도 참고하되, 외국의 공개매수제도 및 운영현황을 비교법적으로 분석하여 합병 등의 기업구조개편 법제와의 연관성 및 각 제도의 법적 효과를 종합적으로 검토한 후, 이에 기초하여 우리나라에서의 지배권거래를 적절하게 규제할 수 있는 균형 잡힌 공개매수제도를 제시하고자 한다.

한편, 공개매수는 우호적 M&A 거래에 이용될 수 있음은 물론이나, 적대적 M&A의 대표적 수단으로도 인식되고 있다. 대상회사가 경영권방어의 합리적 필요성이 있는 경우 적대적 공개매수에 대응하여 합리적인 방어조치를 취할 수 있어야 한다. 미국, 영국, 독일, 일본 등 주요 국가와 비교할 때, 우리나라의 회사법제에는 기존 경영진에 의한 경영권방어수단이 충분하다고 보기 어렵다. 본 논문에서는, 경영진(및 지배주주)의 의사에 반하여 지배권을 인수하고자 하는 적대적 공개매수에 대하여 회사법이나 자본시장법상 특별한 방어수단이 마련되어 있지 않은 우리나라와 달리, (i) 미국은 주 회사법과 판례 법리를 통해 이른바 '포이즌 필(poison pill)' 등 다양하고 강력한 경영권방어수단을 제공하고 있고, (ii) 영국 등 유럽 주요 국가들은 기본적으로 의무공개매수제도를 통해 적대적 기업인수를 어렵게 하고 있으며 (iii) 일본은 증권시장 규제로서 금융상품거래법(金融商品取引法)상 제한적 강제공개매수제도 및 차별적 신주예약권 발행 등에 의한 회사법 차원의 특별한 경영권 방어장치를 모두 도입하여 운용하고 있다. 본 논문에서는 적대적 공개매수에 대한 미국, 유럽 및 일본의 경영권방어 제도를 살펴보고, 위에서 본 소수주주의 보호 강화를 위한 공개매수제도의 개선방안이 적대적 M&A에 대한 합리적인 경영권방어 기능도 제

공할 수 있는지의 문제도 검토하기로 한다.

## 제2절 선행연구의 개요 및 본 연구의 차별성

우리나라 M&A시장에 대한 실증분석을 토대로 우리나라 지배권거래의 문제점을 분석한 논문으로 천경훈 교수의 “한국 M&A의 특성과 그 법적 시사점에 관한 試論”(2011)이 있다<sup>7)</sup>. 과거의 논문들은 외국 M&A법제의 단순 소개만이 주류를 이루었다면, 이 논문은 우리 법제를 개선하기 위해 개선해야 할 우리의 문제점을 분석한 최초의 논문이라고 할 수 있다. 이 논문은 한국 특유의 M&A 시장을 실증자료를 통해 분석하여 지배주주의 장외 구주매수가 한국 지배권거래의 주류임을 검증하였고, 지배주주의 존재로 인해 적대적 M&A나 공개매수가 활발하지 않고 지배주주의 지배권 프리미엄(control premium) 독식으로부터 일반주주를 보호할 제도 연구의 필요성을 제시하였다. 본 논문은 위 선행연구를 시발점으로 삼아, 앞의 도입 부분에서 지배권의 개념을 정리하고 지배권거래에서 발생하는 지배주주와 소수주주의 이익충돌은 지배권 변동 시 소수주주의 탈퇴권 인정 여부 및 지배권 프리미엄의 공정한 분배 문제를 주된 쟁점으로 하고 있음을 논하고자 한다.

공개매수제도 일반과 제도개선의 구체적 방안에 대한 선도적인 선행연구로는 송종준 교수의 논문들이 있다. 송종준 교수는 “유가증권 공개매수에 관한 연구”(1989)<sup>8)</sup>에서 1976년 공개매수제도가 도입된 후 최소한의 규제근거만 있을 뿐 실제적 내용의 규제가 미흡한 점을 지적하면서 현재는 입법에 반영되어 있는 공개매수가격의 균일성 등 구체적인 제도개선안을 제시한 바 있다. 또한, 송종준 교수는 “지배권 프리미엄의 공유 문제와 의무공개매수제도”(2012)와 “일본 금융상품거래법상 강제공개매수제도의 제유형과 그 법적 시사점”(2013) 및 “소수주식 전부취득제의 입법의도와 해석방향”(2012) 등에 관하여 연구하였다.<sup>9)</sup> 이들 선행연구에서는 공개매수제도가 소수주주에게 주식매도의 기회를

---

7) 천경훈(2011).

8) 송종준(1989).

9) 송종준(2012c); 송종준(2013); 송종준(2012b).



제공하여 소수주주도 지배권 프리미엄을 분배받을 수 있도록 한다는 점에서 유럽식 의무공개매수제도의 장점을 도입할 필요성을 지적하면서, 일본의 부분 강제공개매수제도와 유사하게 주식보유비율 1/3을 기준으로 하는 ‘사전적 부분 강제공개매수제도’의 도입과 상장폐지 요건에 해당하는 지분비율 취득(95% 이상)의 경우에 적용되는 ‘전부 강제공개매수제도’의 도입을 제시하고 있다.<sup>10)</sup> 본 논문은 공개매수제도의 개선 필요성 및 방향에 관하여는 대체로 위 선행연구와 같은 입장을 취하고 있다.

BFL 제55호(2012.9.)의 특집 주제인 “공개매수의 실무상 쟁점”에 관한 논문들<sup>11)</sup>에서는 해당 분야의 실무자인 저자들이 공개매수 운용상의 문제점을 분석하여 개선방안을 제시하였다. 이들 논문에서는, 공개매수의 현황에서부터 공개매수의 적용범위, 특수한 형태의 공개매수인 대항공개매수와 교환공개매수 관련 문제, 상장폐지목적의 공개매수에서의 소수주주의 보호 필요성 등 실제 운용례에서 발생하는 문제점과 개선안을 논하고 있다.

또한, 공개매수에 관한 미국의 제도에 관하여는 우리나라에서 공개매수가 한 건도 발생하지 않았던 시절에 미국의 공개매수에 대한 연방 증권거래소법과 기업인수규제에 관한 주법의 내용을 종합적·구체적으로 소개한 유영일 교수의 “주식공개매수에 관한 연구-방어수단의 적법성에 관한 미국 회사법상의 논의의 중심으로-”(1993)<sup>12)</sup>가 있다. 이 선행연구는 지배권거래에 대한 미국에서의 규제를 종합적으로 이해하는 데 유익한 자료이다.

유럽의 공개매수제도에 대한 선행연구로는 노혁준 교수의 “경영권 이전에 관한 몇 가지 쟁점: 공개매수에 관한 EU의 제13지침과 그 시사점”(2007)<sup>13)</sup>이 있고, 영국의 공개매수제도에 대한 최근 연구로는 김우찬·강정민의 “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립”(2010)<sup>14)</sup>, 독일의 공개매수제도에 대한 연구로는 유진희 교수의 “독일법상 기업인수의 규제”(2004)<sup>15)</sup>, 일본의 공개매수제도

10) 송종준(2012c), 52-54면; 송종준(2013), 174-175면.

11) 김태형(2012), 6-13면; 안상현/유석호(2012), 14-25면; 김현태/이승환(2012), 26-50면; 권윤구/성해경/최희준(2012), 51-66면; 박진표(2012), 80-100면; 신동찬/유호범/문병순(2012), 67-79면.

12) 유영일(1993).

13) 노혁준(2007).

14) 김우찬/강정민(2010).

에 대한 연구로는 위의 송종준 교수 논문 이외에 강희주 변호사의 “일본의 의무적 공개매수제도”(2017)<sup>16)</sup>가 있다.

위의 선행연구들 외에 그 동안 공개매수와 관련된 선행연구들은 2000년대 초반의 외국자본에 의한 적대적 기업인수 가능성<sup>17)</sup>에 대한 우려로 적대적 M&A나 적대적 공개매수에 대한 방어수단을 중심으로 외국의 입법례를 소개하는 것이 주류였다.<sup>18)</sup>

본 논문은 미국, 유럽(특히, 영국 및 독일)과 일본의 공개매수 관련 제도에 대한 심층적인 비교법적 검토를 행하였고, 나아가 국내에서의 공개매수제도의 운용현황 및 문제점, 공개매수제도의 개선에 관한 국내외에서의 논의 분석, 1997년 (구)증권거래법 개정에 의하여 도입되었다가 그 다음 해에 폐지되었던 ‘25% 기준 강제공개매수제도’의 적정성, 공개매수제도의 개선을 통한 합리적인 경영권 방어장치의 마련 등에 관하여 검토한 후에, 앞의 선행연구들과는 차이가 있는 공개매수제도의 종합적·구체적 개선방안을 제시하고자 한다. 본 논문에서는 특히 다음과 같은 세 가지 점에 주목하고자 한다.

첫째, 소수주주 보호의 측면에서 외국의 공개매수제도 및 그와 관련된 지배권거래 규제에 관하여 보다 광범위하고 깊이 있게 분석하고자 한다. 예컨대, 그동안의 선행연구들에서는<sup>19)</sup> 영국의 의무공개매수제도 중 사후규제로서 의무 공개매수제도(지배지분을 취득한 매수자가 사후적으로 나머지 주식 전부를 대상으로 공개매수를 실시해야 할 의무를 부과하는 제도)에 초점을 맞추고 있지만, 영국 등 유럽국가들에서는 강력한 사후적 의무공개매수(Mandatory

---

15) 유진희(2004).

16) 강희주(2017).

17) 1994년 한솔제지의 동해투자금융에 대한 적대적 공개매수(25%지분 취득으로 인수성공)가 우리나라의 최초의 적대적 기업인수로 알려져 있고, 이후 1997년 신동방의 미도파에 대한 인수시도 실패한 이후 적대적 기업인수 시도는 거의 발생하지 않았다. 그러나 2003년 소버린펀드의 SK(주)에 대한 적대적 인수 시도로 인해 외국자본에 의한 국내 상장기업의 지배권이 위협받는 것에 대한 우려가 확산되었고, 2003년 KCC의 현대엘리베이터 인수시도와 2006년 칼 아이칸의 KT&G 인수시도를 계기로 2000년도 초중반에 경영권방어에 대한 연구가 집중되어 있다.

18) 홍복기(1995); 정동윤/송종준/이문성(1996); 송옥렬(2005a); 유진희(2005); 최문희(2005); 정순섭(2005); 정채영(2005); 권중호(2006); 유영일(2008); 윤광균(2009) 등.

19) 송종준(2012c); 김우찬/강정민(2010); 박준선(2017).



Offer) 제도가 존재함으로 인하여 실제 거래는 그보다는 다소 규제가 완화되어 있는 사전적 임의공개매수(Voluntary Offer)로 유도되고 있어서 실제로는 후자의 거래가 더 많이 실시되고 있다. 임의공개매수에 관하여는 국내에서 아직 충분히 소개되어 있지 않은 것으로 보인다. 또한, 영국에서는 전부공개매수의 예외로 부분공개매수를 인정하고 그 조건으로 독립주주의 과반수 찬성과 Panel(The Panel on Takeovers and Mergers, 이하 “Panel”)의 승인을 요구한다. 독일의 공개매수제도는 EU 공개매수지침(Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, 이하 “공개매수지침” 또는 “지침”)을 영국보다 완화된 형태로 국내법화하였는데 의무공개매수나 임의공개매수를 실시할 때 영국과 같은 50% 최저응모조건이 없다. 그 동안 우리나라의 공개매수제도는 미국 연방 증권거래소법에 의한 공개매수제도를 모델로 하고 있다고 소개되고 있으나, 공개매수와 관련된 지배권거래에 대한 미국의 주 회사법상의 규제를 함께 검토하여 보면, 우리나라의 공개매수제도 내지는 지배권거래 제도가 미국법을 모델로 하고 있다고 평가하는 것은 정확하지 않은 인식임을 알 수 있다. 전세계적으로 공개매수제도 및 그와 관련된 지배권거래에 대한 규제는 크게 미국형과 유럽형으로 나누어 볼 수 있는데, 본 논문에서는, 우리나라의 제도는 유럽형 제도를 받아들이지 않았을 뿐만 아니라 미국형 제도와의 많은 차이가 있어서, 이론적인 당부는 차치하고라도, 비교법적으로 보아 소수주주 보호에 가장 취약한 법제를 갖고 있다는 것을 문제점으로 제기하고, 그 개선방안을 논하고자 한다. 이와 같이 본 논문에서는 주요 국가의 제도의 종합적인 내용뿐만 아니라 실제 운용상의 쟁점들도 함께 연구하여 해당 제도의 기능 내지는 목적을 보다 심층적으로 연구하고자 한다.

둘째, 공개매수 등에 의한 지배권 취득 이후의 단계에서 소수주주가 충분히 보호되고 있지 아니한 점을 지적하고, 우리 상법상 기업구조개편제도 및 소수주주추출제도를 외국의 유사한 제도와 비교하여 소수주주 보호 강화의 필요성을 제기하고, 공개매수제도의 개선을 통하여 이와 같이 지배권 취득 이후의 단계에서 소수주주의 이익이 충분히 보호될 수 있음을 논증하고자 한다.

셋째, 공개매수제도 중 전부공개매수제도는 대상회사의 모든 주주에게 주식

매도기회를 공평하게 제공하여 일반주주를 보호하는 수단이 될 뿐만 아니라, 매수자에게 부과되는 전부매수의무는 경영권방어 기능도 할 수 있다. 이와 관련하여, 공개매수제도가 아니라 회사법제에서 경영권방어 수단을 제공하고 있는 미국 및 일본의 입법례와 기본적으로 공개매수제도를 통하여 경영권방어 수단을 제공하는 영국 등 유럽의 입법례를 비교해 볼 필요가 있다.<sup>20)</sup> 우리나라에서는 소수주주의 보호 측면과 함께 경영권방어 문제를 연계하여 공개매수제도의 개선을 심도있게 다루고 있는 선행연구는 별로 없는 것으로 보인다. 본 논문은 기업지배구조 분야 뿐만 아니라 적대적 기업인수에 대한 합리적인 경영권방어장치의 측면도 고려하여 종합적인 시각에서 공개매수제도의 개선방안을 제시하고자 한다.

### 제3절 연구의 범위, 방법 및 구성

#### 1. 연구의 범위

본 논문은 주로 지배주식의 취득·이전 시 발생하는 문제점들을 단계별로 검토하고 이를 위한 개선방안으로 자본시장법상의 공개매수제도를 개선하는 것에 관하여 연구하는 것이다. 지배권거래에 의하여 지배주주가 변동되는 경우, 지배주주와 일반주주의 이익충돌(지배권 프리미엄의 귀속 문제)이 발생하고, 공개매수의 경우에는 매수인과 매도인의 이익충돌(매도인의 관점에서 볼 때, 공개매수 단계에서 받는 매도압력 및 공개매수 이후 단계에서의 소수주주 축출 우려) 및 적대적 공개매수 시 경영진이 취할 수 있는 경영권방어 조치(매수인과 대상회사 간의 이익충돌 및 대상회사의 경영진과 기존 주주 간의 이익충돌)가 문제된다.

지배권거래와 관련된 위와 같은 문제는 비상장회사보다 상장회사의 지배권

20) 보다 구체적으로는, 회사법상 이사회에 의한 경영권방어를 인정하는 미국 및 일본의 법제, (ii) 전부의무공개매수제도를 통하여 지배권거래를 규율하고 이사회에 의한 경영권방어는 원칙적으로 허용하지 않는 영국식 법제, (iii) 전부의무공개매수를 통한 매수 규제 및 회상법제상 일정한 경영권방어수단을 제공하는 독일 및 프랑스의 법제로 구분될 수 있다(정순섭(2005), 465-466면).

거래에서 주로 발생한다. 비상장회사의 경우 불특정다수에게 주식이 분산되지 않아 주식의 보유현황을 주주들이 파악하고 있는 경우가 많고, 따라서 지배권 변동의 정보 부족으로 인해 소수주주가 예상하지 못한 손해를 입을 위험도 상대적으로 적다. 또한 비상장회사의 주주들은 주주간 협상 및 계약에 의하여 자신들의 이익을 보호할 수 있고, 필요한 경우 주주간 약정 또는 정관의 규정에 의하여 주식양도를 제한할 수도 있다. 주식이 분산된 상장회사의 경우에는 다른 주주들이나 경영진이 모르는 사이에 대규모 주식매집이 가능하고,<sup>21)</sup> 상장주식은 상장 관련 규정<sup>22)</sup>에 의해 주식양도에 제한두지 못 하는 등 지배권 변동에 대해 이해관계인의 이익을 조정할 기회가 제한되어 있기 때문에 지배권 거래의 이익충돌 문제가 발생한다.

위와 같은 이유로, 본 논문의 연구대상이 되는 지배권거래는 상장주식의 양도에 의한 지배권의 취득·이전 거래, 즉 상장회사지배권 거래로 그 범위를 한정하기로 한다.

본 논문에서는 상장회사지배권 거래에서 발생하는 문제점들에 대한 해결방안을 모색하기 위해 (i) 먼저 법적으로 명확히 정리되지 않고 있는 “지배권”의 개념을 검토하고 지배권에 대한 법적 규제내용 및 공개매수제도의 기능 및 규제의 필요성을 전체적으로 조망하며, 이어서 (ii) 지배권의 변동과 관련한 외국의 공개매수제도 및 지배권거래 규제 제도를 검토하고, (iii) 우리나라 공개매수제도와 현황을 살펴본 후에 외국 제도와의 비교법적 검토를 통해 우리나라 공개매수 제도의 문제점 및 개선과제를 도출하며, 이에 기초하여 (v) 바람직한 공개매수제도의 개선방안을 제시하고자 한다. 이와 관련하여, 미국형 공개매수 및 지배권거래 제도와 유럽형 의무공개매수제도, 절충형인 일본의 강제공개매수제도의 구체적 입법내용과 실제 운용현황을 비교법적으로 분석한 다음, 공개매수제도 개선에 관한 국내외의 논의를 살펴본 후에 우리 실정에 좀더 적합한 제도의 틀을 제안하고자 한다. 또한, 지배권을 적대적으로 인수하는 적대적 공개매수의 경우, 회사법상 특별한 방어수단이 마련되어 있지 않은 우리와 달리 주 회사법과 판례를 통해 다양한 수단을 제공하는 미국과 의무공개매수제도를

21) 김건식/정순섭(2009), 314면

22) 유가증권시장 상장규정 제32조 제1항 제14호; 코스닥시장 상장규정 제6조 제1항 제14호.

통해 적대적 기업인수를 어렵게 하는 유럽, 방어수단과 의무공개매수제도를 모두 도입한 일본의 법제를 살펴본다.

## 2. 연구의 방법

공개매수제도의 일반론과 시장현황을 정리하고 국내에 소개되지 않은 외국 법제와 현황을 정리하기 위하여 국내 및 국외에서 발행된 단행본, 학술논문, 각국의 법령, 외국 판례, 언론 기사, 연구보고서, 외국 기관의 문헌자료 및 전자자료, 국제기관의 보고서, 각국 담당 기관의 결정문·가이드라인 등을 참고하여 이론적인 설명뿐 아니라 제도 운영 현황을 검토하고 적절히 소개하고자 하였다. 위 과정을 통해 우리나라의 실정에 맞는 바람직한 공개매수제도를 마련하기 위한 주요 개선방안을 제시하고자 한다.

## 3. 연구의 구성

본 논문은 총 6개의 장으로 구성되어 있다.

**제1장 ‘서론’**에서는 본 연구의 배경 및 목적과 범위, 방법에 대하여 서술한다.

**제2장 ‘회사지배권의 취득·이전에 대한 법적 규제’**에서는 통일적으로 정리되지 않은 지배권의 개념을 검토하고, 지배권 행사에 대한 규제와 지배권 취득·이전에 대한 규제를 구별하여 지배권에 대한 현행 회사법제의 규제 내용을 확인한다. 이를 통해 지배주식에 의해 지배권을 취득한 거래에 대한 규제의 필요성을 전체적으로 조망한다.

**제3장 ‘지배권거래와 관련된 외국의 공개매수제도’**에서는 공개매수 및 기업인수에 대한 대표적인 입법례인 미국과 유럽, 그리고 우리 법제에 많은 영향을 준 일본의 제도를 공개매수의 단계별로 검토한다. 즉 대상회사의 일반주주 보

호입장에서 (i) 공개매수가 실시되는 단계에서 정보공시 및 매수가격을 규제하는 미국의 연방 증권거래소법의 내용을 검토하고, (ii) 지배권을 취득한 이후 사후적으로 공개매수를 실시할 의무를 부과하는 유럽의 공개매수지침과 그 지침을 국내법화한 영국의 City Code(City Code on Takeovers and Mergers), 독일의 기업인수법(Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz) 등을 살펴본 후, (iii) 위 제도들의 절충형인 일본의 강제공개매수제도를 검토한다. 아울러, 공개매수 이후 대상회사에 잔존하는 소수주주들을 보호하기 위해 마련된 미국, 유럽 및 일본의 제도를 분석한 후, 미국의 주회사법과 판례 법리, 그리고 이에 대한 고려까지 제도화한 유럽의 의무공개매수제도와 일본의 강제공개매수제도를 비교법적으로 분석한 후, 우리 공개매수제도에서의 시사점을 도출한다.

**제4장 ‘우리나라 공개매수제도의 현황과 문제점’**에서는 우리나라 공개매수제도의 규제내용과 공개매수 현황을 통해 현행 공개매수제도는 지배권거래에 대해 실효성있는 규제를 하지 못하고 있음을 확인한다.

**제5장 ‘지배권거래 통제를 위한 공개매수제도의 개선방안’**에서는 먼저 지배권에 대한 지배주주의 일대일거래를 규제하는 수단으로 미국처럼 지배주주에게 신인의무를 부과하여 개별 거래별로 소수주주보호 측면에서의 적정성을 검토하는 방식과 제정법에서 획일적으로 소수주주보호를 위한 의무공개매수제도를 채택하고 있는 유럽식 제도 중 유럽식 의무공개매수제도가 기본적으로 소수주주보호에 보다 충실한 제도임을 논증한다. 유럽식 의무공개매수제도의 긍정적·부정적 기능을 검토하여 제도 도입의 타당성을 분석한 후, 우리나라 법제와 시장의 현실에 실질적으로 적용될 수 있는 의무공개매수제도의 틀을 제안한다. 본 논문이 제안하는 한국형 공개매수제도는 소수주주를 보호하는 동시에 기업가치를 저하시키는 적대적 기업인수로부터 대상회사를 보호하는 합리적인 경영권 방어기능도 수행할 수 있다.

**제6장 ‘결론’**에서는 위에서 논의된 내용을 요약하고 공개매수제도의 개선방안에 관하여 결론을 제시한다.

## 제2장 회사지배권의 취득·이전에 대한 법적 규제

### 제1절 서설

#### 1. 회사지배권의 개념

##### 가. 회사지배권의 개념에 관한 일반론

회사지배권(corporate control)<sup>23)</sup>의 개념은 통일적·일의적으로 정의되고 있지 않지만, 일반적으로 회사지배권은 “경영진에게 영향력을 행사함으로써 회사의 기본정책을 결정할 수 있는 힘”<sup>24)</sup>, 회사의 경영·재정정책을 사실상 결정하는 자 또는 집단에 부여된 권한<sup>25)</sup>, 다른 사람들에 의하여 실질적으로 소유되어 있는 기업을 지배하는 확립된 경영권<sup>26)</sup>, 회사의 정책을 결정하는 최종 권력<sup>27)</sup> 등으로 설명되고 있다.<sup>28)</sup> 헌법재판소는 “지배주주의 회사지배권이란 특정한 주주가 보유하는, 이사의 선임을 통하여 경영진에 영향력을 행사하거나 또는 주주총회에서의 직접 결의에 의하여 회사의 기본정책을 결정할 수 있는 힘을 말한다”고 지배권의 개념을 설명한다.<sup>29)</sup> 회사지배권은 지배주주가 회사 정책 및 경영상의 중요 문제에 대하여 그에게 법상 부여된 의사결정 권한 및 그 권한에 기하여 갖는 법적 또는 사실상의 영향력이라고 볼 수 있다는 점에서 지배권의 법적 개념에 관한 일반적인 설명으로는 위 헌법재판소의 설시가 적확하다고 본다.

한편, 대법원판례는 지배주식의 양도와 함께 경영권이 주식양도인으로부터

23) 본 논문에서는 “회사지배권”과 “지배권”이라는 용어를 동일한 의미로 혼용하기로 한다.

24) Berle(1958), p. 1212; Easterbrook/Fischel(1982), p. 698; 송중준(2012c), 33면; 손진화(1994), 7-8면.

25) Leech(1956), p. 1.

26) Hill(1957), pp. 986, 992-993.

27) Bayne(1963), p. 22.

28) 손진화(1984), 5-8면; 송중준(2012c), 33면.

29) 헌법재판소 2003. 1. 30. 자 2002헌바65 결정.

주식양수인에게 이전하는 경우 그와 같은 경영권의 이전은 지배주식의 양도에 따르는 부수적 효과에 불과하다고 보고 있고,<sup>30)</sup> 나아가 “특단의 사정이 없는 한 경영권 그 자체가 독립된 거래의 객체로 되는 일은 없다고 보거나,<sup>31)</sup> 지배주식을 양도하면서 취득한 경영권 프리미엄은 지배주식 전체에 대하여 지급되는 것으로서 주식 그 자체의 대가라고 보거나,<sup>32)</sup> 주식 및 경영권 양도계약이 무효로 된 경우 주식 반환의무 외의 독립된 경영권 반환의무는 인정되지 않는다고 보았다.<sup>33)</sup> 이에 비추어 볼 때, 우리 대법원판례는 회사지배권을 지배주식으로부터 독립된 재산적 이익이 아니라 지배주식에 속한 부수적인 권리로 파악한 것으로 보인다. 회사지배권은 지배주식(controlling shares) 소유의 모습으로 존재한다는 점에서<sup>34)</sup> 위 대법원판례의 일반적인 시각은 타당하다고 본다.

우리나라의 경우 지배권의 개념에 관하여 법률상 통일된 기준은 없고, 지배권을 행사하는 자에 대한 규제가 필요할 때마다 개별 법규정에서 해당 주주의 범위를 각기 다르게 규정하고 있다. 예컨대, 최대주주<sup>35)36)</sup>, 주요주주<sup>37)</sup> 또는

30) 대법원 1989. 7. 11. 선고 88누12011 판결, 대법원 2004. 2. 13. 선고 2001다36580 판결, 대법원 2014. 10. 27. 선고 2013다29424 판결 등.

31) 대법원 1989. 7. 11. 선고 88누12011 판결(양도소득세등 부과처분의 당부가 문제된 사건에서, 회사주식의 양도가 그 회사에 대한 경영권의 양도를 수반한다고 해도 이는 주식 양도에 따른 부수적 효과에 불과한 것으로 특단의 사정이 없는 한 경영권 그 자체가 독립된 거래의 객체로 되는 일은 없다고 할 것이고, 같은 주식의 양도라 하더라도 그것이 회사의 경영권을 수반하는 경우에는 그렇지 못한 경우에 비하여 상대적으로 가격형성이 높게 될 가능성이 있더라도 그 대금은 여전히 주식의 양도대금이므로 실지양도가액에 해당된다고 보았다).

32) 대법원 2004. 2. 13. 선고 2001다36580 판결{(구)증권거래법상 단기매매차익의 반환 대상이 되는지가 문제된 사건에서, 지배주식의 양도와 함께 경영권이 주식양도인으로부터 주식양수인에게 이전하는 경우 그와 같은 경영권의 이전은 지배주식의 양도에 따르는 부수적인 효과에 불과하고, 그 양도대금은 지배주식 전체에 대하여 지급되는 것으로서 주식 그 자체의 대가임이 분명하므로, (구)증권거래법(1998. 5. 25. 법률 제5539호로 개정되기 전의 것) 제188조 제2항에 규정된 법인의 내부자가 주식을 매수한 후 6개월 이내에 그 주식과 함께 경영권을 이전하면서 취득한 경영권 프리미엄 또한 주식의 단기매매로 인하여 얻은 이익에 해당한다”고 판시하였다}.

33) 대법원 2014. 10. 27. 선고 2013다29424 판결(주식 및 경영권 양도계약이 무효로 된 사안에서 “대상회사의 주주들로서는 인수회사가 지정한 이사 등을 해임하는 방법으로 대상회사의 경영권을 행사할 수 있으므로 인수회사에게 주식 반환의무 외의 독립된 경영권 반환의무를 인정하기 어렵다”고 판시하였다).

34) 송종준(2012c), 33면.



그의 특수관계인<sup>38)</sup> 등의 개념이 상법, 자본시장법, 금융회사의 지배구조에 관한 법률, 공정거래법 등에 산재하여 있다. 다만 이러한 개념은 대부분 ‘지배권의 행사’를 통제하기 위한 것이다.<sup>39)</sup>

지배권의 일반적인 개념을 제정법에서 정의하는 입법례도 있다. 예를 들어, 미국에서는 규제의 취지에 따라 지분비율이라는 형식적 기준이 채택된 경우도 있고, 때로는 현실적인 지배라는 실질적 기준이 적용되는 경우도 있다.<sup>40)</sup> 미국의 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)은 지배권을 “회사의 경영 또는 정책에 대하여 지배적인 영향력을 행사할 수 있는 힘”이라고 규

- 
- 35) 상법상 최대주주(동법 제542조의8 제2항 제5호): 상장회사의 주주로서 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수를 기준으로 본인 및 특수관계인이 소유하는 주식의 수가 가장 많은 경우 그 본인.
- 36) 최대주주(자본시장법 제9조 제1항, 금융회사의 지배구조에 관한 법률 제2조 제6호 가목): 금융회사의 의결권 있는 발행주식(출자지분을 포함) 총수를 기준으로 본인 및 그와 대통령령으로 정하는 특수한 관계가 있는 자가 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 소유하는 주식(그 주식과 관련된 증권에탁증권을 포함한다)을 합하여 그 수가 가장 많은 경우의 그 본인.
- 37) 상법상 주요주주(동법 제542조의8 제2항 제6호): 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유하거나 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주.
- 38) 상법상 특수관계인의 정의(상법 제 542조의 8 제2항 제5호, 상법시행령 제34조 제4항), 상법제432조의9 제1항 제1호(주요주주 및 그 특수관계인에 대한 신용공여 제한), 동조 제3항(최대주주 및 특수관계인과의 거래 제한), 제542조의12(감사·감사위원회위원 선임시 최대주주 및 그 특수관계인의 의결권 제한); 공정거래법상 기업집단에 대한 ‘지배’ 기준(공정거래법 제2조 제2호, 동법 시행령 제3조): 새로운 인수회사가 특수관계인(계열회사, 친족 등), 특별관계자(주주 간 계약을 통한 공동지배 등) 등과 함께 지분을 30% 이상 보유하는 경우 등.
- 39) 상법 제360조의24는 회사의 95% 이상을 자기계산으로 보유하는 주주를 ‘지배주주’로 규정하고 있는데, 이 조항에서 말하는 지배주주는 본 논문에서 다루는 사실상 또는 법적 지배권을 취득한 지배주주와는 다른 개념이다. 이 상법 규정은 지배권에 대한 통제 목적이 아니라 거의 절대적 법적 지배권을 확보한 지배주주에게 잔여 주식에 관한 주식매도 청구권의 행사에 의하여 완전한 회사지배권을 획득할 수 있는 기회를 제공하는 조항이다. 이 경우 소수주주에게는 주식매수청구권을 부여함으로써 적절한 균형을 이루고 있다(상법 제360조의25).
- 40) 미국법률가협회(American Law Institutes)가 발표한 기준에 따르면 형식적 기준과 실질적 기준 중 하나에 해당하면 지배주주로 인정된다. 즉 주주는 (i) 의결권 있는 주식의 50% 이상을 소유하거나 또는 의결권 있는 주식을 25% 초과하여 소유하는 자가 최대주주일 것이라고 하는 형식적 기준이나 (ii) 회사의 운영에 대해 지배적인 영향력(controlling influence)을 행사할 것이라고 하는 실질적 기준 중 하나에 해당하면 지배주주가 된다(김건식(2010), 364면).



정하고 있고,<sup>41)</sup> 미국 연방 증권거래위원회(Securities Exchange Commission, 이하 “SEC”)의 규칙에서는 “의결권 있는 증권의 소유, 계약 기타에 의하여 특정인의 경영 및 정책의 방향을 지시하거나 유도하는 힘”이라고 규정하고 있다.<sup>42)</sup> 반면에, 미국 주 회사법하의 판례법리에 따라 지배주주의 신인의무(fiduciary duty)를 적용하는 경우에는 지분율이라는 형식적 기준이 아니라, 주주와 이사회 간 사실상의 대리관계(de facto agency relationship)의 성립 여부를 지배주주를 판단한다. 따라서 이사회의 과반수가 지배주주로부터 독립성을 결여하고 있는지의 여부에 의하여 지배권은 결정된다는 것이고 이것은 사안별로 판단하여야 한다고 한다.<sup>43)</sup>

회사법제는 경영진과 주주의 이익충돌을 해결하기 위해 여러 장치를 마련할 뿐만 아니라, 지배주주가 행사하는 지배권에 대해서도 지배주주와 소수주주 간의 이익충돌을 해결하기 위해 소수주주의 보호측면에서 중요한 과제로 다루고 있다. 일반적으로 소수주주의 보호를 주된 목적으로 하는 지배권에 대한 법적 규제는 (i) 지배권 행사에 대한 규제와 (ii) 지배권 취득·이전에 대한 규제로 구분할 수 있다. 지배권의 개념을 확정하는 것은 이러한 지배권 통제의 범위를 정하는 중요한 의미를 갖는다. 다만, 지배권 행사에 대한 통제와 지배권 취득·이전에 대한 통제에 있어서 그 대상이 되는 지배권의 개념이나 범위가 반드시 일치할 필요는 없는 것으로 생각된다.<sup>44)</sup>

#### 나. 지배권의 취득·이전에 대한 통제를 위한 지배권 개념의 확정

주주가 어느 정도의 주식을 보유할 경우 법적 지배권(de jure control)을 갖고 있다고 볼 것인지는 회사법상의 지배구조와 밀접하게 관련된 문제이다. 법적 지배권 취득의 징표로서 중요하게 고려되는 것은 이사를 선임·해임하기 위하여 필요한 주식보유비율이라고 할 수 있다. 우리나라의 경우, 이사의 선임은

41) Investment Company Act of 1940, §2(a)(9).

42) 1933 Securities Act Rule §404; 1934 Securities Exchange Act Rule §12b-2.

43) Bainbridge(2003), p. 209; 송종준(2012c), 33면.

44) 지배권 행사의 국면에서는, 지배권 행사 유형별로 지배주주가 갖는 지배력의 정도나 영향력 행사의 모습이 다를 수 있게 때문에 각 유형별로 지배주주의 범위를 정하여 통제하는 것이 실효적일 수도 있다.

주주총회 보통결의에 의하므로 기본적으로 의결권 있는 발행주식 총수의 과반수를 보유하면 안전하게 이사선임권을 확보하고 있다고 볼 수 있다(상법 제 382조). 이사의 해임은 주주총회 특별결의사항이므로 발행주식 총수의 3분의 2 이상을 보유하여야 확실하게 이사해임권을 갖는다고 볼 수 있다(상법 제 385조). 이사의 해임에 필요한 의결권을 확보하지 못하고 있다고 하더라도 이사선임권이 확보되어 있으면 이사들의 임기만료에 따라 지배주주가 원하는 이사들을 선임할 수 있으므로 법적 지배권은 이사의 선임에 필요한 의결권을 기준으로 판단하는 것이 합리적일 것으로 생각된다.

그런데, 어느 정도 대량 지분을 확보하면 의결권 위임에 의하여 지배권 행사에 필요한 의결권을 확보할 수 있고, 실제로 일반주주들의 주주총회 참여율이 높지 않다는 점을 고려한다면, 위의 법적 지배권까지 이르지 않는 주식보유비율로도 사실상 지배권(de facto control)을 행사할 수 있다. 지배권의 취득·이전을 합리적으로 통제할 경우 그 대상이 되는 지배권은 바로 이러한 ‘사실상 지배권’에서 출발해야 할 것으로 생각된다.

어느 정도 비율이면 이러한 사실상 지배권의 취득이 인정될 수 있는지는 개별 기업의 주주 분포, 일반 주주들의 주주총회 참석율 등 제반 사정에 따라 달라질 수 있는 것이어서 일률적으로 정하는 것은 어렵다. 외국의 예를 보면, 미국의 주법으로 제정되어 있는 기업인수규제 규정(anti-takeover statutes)<sup>45)</sup>에서는 해당 조항의 적용 범위를 명확하게 하기 위하여 지배권이 추정되는 지분비율을 명시하고 있다. 예컨대, 델라웨어주 회사법에서는 지배권을 “경영 및 정책의 방향을 지시하거나 유도하는 힘”이라고 정의하면서, 20% 이상의 의결권 있는 주식을 소유하는 경우에는 지배권이 있는 것으로 추정한다.<sup>46)47)</sup>

45) “기업인수규제 규정”은 공개매수 등에 의한 기업인수를 규제하기 위한 목적으로 미국의 각 주에서 주 회사법에 포함시킨 다양한 조항들을 통칭하는 용어이다.

46) 대표적으로 델라웨어주 회사법의 지배권의 정의는 다음과 같이 규정되어 있다.

Del. Code, Ann. tit. 8, § 203(c) As used in this section only, the term:

(4) “Control,” including the terms “controlling,” “controlled by” and “under common control with,” means the possession, directly or indirectly, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting stock, by contract or otherwise. A person who is the owner of 20% or more of the outstanding voting stock of any corporation, partnership, unincorporated association or other entity shall be presumed to have control of such

한편, EU의 공개매수지침은 지배권의 정의 규정은 두고 있지 않지만, 지배권을 행사할 수 있는 주식 등을 취득한 자는 원칙적으로 지체없이 대상회사의 발행주식 등의 전부를 공개매수에 의하여 취득할 의무를 부과하는 의무공개매수(mandatory bids) 제도를 두고 있고(동 지침 제5조 제1항), 여기서 ‘지배권’의 판단기준은 각 회원국이 정할 수 있도록 규정하고 있다(동 지침 제5조 제3항). 이에 따라 EU 회원국들은 일반적으로 30%~33% 지분율의 의결권 있는 주식 등의 보유를 지배권 취득으로 규정하여 의무공개매수의 발동 요건으로 정하고 있다.<sup>48)</sup>

지배권의 취득·이전에 대한 통제 대상이 될 사실상 지배권의 수준을 합리적으로 정하기 위해서는, 위와 같은 외국의 입법례를 검토하고, 우리나라 상장기업의 주주 분포 및 의결권 행사에 관한 적정한 실증조사에 의하여 보다 합리적인 주식보유비율을 찾는 노력이 필요하다. 그러나 중국적으로는 지배권의 취득·이전을 통제하기 위한 기준으로서 정책적 판단에 따라 사실상 지배권의 취득을 추정 또는 의제할 수 있는 일정 비율을 일률적으로 정하는 것은 불가피한 것으로 생각된다.

## 2. 지배권 행사에 대한 규제

### 가. 지배권의 사적편익에 대한 통제

---

entity, in the absence of proof by a preponderance of the evidence to the contrary; Notwithstanding the foregoing, a presumption of control shall not apply where such person holds voting stock, in good faith and not for the purpose of circumventing this section, as an agent, bank, broker, nominee, custodian or trustee for 1 or more owners who do not individually or as a group have control of such entity(밑줄은 필자).

47) 뉴욕주 회사법은 10% 이상의 지분을 취득한 경우, 반증이 없는 한 지배권을 취득한 것으로 추정한다(N.Y. Bus. Corp. Law § 912(F)(8)).

48) Clerc/Demarigny/Valiante/Aramendia(2012), pp. 57-58{일부 국가들은 실질적 지배권(actual control)이나 일정 지분율과 실질적 지배권이라는 두 개의 기준을 혼합하여 지배권의 개념을 정하고 이를 의무공개매수의 발동 요건으로 규정하고 있다}.

지배권에 회사의 정책을 결정하는 힘이 부여되는 사실상 이유는 주식회사에서의 의사결정방식이 ‘1주 1의결권’이라는 원칙을 기반으로 한 자본다수결주의가 공정한 규칙으로 적용되고 있기 때문이다. 다수결에 의한 의사결정 방식이 민주적인 의사결정방식이라고 여겨지는 이유는 이것이 민주정치에서 사용되는 의사결정방식이기 때문이다. 즉 민주정치에서 사용되는 다수결제도는 정권교체에 의해 다수와 소수가 전환될 가능성이 있다는 점에서 공정한 의사결정 수단이 될 수 있다.

그러나 회사에서의 다수결주의는 그 성격이 다르다. 회사에서는 일단 지배주주가 되면 본인의 의사로 지배권을 이전하는 경우가 아닌 한 지배주주의 지위를 유지할 수 있다.<sup>49)</sup> 이로 인해 지배주주는 그들의 특유한 사업 비전을 발휘하여 시장에서 기대하는 것과 다른 방향으로 기업을 경영하는 모험을 할 수 있고, 성공적인 모험을 통해 얻은 높은 이익은 모든 주주에게 비례적으로 귀속되어 회사 전체에 이익을 줄 수도 있다.<sup>50)</sup> 동시에 지배주주가 회사로부터 지배권의 사적편익(private benefit of control)을 취함으로써 소수주주의 권리를 침해할 가능성도 커진다. 일반적으로 언급되는 지배주주가 얻게 되는 사적 편익의 내용으로는 사회적인 명성, 회사자산이나 비용을 사적으로 유용할 기회, 친인척 등의 승계 또는 고용기회, 자신에 대한 높은 금전적 보상의 결정에 개입할 수 있는 기회, 자신이나 친인척 등 특수관계인이 보유한 다른 기업과의 거래를 통한 이익창출 기회 등이 있다.<sup>51)</sup> 이와 같이 지배권을 행사하는 단계에서 회사나 일반주주에게 귀속되어야 할 이익을 부당하게 지배주주에게 귀속되게 하는 행위를 규제하기 위해 회사법제에서는 지배주주의 지배권 행사와 관련하여 소수주주를 보호하는 장치들을 마련하고 있다.

## 나. 우리나라에서의 지배권 행사에 대한 통제

### (1) 우리나라 기업지배구조의 특징

---

49) 오수근(2018), 181면.

50) Goshen/Hamdani(2016), pp. 563-567.

51) Jensen/Meckling(1976), pp. 305-360.

우리나라 기업지배구조에서 지배권의 특징은 주로 기업집단의 맥락에서 설명할 수 있다. 계열회사를 통한 주식보유나 피라미드 출자, 순환출자, 지주회사 등을 통해 지배소수주주(controlling minority shareholder)가 소수의 지분으로 기업집단을 실질적으로 소유하고 있고, 내부지분율<sup>52)</sup>이 높은 지배구조로 인해 지배소수주주의 의사에 반하여 경영진을 교체하기가 어렵다.

[ 표 2-1 ] 총수 있는 상위 10대 집단의 내부지분율 변화

(매년 지정일 기준, 단위: %)

구 분	'99	'01	'03	'05	'07	'09	'11	'13	'15	'17	'18
총수	1.8	1.3	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	<b>0.8</b>
(총수일가)	-	(3.1)	(3.5)	(3.6)	(3.4)	(3.3)	(2.9)	(3.0)	(2.7)	(2.5)	<b>(2.5)</b>
계열회사*	46.6	43.0	42.4	45.3	44.1	45.6	50.3	49.6	50.6	55.5	<b>55.2</b>
내부 지분율	51.5	46.4	46.2	49.2	47.9	49.3	53.5	52.9	53.6	58.3	<b>58.0</b>

[출처: 공정거래위원회 보도자료, “2018년 공시 대상 기업집단 주식 소유 현황”(2018. 8. 28)]

위 표에서 보는 바와 같이 기업집단의 총수일가는 3% 미만의 지분율을 보유하면서도 계열회사 등을 통해 60%에 가까운 지배력을 행사하고 있다. 물론 뛰어난 경영능력을 지닌 지배소수주주는 높은 지배력을 확보하여 그들의 경영비전을 현실화하는 것이 회사와 일반주주에게 이익이 될 수 있다. 그러나 소수 지분으로 절대적 지배력을 행사하는 현재의 소유구조에 의해 지배소수주주는 본인이 더 많은 지분을 소유한 계열회사의 이익을 위한 의사결정을 할 유인이 높고, 이로 인해 지배소수주주가 추구하는 이익이 일반주주의 이익에 부합하지 않을 가능성이 존재한다.<sup>53)</sup> 즉, 이러한 순환출자, 지주회사 등을 통한 지배소수주주의 경영지배는 소유(cash-flow right)와 지배(voting control)의 괴리를 가져왔다. 지배권과 소유권 사이의 지분을 괴리가 큰 기업들의 지배주주는 일반주주의 이익에 역행하는 의사결정을 실행할 유인이 증가한다. 이에 따라 이

52) 계열회사 전체 자본금(액면가 기준) 중 동일인 및 동일인관련자(친족, 임원, 계열회사, 비영리법인 등)가 보유한 주식가액(자기주식 포함)이 차지하는 비중을 의미한다{공정거래위원회 보도자료, “2018년 공시 대상 기업집단 주식 소유 현황”(2018. 8. 28), 3면}.

53) 김건식(2010), 211면.

사회가 제공하는 공시정보의 신뢰성은 감소하고<sup>54)</sup>, 지배주주는 자신의 의사결정에 따른 이익은 지배권 행사에 따라 획득하면서도 의사결정의 위험은 자신의 지분 만큼만 부담하므로, 지배주주의 기회주의적 행동에 의해 지배주주와 일반주주간의 대리인 문제가 발생할 가능성이 증가하게 된다.<sup>55)</sup> 이러한 이유로, 우리나라에서는 이사와 주주의 대리인 문제보다는 지배주주와 소수주주간의 이익충돌에 대한 규제의 필요성이 보다 중요한 문제로 대두된다.

## (2) 현행법상 지배권 행사에 대한 통제

그동안 우리 회사법제는 지배권 행사에 대한 감시 및 통제에 집중하여 발전하여 왔다. 예를 들어, 상법은 최대주주와 그 특수관계인은 상장회사의 사외이사가 될 수 없도록 금지하고(상법 제542조의8 제2항 제6호), 상장회사의 업무집행을 감시하는 감사·감사위원회위원의 선임 시 최대주주 및 그 특수관계인의 의결권을 3%까지만 행사할 수 있도록 제한함으로써(상법 제542조의12) 회사의 주요 기관구성에 관한 지배주주의 권한을 통제하고 있다. 상장회사와 비상장회사 모두에게 적용되었던 상법상 이사의 자기거래금지 조항의 적용 범위는 이사 이외에도 주요주주 또는 이사 또는 주요주주와 신분상 또는 지분관계상 일정한 특수관계가 있는 개인 또는 회사에 대하여도 확대되어 있다(상법 제398조). 상장회사의 경우에는 주요주주 및 그 특수관계인을 위해 신용공여를 할 수 없음을 원칙으로 하고 있고(상법 제542조의9 제1항), 자산총액 2조원 이상의 대규모 상장회사에 대하여는 최대주주 및 그 특수관계인과의 거래를 추가로 규제하고 있다(상법 제542조의9 제3항). 또한, 상법은 이사에 대해 영향력을 행사하여 업무집행을 지시한 자에게 회사 및 제3자에 대하여 이사로서 손해배상책임을 지도록 하였고, 그 자의 회사에 대한 손해배상책임은 대표소송에 의하여 추급할 수 있도록 하였다(상법 제401조의2).

공정거래법은 경제력집중을 방지하기 위한 제도를 마련하고 있는데, 이 규정들은 기업집단 내의 계열회사들 사이에서 발생하는 지배주주의 사익편취행위

54) Fan/Wong(2002), pp. 33, 401-425.

55) 이승태(2010), 75-93면.

를 통제하는 기능도 있다. 즉 지배주주의 지분율이 낮은 회사로부터 높은 회사로의 부의 이전을 규제하기도 한다.<sup>56)</sup> 대표적으로 대규모상장회사의 최대주주 등과의 대규모거래에 대해 사전에 이사회 승인을 받고 해당 거래를 공시하도록 하는 규정(공정거래법 제11조의2), 계열회사에 대한 부당지원행위를 금지하는 규정(공정거래법 제23조 제1항 제7호), 특수관계인에 대한 부당한 이익의 제공을 금지하는 규정(공정거래법 제23조의2) 등이 그러한 기능을 한다.

이상과 같은 상법과 공정거래법 등의 규정은 그 실효성에 관해 비판을 받는 부분도 있지만,<sup>57)</sup> 전체적으로 지배권 행사에 대한 통제로서 법제상으로는 상당한 수준으로 마련되어 있다고 평가할 수 있다.

그렇다면 지배권을 취득·이전하는 단계에서 우리 회사법제는 해당 행위를 적절하게 통제하는 제도를 마련하고 있고, 실제로 그러한 제도가 제대로 운용되고 있는지 살펴볼 필요가 있다. 이하에서는 먼저 지배권을 취득·이전의 법적 형태에 관하여 간략히 살펴본 후 우리나라 지배권거래의 현황과 문제점을 분석하고, 지배권거래에 대한 통제의 필요성에 대하여 검토한다.

## 제2절 현행법상 지배권 취득·이전에 대한 통제

### 1. 지배권 취득·이전에 대한 통제 개관

지배권을 취득·이전하기 위한 기업인수는 다양한 형태로 이루어지기 때문에 각 형태에 따라 이해관계인들(지배주주, 경영진, 소수주주, 채권자, 근로자 등)의 경제적 이익도 달라지고, 소수주주에게 미치는 법적·경제적 효과도 상이하다. 기업인수의 방법으로는 합병, 분할합병, 자산양수, 영업양수, 주식양수, 포

56) 천경훈(2017), 269면.

57) 천경훈(2017), 273-274면{그러나 현실적으로 지배주주의 사익추구행위를 규제하기 위한 제정법의 적용과 실행이 어렵다고 지적하면서, 이를 위해 (i) 이사의 신인 의무는 전체 주주의 비례적 이익을 증진하는 것임을 명확히 하고, (ii) 스탠다드 규정에 관한 법원의 적극적인 해석과 (iii) 독립성과 전문성을 가진 기관투자자의 감시기능의 확대 등이 필요하다고 설명한다}.



괄적 주식교환, 위임장권유에 의한 의결권 획득 등을 들 수 있다.<sup>58)</sup>

상법상 기업구조개편 방법인 합병, 포괄적 주식교환 등은 지배권의 변동뿐만 아니라 기업구조의 변화, 법적 형태 변화 등 회사의 근본적 변경을 가져오는 것이기 때문에 해당 거래가 성사되기 위해서는 주주총회의 특별결의를 요하는 것으로 정하고 있다. 따라서 주주들은 주주총회 개최일 이전에 해당 거래의 정보를 회사로부터 제공받게 되고, 집단적 의사결정에 참여함으로써 지배권의 변동에 대하여 반대할 수 있는 거부권이 보장된다. 지배권 변동에 반대하는 주주는 주식매수청구권이라는 탈퇴권을 부여받기 때문에 해당 거래에 찬성하여 회사에 잔존하는 주주나 주식매수청구권의 행사에 의하여 탈퇴하는 주주들 모두 자신의 의사에 따른 결과를 얻게 된다. 또한, 찬성하거나 반대한 주주들은 그들의 권리에 대하여 합병비용, 주식교환비용, 기업가치 평가 등에 의하여 산정된 공정한 대가를 제공받는다.<sup>59)</sup>

기업인수 목적의 주식양도에 대해서 상법은 ‘주식양도의 자유’를 규정하고 있는 것(상법 제335조 제1항) 외에, 주주총회 특별결의를 요구하거나 주식매수청구권등을 인정하지 않고, 특히 상장주식의 경우 한국거래소의 상장 관련 규정<sup>60)</sup>에 따라 주식양도에 대한 제한을 둘 수 없으므로 자유롭게 주식을 양도할 수 있다. 공정거래법에 따라 지배권의 취득 단계에서 기업결합신고를 통한 사전심사나 승인을 받아야 하지만, 이는 입법 취지상 관련시장에서의 경쟁제한성을 심사하기 위한 제도이므로 투자자인 소수주주의 보호에 대해서는 심사를 받지 않는다. 자본시장법은 정보공시와 주주 간 평등한 기회 제공을 목적으로 ‘증권시장 밖에서 단기간 내에 다수의 주주(즉, 6개월 내에 10인 이상의 주주)로부터 상장주식(전환, 교환 등에 의하여 상장주식을 취득할 수 있는 그 밖의

58) 김진식/정순섭(2013), 295-298면; 김진오(2010), 2-5면. 이외에 실무상 다양한 기준에 따라 (i) 대상회사가 상장회사인 M&A, 비상장회사인 M&A, (ii) 대상회사가 도산회사인 M&A, 정상회사인 M&A, (iii) 인수자가 사모펀드와 같은 재무적 투자자(financial investor)인 M&A 또는 인수자가 대상회사와 동종 사업을 실제로 영위하는 전략적 투자자(strategic investor)인 M&A 등으로 분류하기도 한다(김진오(2010), 6면). 기업인수 유형을 단순화하여 매수대상에 따라 (i) 자산(영업)양수, (ii) 주식양수, (iii) 합병으로 분류하기도 한다(송옥렬(2016), 1185-1186면; 김진식/노혁준/천경훈(2018), 714면).

59) 합병비용 산정방법의 공정성에 대한 논의는 이상훈(2017), 35-80면.

60) 유가증권시장 상장규정 제32조 제1항 제14호; 코스닥시장 상장규정 제6조 제1항 제14호.



증권 또는 파생상품 포함)을 유상취득하여 보유주식이 발행주식 총수의 5%를 넘게 되는 경우(5% 이상 상장주식의 보유자가 추가 취득하는 경우 포함) 동법에 따른 공개매수에 의해서만 주식을 매수하도록 하는 내용의 제한적인 강제공개매수제도를 두고 있다. 그러나 그동안 실시된 주식양도에 의한 지배권의 변동은 주로 1인 또는 소수의 기존 지배주주로부터 증권시장 밖에서의 주식매수 방식에 의하여 행해지고 있고, 이러한 소수의 주주로부터의 일대일거래에 의한 지배주식의 이전은 자본시장법상의 강제공개매수의 대상에서 배제되어 있기 때문에 지배권의 취득이나 이전을 목적으로 하는 공개매수는 거의 이루어지지 않고 있다.

## 2. 우리나라 지배권거래의 현황과 문제점

### 가. 우리나라 지배권시장의 현황

우리나라 지배권시장에서 지배권을 취득·이전하는 방법으로는 아래 지배권이 전거래 유형에서 보듯이 주식양수도에 의한 지배주식 취득이 가장 많이 활용된다. 하지만 지배주식의 취득은 회사 간 계약이 아닌 주주 간 계약이라는 특징으로 인해 일반주주 보호 측면에서 합병 등 상법상의 기업구조개편과는 상당한 차이를 보인다. 이하에서는 먼저 주식양도에 의한 지배권거래 및 그러한 지배권거래에서 지급되는 지배권 프리미엄의 현황을 간략히 살펴본 후, 현행 법제의 문제점을 검토한다.

#### (1) 주식양도에 의한 지배권거래

국내 M&A 시장은 2018년 처음 50조원을 넘는 거래규모를 기록하면서 최근 4년 동안 계속 성장하고 있다.<sup>61)</sup> 다만 거래규모에 있어서는 소수의 대규모기

---

61) 거래완료 기준으로 2014년 40조 7600억원(304건), 2015년 45조 6000억원(329건), 2016년 35조 3800억원(300건), 2017년 44조 5400억원(322건), 2018년 55조 6400억

업의 M&A거래가 차지하는 비중이 매우 크다. 2018년 기준으로 보면 총 370개 M&A 거래 중 거래규모 기준으로 상위 10개 M&A거래가 총 거래금액(약 56조원)의 50%(약 28조원)를 차지하고 있다.<sup>62)</sup> 대부분의 우리나라 회사에는 지배주주가 존재하기 때문에 경영진과 지배주주의 의사에 반하는 적대적 기업 인수가 성공하기 어렵다.<sup>63)</sup> 간혹 행해진 적대적 기업인수 시도는 대부분 외국 회사에 의한 적대적 기업인수 시도나 가족간의 경영권 분쟁으로 인한 것이었다.<sup>64)</sup> 이에 따라 우호적인 기업인수 특히 지배주주들에 의한 일대일거래가 지배권 거래의 주류를 이루고 있다.

공정거래위원회가 발표한 우리나라의 기업결합<sup>65)</sup> 동향에 의하면, 2012년부터 2017년까지 5년 간 국내기업에 의한 지배권거래(계열사 간 거래는 제외)의

원(370건){더벨, “거래규모 56조’ 역대급 호황 맞은 M&A 시장”(2016. 8. 5)}.  
62) [2019년 M&A 누적 거래규모(완료기준)]

2019년 M&A 누적 거래규모 (완료기준)				
(단위: 백만원)				
순위	거래대상	매각자	인수자	거래금액
1	도시바 메모리사업부	도시바(일본)	SK하이닉스-베인캐피탈 컨소시엄	19,827,800
2	ADT캡스	칼라일	SK텔레콤-맥쿼리 컨소시엄	2,970,000
3	ZKW	Mommert Holding GmbH	LG전자	1,435,588
4	CJ헬스케어	CJ제일제당	한국콜마	1,310,000
5	LS오토모티브 동박·박막소재사업	LS엠트론	KKR & Co. L.P.	1,050,000
6	당케르케 LNG 터미널 구주39.24%	EDF S.A., Total S.A.	삼성증권, IBK투자증권, 한화투자증권	884,000
7	AMPAC	H.I.G.캐피탈	SK	700,000
8	금호타이어 신주45%	금호타이어 채권단	Doublestar tire	646,336
9	해양도시가스 49%, 서라벌도시가스 49%	GS에너지	글랜우드PE	616,000
10	난다	김소희 대표	로레알	600,000

[출처: 더벨 리그테이블 2018년]

63) 김건식/노혁준/천경훈(2018), 34면.

64) 송창현(2017), 40면.

65) 공정거래위원회의 “기업결합신고요령(공정거래위원회 고시 제2018-8호)”은 합병, 영업(자산)양수, 주식취득, 임원겸임, 회사설립 참여 등의 기업결합은 사전에 공정거래위원회에 신고하도록 규정하고 있다. 주식취득의 경우 발행주식총수의 20%(상장회사의 경우 15%) 이상을 소유하게 되는 경우, 영업양수의 경우에는 양도하는 영업 또는 영업용 자산의 가액이 양도회사 자산총액의 10%이상이거나 50억원 이상인 경우를 신고대상으로 한다.

유형별 비율은 아래 표와 같다.

[ 표 2-2 ] 최근 5년간 국내기업에 의한 지배권거래의 유형별 비율<sup>66)</sup>

거래 유형		'12	'13	'14	'15	'16	'17	계
합병	건수	2	2	1	2	3	3	13
	비중(%)	1.2	1.3	0.6	1.0	1.7	1.5	1.1
영업양수	건수	39	29	32	34	29	27	190
	비중(%)	23.5	18.2	18.1	16.3	16.3	13.4	17.4
주식취득	건수	125	128	144	172	146	171	886
	비중	75.3	80.5	81.4	82.7	82.0	85.0	<b>81.4</b>
합계(건수)		166	159	177	208	178	201	1,089

최근 5년간 거래건수를 기준으로 볼 때 주식취득으로 인한 지배권거래 (81.4%)가 꾸준히 가장 많이 이루어졌고, 그 다음으로 영업양수(17.4%), 합병(1.1%) 순으로 거래가 이루어졌다. 더욱이 아래에서 보는 바와 같이 2012년부터 5년 간 주식취득으로 인한 지배권거래 중 장외 구주매수가 압도적인 비중을 차지하였다. 또한, 아래 제4장에서 보는 바와 같이 최근의 대규모 지배권거래 중에 공개매수는 전혀 없었다.

[ 표 2-3 ] 최근 5년간 매년 10대 지배권 거래의 유형별 비율<sup>67)</sup>

거래 유형		'12	'13	'14	'15	'16	계
합병		-	-	1	-	-	1
영업양수		-	-	-	-	-	-
주식양수	장외구주매수	9	10	9	9	10	57
	공개매수	-	-	-	-	-	-
	신주발행	1	-	-	1	-	2

66) 정준혁(2017a), 52면과 공정거래위원회 보도자료, “2017년 기업결합 동향 및 주요 특징”(2018. 2. 19)을 참고하여 필자가 국내기업의 비계열사 간 거래만을 대상으로 하여 정리한 것이다.

67) 정준혁(2017a), 53면(이 논문의 부록에는 거래규모 기준으로 2012년부터 2017년까지 5년 간 매년 10대 M&A거래에 관한 상세한 내용이 정리되어 있다).

2007년부터 2010년까지 4년 동안 거래금액 기준 상위 10개 거래를 조사한 자료<sup>68)</sup>에서도 총 40개의 지배권거래 중 구주매수에 의한 건이 30건, 신주인수가 5건, 영업양수가 3건, 신주인수와 구주매수가 혼합된 것이 2건으로 주식취득으로 인한 지배권거래가 합계 37건(92.5%)에 달하였다. 그 중 31건(77.5%)이 대주주로부터 장외에서 지배주식을 현금으로 매수하는 방식으로 이루어졌다.<sup>69)</sup>

## (2) 지배주주에 의한 지배권 프리미엄의 독점

이와 같이 우리나라 지배권거래의 대부분은 지배주주로부터의 장외 구주양도에 의하고 있고, 지배권 프리미엄은 일반주주에게 분배되지 않고 지배주주가 온전히 취득하고 있다. 최근의 자료<sup>70)</sup>에 의하면, 2017년 유가증권시장과 코스닥시장에서는 총 47개 기업에서 합계 51건의 지배주주의 지분 이전을 통해 51건의 최대주주가 변경되었다. 유가증권시장보다 코스닥시장에서 더 빈번하게 지배권거래가 발생했고, 해당 거래에서 이전된 지분비율의 평균값은 28.9%였고, 가장 낮게는 5.5% 지분의 이동만으로 최대주주가 바뀐 사례도 있었다.

[ 표 2-4 ] 인수 지분율에 따른 지배권 프리미엄 지급 현황<sup>71)</sup>

구분	인수 지분율	건수	1일전 종가 기준	1달전 종가 기준
평균	20% 미만	14	52.4%	58.0%
	20% - 50%	13	45.7%	61.8%
	50% - 100%	4	40.0%	34.9%
	총합계/평균	31	48.0%	56.6%
중앙값	20% 미만	14	33.3%	48.4%

68) 천경훈(2011), 140-144면(이 논문에 포함된 해당 자료는 매수인 또는 매도인의 국적을 불문하고 대상회사가 한국 회사인 경우를 모두 포함시켰고, 한국회사가 외국회사를 인수한 거래, 계열회사 간 거래 및 채권단에 의한 출자전환은 제외한 것이다).

69) 천경훈(2011), 145면.

70) 임자영(2018), 4면(이 자료는 계열사나 특수관계인간의 거래는 지배주주가 변경되지 않는 거래이고, 그 거래에서 지급된 지배권 프리미엄 역시 지배권의 실질적 가치 이외의 외부적 요인에 의해 결정될 크다고 보아 조사대상에서 제외한 것이다. 따라서, 이 자료에서 최대주주가 변경된 사례는 모두 지배주주가 변경된 사례로 볼 수 있다).

71) 임자영(2018), 6면.

	20% - 50%	13	35.6%	72.0%
	50% - 100%	4	43.9%	38.5%
	총합계/평균	31	37.4%	47.1%

지배주식의 인수 지분율에 따라 주당 지배권 프리미엄의 크기도 달라진다. 위 표를 보면, 50% 미만의 낮은 인수지분율의 지배권거래가 전체 거래의 87%(31건 중 27건)에 해당하고, 인수지분율이 낮을수록 상대적으로 높은 금액의 주당 지배권 프리미엄이 지급되고 있다. 낮은 인수지분율로 지배권을 취득할 경우 인수인은 적은 비용으로 지배권을 취득할 수 있으므로 주당 지배권 프리미엄을 더 많이 지급하는 경향이 있는 것으로 분석되고 있다.<sup>72)73)</sup>

2007년부터 2010년도에 실시된 5건의 지배권거래에서 지급된 지배권 프리미엄을 분석한 아래 자료 역시 우리나라의 지배권거래에서 상당히 높은 프리미엄이 지급되고 있는 것을 보여준다.

[ 표 2-5 ] 주요 지배권거래의 지배권 프리미엄<sup>74)</sup>

	대상회사(취득지분)	주당 거래가격(A)	발표/공시 직전거래일 종가(B)	프리미엄 비율 (A-B)/B
1	온미디어(55.2%)	7,290	3,910	86.5%
2	대한통운(60%)	170,833	100,500	70.0%
3	현대건설(34.9%)	127,578	76,100	67.6%
4	대우인터내셔널(68%)	49,102	32,000	53.4%
5	동양생명(46.5%)	18,000	12,800	40.6%

한편 World Bank의 보고서<sup>75)</sup>에 의하면 지배권 프리미엄이 10% 이하인 나

72) 이투데이, “매각 지분 적을수록 ‘경영권 프리미엄’ 비싸다?” (2018. 8. 14).

73) 다른 통계자료에 의하면, 우리나라는 인수 지분비율이 20%~50%인 거래가 해당 표본의 48%를 차지하는 반면에, 미국의 경우는 인수 지분비율이 20%~50%에 해당하는 경우는 불과 2.4%, 독일의 경우는 14.7%라고 한다{김석봉(2015), 216~219면}. 이 통계 분석은 2005년부터 2014년까지 발생한 20% 이상의 지분거래로서 지배권과 관련된 거래만을 대상으로 하였고, 국가별 경제규모를 감안하여 한국은 거래규모가 100억원 이상, 미국은 1억 달러 이상, 독일은 1억 마르크(또는 이에 상당하는 유로화 금액) 이상의 거래들을 대상으로 한 것이다.

74) 천경훈(2011), 149면(이 자료는 저자가 2007년부터 2010년까지 상장회사에 대한 구주거래로서 공시 전후로 시가를 추적할 수 있는 5건을 분석한 자료이다).

라에는 미국, 영국, 독일, 일본 등이 있으며, 이탈리아는 29%, 스위스는 20% 정도인 것으로 보고되었다. 반면에 한국은 48%, 멕시코 36%, 체코 58% 수준인 것으로 나타났다. 이 보고서에서는 자본시장이 발달할수록 낮은 지배권 프리미엄을 지급한다고 분석하고 있다.

통계자료의 분석대상과 방법에 따라 그 수치는 상이하지만, 일반적으로 그리고 특히 20%~50% 지분인수 거래에서 지급되는 우리나라의 주당 지배권 프리미엄이 미국, 독일 등에 비해 상당히 높은 수준이라는 점을 알 수 있다.

아래에서 살펴보는 최근 3건의 지배권거래의 사례를 보더라도 (i) 지배주주에게 지급된 지배권프리미엄이 포함된 주식 가액과 (ii) 주식의 시가 내지는 일반주주에게 지급된 주식가액은 상당한 차이를 보이고 있다.<sup>75)</sup>

[ 표 2-6 ] (주)한화의 삼성테크윈(한화테크윈) 지분 매입

(단위: 주, 원)

거래일 (2015년)	거래내용	매입주식수	주당거래 가격(A)	발표/공시 전일 종가(B)	프리미엄 (A-B)/B
6.29	삼성그룹 계열사로부터 삼성테크윈 주식 매입	17,189,609	47,889	29,250	63.7%
계		17,189,609	47,889	29,250	

2015. 6. 29. 한화그룹은 삼성테크윈의 주식을 보유하던 삼성 그룹 계열회사들(삼성물산, 삼성SDI, 삼성생명, 삼성증권)로부터 총 32.35%(주당 47,889원)의 주식을 취득하였다. 한화그룹은 삼성그룹 계열사에게 시가(주당 29,250원) 대비 2배 가까운 지배권 프리미엄(63.7%)을 지급하였다.

75) Nenova(2006), p. 5.

76) 이은정(2017), 4-10면.

[ 표 2-7 ] 미래에셋증권의 대우증권 지분 매입

(단위: 주, 원)

거래일 (2016년)	거래내용	매입주식수	주당거래 가격(A)	발표/공시 전일 증가(B)	프리미엄 (A-B)/B
01.25	한국산업은행으로부터 인수	140,481,383	16,518	7,400	123%
11.17	주식매수청구권행사	7,142,384	7,999	7,500	6.6%
계		147,623,767			

2016. 1. 25. 미래에셋증권은 한국산업은행으로부터 대우증권의 주식 140,481,383주(43%)를 장외에서 주당 16,518원을 주고 총 2조 3205억원에 인수하였다. 이후 대우증권은 미래에셋대우로 사명을 변경하였고, 미래에셋대우(존속회사)가 미래에셋증권(소멸회사)을 합병하여 미래에셋대우증권이 출범하게 되었다.<sup>77)</sup> 합병비율 산정을 위한 합병가액은 주당 7,825원(보통주 기준)이었고, 합병과 관련된 주식매수청구권 가격은 주당 7,999원이었으며 주식매수청구를 한 주식 수는 7,142,384 주(보통주 기준)이었다.

이 거래에서 지배주주인 산업은행에게 지급된 지배권 프리미엄은 123%이고, 주식매수청구권을 행사한 주주에게는 6.6%의 프리미엄이(시가를 초과한 이익) 지급되었다.

[ 표 2-8 ] KB 금융지주의 현대증권 지분 매입

(단위: 주, 원)

거래일 (2016년)	거래내용	매입주식수	주당거래 가격(A)	발표/공시 전일 증가(B)	프리미엄 (A-B)/B
05/31	대주주들로부터 지분 22.56% 매입	53,380,410	23,182	6,400	262%
06/24	현대증권 자사주 7.06% 매입	16,715,870	6,410	6,270	2%
10/31	현대증권주식과의 포괄적 주식교환	166,327,762	6,766	6,730	0.5%
10/31	주식매수청구	188,488	6,737	6,730	0.1%
계		236,612,530			

77) 조선비즈, “[미래에셋 대해부] ① 공룡증권사의 탄생...설립 17년 만에 1위 증권사 도약” (2016. 6. 3).

2013. 12. 현대그룹은 현대상선의 구조조정을 위해 현대증권을 매각하겠다고 발표하였다.<sup>78)</sup> 이후 현대상선 등 현대증권의 대주주들이 보유하고 있던 현대증권 주식을 매각하게 되면서 2016. 3. KB 금융지주는 현대증권 주식 매각의 우선협상대상자로 지정되었으며, 2016. 5. 현대증권의 대주주들<sup>79)</sup>로부터 주당 23,182원에 22.56%의 주식을 매입하게 되었다. 그후 현대증권은 동사의 재무구조 개선과 투자재원을 확보하기 위한 목적으로 자사주 1,671만여주 전부를 주당 6,410원에 KB 금융지주에게 매도하여 KB 금융지주는 현대증권 지분 29.62%를 확보한 최대주주가 되었다. 이에 현대증권 발행주식 총수의 0.76%에 해당하는 180만여주를 보유하고 있던 개인주주들은 현대증권의 대표이사 등을 상대로 자사주 헐값 매각으로 인하여 회사가 손해를 입었다는 이유로 주주대표소송을 제기하였다.<sup>80)</sup> 그후 KB 금융지주는 현대증권의 완전자회사화를 위해 2016. 9. KB 금융지주와 현대증권 간의 포괄적 주식교환을 결정하였다. 이에 따라 현대증권 주식의 교환가격은 주당 6,766원<sup>81)</sup>으로 결정되었고, 주식교환에 반대하는 주주에게는 주당 6,737원에 주식매수청구권이 부여되었다. 이 과정을 통해 KB금융지주는 최초에 현대증권의 대주주들로부터 지분 22.56%를 매수한 가격(주당 23,182원)의 약 1/3에 해당하는 낮은 가격으로 소수주주의 지분을 취득하였고, 주식교환의 결과 현대증권을 100% 지배하게 되었다.<sup>82)</sup>

78) 중앙일보, “1조대 현대증권 인수전, KB가 웃었다” (2016. 4. 1).

79) 현대증권의 대주주들은 현대상선 및 5인의 개인 대주주였다.

80) 해당 주주대표소송의 제기 후에 진행된 KB금융지주와 현대증권 간의 포괄적 주식교환으로 인해 주주대표소송을 제기한 원고들은 KB금융지주의 주주가 되었다. 이에 대법원은 위 주주대표소송을 제기한 원고들은 포괄적 주식교환으로 인하여 원고적격을 상실하였으므로 주주대표소송을 부적법하여 각하한 원심판결을 정당하다고 판시하였다(대법원 2019. 5. 14. 선고 2017다279326 판결).

81) KB금융지주의 교환가액은 주당 35,474원, 현대증권의 교환가액은 주당 6,766원으로 결정되어 주식교환비율은 ‘1 : 0.1907312’로 정하여졌다(현대증권의 주요사항보고서(주식교환·이전결정), 2016. 9. 1)

82) 조선비즈, “뿔난 현대증권 소액주주 “3배나 싼 교환가 납득 못해”...KB 합병 앞두고 법적 대응 검토”(2016. 8. 5).



## 나. 우리나라 지배권거래의 문제점

위에서 살펴본 바와 같이 우리나라의 지배권 취득·이전거래는 주로 지배주식을 취득하는 주식양도에 의해 이루어지고 있다. 지배주식을 양수하는 지배권 취득방법은 매수인이 대상회사의 부채를 직접 승계하는 것을 꺼리는 경우, 합병 등의 기업구조개편 방식에서 요구하는 주주총회 특별결의를 피하고 단기간에 거래를 성사시키고자 하는 경우 또는 조직개편에 따른 신주발생으로 지배권이 희석되는 것을 방지하고자 하는 경우에 더욱 선호된다.<sup>83)</sup> 이 경우 모든 주주에게 주식매도의 기회를 주는 공개매수보다 일대일거래를 통한 지배권 취득이 보다 간편한 수단이 될 것이다. 대부분의 회사에 지배주주가 존재하는 우리 기업지배구조의 특징으로 인해 매수자는 장외에서 지배주주와의 일대일거래로 지배권을 취득하고, 지배주주는 높은 지배권 프리미엄을 독점하고 있다. 일대일거래에서의 높은 지배권 프리미엄 지급이 지배주주의 사익편익에 대한 대가로 지불되는 것인지는 분명하지 않지만, 자본시장이 발달된 나라보다 상당히 높은 지배권 프리미엄이 지배주주에게 지급되고 있다는 점으로 고려하면 지배권 취득 이후 사적편익을 누리기 위한 대가일 가능성이 높다.<sup>84)</sup>

이러한 지배권거래 현실에 대해 상법은 별도로 규제하지 않고 있고, 소수의 주주로부터의 일대일거래에 의한 지배주식의 이전은 자본시장법상 공개매수가 강제되는 대상에서도 배제되기 때문에 지배권의 취득이나 이전을 목적으로 하는 공개매수는 거의 실시되지 않고 있다. 즉 지배권거래를 실질적으로 통제하는 장치가 마련되어 있지 않다.

83) 笹山幸嗣/村岡香奈子(2008), 9-10면; 박준/한민(2018), 759면.

84) 천경훈(2011), 149면; Zingales(1995), p. 1071.

### 제3절 지배권거래에 대한 통제의 필요성

#### 1. 지배권거래에서의 이익충돌

##### 가. 지배주식 취득의 유형

지배권을 취득·이전하기 위한 주식취득은 3가지 유형으로 분류될 수 있는데, (i) 거래소와 같은 증권시장에서 주식을 매수하는 시장거래를 통한 주식취득, (ii) 지배주주와의 개별적인 교섭(일대일거래)을 통한 주식취득, (iii) 증권시장 밖에서 동시에 불특정다수의 주주들로부터 주식을 매수하는 공개매수 방법이 있다.<sup>85)</sup> (ii)의 방법은 지배주주가 변경되는 경우로서 이미 존재하는 ‘지배권이 이전’되는 경우에 주로 사용되고, 매수자의 입장에서는 단시간에 원하는 양의 주식을 확실하게 취득할 수 있다는 장점이 있다. 대부분의 회사에 지배주주가 있는 우리나라의 경우 (ii)에 해당하는 지배권 변동이 대부분이다. (iii)의 방법은 지배주주가 없는 상태, 즉 주식이 분산된 회사의 주식을 매집하여 최초로 ‘지배권을 취득’하는 경우에 주로 활용될 수 있다. 이로 인해 외국에서는 공개매수를 기업인수(takeover)와 혼용하여 같은 의미로 사용하는 경우도 있다.<sup>86)</sup> 또한 지배주주가 있는 경우에는 공개매수는 적대적 기업인수를 위하여 이용될 수 있다.

##### 나. 지배권거래에서의 이익충돌

지배권이 변동되는 거래에서의 이익충돌 문제는 지배주주와 소수주주 간의 이익충돌 문제(아래 ①부터 ③)와 경영진의 입장에서 적대적 공개매수에 대하여 취할 수 있는 경영권방어에 관한 문제(아래 ④)로 정리할 수 있다.<sup>87)</sup>

① 모든 주주(소수주주 및 지배주주)가 지배권거래에 참여하여 지배권 프리

85) 김건식 외(2014), 356면.

86) 김건식/송옥렬(2001), 259면.

87) Marccus/CEPS(2013), p. 122; Kershaw(2016), p. 249-255 등의 문헌에서 제시하는 지배주식 이전에 의한 지배권 변동시 발생하는 문제점을 참고하여 필자가 정리하였다.

미업을 분배받을 수 있는지 여부(지배권거래에의 참여 및 지배권 프리미엄의 분배)

② 소수주주가 지배권의 변동에 대해 반대하는 경우, 새로운 지배주주 하의 회사에 잔존하지 않고 투자자금을 회수할 수 있는 탈퇴권(exit right) 또는 지배권 변동에 대하여 집단적 의사결정에 의한 거부권(veto right)을 부여받을 수 있는지 여부(탈퇴권 또는 거부권 부여의 문제)

③ 해당 매도거래의 종료 후에는 더 낮은 가격으로 주식을 매도해야 하는 등의 불리한 취급을 당할지도 모른다는 두려움으로 조급하게 주식을 매도하기로 하는 왜곡된 선택의 압력, 즉 매도압력<sup>88)</sup>으로부터 자유로운지 여부(매도압력 해소의 문제)

④ 대상회사의 이익이나 경영진의 의사에 반하는 적대적인 기업인수 시도에 대하여 합리적인 경영권방어수단이 제공되는지 여부(경영권 방어수단의 제공 문제)

이하에서는 이상의 문제점들에 대해 우리 법이 어떻게 대응하고 있는지를 살펴본다.

#### (1) 시장거래

지배권을 취득하는 단계에서 증권시장과 같은 공개된 시장에서 지배권을 획득할 정도의 주식을 매집하는 시장거래의 경우, 먼저 자본시장법상의 공시규제에 따라 정보공시가 이루어진다. 일반주주는 시장에서 경쟁매매에 의해 주식을 매도하는 것으로 인해 평등한 매각기회를 제공받고 시장가라는 동일한 가격으로 주식을 매도할 수 있으므로 제한적인 범위 내에서 탈퇴권이 있다고 할 수 있다. 시장거래 종료 이후에는 대상회사의 주주들은 본인들의 선택에 따라 탈퇴했으므로 별도의 소수주주 보호 문제는 발생하지 않는다고 할 수 있다. 다만, 시장매매의 선착순이라는 특징으로 인해 낮은 수준의 매도압력은 존재한다.<sup>89)</sup> 시장매수로 지배주식을 취득하는 데에는 시간이 걸리므로 해당 정보가

88) Bebchuk(1985), pp. 1696-1698; 김건식/정순섭(2013), 335면.

89) 田中亘(2012), 411-412면.

시장에 공시되면 대상회사에서도 자기주식의 취득 또는 우호적인 제3자에 대한 자기주식 매도 등의 방법으로 그에 따른 제한적인 대응수단을 준비할 수 있다.

## (2) 일대일거래

일대일거래에서는 매수인이 지배주주와의 계약에 의하여 지배지분(control block)을 매수하므로 소수주주들은 이에 참여할 기회를 부여받지 못 한다. 지배주주는 지배주식을 프리미엄이 붙은 가격으로 매도하지만, 일반주주는 그 지배권거래의 프리미엄을 공유할 수 없고, 지배권의 변동 후에 낮은 가격에 주식을 팔게 되거나 주식의 매도 자체에 어려움이 생기더라도 이에 대한 마땅한 구제수단이 없다. 새로운 지배주주가 출현하거나 지배권의 이전이 일어남에도 불구하고 그에 대한 찬반의 의사결정을 할 권한을 부여받지 못하고, 지배권의 변동이 불만족스러워도 탈퇴권도 부여되지 않는다.<sup>90)</sup> 지배권 변동이 주가에 불리한 영향을 미쳐 손해를 입더라도 이를 감수할 수밖에 없게 된다. 일반적으로 일대일거래에 의한 지배권 취득·이전은 우호적인 기업인수 거래이므로 경영권방어의 문제는 제기되지 않을 것이다.

## (3) 공개매수

공개매수가 강제되면, 공개매수절차에서 주주들에 대한 정보공시와 평등한 주식매도 기회가 제공되고, 공개매수가격이라는 동일한 가격으로 주식을 매도할 기회를 제공받는다. 만일 대상회사의 모든 주식을 대상으로 하여 응모한 모든 주식을 매수하기로 하는 전부공개매수 방식으로 공개매수를 실시한다면, 지배권 변동에 반대하는 주주들은 지배권 프리미엄을 분배받고 탈퇴권도 부여받게 된다. 우리나라의 현행 공개매수제도에서는 지배권거래시 공개매수가 강제되지 않고 있어서 소수주주들이 지배권 프리미엄을 분배받지 못하고 있고, 지

---

90) 일대일거래의 경우, 일반주주는 매매거래에 참여할 기회 자체를 제공받지 못하므로 공개매수에서와 같은 매도압력 문제가 발생할 여지도 없다.

배권거래에 찬반 의사를 표명할 기회도 부여받지 못한다.

공개매수가 강제되더라도 주식의 일부만 매수하는 부분공개매수가 실시될 경우에는 소수주주들이 받게 될 매도압력이 가장 문제된다. 소수주주는 다른 주주들의 결정을 알 수 없으므로 해당 공개매수가 성공할 경우 본인이 소수주주로 남게 되어 공개매수 이후 본인의 의사에 반하여 퇴출되거나 지배권 변동으로 인하여 주가가 하락하거나 주식의 유동성이 떨어짐으로써 투자금을 제대로 회수하지 못하고 손해를 입을 수 있다는 불안감을 갖게 된다. 이러한 매도압력으로 인해 공개매수 조건에 만족하지 않아도 주식을 매도하는 왜곡된 선택을 하게 되는 문제점이 있다.<sup>91)</sup> 적대적 공개매수가 시도되는 경우에는, 대상 회사의 경영진 입장에서는 대상회사의 이익을 보호하기 위해 필요한 경우 경영권방어 조치를 취하게 된다. 그러나, 우리나라의 공개매수제도 자체에서는 이러한 경영권방어를 지원하고 있지 않고 있고, 회사법제상으로도 미국, 일본 등 다른 나라들에 비하여 경영진이 취할 수 있는 경영권방어 조치가 매우 제한되어 있다.

## 2. 일대일거래에 의한 지배권 변동에 대한 통제의 필요성

### 가. 서설

일대일거래에 의한 지배권변동의 경우, 해당 거래의 위험은 전체 주주 또는 회사에게 귀속되지만, 지배권 프리미엄이라는 경제적 이익과 지배권 변동에 대한 결정 권한은 주식거래의 당사자에게만 귀속된다. 이에 일대일거래에서 지배주주가 독점하고 있는 지배권 프리미엄을 소수주주에게도 분배하는 것이 타당한 것인지에 대한 검토가 필요하다. 또한, 지배주주에 대한 신뢰로 해당 회사에 투자한 소수주주들에게 지배권 변동에 대한 의사결정에 참여할 기회를 제공하여 일대일거래에 의한 지배권 변동을 통제할 필요가 있는지 검토한다.

---

91) Bebchuk(1985), pp. 1696-1698.

## 나. 지배권 프리미엄의 귀속

### (1) 지배권 프리미엄의 개념

지배권 프리미엄(control premium)은 일반적으로 회사의 지배권을 장악하는데 필요한 주식 지분의 총 가액과 해당 지분의 1주당 시가의 합계와의 차액을 의미하는 것으로서, 시장에서의 평가가치를 상회하여 부가되는 할증액을 의미한다.<sup>92)</sup> 대법원은 지배권 프리미엄은 지배주주가 소유한 주식의 가치에 부가된 회사의 지배가치를 의미하고, “궁극적으로는 거래 상대방과의 교섭조건, 교섭능력 등에 따라 구체화될 수밖에 없는 것”<sup>93)</sup>이라고 판시하였다. 미국 법원 역시 “프리미엄이란 투자자가 지불할 용의가 있는 금액”이라고 표현하였다.<sup>94)</sup> 따라서 프리미엄의 가치는 매도인과 매수인이 주관적으로 판단하는 추상적인 가치가 양자 간의 협상에 의해 결정되는 상대적인 성질의 것으로서<sup>95)</sup> 매수인 입장에서는 비용으로 계상되고,<sup>96)</sup> 매도인 입장에서는 이익으로 귀속된다.

한편 앞서 살펴본 (구)증권거래법상 단기매매차익의 반환에 관한 대법원 판결<sup>97)</sup>에서는 “주식의 양도와 함께 경영권의 양도가 이루어지는 경우에 경영권의 양도는 주식의 양도에 따르는 부수적인 효과에 불과하고 그 양도대금은 경영권을 행사할 수 있는 정도의 수에 이르는 주식 자체에 대한 대가”로 파악하였다. 또한 대법원은 회사가 대량의 주식을 매도하면서 경영권(지배권) 프리미엄이 반영되지 않은 시가로 매도한 행위는 회사에 손해를 주는 배임죄에 해당

92) 김화진(2012), 82, 85면.

93) 대법원 2009. 10. 29. 선고 2008도11036 판결.

94) Zetlin v. Hanson Holdings, Inc., N. E. 2d 387 (N.Y. 1979).

95) 매수인이 지배주식을 매수하는 경우 항상 플러스(+) 프리미엄이 지급하는 것은 아니고, 마이너스(-) 프리미엄을 지급하는 경우도 있다. 2018년 상반기 지배주식을 이전한 코스닥상장사 29개사(100억원 이상) 중 9개사는 계약체결일 기준시가보다 낮은 가격으로 지배주식을 매도하여 마이너스 프리미엄을 지급받았다(더벨, “주인 바뀐 코스닥상장사 30%, 경영권 웃돈 못받았다”(2018. 6. 18)).

96) 김화진(2012.), 89면(지배권 프리미엄은 지배주주가 보유하는 주식가치의 본질적인 요소가 아닌, 매수인이 지불하고자 하는 비용의 개념으로 이해하는 것이 타당하고 설명한다).

97) 대법원 2004. 2. 12. 선고 2002다69327 판결.

한다는 판시하였고,<sup>98)</sup> 지배주식의 양도에 수반되는 경영권(지배권)은 지배주식의 가액에 포함시켜 산정되어야 한다고 함으로써<sup>99)</sup> 지배권 프리미엄의 재산적 가치를 인정하고 있다. 그러나, 위와 같이 대법원판례가 지배권 프리미엄을 지배주식의 가액의 일부로서 재산적 가치를 갖는다고 보고 있더라도, 지배주주가 항상 지배권 프리미엄을 독점하는 것까지 정당하다고 판단한 것은 아니므로 소수주주와의 사이에 지배권 프리미엄이 누구에게 어떻게 귀속되어야 하는지의 문제는 별개의 문제로서 따로 검토되어야 한다고 본다.

지배권 프리미엄은 법률상으로도 인정되는 개념이다. 상속세 및 증여세법 제 63조 제3항은 최대주주 등이 보유한 주식에 대하여 주식 평가가액의 20%(일정한 중소기업의 경우 10%)를 지배권 프리미엄으로 인정하고, 최대주주 등이 해당 회사의 50% 초과 지분을 가지고 있는 경우에는 30%(일정 중소기업의 경우 15%)를 지배권 프리미엄으로 인정하고 있다. 또한, 부당행위계산부인 등 세법 전반에서의 재산가액 산출시 주식시가의 20%에서 30%의 프리미엄을 가산하도록 규정하고 있다.<sup>100)</sup> 이와 같이 우리나라에서 지배권 프리미엄은 지배권이 이전되는 거래뿐만 아니라 관련 법령 및 판례에서도 일반적으로 인정되고 있는 재산적 가치이다.

## (2) 소수주주에게 지배권 프리미엄을 분배하여야 하는가?

지배권 프리미엄 귀속은 미국과 유럽 등 외국에서는 오랫동안 논의되어 온 어려운 문제이다.<sup>101)</sup> 지배권 프리미엄이 지배주주에게 전적으로 귀속되는 것인지, 아니면 소수주주에게도 분배되어야 하는지에 관하여는 아래에서 보는 바와 같이 견해가 나뉜다. 우리나라에서도 지배권 프리미엄이 누구에게 귀속되어

98) 대법원 2008. 5. 15. 선고 2005도7911 판결; 대법원 2009. 10. 29. 선고 2008도 11036 판결.

99) 대법원 1989. 7. 25. 선고 88누9565 판결, 대법원 2003. 6. 13. 선고 2001두9394 판결, 대법원 2006. 11. 24. 자 2004마1022 결정, 대법원 2007. 9. 21. 선고 2005두 12022 판결, 대법원 2007. 8. 23. 선고 2005두5574 판결, 대법원 2007. 8. 23. 선고 2005두10071 판결 등.

100) 천경훈(2011), 148면.

101) Bebchuk(1994), p. 959; 송중준(2012c), 29면; 김화진(2012), 82면.

야 하는가 내지는 지배권 프리미엄을 지배주주가 언제나 독식하는 것이 타당한 것인가에 대한 논의가 이루어지고 있다.<sup>102)</sup>

#### (가) 지배주주자산론

지배권 프리미엄은 지배주주에게 귀속된다는 대표적인 견해는 Easterbrook 및 Fischel 교수의 불평등분배론(지배주주자산론)이다. Easterbrook 및 Fischel 교수는 파레토(Pareto) 후생경제원리를 지배권거래에 적용하여, 프리미엄의 불평등한 분배가 총주주의 복지를 향상시킨다고 한다. 지배권거래는 지배주주와 일반주주에게 이익을 불평등하게 분배하지만, 이 불평등한 분배는 매수인의 인수비용을 줄이고, 그에 따라 유익한 지배권거래의 수를 증가시키며 무능한 지배주주들이 그들의 지위를 양도하는 유인을 증가시킨다고 주장한다.<sup>103)</sup>

미국법률가협회(American Law Institute)가 1992년 발표한 기업지배구조 원칙(Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations)에서도 지배주주가 지배주식을 매도할 때 원칙적으로 지배권 프리미엄을 허용하면서 소수주주의 이익을 침해하는 경우나 회사의 이익을 약탈할 자에게 지배권을 처분하는 경우를 금지하고 있다(Principles §5.16).<sup>104)</sup> 미국에서는 학설 및 대부분의 법원이 지배주주는 프리미엄을 받고 자유롭게 지배권을 양도할 수 있으며 지배권 프리미엄은 원칙적으로 지배주주에게 귀속한다고 판단하고 있다. 다만 해당 지배권 이전이 지배주주의 신인의무에 위반하는 경우에는 그 프리미엄을 회사에 반환하거나 주주에게 분배해야 한다고 본다. 판례가 지배주주의 신인의무 위반을 인정한 예는 (i) 이사의 지위 매도, (ii) 약탈자에 대한 회사자산 매도, (iii) 회사기회의 유용하는 경우 등이다.<sup>105)</sup>

102) 송종준(2012c), 29-58면; 김화진(2012), 81-94면; 손진화(1984), 50-63면; 김석봉(2015), 203-226면; 박경서/정찬식/김선민(2017), 1-33면; 지배권을 이전하는 경우가 아닌 지배권을 보유하면서 행사하는 경우의 지배권 프리미엄에 대한 논의는 이중기(2013), 251-296면.

103) Easterbrook/Fischel(1982), pp. 715-716.

104) 김건식(2010), 411-412면.

105) Easterbrook/Fischel(1991), p. 126.



예컨대, 뉴욕주 법원의 판례에 의하면, “회사자산을 약탈자에게 매도하는 경우, 회사기회를 유용하는 경우, 사기 또는 기타 신뢰위반 행위가 없으면 지배권 프리미엄이 부가된 가격에 지배주주는 자유롭게 팔 수 있고 매수인은 자유롭게 살 수 있다는 것은 오래 전부터 정착된 법칙이다.”라고 한다.<sup>106)</sup>

우리나라에서는 지배주주의 지배권 프리미엄 취득을 인정하더라도 적어도 미국과 같이 지배주주가 그 권한을 남용하는 경우를 제재하는 작업은 필요하다는 견해<sup>107)</sup>가 있다.

#### (나) 회사자산론

지배권 프리미엄이 모든 주주에게 분배되어야 한다는 입장 중 대표적인 견해로는 Berle 교수의 회사자산론(corporate asset theory)이다.

회사자산론은 지배권은 회사의 자산이므로 그 처분에 따른 추가적인 이익인 프리미엄은 회사가치의 상승분이므로 모든 주주가 소유비율에 따라 분배받을 권리가 있다는 견해이다. Berle 교수는 회사의 지배권은 그 회사의 이익을 위해서만 행사되어야 하며, 지배권이 사적인 이익을 위해 사용되거나 판매된다면 그것은 회사에 대한 신인의무 위반이라고 주장한다. 지배주주의 신인의무 위반의 척도는 지배주주가 받은 이익 또는 그의 주식의 투자가치 이상으로 지배권을 매도할 때 받는 모든 것이라고 한다.<sup>108)</sup> 지배권 프리미엄은 주주에 대한 이익배당과 같이 주주평등의 원칙을 적용하여 모든 주주가 분배받아야 한다는 우리나라의 일부 견해<sup>109)</sup> 역시 회사자산론에 근거한 것이라 할 수 있다.<sup>110)</sup>

#### (다) 기회균등론

106) Zetlin v. Hanson Holdings, Inc., N. E. 2d 387, 388-389 (N.Y. 1979).

107) 천경훈(2011), 163면.

108) Berle(1958), p. 1222; Andrews(1965), pp. 512-513.

109) 손진화(1984), 112면.

110) 회사자산론과 기회균등론 모두 유럽의 의무공개매수제도를 지지하는 이론이 될 수 있다{Marccus/CEPS(2013), p. 280}. 특히 매수인이 지배권을 취득한 후 대상회사의 모든 주주에게 지배권에 지급된 가격과 동일한 가격(또는 최고가격)으로 공개매수를 청약해야 하는 유럽의 전부공개매수제도가 회사자산론에 근거하고 있다고 할 수 있다. 미국에서는 회사자산론을 지지하는 학설이나 판결은 찾기 힘들다{Clark(1986), pp. 491-492}.

기회균등론(equal opportunities rule)은 지배주주가 지배주식을 매각하는 경우 다른 일반주주들도 동일한 조건으로 주식을 매도할 기회를 가져야 한다는 Andrews 교수의 견해이다.<sup>111)</sup> 합병이나 자산매각의 경우 모든 주주들이 그 이익에 참여할 기회를 균등하게 보장받는다. 따라서 지배주식으로 지배권이 변동되는 경우에도 지배주주가 자신을 이익을 위해 소수주주의 동의 없이 거래를 설계할 수 있는 방법을 제공하여서는 안 된다고 한다. 만약 지배주주의 지배주식 양도에 대해 소수주주가 의견을 표시하거나 이익에 참여할 기회가 보장되지 않는다면 지배권 변동 이후 소수주주들의 권리를 침해할 가능성은 증가하기 때문이다.<sup>112)</sup> 매도를 원하는 주식의 수가 매수자가 매수하고자 하는 주식 수를 초과하는 경우에는 안분비례에 따라서 각 주주가 매도할 수 있는 주식 수를 결정할 수 있다.<sup>113)</sup> 따라서 기회균등론에 따르면 일반주주는 해당 지배권거래에 참여하여 매수자가 지급하는 지배권 프리미엄을 주식보유비율에 따라 균등하게 지급받게 된다.<sup>114)</sup> 우리나라에서는 소수주주의 실효적 보호라는 측면에서 기회균등의 원칙을 실현하는 부분 의무공개매수제도를 도입하여 지배권 프리미엄을 소수주주도 균등하게 분배받아야 한다는 견해<sup>115)</sup>가 있다.

### (3) 검토

Bebchuk 교수는 위 견해들을 법경제학적으로 분석하여 불평등분배론은 효율적인 지배권 변동을 촉진하는 데 우수한 원칙이지만 회사자산론이나 기회균등의 원칙은 모든 비효율적인 거래를 차단한다고 한다.<sup>116)</sup> 따라서 어느 상황에서나 항상 우월한 원칙은 없으므로, 비효율적인 거래를 저지하는 제도와 효율

111) Andrews(1965), p. 506.

112) Andrews(1965), pp. 521-522.

113) 김건식(2010), 409면(기회균등론에서 주주의 지위는 공개매수에서 주주의 지위와 동일하다고 한다).

114) 부분공개매수를 원칙으로 하여 매수인이 대상회사의 주식 일부에 대해 공개매수를 실시할 수 있는 일본의 1/3 강제공개매수제도와 영국의 부분공개매수제도가 기회균등론에 근거한다고 할 수 있다.

115) 송종준(2012c), 52면; 김석봉(2015), 210면; 박경서/정찬식/김선민(2017), 12-15면.

116) Bebchuk(1994), p. 958.

적인 거래를 촉진키는 제도 중에서 정책적인 판단에 따라 유용한 제도를 선택할 수 있다고 한다.<sup>117)</sup>

그러나 해당 지배권거래가 장래에 회사의 가치를 증가시킬지 감소시킬지 판단하는 것은 쉽지 않다. 회사의 가치상승 여부를 어느 시점에 판단해야 할지, 가치상승의 요인을 무엇으로 판단할지 등이 나라마다 산업마다 다를 수 있기 때문이다. 따라서 가치증가형 인수거래를 활성화하기 위해 지배주주가 지배권 프리미엄을 독점해야 한다는 불평등분배론은 채택하기 어렵다. Bebchuk 교수의 분석에 따르면<sup>118)</sup> 불평등분배론에 의한 모든 거래가 가치를 증가시키는 것은 아니다.<sup>119)</sup>

또한 회사자산론에 따르면 지배권이 이전되는 모든 주식거래의 경우, 매수자는 모든 주주의 주식을 프리미엄이 부과된 동일한 가격에 매수하여야 하는 부담이 발생한다. 이는 매수자에게 과도한 인수비용을 부담하게 하여 인수거래 자체가 위축될 수 있고, 경우에 따라서는 소수주주가 본인의 소유가 아닌 이익을 수령하는 무임승차문제도 발생할 수 있다. 즉, 총 의결권의 50%를 초과하는 법적 지배권을 보유한 지배주주가 존재하는 경우, 소수주주의 의결권에는 회사의 중요 사안에 대한 결정권이 있다고 보기 어렵기 때문에 지배주주와 소수주주의 주당 주식가치가 동일하다고 평가할 수는 없다.<sup>119)</sup> 따라서 이러한 경우에도 소수주주에게 지배권 프리미엄을 동일하게 지급하는 것은 소수주주가 지배주주에게 귀속될 이익을 취득하는 것이므로 타당하지 않다.

기회균등론에 따르면 지배주주가 지배주식을 매도하는 경우, 일반주주도 해당 거래에 참여할 기회 즉, 모든 주주가 해당 지배권 변동에 대해 찬반의사를 표명하고, 이익에 참여할 기회가 제공되면 충분하다. 따라서 지배권을 취득한 매수인은 모든 주주가 균등하게 주식을 매도할 기회만 부여받으면 되기 때문에, 소유한 모든 주식을 처분하지 못 하는 부분 공개매수제도를 설계하는 것이 가능하게 된다. 이와 같이 기회균등론은 불평등분배론과 같이 장래의 불확실한

117) 후술하는 바와 같이, 공개매수를 강제하지 않고 있는 미국은 효율적인 거래를 촉진시키는 제도를 정책적으로 선택한 것이고, 유럽은 지배권 취득 후 지체없이 잔여주식 전부를 공개매수하도록 의무를 부과함으로써 비효율적인 거래를 저지시키는 제도를 정책적으로 선택한 것이라고 볼 수 있다.

118) Bebchuk(1994), p. 960.

119) Kershaw(2016), pp. 251-252.

기업가치에 의존하여 거래의 타당성을 판단하지 않고, 회사자산론처럼 과도한 인수비용으로 인해 인수거래를 저해하거나 소수주주의 무임승차 문제를 발생시키지 않는다. 이와 같은 점을 고려하면 기회균등론이 보다 타당하다고 할 수 있다.

지배권 프리미엄이 발생하는 이유를 고려할 때에도 위 견해 중 기회균등론이 타당하다. 지배권 프리미엄이 발생하는 이유에 대해서는 정설이 없지만<sup>120)</sup>, 일반적으로 매수자가 지배권 프리미엄을 지급하는 이유는 다음의 3가지로 설명된다. (i) 매수자가 지배주주가 된 후, 여러 방법으로 회사자산을 빼돌릴 수 있기 때문에 그와 같은 지배권의 사적 이익(private benefit of control)에 대한 대가로 지배권 프리미엄을 지급한다. (ii) 매수자와 대상회사 사이에 시너지가 존재하는 경우에도 매수자는 시장가격보다 높은 가격을 지급하더라도 대상회사의 지배권을 매수할 유인이 있다.<sup>121)</sup> 또한 (iii) 지배권 프리미엄에는 매수자가 지배주주가 되어 자신의 특유한 사업 비전(idiosyncratic vision)을 실현할 수 있는 기회에 대한 대가가 포함되어 있다고 보는 견해도 있다.<sup>122)</sup>

(i)의 경우라면 지배주주의 지배권 프리미엄 독점은 금지되어야 한다. 그러나 (ii)나 (iii)의 경우는 매수자 특유의 수요가 매도자와 매수자 간의 개별 협상에 따라 정해진 지배권 프리미엄 금액에 반영된 것이라고 볼 수 있으므로, 항상 회사에 귀속시키는 것도 불합리하다고 생각된다. 이와 같이 지배권 프리미엄은 지배주주에게 귀속되어야 할 부분(시너지 효과 또는 사업 비전의 실행 기회에 대한 대가)도 있고 회사에 귀속되어야 할 부분(지배권의 사적 편익)도 있다. 따라서 지배주주가 독점하도록 하는 불평등분배론이나 지배주주를 포함한 모든 주주들이 1/N로 분배받도록 하는 회사자산론 모두 타당하지 않다.

만일 지배권거래의 지배권 프리미엄이 무엇에 대한 대가인지와 누구에게 귀속되어야 하는 것인지를 판단한다면 구체적 타당성을 확보할 수 있다는 점에서는 우월할 것이다. 그러나 실제로 그러한 판단을 위한 객관적 기준을 마련하기가 쉽지 않으므로, 법적 불확실성으로 인한 사후적인 분쟁 가능성이 높아지고, 사전적 규제준수 부담도 커진다. 따라서 기회균등론에 따라 지배권거래에

120) 김건식(2010), 406면.

121) 김건식/노혁준/천경훈(2018), 737면.

122) Goshen/Hamdani(2018), p. 458.

모든 주주가 동일한 기회에 동일한 조건으로 참여할 기회를 제공하고, 그 범위 내에서 지배권 프리미엄이라는 지배권거래의 이익을 소수주주도 분배받는 것이 타당하다고 생각한다.

#### 다. 지배권 변동에 대한 찬반 권한

##### (1) 소수주주에게 지배권 변동에 대한 찬반 권한을 부여하여야 하는가?

지배주식의 양도는 단순히 개인 간의 주식거래일 뿐 아니라 회사의 중요한 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 지배주주가 변경되는 것이다. 실제로 지배주주가 변경된다는 정보가 시장에 공개될 경우 대상회사의 주가가 변경되는 등<sup>123)</sup> 회사의 경제적 가치에 직접적인 영향을 미치기도 한다. 합병상 합병 등의 기업구조개편과 같이 당장 회사의 근본적인 사항들이 변경되지는 않지만, 지배주주의 변동은 회사의 근본적인 변경에 영향을 줄 수 있는 의결권 행사주체가 변경되는 중요한 사안이기 때문이다. 예컨대, 지배주식의 이전에 의하여 대상회사가 다른 기업집단에 소속되게 되고, 그 기업집단에 속한 다른 계열회사들의 기존 사업에 의해 대상회사의 사업이 위축되거나 사업기회를 충분히 이용하지 못하게 될 경우, 매수자 기업집단의 지주회사나 기존 계열회사의 주주들에게는 이익을 주지만, 대상회사 기존 주주들의 이익은 감소하게 될 것이다.

이와 같이 상장회사지배권의 변동은 투자자인 소수주주의 투자판단에 중요한 영향을 미치는 사항이고, 비록 기업구조개편과 동등한 정도는 아니지만 회사의 지배구조나 사업구조에 중대한 변경을 가져올 수 있으므로, 합병상 기업구조개편에 준하여 소수주주와 회사의 이익을 합리적으로 보호하는 방법이 마련되어야 한다. 기회균등론에 의하면 합병 등의 기업구조개편과 같이 지배주주의 지배권거래에 소수주주가 참여하도록 하는 것이 새로운 지배주주가 소수주주의 권리를 침해할 가능성을 감소시킨다고 한다.<sup>124)</sup> 따라서 지배권 변동이라

123) YTN, “빅딜 회사 주가, 삼성 '울고' 한화 '웃고'”(2014. 11. 26).

124) Andrews(1965), pp. 521-522. 기회균등론은 지배권거래의 경제적 이익(지배권 프리미엄)의 귀속만을 논의한 불평등분배론이나 회사자산론과 달리 경제적 이익 외에 지배권

는 회사의 중요한 변경사항에 대해 합병 등의 기업구조개편제도에 준하는 견제장치를 마련하는 것이 필요하다.

## (2) 찬반 권한을 어떠한 방법으로 부여할 수 있는가?

합병, 주식의 포괄적 교환 등의 기업구조개편을 실시하는 경우 상법은 일반주주에게 거부권(주주총회 특별결의에 의한 승인) 및 탈퇴권(반대주주의 주식매수청구권)을 부여한다. 다만, 상법상 정관변경, 분할의 경우에는 거부권(주주총회 특별결의에 의한 승인)만을 부여한다. 이를 고려하면, 다음 세 가지 방법을 생각해 볼 수 있다.

- ① 지배권 변동에 대한 집단적 의사결정에 의한 거부권 및 반대주주의 탈퇴권을 부여하는 방법
- ② 정관변경에 준하여 거부권만 부여하는 방법
- ③ 거부권은 인정하지 않고 탈퇴권만 부여하는 방법

①의 방법은 기업구조개편과 동등한 정도로 주주를 보호하는 것이다. 지배권이 변동되기 위해서는 주주들의 결의가 필요하고, 지배권 변동이 승인된 경우, 그에 반대하는 주주들이 지배권 프리미엄이 붙은 가격으로 주식매수청구권(매수자가 상대방이 됨)을 행사할 수 있기 때문에 일반주주에 대한 지배권 프리미엄 분배 문제가 해결되고 거부권까지 부여하므로 가장 강하게 일반주주를 보호하게 된다. 그러나 매수자는 최악의 경우 전주식을 프리미엄부로 매수하여야 하므로 인수비용이 과도해지고 이로 인해 가치증가형 지배권거래가 저지될 수 있다는 문제가 있다. 이는 지배권 프리미엄의 귀속에 관한 '회사자산설'이 갖는 문제점과 동일한 문제점이다. 만약 주식매수청구권의 가격을 지배권 프리미엄이 포함되지 않은 시가로 정하는 경우, 일반주주(특히, 반대주주)가 지배권 프리미엄을 분배받지 못한다는 문제점이 있다. 또한, 지배주식의 양도를 기업구조개편과 동등한 정도로 규제하는 것은 상법이 인정하고 있는 주식양도의 자유를 과도하게 제한하는 것이다.

---

거래에 대한 참여기회 제공에 중점을 두고 있다는 점에서 차이점이 있다고 할 수 있다.

②의 방법과 같이 지배주식 양도에 대하여 단순히 다수결에 의한 거부권만을 부여할 경우, 소수주주에게 새로운 지배주주에 대한 찬반의사를 묻는 효과가 있다. 그러나 일반주주들은 회사 또는 매수인에게 주식을 매도할 권한은 없으므로, 지배권 프리미엄이라는 경제적 이익에 참여하지 못하게 되고, 지배주주를 제외한 나머지 주주들의 다수결에 의하여 주식양도의 자유가 제한된다는 문제점이 있다.

③의 방법은 지배주식의 양도는 자유롭게 하도록 하되, 지배권이 변동된 후 사후적으로 회사를 탈퇴할 수 있도록 보장하여 일반주주를 보호하는 것이다. 예를 들어 매수인이 일정지분(예를 들어 30%) 이상을 취득하는 경우 나머지 주주들에 대한 공개매수를 강제하여 일반주주가 지배권프리미엄이 반영된 공개매수가격에 주식을 매도할 수 있도록 하거나<sup>125)</sup>, 매수인이 지배권을 취득한 후 일반주주에게 주식매수청구권을 부여<sup>126)</sup>하여 대상회사에서 탈퇴할 수 있도록 제도를 설계하는 것이다. 다만, 위 ①에 관하여 살펴본 바와 같이 지배권 프리미엄이 반영된 탈퇴권 부여는 가치증가형 인수거래를 저지시킬 가능성이 있다. 시가로 탈퇴권이 부여되면 소수주주가 지배권 프리미엄 이익에 참여하지 못하는 문제가 발생할 수 있고, 정도의 차이는 있으나 여전히 매수자에게 과도한 인수비용의 부담을 준다.<sup>127)</sup>

125) EU 공개매수지침에 의한 유럽의 전부공개매수제도가 이에 해당한다. 유럽의 공개매수 제도의 경우, 최저가격요건(Minimum Price Requirement, 지침 5.1조)에 따라 지배권 프리미엄이 반영된 공개매수가격에 주식을 매도하게 된다.

126) 미국 펜실베이니아주 회사법의 주식매수청구권 조항(redemption rights statutes)은 매수인이 대상회사 주식의 20% 이상을 취득할 경우 대상회사의 잔존 주주들이 매수인에게 주법에서 정하는 공정가치(fair value)(직전 지배권거래에서의 주식매매가격이 고려됨)로 그들의 주식을 팔 수 있는 권한을 부여한다(15 PA. Cons. Stat. §§2551 to 2556(2017)). 미국 펜실베이니아주 회사법상 주식매수청구권을 행사가격은 1단계 주식인수에서 지급된 지배권 프리미엄이 안분 비율로 포함되도록 법원이 정하도록 규정하고 있기 때문에(15 PA. Cons. Stat. §2546(2017)), 지배권 프리미엄이 반영되지 않은 매도가격은 위법하게 된다.

127) 제5장에서 검토하는 바와 같이 국내의 제도개선 견해 중 소수주주의 주식매수청구권을 확대하자는 견해는, 지배주주의 자유로운 지배권 프리미엄 수령을 인정하고, 잔존 소수주주에게 지배권거래 정보가 시장에 공개되기 이전의 시장가격으로 새로운 지배주주인 매수인에게 자신의 주식을 매도할 수 있는 권리를 부여하자고 한다(정준혁(2017a), 276-289면). 그러나 잔존주주 모두가 주식매수청구권을 행사할 경우에는 인수비용의 부담으로 인수거래가 저지될 수 있고, 지배권 프리미엄 분배 문제도 해결하지 못 하는 문제



위 각 방법은 소수주주를 상당한 정도로 보호하지만, 지배주주의 이익이나 주식양도를 과도하게 제한할 수 있다는 문제점을 내포하고 있다. 따라서 지배권 변동의 적정성을 지배권 프리미엄의 귀속·분배와 함께 시장의 판단(즉, 공개매수절차 내에서의 다수결에 의한 주주의사)에 맡기는 방안을 고려해 볼 필요가 있다.<sup>128)</sup>

### 3. 합리적인 통제방안의 필요성

우리나라의 지배권 취득·이전거래는 주식양도, 특히 장외에서 지배주주와의 일대일거래 방식이 주로 행해지고 있다. 일대일거래에 의해 지배권이 변동되는 경우, 해당 거래의 위험은 전체 주주 또는 회사에게 귀속되지만, 지배권 프리미엄이라는 경제적 이익과 지배권 변동에 대한 결정 권한은 주식거래의 당사자에게만 귀속된다.

일대일거래에서 파생되는 지배권 프리미엄을 모든 주주가 분배받아야 하는 지에 대해 견해가 대립되지만, 지배권 프리미엄이 지배권의 사적편익에 대한 대가라면 회사에게 귀속되어야 하고, 매수인의 사업 비전이나 시너지를 실현하기 위한 대가라면 지배주주에게 귀속되는 것이 타당하다. 따라서 지배권 프리미엄을 언제나 지배주주에게 귀속시키는 불평등분배론이나 또는 회사의 자산으로만 인정하는 회사자산론의 논거는 타당하지 않다.

그러나 그 발생원인을 모든 거래마다 찾아내어 그 귀속에 대해 판단하는 것은 규제의 예측가능성이 확보되지 않아 사전적 규제 준수 비용이 증가하고, 법

---

가 생길 수 있다.

128) 후술하는 바와 같이, 영국에서는 매수인이 인수비용 부담을 줄이기 위한 목적 등으로 부분공개매수를 실시하고자 하는 경우 독립주주와 Panel의 승인을 얻어야 한다. 독립주주의 승인은 매수인 등을 제외한 독립주주 과반수의 승인으로 부분공개매수가 성립하게 되는데, 이는 부분공개매수를 하는 매수인인 새로운 지배주주와 해당 공개매수가격에 대해 거부권을 행사하는 효과가 있다. 또한, 후술하는 바와 같이 미국 델라웨어주 회사법에서는 15% 이상 85% 미만의 지배주식을 취득한 주주가 3년 내에 주식을 추가 취득하거나 그 밖의 기업인수거래를 하는 것은 금지되어 있는데, 추가매수 등에 대하여 주주총회의 승인을 얻는 경우에는 예외를 인정을 해 주고 있다.



적 불확실성으로 인한 사후적인 분쟁 발생의 부담을 가져온다. 따라서 기회균 등론에 따라 모든 주주들이 지배권거래에 동일한 기회에 동일한 조건으로 참여할 기회를 보장하고, 지배권 프리미엄의 적정성에 대한 판단을 시장(주주들의 다수결의사)에 맡기는 것이 바람직하다. 이렇게 함으로써 일반주주에게 지배권 변동에 대해 찬반 의사를 표명할 기회를 부여하는 효과도 앞에서 본 바와 같이 거둘 수 있다.

이와 같이 모든 주주가 지배권거래에 참여하는 방법으로 지배권 취득을 공개매수에 의하도록 강제하는 것이 고려될 수 있다.<sup>129)</sup> 공개매수를 통하여 지배권거래가 일어날 경우, 소수주주들은 공시된 정보와 공개매수 조건을 검토하여 주식을 매도할 것인지, 아니면 지배권 변동에도 불구하고 주주로 남을 것인지를 결정할 수 있으므로 기본적으로는 지배권거래에 대해 의사결정을 할 기회를 부여받는 것이다. 다만, 이 경우 개별 소수주주는 공개매수에 응하지 않으면 공개매수 후에 주가가 떨어지거나 아예 주식을 처분하는 데에 어려움을 겪을 수 있다는 불안감에 공개매수가격이 만족스럽지 않음에도 불구하고 공개매수에 응할 수밖에 없게 되는 소위 ‘매도압력’의 문제로 인하여 왜곡된 선택을 하게 되는 부작용이 있을 수 있다. 실제로 각국의 공개매수제도의 설계는 이러한 매도압력을 해소하는 방안에 집중되어 있다.<sup>130)</sup>

한편 자본시장법상 공개매수제도는 대량의 주식거래에 대해 정보공시 및 평등한 매각기회 제공이라는 기초적인 규제만 마련되어 있을 뿐, 실질적으로 지배권거래를 규제하지 못하고 있다. 또한, 우리 자본시장법이 채택하고 있는 부분 공개매수제도는 매도압력의 문제를 더 심각하게 발생시켜 왜곡된 의사결정을 하게 한다는 문제점이 있다. 따라서 지배권거래의 통제와 함께 공개매수에서 발생하는 매도압력을 적절히 해소하는 방법도 모색할 필요가 있다.<sup>131)</sup>

129) 유럽을 중심으로 많은 나라가 의무공개매수제도를 채택하고 있고, 의무공개매수제도를 채택하지 않은 미국은 주식소유가 분산된 회사가 많기 때문에 공개매수가 지배권 취득의 주요 수단으로 이용되고 있다. 따라서 일대일거래가 지배권취득의 주요 수단인 우리나라의 경우, 공개매수를 강제하는 것도 고려해 볼 수 있다.

130) 유럽의 전부공개매수제도는 매도압력의 문제가 거의 없고, 부분공개매수를 인정하는 미국의 경우 매도압력 완화를 위한 정보공시 이외에, 주회사법에서 2단계 기업결합 등을 제한하여 1단계 부분공개매수에서의 매도압력을 완화하고 있다.

131) 본 논문에서는 후술하는 바와 같이 이러한 매도압력의 완화 방법으로 공개매수의 절차 중에 공개매수에 대한 주주들의 찬반 의사를 물어 매수인과 이해관계가 없는 독립주

이하에서는 위와 같은 문제점들에 관해 오랜 시간 고민하며 대처해 온 미국 및 유럽의 법제와 이들 제도를 절충하여 도입하고 있는 일본의 제도에 대해 비교법적으로 고찰한 후에 우리 현실에 보다 부합되는 지배권거래에 대한 통제 방안을 모색해 보고자 한다.

---

주 과반수의 찬성이 있는 경우에만 부분공개매수가 성사되도록 하는 방안을 제시하였다. 이는 지배권 변동에 대하여 단순히 거부권을 부여하는 것이 아니라 참여기회가 제공된 실제 거래에서 공개매수조건과 지배권 변동을 주주들이 검토하고 의사결정을 하도록 하는 것이어서 주식양도를 과도하게 제한하는 것은 아니라고 본다.

## 제3장 지배권거래와 관련된 외국의 공개매수제도

### 제1절 서설

지배권거래에 대한 규제는 크게 미국형과 유럽형으로 분류할 수 있다. 미국에서는 인수회사와 대상회사 모두에게 상당한 자유를 허락하여 인수회사는 취득하고자 하는 주식 등의 지분비율에 상관없이 자발적인 의사에 의한 공개매수에 의하여 지배주식을 취득할 수 있다. 대상회사가 발행한 주식 등의 전부를 공개매수의 대상으로 할 것인지, 아니면 그 일부에 대하여만 공개매수의 대상으로 할 것인지는 원칙적으로 공개매수자의 의사로 정할 수 있다. 공시규제와 불공정거래규제를 양측으로 하는 증권규제 측면에서 공개매수는 연방법인 Williams Act에 의해 규율된다. 기업인수에 따른 지배권의 변동 단계에서 소수주주 보호와 대상기업 경영진의 경영권방어 조치는 각 주의 기업인수규제조항과 주법원의 판례의 축적된 법리에 의하여 규율된다. 미국의 공개매수제도는 이와 같은 연방법 및 주법에 따른 규율 모두를 검토하여야 그 전체적인 내용을 이해할 수 있다.

반면에 유럽의 경우에는, 인수회사가 지배주식을 취득할 경우 원칙적으로 모든 주식 등을 대상으로 권유하고 응모한 주식 등을 전부 매수할 의무를 부과함으로써 공개매수제도를 통하여 지배권거래를 규제하고 있다. 유럽 제도의 특징은 지배권 변동 단계에서의 소수주주 보호를 피하고 있다는 점이다. 또한, 대상회사의 이사는 주주들의 다수결에 의한 승인(영국의 경우)이나 감사위원회의 승인(독일의 경우)을 얻지 않는 한 공개매수를 좌절시키기 위한 경영권방어 조치를 취할 수 없다. 유럽의 경우에는 공개매수제도를 통하여 본래의 의미에서의 증권규제뿐만 아니라 지배권 변동 및 경영권방어까지 규율한다는 점에서 미국의 경우와 제도상 차이가 있다. 이하에서는, 공개매수에 대한 규제, 공개매수 단계 또는 공개매수 완료 이후의 단계에서의 소수주주 보호 및 적대적 공개매수에 대한 경영권방어에 관한 미국과 유럽 법제의 주요 내용을 비교·

검토한 후에 미국과 유럽의 공개매수제도를 절충하여 도입한 일본의 공개매수 제도의 주요 내용을 살펴보기로 한다. 또한 각 공개매수제도를 명확하게 구분 하여 이해하기 위하여 대상회사의 주식 전부를 취득하여야 하는 전부공개매수 제도는 ‘의무공개매수제도’로, 대상회사의 주식 일부를 취득할 수 있는 부분공개매수제도는 ‘강제공개매수제도’라는 용어로 사용한다.

## 제2절 외국의 주요 입법례

### 1. 미국

#### 가. 서설

미국에서는 1968년 Williams Act<sup>132)</sup> 제정 이전에는 연방법과 주법 모두 공개매수에 대해 사실상 아무런 규제가 없었다.<sup>133)</sup> 미국에서는 공개매수에 긍정적인 효과와 부정적인 효과가 모두 존재한다는 인식 하에 인수자와 대상회사 사이에 균형 잡힌 규제를 만들기 위해 공개매수를 통한 자유로운 지배권거래를 지향하면서도 공정한 시장경쟁이 이루어질 수 있도록 공개매수에 관한 법제를 발전시켜 왔다. 미국에서는 큰 틀에서 3가지 형태로 공개매수를 규제하고 있는데, (i) 먼저 투자자들의 투자 판단에 필요한 충분한 정보가 공개매수신고서를 통해 적시에 공시되도록 연방법인 Williams Act<sup>134)</sup>에서 인수자에 의한 공시에 관해 규제하고 있고, (ii) 각 주에서는 회사법에 의해 대상회사에게 포이즌필(poison pill)과 같은 다양한 방어수단을 제공하고 있으며, 주 별로 다양한 내용으로 기업인수규제에 관한 제정법(anti-takeover statutes)을 채택함으

132) Williams Act는 1934년 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934)에 제13조 (d), (e)항 및 제14조 (e), (f) 및 (g)항을 추가하는 것을 내용으로 하고 있다{김건식/정순섭(2013), 339면, 각주 68}.

133) Cox/Hazen(2016), p. 683.

134) 이 법을 제안한 상원의원의 이름을 따라 “Williams Act”라고 불린다{김건식/송옥렬(2001), 264면; 임재연(2009b) 632면}.

로써 공개매수 등 기업인수 국면에서 일반 주주의 보호를 꺾고 있고, (iii) 이러한 회사법 및 기업인수규제조항의 규정들은 판례의 축적에 의해 구체적 타당성을 확보하고 있다. 따라서 미국에서 인수자는 공개매수의 개시에 앞서 Williams Act가 정한 실체적·절차적 요건에 따라 공개매수신고서를 제출하면, 매수예정 주권등의 수량에 대한 별도의 제한 없이, 공개매수를 실시할 수 있고, 동시에 대상회사의 경영진도 설립지의 주 회사법이 허용하는 바에 따라 경영권방어 조치를 취할 수 있다.<sup>135)</sup>

## 나. 공개매수제도

### (1) Williams Act의 입법 배경

미국에서 공개매수가 활성화되기 전에는 적대적 기업인수의 경우 의결권 대리를 확보하는 위임장 쟁탈(proxy fight) 방식이 지배권 확보 수단으로 주로 활용되었으나, 의결권 쟁탈은 비용이 많이 들고 1934년 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934, 이하, “연방 증권거래소법” 또는 “SEA”)의 제정에 따라 공시의무를 부담하는 등 그 절차가 복잡해졌다. 주식매수의 대가로 인수회사의 주식등을 지급하는 공개매수(교환공개매수) 역시 인수회사 주식등의 매도를 위한 공모(public offering)가 수반되므로 발행에 관한 공시규정인 1933년 증권법(Securities Act of 1933, 이하, “연방 증권법”)에 따른 공시의무가 적용되고, 주식교환을 위한 주식가치 평가가 어려워 대상회사의 주주들이 매도여부에 대한 의사결정을 하기가 쉽지 않았다. 반면에 1968년에 Williams Act가 제정되기 전까지는, 매수대금으로 현금을 지급하는 공개매수는 대상회사 주주의 관심을 유발하는 데 유리하였고, 더욱이 증권법령에 따른 공시의 대상이 아니었다. 따라서 대상회사의 경영진이 저항할 수 있는 기회를 박탈할 수 있는 ‘현금에 의한 공개매수’가 전형적인 적대적 공개매수 수단이 되었다. 이에 따라, 그 거래과정에서의 정보 부족과 매도압력의 존재 등 거래의

---

135) 이러한 이유로 대상회사는 본인에게 유리한 회사법이 입법된 주에 설립하고자 하고, 많은 회사를 유치하기 위하여 주들은 기업 친화적인 회사법을 규정하게 된다.

불공정성을 해결할 필요성이 증가하였다.<sup>136)</sup>

그러나 1968년 전의 연방법으로는 현금 공개매수를 규제하는 데에 아래와 같은 한계가 있었다. 증권의 매수인이 매수 과정에서 허위·부실공시를 한 경우, 이로 인하여 피해를 입은 유가증권의 매도인은 연방 증권거래소법 §10(b)와 SEC Rule 10b-5 등에 근거하여 소송을 제기할 수 있다. 하지만 위 조항들을 이용하기 위해서는 실제로 “증권을 매수 또는 매도한 자”이어야 한다. 그러나 공개매수의 경우 그 피해자는 공개매수 청약에 응모해서 주권등을 매도하고 대상회사를 이탈한 매도인이 아니라, 대상회사 또는 공개매수에 응모하지 아니한 잔존 주주들인 경우가 대부분이기 때문에 위 조항들은 공개매수에 대하여 적용하는 데에 한계가 있었다.<sup>137)</sup> 또한 연방 증권거래소법 §14의 의결권 대리행사 규정(proxy rules)은 주주총회 개최를 전제로 하기 때문에 주주총회 결의가 필요 없는 공개매수에는 적용될 여지가 없으며, 연방 증권거래소법 §9 또는 §10(b)의 시세조종을 원인으로 하는 소송 제기도 증거 수집의 어려움과 적용 범위의 문제로 인해 공개매수를 규제하는 데에 어려움이 있었다.<sup>138)</sup> 따라서 이같은 문제점들을 해결하기 위해 1968년 연방 증권거래소법에 §13(d), §13(e), §14(d), §14(e), §14(f) 등 5개 조항을 추가하는 내용의 Williams Act를 제정하게 되었다.<sup>139)</sup>

Williams Act에 따라 연방 증권거래소법에 총 5개의 규정(§13(d), 13(e), 14(d), 14(e) 및 14(f))이 신설되었고, 대상증권은 연방 증권거래소법 §12에 의하여 등록된 증권<sup>140)</sup>들로 한정된다. 이들 규정은 공시의무 부과와 일반적 사기방지 조항, 그리고 대상회사 주주의 이익을 보호하는 ‘질서규정(traffic rules)’ 등 3가지 내용으로 구성되어 있다.<sup>141)</sup>

연방 증권거래소법 §13(d)는 대량보유 보고제도에 관한 규정이고, §13(e)는

136) 윤승환(2004), 754-756면; 김건식/송옥렬(2001), 264-265면.

137) 윤승환(2004), 756면.

138) 윤승환(2004), 757면{SEA §9는 증권거래소 시장에서 상장주식에 대하여 시세조종 기타 불공정거래를 하는 경우에 적용되고, §10(b)는 상장 또는 비상장 여부에 관계없이 불공정거래에 대한 구제를 받을 수 있으나 그 적용요건이 엄격하다}.

139) 김화진(1998), 89면; 김건식/송옥렬(2001), 264면.

140) 등록된 증권이란 증권거래소에서 거래되는 증권과 적어도 1천만 달러의 자산을 가진 발행회사와 또한 500명 이상의 주주가 등록된 지분증권이다{SEA §12 (g)(1)(A)}.

141) Clark(1986), p. 551.

자기주식 취득에 관한 규정이다. 공개매수에 관한 규정은 §14(d), (e), (f)이다. 각 규정의 내용을 간략히 살펴보면, §13(d)는 5%를 초과하여 주식을 보유하게 되는 자는 그 취득일로부터 10일 내에 일정한 사항을 대상회사와 SEC에 공시하여야 한다고 규정하고 있다. §13(e)는 발행회사가 사기 또는 시세조정의 목적으로 자기주식을 매입하는 것을 금지하고 있으나 일정한 경우에는 공시를 전제로 자기주식의 매입을 허용한다. §14(d)(1)은 Williams Act의 핵심 규정인데, 공개매수의 결과 등록된 증권을 5% 초과하여 보유하게 될 공개매수 예정자에게 공시의무를 부과하고 있다. §14(d)(5) 및 (7)과 그에 따른 SEC의 Regulation D에서는 공개매수의 기간이나, 주주간의 평등대우와 같은 실체적인 측면을 규제하고 있다. §14(e)는 공개매수와 관련한 사기금지규정이다.<sup>142)</sup>

## (2) 공개매수 관련 기본 개념

### (가) 공개매수의 정의

Williams Act는 공개매수에 대해 광범위한 규제를 만들었음에도 해당 조항들이 적용되는 공개매수가 무엇인지 정의하지 않았다.<sup>143)</sup> 연방의회에서 법안을 입안할 당시, 공개매수는 개인이나 단체가 일반적으로 프리미엄이 포함된 가격(a price above the market price)으로 청약의 권유를 하는 것으로 구성되었다고 기술하였다.<sup>144)</sup> 이에 따라 전형적인 공개매수는 매수자가 대상회사의 주주에게 상당한 프리미엄을 얹은 가격으로 특정 시간 내에 매도하도록 공개적으로 제안하는 것을 의미한다고 할 수 있었다. 그럼에도 연방의회와 SEC는 Williams Act에 공개매수 정의규정을 두지 않았는데, 이는 규제 목적에 비추어

142) 윤승환(2004), 757면; 김건식/송옥렬(2001), 265면; 임재연(2009b), 612면.

143) 당초 입안 시 12개월간 10명 이하의 주주를 상대로 하는 매수청약을 제외하는 안이 있었으나 채택되지 않았다. 이는 역동적이고 다양한 형태로 일어나고 있는 공개매수라는 경제 현상에 대하여 입법자가 유연하게 대처할 필요가 있으므로 구체적으로 정의하는 것은 적절하지 않다고 보았기 때문이다{Loss/Seligman(2004), p. 632}.

144) House Interstates and Foreign Commerce Committee, House Report, No. 1711, 90<sup>th</sup> Cong. 2d Sess. (July 12, 1968). Reprinted in 1968 U.S. Code Cong. & Admin. News vol.2 p. 2811.



공개매수의 개념이 유연하게 해석되도록 함으로써 전형적인 공개매수 이외에 다양한 형태로 발생하는 공개매수에 대하여도 Williams Act가 적용될 수 있도록 하기 위한 것이었다.<sup>145)</sup> 이에 따라 공개매수의 개념에 관한 구체적인 기준은 법원 판례에 의해 발전하게 되었다.<sup>146)</sup>

보통 공개매수인지 여부가 문제가 되는 경우는, 시장에서<sup>147)</sup> 또는 개별 협상<sup>148)</sup>을 통해 상당량의 주식을 매집하는 “스트리트 스위프(the street sweep)”인데, 경우에 따라 공개매수로 인정된다.<sup>149)</sup> 이러한 특정 거래가 Williams Act가 적용되는 공개매수인지 여부를 판단하기 위하여 가장 널리 사용되는 기준은 Wellman 판결<sup>150)</sup>에서 연방 제2항소법원이 제시한 “Wellman test”라고 불

145) Cox/Hazen(2016), p. 670; Clark(1986), p. 560; Bainbridge(2012), p. 210.

146) Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F. 2d 47 (2nd Cir. 1985); 윤승환(2004), 768면; 김건식/송옥렬(2001), 272면; 임재연(2009b), 619면.

147) 인수계획이 공개된 후 증권시장에서 주식을 매집한 것이 공개매수에 해당하는지 쟁점이 되었던 S-G Securities 사건에서 법원은 (i) 매수인이 대상회사의 지배권을 획득할 목적으로 대상회사 주식의 대부분 또는 상당부분을 매수할 의도를 공개적으로 공표하였고, (ii) 매수인이 그 후 신속하게 증권시장이나 개별 협상을 통하여 대상회사 주식의 상당부분을 매수한 경우 공개매수에 해당한다고 하였다(S-G Securities, Inc. v. Fuqua Investment Co., 466 F. Supp. 1114 (D. Mass. 1978)). 그러나 Corenco Corp. v. Schiavone & Sons, Inc. 판결(Corenco Corp. v. Schiavone & Sons, Inc., 488 F. 2d 207, 216 (2d Cir. 1973))에서는 인수계획이 신문에 공표되었어도 SEA §14가 적용되는 공개매수는 아니라고 판시하였고, Carter Hawley Hale 판결(SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F. 2d 945 (9th Cir. 1985))에서는 S-G Securities 판결이 제시한 기준은 모호하고 적용하기 어렵다는 이유로 채택하지 않았다(Bainbridge(2012), p. 212; Cox/Hazen(2016), pp. 670-672; Hazen(2009), pp. 389-390; 김건식/송옥렬(2001), 274면).

148) 개별 협상에 의해 주식을 취득하는 경우가 공개매수에 해당하는지 문제가 된 Cattlemen’s Investment Co. v. Fears 사건에서 대상회사의 4.86% 지분을 보유한 피고는 6주가 넘는 기간동안 주주들에게 전화나 이메일 등 사적으로 매수를 제안하여 5%가 넘는 지분을 취득하였다. 법원은 피고인이 사용한 접근방법이 신문광고보다 더 전형적인 공개매수의 방법으로 보이고, 법 규정을 회피하면서 주주에게 성급한 투자판단을 하도록 하기 때문에 이러한 매수방법은 공개매수에 해당한다고 판시하였다(Cattlemen’s Investment Co. v. Fears, 343 F. Supp. 1248 (W. D. Okla. 1972)). 한편 Cattlemen’s 판결을 비판하는 법원들은 대상회사의 주주가 매수인과 실질적으로 협상할 수 있는 기관 투자자같은 전문투자자들인 경우에는 공개매수로 인정하지 않았다(Brascan Ltd. v. Edper Equities Ltd., 477 F. Supp. 773, 790 (S.D.N.Y. 1979)){Cox/Hazen(2016), p. 672; Hazen(2009), pp. 391-392}.

149) Bainbridge(2012), p. 210; 김건식/송옥렬(2001), 272면.

150) Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783, 823 (S.D.N.Y.1979), aff’d, 682 F.2d



리는 8 요소(factor)이다.<sup>151)</sup> Wellman test의 8 요소는 ① 주주에 대한 적극적이고 광범위한 권유, ② 발행인의 주식의 상당 비율에 대한 권유, ③ 현재 시장가격에 프리미엄이 가산된 가격으로 매수 청약, ④ 협상의 여지가 없는 확정적인 청약 조건, ⑤ 매수예정 주식의 최소수량 또는 최대수량이 확정된 조건부 청약, ⑥ 제한된 기간 동안에만 가능한 청약, ⑦ 주주가 자신의 주식을 매도하도록 압력을 받는 경우 및 ⑧ 주식 매집 이전에 또는 동시에 매수계획을 공개적으로 발표한 경우이다. 위 판결에서 법원은 공개매수인지 여부를 판단함에 있어서 위 8가지 요소를 모두 충족해야 하는 것은 아니며, 사안에 따라 중요한 요소들이 존재하면 충분하다고 함으로써 이후의 사건들에서 법원에 많은 재량을 부여하게 되었다.<sup>152)</sup> 일반적으로 매도압력(pressure to sell)과 매수계획의 공개(publicity)<sup>153)</sup>가 가장 중요한 요소로 채택되고 있다.<sup>154)</sup>

이와 같이 미국의 법원은 Wellman test를 중심으로 공개매수의 정의를 사안에 따라 다르게 판단하고 있다. 즉 공개매수는 그 속성상 거래소 시장 밖에서 이루어지므로 일반적으로 거래소 시장에서 주식을 취득하는 경우에는 Williams Act가 적용되는 공개매수에 해당하지 않지만, Wellman test의 8 요소 중 일부를 충족하는 경우에도 제반 상황에 비추어 공개매수로 판단될 수 있고, 개별 협상으로 주식을 매수하는 경우에도 Williams Act가 적용되는 공개매수로 볼 수 있다고 판시하였다.<sup>155)</sup> 특히 미국 법원은 주식을 매도하는 대상

355 (2d Cir. 1982), cert. denied, 460 U.S. 1069(1983). 본 사건은 매수인이 대상회사 주식을 보유한 30개 기관들에게 전화로 매도를 청약한 것이 공개매수에 해당하는지 쟁점 중 하나였는데, 법원은 공개매수에 해당한다고 판시하였다(Clark(1986), p. 561}.

151) Clark(1986), p. 560; Bainbridge(2012), p. 211; 김건식/송옥렬(2001), 272면; 윤승한(2004), 768-769면; 임재연(2009b), 620면.

152) Clark(1986), p. 561.

153) 인수회사의 행동을 추측한 뉴스, 인수회사 스스로 인수계획을 언론에 발표를 하거나 심지어 루머로 대중이 인수계획을 알게 될 것으로도 충분할 수 있다(Financial General Bankshares v. Lance,(1978) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 96,403 (D.D.C. 1978) 판결에서 루머가 SEA §14를 발동시키기에 충분할 수 있지만, 이 사건에서는 루머가 확인되지 않았다고 판시하였다(Clark(1986), p. 562)}.

154) Bainbridge(2012), p. 211.

155) Hanson trust PLC v. SCM Corp., 774 F. 2d 47 (2d Cir.1985); SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F. 2D 945 (9th Cir. 1985); Hoover Co. v. Fuqua Industries, Inc., Fes Sec. L. Per. (CCH) p.97, 107 (N. D. Ohio 1979).

회사의 주주를 매도압력으로부터 보호하는 것에 초점을 맞추어 공개매수를 정의하고 있다. 따라서 장내거래이든 장외거래이든, 매수계획이 공개되었든 개별적으로 인수했든 상관없이 매도자인 주주가 기관투자자여서 충분한 정보를 바탕으로 주식을 매도하였다면 공개매수가 아니라고 판단될 가능성이 높은 반면, 일반 투자자가 충분한 정보를 수령하지 못한 채 급하게 불공정하게 매도 결정을 하게 하였다면 공개매수에 해당된다고 인정될 가능성이 높을 것이다.<sup>156)</sup>

#### (나) 대상증권 - 지분증권

공개매수의 대상증권은 연방 증권거래소법 §12에 의하여 등록된 증권들로 한정된다. 등록된 증권이란 증권거래소에서 거래되는 증권과 적어도 1천만 달러의 자산을 가진 발행회사와 또한 500명 이상의 주주가 등록된 지분증권이다 (SEC §12 (g)(1)(A)).

#### (다) 실질적 소유자 - ‘그룹(group)’

공개매수자는 연방 증권거래소법 §13(d)의 주식 등의 대량보유 보고의무자의 개념이 동일하게 적용된다.

대량보유 보고의무자는 “실질적 소유자(beneficial owner)”로 규정하고 있다 (SEA §13(d)(1), SEC Rule 13(d)(3)).<sup>157)</sup> 실질적 소유자의 5% 보유비율 산정 시 공동행위를 하기로 합의한 다른 주주의 지분도 합산된다. 이에 대해 과거에는 공동행위를 합의한 주주에 대한 대량보유 보고의무의 발생 여부에 대하여 판례의 입장이 일관되지 않았으나<sup>158)</sup>, 현재는 SEC Rule 13(d)-5(b)(1)

156) Cox/Hazen(2016), p. 672.

157) 실질적 소유자는 (a) 옵션, 워런트(warrant), 또는 권리의 행사를 통해, (b) 증권 전환 (conversion of a security)을 통해, (c) 신탁, 매매일임 또는 이와 유사한 약정을 취소할 권한에 의해 또는 (d) 신탁, 매매일임 또는 이와 유사한 약정의 자동해지 등에 따라 주권 등의 소유권을 취득할 권리가 있는 경우 인정된다(SEC Rule 13d-3).

158) 보고의무가 발생한다는 판결은 GAF Corp. v. Milstein, 453 F. 2d. 709 (2d Cir. 1971), 보고의무가 발생하지 않는다는 판결은 Bath Industries, Inc. v. Blot, 427 F. 2d. 97 (7th Cir. 1970){김건식/송옥렬(2001), 268면}.

에서 대량보유 보고대상이 된다고 명시적으로 규정하고 있다.<sup>159)</sup>

또한 연방 증권거래소법은 “그룹”에 해당하는 경우 실질적 소유자로 간주된다는 규정도 마련하고 있다. 연방 증권거래소법이 정의하는 “그룹”은 둘 이상의 자(person)가 발행회사의 지분증권을 취득, 보유 또는 처분할 목적으로 파트너십(partnership), 리미티드 파트너십(limited partnership), 신디케이트(syndicated) 또는 기타 그룹으로 활동하는 경우 해당 신디케이트 또는 그룹은 이 규정의 목적을 위해 “자(person)”로 간주된다{SEA §13(d)(3)}.

“그룹”으로 인정되면 그 구성원 모두가 보고의무를 부담한다.<sup>160)</sup> 그룹으로 인정되기 위해서는 증권 등의 취득, 보유, 처분에 관하여 공동의 목적을 가지고 있어야 한다. 이는 대상회사의 지배권 획득과 관련이 있으며, 지배권 취득 목적 이외의 목적(예컨대, 회사의 이사를 상대로 하는 손해배상소송, 주식매매차익 등)으로 공동으로 주식 등의 취득 등을 행하기로 합의하는 경우에는 연방 증권거래소법 §13(d)가 규정하는 실질적 소유자가 아니다.<sup>161)</sup> 공동의 목적은 직접증거가 아닌 정황증거에 의해서도 인정된다.<sup>162)</sup> 그룹으로 인정되는 시기는 특정한 회사의 지배권을 취득할 목적으로 2인 이상의 자가 특정회사 증권 등의 취득, 보유, 의결권 행사 또는 처분 등과 관련하여 공동으로 행동하기로 합의한 시점이다. 즉 어떠한 형식으로든지 이러한 목적을 위한 행동을 합의한 시점을 의미한다(SEC Rule 13d-5). 따라서 그룹으로 인정된 후 대상증권 등의 취득 등을 하지 않더라도, 그룹으로 인정된 시점에 대량보유 보고의무가 발생한다.<sup>163)</sup>

공개매수제도에서도 위와 동일한 “실질적 소유자” 및 “그룹”의 개념이 적용되어, 어떤 자(person)가 동법 §12에 의해 등록되어 있는 지분증권을 공개매수하여 실질적으로 소유하게 되는 경우, Williams Act에서 규정하는 절차를 준수할 의무를 부담하고{SEA §14(d)(1)}, “그룹(group)”으로 인정되면 “자(person)”로 간주되어 동일한 의무를 부담한다{SEA §14(d)(2)}.

159) 김건식/송옥렬(2001), 268면.

160) 김건식/송옥렬(2001), 268-269면.

161) 임재연(2009b), 613면.

162) Wellman v. Dickinson, 682 F. 2d 355 (2d Cir. 1982).

163) 윤승환(2004), 762면.

### (3) Williams Act의 내용

#### (가) 공시의무

미국의 공개매수제도에서는 공개매수자와 대상회사 모두 공시의무를 부담한다. 먼저 공개매수자는 공개매수에 의해 연방 증권거래소법상 등록 증권을 5% 초과하여 실질적으로 소유하게 될 경우, 늦어도 그 공개매수가 실시될 때까지 SEC가 제정한 Schedule TO<sup>164)</sup>에 따른 공개매수신고서를 SEC에 제출하여야 한다(SEA §14(d)(1), SEC Rule §14(d)). 이는 SEC Rule §13(d)의 대량보유 보고제도와 비슷한데 다음과 같은 2가지 차이점이 있다.<sup>165)</sup>

첫째, 공시의무의 발생 원인과 신고기한이다. 대량보유 보고의 경우에는 공개매수가 아니라 ‘증권시장에서’ 주식을 매집하여 5%를 초과한 실질적 소유자가 그 초과취득일로부터 ‘10일 이내’에 대상회사와 SEC에 공시하여야 하지만, 공개매수의 공시는 ‘공개매수에 의하여’ 주식을 5% 초과하여 실질적으로 소유하게 되는 자가 늦어도 ‘공개매수를 실시<sup>166)</sup>하기 전까지’ 공시하여야 한다는 점이다. 두 번째로는 공시의 범위이다. 공개매수의 공시는 대량보유 보고 양식인 Schedule 13D에 공개매수와 관련된 정보를 추가하여 공시하여야 한다. 즉 공개매수자의 정보, 매수자금의 출처, 공개매수 종료 후 대상회사에 대한 합병이나 다른 중요한 변경 계획 등의 내용이 추가된 Schedule TO<sup>167)</sup> 양식에 따라 공시한다.<sup>168)</sup>

164) 17 C.F.R. §240. Rule 14d-100(2002).

165) Bainbridge(2012), pp. 208-209; Hazen(2009), pp. 394-396.

166) 공개매수 실시 여부는 공시의무를 부과하는 기준이 되므로 그 시점이 중요하다. 이에 SEC Rule 14d-2{17 C. F. R. §240.14d-2(2015)}에서는 공개매수가 시작되는 때는, 주주들에게 주식매수를 제안하는 자료들을 처음으로 전달하거나 발행한 날 ‘0시’라고 규정하고 있다{Rule 14d-2(a); Cox/Hazen(2016), p. 672; Bainbridge(2012), pp. 212-213}.

167) 과거 공개매수신고서의 양식은 Schedule 14D-1이었는데, 인수합병관련 양식들(Schedule 13E-4, Schedule 14D-1, Schedule 13E-3 등)이 통합되어 Schedule TO로 되었다{김건식/송옥렬(2001), 274면}.

168) Bainbridge(2012), p. 209.

한편 공개매수의 대상회사 역시 1979년 SEC 규칙 개정에 의해 공시의무를 부담한다(Rule 14e-2(a)). 즉 공개매수의 대상회사는 공개매수가 실시된 날로부터 10일 이내에 (i)공개매수에 대한 의견(찬성, 반대, 중립, 현재로서는 의견 없음 등) 및 (ii) 의견에 대한 구체적인 근거와 (iii) 대상회사의 정보도 함께 기재한 Schedule 14D-9을 SEC와 주주들에게 제공하여야 한다. 이 경우 대상회사 의견의 구체적인 근거는 단순히 “주주의 이익에 함치된다”는 식은 적절하지 않고, 대상회사의 정보에는 현재 대상회사 경영진과 매수인간의 모든 계약과 협의 내용(방어행위 포함), 공개매수를 찬성한 사람들의 신분과 고용능력, (iii) Schedule 14D-9을 제출하기 전 60일 동안 대상회사의 임원들의 공개매수 대상증권의 모든 거래 정보가 포함되어야 한다(Schedule 14D-9, Item 4).<sup>169)</sup>

#### (나) 차별적 공개매수 금지 - 주주 간 평등대우

SEC는 Rule 14d-10을 통해 차별적 공개매수(discriminatory tender offer)를 금지하면서, 그 근거를 주주 간의 평등대우라고 설명하고 있다.<sup>170)</sup> 이 규칙은 1985년 텔라웨어법원의 Unocal 판결<sup>171)</sup>에서 유래한다.<sup>172)</sup> 이 사건에서 대상회사는 적대적 공개매수에 방어하고자 자기주식을 공개매수 대상에서 제외한 대항공개매수를 실시하였는데, 텔라웨어법원은 해당 공개매수가 적법하다고 판결하였다. 이후 이와 같은 공개매수 행위를 규제하고자 SEC는 규칙을 제정하였고,<sup>173)</sup> 그 규칙에는 모두 “전부청약의 원칙(all-holders rule)”과 “최고가격의 원칙(best price rule)”을 규정하였다.<sup>174)</sup>

전부청약의 원칙(all-holders rule)에 따르면 매수인은 대상회사의 모든 주주에게 공개매수를 청약하여야 하고, 일부 주주를 배제할 수 없다(SEC Rule

169) Bainbridge(2012), p. 219.

170) 김건식/송옥렬(2001), 281면.

171) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

172) Cox/Hazen(2016), p. 676.

173) 자기주식에 대한 공개매수에 관한 Rule 13d-4(f)(8)과 일반 공개매수에 관한 Rule 14d-10을 제정하였다.

174) Cox/Hazen(2016), p. 677.

14d-10(a)(1), “all-holders rule”). SEC는 모든 주주에게 공개매수를 청약하라는 명시적인 규정이 없음에도 Williams Act를 적용하기 위해서 ‘모든 주주’ 요건을 부과하는 것이 필요하고, 또한 적절하다고 설명하였다.<sup>175)</sup>

최고가가격의 원칙(best price rule)에 따르면 공개매수 종료일 이전에 이미 제시된 공개매수가격을 인상하는 경우, 가격 인상 전에 공개매수에 응한 자에게도 인상된 공개매수가격을 지급하여야 한다(연방 증권거래소법 §14(d)(7)).<sup>176)</sup> SEC는 Rule 14d-10(a)(2)를 통하여 동일 종류의 주식을 가진 주주 전원에게 대하여 공개매수기간 중에 지급된 최고가가격을 지급하여야 한다는 원칙을 마련하였다.<sup>177)</sup>

주주들을 평등하게 대우하는 원칙으로는 안분비례의 원칙(pro rata basis rule)이 있다. 이에 따르면 총 발행증권보다 적은 수의 증권을 공개매수하는 경우(부분공개매수), 공개매수 시작 후 매수예정 증권 수보다 많은 증권이 공개매수에 응모한 경우에는 안분비례하여 매도에 응한 증권을 매수할 것을 규정하고 있다(연방 증권거래소법 §14(d)(6)<sup>178)</sup>, SEC Rule 14d-8). SEC는 안분비례 요건은 모든 주주에게 공개매수에 참여하는 공정한 기회를 부여하기 위한 규정<sup>179)</sup>이고, 주주에게 압력을 가하지 못하기 위한 규정<sup>180)</sup>이라고 하였다.<sup>181)</sup>

이외에 공개매수자는 대상증권을 공개매수절차 외에서는 매수할 수 없도록 정하고 있다(별도매수금지, SEC Rule 14e-5). 이 규정으로 인해 공개매수기간 중 주가를 인위적으로 조작하는 것과 공개매수와 다른 조건으로 증권을 매수하는 것을 금지할 수 있다.<sup>182)</sup>

---

175) Cox/Hazen(2016), p. 677.

176) 15 U.S.C. §78n(d)(7) (2015).

177) Cox/Hazen(2016), pp. 675-676.

178) 15 U.S.C. §78n(d)(6) (2015).

179) Securities Exchange Act Release No. 14, 234, [1977-1978 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 81, 380, 88, 787 (Dec. 7, 1977).

180) Securities Exchange Act Release No. 16, 112, [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 82, 182, 82, 209 (Aug. 16, 1979).

181) Cox/Hazen(2016), p. 676-677.

182) 윤승환(2004), 778면.

(다) 적용 면제

연방 증권거래소법 §14(d)(8)<sup>183)</sup>은 동법 §14(d)의 적용이 면제되는 일정한 경우를 규정하고 있다. 먼저 (i) 최근 12개월 동안 동종 증권을 동일인으로부터 취득한 모든 매수량이 해당 발행주식 총수의 2%를 초과하지 않을 경우, (ii) 자기주식에 대한 공개매수(self-tenders)(동법 §14(d)가 아닌 SEC Rule §13(e)와 SEC Rule 13e-4가 적용된다)와 (iii) 대상회사의 지배권을 변경하지 않거나 영향을 주지 않는 일정한 경우 SEC가 규칙으로 연방 증권거래소법 §14(d)의 적용을 면제할 수 있는 권한을 부여하고 있다(연방 증권거래소법 §14(d)(8)<sup>184)</sup>).

(iv) 또한 공개매수의 결과 대상증권을 5% 이하로 소유하게 될 경우에는 동법 §14(d)는 적용되지 않는다.<sup>185)</sup> 이러한 공개매수를 “소규모 공개매수(mini tender offer)”라고 부르고, 환매조건부주식(buy back stock)에 대해 공개매수하는 등으로 남용하는 것을 방지하기 위하여 SEC는 소규모 공개매수에 대하여도 신고서를 제출하도록 가이드라인(Guideline)<sup>186)</sup>을 제정하였다.<sup>187)</sup> SEC는 소규모 공개매수(mini tender offer)에 연방 증권거래소법 §14(d)가 적용되지 않기 때문에, 매수인이 매수가격등의 조건등을 공시할 의무가 없고 주주가 공개매수기간동안 철회권 등을 행사할 수 없는 점을 악용하는 사례가 빈번히 발생하는 실무를 고려하여 가이드라인을 제정하였다. 가이드라인에서는 소규모 공개매수를 계획적으로 이용하는 매수인의 행위가 연방 증권거래소법 §14(e) 사기금지조항을 위반에 해당할 수 있다고 설명하면서, 소규모 공개매수를 하는 경우에도 법에서 정하는 절차 수준으로 적절하게 공시할 것을 권유하고 있다.<sup>188)</sup>

183) 15 U.S.C. §78n(d)(8) (2015).

184) 15 U.S.C. §78n(d)(8) (2015).

185) 15 U.S.C. §78n(d) (2015).

186) U. S. SEC, Commission Guidance on Mini-Tender Offers and Limited Partnership Tender Offer, Release No. 34-43069, 2000 WL 1190808 (July 24, 2000).

187) Cox/Hazen(2016), p. 677.

188) U. S. SEC, Commission Guidance on Mini-Tender Offers and Limited Partnership Tender Offer, Release No. 34-43069, 2000 WL 1190808 (July 24, 2000), pp. 4-9.



## 다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호

### (1) 서설

미국의 회사들은 연방법뿐 아니라 그들이 설립된 주(state)의 회사법도 따라야 하는데, 미국 주의 대략 2/3 정도는 공개매수에 대해 주 회사법으로 규제하고 있다.<sup>189)</sup> 연방법인 Williams Act는 인수회사와 대상회사에게 공시의무를 부과하여 공정한 거래가 이루어질 수 있도록 중립적으로(a level playing field) 규제하고 있다.<sup>190)</sup> 이와 달리 각 주에서는 자신의 주에 설립하거나 본점이나 중요 자산을 둔 대상회사들과 경영진을 공개매수로부터 보호하기 위한 장치들을 마련하고 있다. 즉, 대상회사의 방어수단을 넓게 인정하고, 인수회사에게 일정한 의무를 부과하여 해당 공개매수를 어렵게 하거나 적어도 그 거래 속도를 늦추는 기업인수규제조항(anti-takeover statutes)의 제정법을 규정하고,<sup>191)</sup> 판례법에 의해 지배주주의 신인의무를 인정하여<sup>192)</sup> 구체적 사안에 따라 공개매수를 규제하고 있다. 아래에서는 이러한 주회사법의 공개매수 규제<sup>193)</sup>가 연방법과 함께 적용됨으로써 미국에서 공개매수제도가 실질적으로 어떻게 운영되고 있는지 먼저 살펴본 후 지배주주의 신인의무에 대한 판례법의 내용들을 검토한다.

### (2) 기업인수규제조항

기업인수규제조항(anti-takeover statutes)은 1960년대 Williams Act가 통

189) Cox/Hazen(2016), p. 683.

190) Cox/Hazen(2016), p. 683; 유영일(1993), 158면.

191) Clark(1986), pp. 568-569; Cox/Hazen(2016), p. 683.

192) 영미법계 국가에서는 형평법의 전통에 따라 명시적인 제정법적 근거가 없더라도 법관이 재량으로 신인관계를 인정할 수 있고, 미국은 지배주주의 신인의무를 인정하고 있다 {김건식(2010), 69면, 74면}.

193) 포이즌필(poison pill)의 강력한 효과를 감안하면 기업인수규제조항은 적대적 기업인수에 대한 경영권방어수단으로서의 실효성은 없지만, 공격자가 소수주주추출을 통해 완전한 지배권을 취득하는 것을 방지한다는 평가가 있다 {Kahan/Catan(2016), p. 12}.



과될 당시에는 버지니아(Virginia)주만이 도입하고 있었지만,<sup>194)</sup> Williams Act가 통과된 이후에는 많은 주에서 필요했던 것과 비슷한 이유로 1세대법이 제정되었고, 1982년에 MITE 판결<sup>195)</sup> 당시에는 소위 1세대법이라 불리는 기업인수규제조항이 37개에 입법되어 있었다.<sup>196)</sup> 이후 전형적인 1세대법이었던 일리노이주법이 MITE 판결로 인해 위헌이라고 판단되면서 2세대법이 등장하였고, 1987년 연방대법원이 2세대법인 인디애나주법을 CTS 판결<sup>197)</sup>을 통해 합헌으로 인정한 후 이와 비슷한 유형의 기업인수규제조항을 많은 주가 입법하게 되었고, 현재는 2세대법과 더불어 보다 강화된 내용의 3세대법만 유지·발전되어 미국 주의 2/3정도가 기업인수규제조항을 채택하고 있다.<sup>198)</sup> 2세대법과

194) Clark(1986), p. 568.

195) Edgar v. MITE Corporation, 457 U.S. 624 (1982). 본 사건에서 연방대법원(the Supreme Court)은 일리노이주 기업인수규제조항이 연방헌법에 위반한다고 판시하였다. 코네티컷에 본사를 두고 델라웨어 법에 따라 설립된 MITE 사는 SEC에 Williams Act가 요구하는 신고서를 제출함으로써 일리노이주 법인인 CRMC(Chicago Rivet & Machine Co.)사의 모든 주식에 대해 현금 공개매수를 시작하였다. 그러나 일리노이주 공개매수규제법은 따르지 않았다. 일리노이법은 공개매수조건으로, 공개매수의 공표와 실시 사이에 20일 간의 유예기간을 두고 주(州)장관이 소집하는 공청회가 종료될 때까지 공개매수를 진행할 수 없도록 규정하였다. 이에 대해 연방대법원은 해당 규정이 보호하고자 하는 지역이익에 비하여 주간 상거래에 과도한 부담을 주므로, 연방헌법상 통상조항(Commerce Clause)을 위반한다고 판단하였다. 법원의 다수의견은 또한 일리노이주법은 Williams Act가 추구하고 있는 당사자간 힘의 균형 취지에 반하므로, 최고법규성 조항(the Supremacy Clause)도 위반한다고 판시하였다. 이후 이와 비슷한 입법을 규정하던 각 주는 관련 조항을 수정하였고, 이를 “2세대법”이라고 한다(Cox/Hazen(2016), p. 684; Clark(1986), p. 571; 김홍식(2007), 22면; 김건식/송옥렬(2001), 291면}.

196) Clark(1986), p. 571.

197) CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 481 U.S. 69 (1987). 이 사건은 인디애나주 회사법의 지배주식취득조항이 연방헌법의 통상조항과 최고법규성조항을 위반하는지 여부가 쟁점이었다. 인디애나에 설립된 CTS 사(CTS Corp.)의 보통주식 9.6%를 소유하고 있던 DCA 사(Dynamics Corp. of America)는 CTS 사의 주식 100만주를 공개매수한다고 공표하였다. 인디애나주법은 20%를 초과하는 지배주식을 취득한 매수인이 의결권을 행사기 위해서는, 매수인과 이해관계가 없는 주주들이 매수인이 해당 주식을 취득한 후 50일이내에 개최되는 주주총회에서 그 의결권 행사를 과반수로 승인할 것을 요구하고 있다. 이에 따라 DCA 사의 CTS 사에 대한 공개매수가 성공하면 DCA 사의 지분이 27.5%가 되어 의결권 행사를 위해 인디애나주법에 따라 주주총회 승인이 필요하였다. 이에 대해 연방대법원은 (i) 매수인은 ‘주주총회 승인 후 매수’라는 조건을 붙여 청약할 수 있으므로 불이익이 없고, (ii) 만약 50일간의 기간 지연이 불이익이라고 해도 이 지연이 불합리하지 않다고 하여 인디애나주법이 합헌이라고 판시하였다(Cox/Hazen(2016), p. 686; Hazen(2009), pp. 422-423; 김홍식(2007), 22면; 김건식/송옥렬(2001), 291면

3세대법은 전통적으로 주회사법의 규제영역인 기업지배구조<sup>199)</sup> 차원에서 다양한 형태로 인수회사를 규제하고 있다.<sup>200)</sup> 그 중 대표적인 제정법들은 (i) 지배주식조항(control share acquisition statutes), (ii) 공정가격조항(fair price statutes), (iii) 기업결합조항(business combination statutes, moratorium statutes), (iv) 주식매수청구권조항(redemption rights statutes), (v) 이해관계자조항(constituency statutes), (vi) 공시조항(disclosure statutes)등이 있고, 기업인수규제조항을 입법한 각 주들은 위 제정법을 1개 이상 조합하여 입법하고 있다.<sup>201)</sup>

#### (가) 지배주식취득조항

지배주식취득조항(control share acquisition statutes)은 오하이오(Ohio)주에서 처음 도입한 대표적인 2세대법으로, 그 내용은 별도의 규정이 없는 한 매수인이 일정한 비율(20%, 33⅓%, 50%)의 지배주식을 취득하기 위해서는 각 단계별로 이해관계없는 주주들(매수인이 보유한 주식은 이해관계있는 주식임)의 과반수 승인으로 요구한다.<sup>202)</sup> 또한 지배주식의 취득은 공개매수뿐만 아니라 시장에서 취득하거나 일대일거래로 취득하는 경우도 포함하지만, 회사의 정관으로 해당 규정의 적용을 배제할 수 있다.<sup>203)</sup> 인디애나(Indiana)주는 오하이오주처럼 지배주식취득 자체를 규제하는 것보다 의결권 취득을 규제하도록 수정하여 입법하였다. 즉 매수인이 지배주식<sup>204)</sup>을 취득한 경우 자동적으로 의결권이 사라지고, 그 주식에 대한 의결권을 행사하기 위해서는 주식취득 단계별로

198) Cox/Hazen(2016), p. 683.

199) 몇몇 주들의 2세대법은 공시 중심의 전통적인 주 증권법(blue sky law)과 유사한 형태를 취하였다(Cox/Hazen(2016), p. 685).

200) 그러나 2세대법과 3세대법은 해당 판결을 기준으로 시간적으로 구분될 뿐, 내용상 명확하게 구별되는 것은 아니다(Rosenblum(1991), p. 193; 유영일(1993), 160면).

201) Lipton/Steinberger(1989), at §5.03[1]. 각주가 입법한 기업인수조항 내용과 해당주의 목록은 Matheson/Olson(1991) 논문의 부록에서 확인가능하다.

202) Ohio Gen. Corp. Law §1701.831(A)(1982). 2017년 개정법에도 동일하게 규정하고 있다.

203) Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1163.

204) Ind. Bus. Corp. Law §§23-1-42-1(1986) : (i) 모든 투표권의 1/5 이상 1/3 미만, (ii) 모든 투표권의 1/3 이상 과반수 미만, (iii) 모든 투표권의 과반수 이상.

매수인과 대상회사의 이사가 소유하는 주식을 제외한 이해관계 없는 주식(disinterested shares)의 과반수 승인을 얻도록 규정하였다.<sup>205)</sup> 인디애나주의 CTS 사건 합헌판결 이후 인디애나주의 지배주식취득조항(control share acquisition statutes)은 다른 주들의 모델이 되었다.<sup>206)</sup> 위스콘신(Wisconsin) 주는 오하이오주의 초기 주법에 큰 변화를 주어 20% 초과하는 주식을 소유한 주주의 의결권을 축소하는 의결권 축소(scaled voting)조항을 도입하였는데, 그 내용은 20% 초과하는 주식의 총 의결권 수를 10%로 축소하는 것이다.<sup>207)</sup> 예를 들어 총 발행주식이 100만주인 회사의 주식을 40만주 매수한 주주는 22만주의 의결권만을 행사할 수 있다.<sup>208)</sup>

지배주주취득조항의 장점은 매도압력을 완화시킬 수 있다는 점이다. 즉 주주들은 종종 해당 공개매수가 성공한 후 불안정한 가치(speculative value)를 지니게 되는 주식을 보유하지 않기 위해 원하지 않아도 공개매수에 응모하지만, 지배주주취득조항상의 주주투표 메커니즘은 주주들의 집단적인 결정으로 그 공개매수청약이 그들 회사에게 최선의 이익이 되는지 결정할 기회를 제공하기 때문이다.<sup>209)</sup> 또한 지배주식취득조항은 연방대법원이 인정한 최초의 기업인수 규제조항이기 때문에 많은 주들이 도입하게 되었다.<sup>210)</sup>

#### (나) 공정가격조항

예정되어 있는(front-end loaded) 2단계 공개매수의 문제점을 해결하기 위해 도입된 공정가격조항(fair price statutes)은 일반적으로 매수인이 이해관계 없는 주주의 압도적인 다수결(supermajority vote)의 승인을 받지 않는 한, 대

205) Ind. Bus. Corp. Law §§23-1-42 to-11(1986). 2017년 개정법에도 동일하게 규정하고 있다.

206) 1994년 기준 27개 주가 채택하고 있다(Matheson/Olson(1991), p. 1519; Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1163}.

207) Wis. Bus. Corp. Law. §180.25(1986).

208) 위스콘신주법은 많은 예외조항을 규정하고 있다. 또한 이해관계 없는 주주에 의해 의결권이 회복될 수도 있고, 정관에 의해 해당 조항을 배제할 수도 있다(Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1163}.

209) Matheson/Olson(1991), p. 1443; Booth(1988), p. 1682.

210) Matheson/Olson(1991), p. 1444.

상회사의 모든 주주에게 공정한 가격을 제공하도록 규정하고 있다.<sup>211)</sup> 일반적으로 2단계 공개매수는 매수인이 대상회사의 지배주식을 취득하는 1단계 공개매수 단계와 그 이후 소수주주들을 축출하기 위한 합병 단계로 이루어지는데, 2단계에서는 1단계 공개매수가격보다 낮은 가격에 합병비율이 정해진다. 따라서 1단계 공개매수가격이 마음에 들지 않는 주주들도 공개매수에 응모하게 되는데, 공정가격조항은 1단계에 응모하지 않은 주주도 2단계에서 공개매수가격을 받도록 매수인에게 의무를 부과하고 있다.<sup>212)</sup> 예를 들어, 메릴랜드(Maryland)주 회사법에서는 이해관계 있는 주주(10% 이상 소유 주주)와 대상회사의 기업결합에서 2단계 현금합병의 요건으로 발행주식총수의 80% 승인 그리고 이해관계 없는 주주 2/3의 결의를 요구한다. 단, 매수인이 5년 안에 대상회사의 모든 주주에게 공정가격(1단계 공개매수가격)<sup>213)</sup>을 지급하면 공정성요건을 충족하여 위 결의요건이 적용되지 않고, 이해관계 없는 주주의 초다수결(super majority vote)로 해당 조항을 배제하는 정관을 규정할 수도 있다.<sup>214)</sup> 메릴랜드주의 공정가격조항은 많은 주들이 참고하여 도입하였고<sup>215)</sup>, 대상회사의 주주들에게 지배주식 거래에 대해 평가할 권한을 부여한 것이다.<sup>216)</sup>

공정가격조항을 도입한 많은 주들은 공정가격을 정하는 공식은 다소 다르지만 일반적으로 매수인이 (1) 기업결합을 제안하기 전 기간(2년에서 5년 사이)에 대상회사 주식에 대해 지급한 최고가격(the best price) 또는 (2) 공개매수 공표일 또는 종료일(매수인이 이해관계 있는 주주가 된 날)의 1주당 시장가치를 지급하도록 요구한다. 이와 같이 다수의 공정가격조항은 기본적으로 주주들에게 지급한 최고가격, 주식의 시장가치, 회사의 청산이나 해산이 있을 때 주주가 지급받을 가치 중 하나를 보장하도록 강제하고 있고, 또한 대가의 형태는

211) Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1163; Matheson/Olson(1991), p. 1445.

212) Matheson/Olson(1991), p. 1445.

213) Md. Corp. & Ass'ns Code Ann. § 3-603(b)(1986). 2017년 개정법에도 동일하게 규정하고 있다.

214) Md. Corp. & Ass'ns Code Ann. §§ 3-601 to -603, §8-301(14)(1986). 2017년 개정법에도 동일하게 규정하고 있다.

215) 1991년 기준 24개 주가 채택하고 있다(Matheson/Olson(1991), p. 1445; Cox/Hazen(2016), pp. 685, 1519}.

216) Cox/Hazen(2016), p. 685.

이해관계 있는 주주가 앞서 실시한 공개매수의 대가로 지급한 형태와 동일하여야 한다.<sup>217)</sup>

#### (다) 기업결합조항

기업결합조항(business combination statutes)은 모라토리엄조항(moratorium statutes)이라고도 불리는데, 이 제정법은 대상회사의 일정 비율 이상을 소유한 이해관계 있는 주주가 대상회사에 대하여 주식취득 등의 기업결합<sup>218)</sup>을 시도하려는 경우, 미리 대상회사 이사회에 승인을 받지 않으면, 해당 거래를 일정기간동안 유예하는 내용이다.<sup>219)</sup> 파괴적 인수(bust-up takeovers)<sup>220)</sup>와 2단계 강압적인 기업인수를 규제하기 위하여 뉴욕(New York)주가 최초로 기업결합조항을 도입하였고, 이후 다른 주들의 모델이 되었다.<sup>221)</sup> 뉴욕주법은 이사회의 사전승인을 받지 않는 한 20% 이상을 소유한 주주와 대상회사 간의 기업결합을 5년 동안 금지하고 있다.<sup>222)</sup> 5년 이후의 기업결합 역시 ‘공정가격

217) Matheson/Olson(1991), p. 1446-1447; Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1163.

218) 주회사법에서 “기업결합”은 합병, 자산양도, 주식이전 등의 넓은 의미로 정의된다. 참고로 델라웨어주 회사법에서는 아래와 같이 기업결합을 정의하고 있다.

Del. Code, Ann. tit. 8, §203(c)(3)(2017) [“Business combination” means]

- (i) any merger or consolidation ... if the merger is caused by the interested stockholder...;
- (ii) any sale, lease, exchange, mortgage, pledge, transfer or other disposition ... of assets of the corporation [having] an aggregate market value equal to 10% ...;
- (iii) any transaction which results in the issuance or transfer by the corporation ... of any stock [to interested stockholder] except [various exceptions]...;
- (iv) any transaction involving the corporation ... [which increases] the proportionate share of the stock of any class ... of the corporation...;
- (v) any receipt by the interested stockholder of ... [various] financial benefits...

219) 1991년 기준 뉴욕, 델라웨어 등 적어도 28개 주가 기업결합조항을 시행하고 있다 {Matheson/Olson(1991), p. 1440}.

220) 매수인이 대상회사 주식의 매수자금을 대상회사의 자산을 담보로 한 고위험·낮은 등급 등의 정크본드(junk bonds)로 조달하고, 인수 종료 후 대상회사의 자산을 매도하여 대출을 상환하는 인수를 말한다(Smith(2011), p. A-1}.

221) Matheson/Olson(1991), p. 1440; Cox/Hazen(2016), p. 686.

222) N.Y. Bus. Corp. Law § 912(a)(10), § 912(b)(1985). 2017년 개정법도 동일하게 규정하고 있다.

(fair price)’ 기준을 충족하여야 하고, 만약 20% 이상을 소유한 이해관계 있는 주주가 추가로 주식을 취득하려는 경우 그 주식은 법정 공정가격에 매수하거나 또는 지배권 프리미엄을 분배하도록 설계된 법정 절차에 따라 계산된 가격으로 매수하여야 한다. 이 조항은 잠행 지배권 인수(creeping control acquisitions)를 금지하는 효과를 가져온다.<sup>223)</sup>

2세대법의 합헌성에 확신이 없던 델라웨어(Delaware)주<sup>224)</sup>는 CTS 사건이 합헌으로 결정된 이후인 1988년에 기업인수규제조항을 처음으로 도입하였다.<sup>225)</sup> 델라웨어주는 뉴욕주의 기업결합조항을 좀 더 완화하여 채택하였는데, 일반주주가 이사회에 사전승인을 받지 않고 15% 이상 주식을 소유한 이해관계 있는 주주<sup>226)</sup>가 되는 거래를 하면, 이후 3년 동안 대상회사와 어떠한 기업결합도 할 수 없다. 즉 델라웨어주법에 따라 이해관계 있는 주주와 대상회사 간의 기업결합이 3년간의 유예규정을 적용받지 않고 성사되기 위해서는 (i) 일반주주가 이해관계인이 되는 거래가 이사회에 사전승인을 얻는 것 외에도, (ii) 이해관계 있는 주주의 지분이 대상회사 주식의 85%를 초과한 경우, (iii) 이사회에 승인과 이해관계 없는 주주 66% 이상의 승인을 모두 얻은 경우에는 3년간의 유예규정이 적용되지 않아 기업결합을 할 수 있다{Del. Code, Ann. tit. 8, §203(a)}.<sup>227)</sup>

223) 뉴욕에 거주하는 실질적 소유자가 10% 이상의 주식을 보유하는 회사나, 뉴욕에 중요한 사업이나 본사를 둔 회사에게 적용되고, 이해관계 없는 주주의 결의로 적용배제(opt out)할 수 있다{Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1164}.

224) 델라웨어주는 포춘지 선정 500대 기업들이 가장 많이 설립된 주이고, 뉴욕거래소에 상장된 회사 중 반 이상이 설립되어 있어, 델라웨어주법은 회사들에게 가장 영향력이 있다.

225) Smith(2011), p. A-2.

226) Del. Code, Ann. tit. 8, §203(c)(5)(1988) “Interested Stockholders” are defined as shareholders that possess 15% or more of the corporation’s voting stock(2017년 개정법도 동일하게 규정하고 있다).

227) Del. Code, Ann. tit. 8, §203(1988)(2017년 개정법도 동일하게 규정하고 있다). [Business combinations with interested stockholders.]

(a) Notwithstanding any other provisions of this chapter, a corporation shall not engage in any business combination with any interested stockholder for a period of 3 years following the time that such stockholder became an interested stockholder, unless:

(1) Prior to such time the board of directors of the corporation approved either the business combination or the transaction which resulted in the stockholder becoming an interested stockholder;



한편 텔라웨어주 같은 예외 조항이 없는 위스콘신(Wisconsin)주의 기업결합 조항이 위헌인지 다투어진 사건<sup>228)</sup>이 있었다. 보스턴에 본사를 둔 고전압 엔지니어링 주식회사의 자회사인 아만다 인수회사(Amanda Acquisition Corp.)는 위스콘신주에 설립된 유니버설 푸드사(Universal Foods Corp.)의 모든 주식을 인수하기 위해 공개매수에 착수했다. 그러나 대상회사의 의결권 10% 이상을 취득하는 매수자는 대상회사 이사회에 승인을 받거나 합병을 완료하기 위해 3년을 기다려야 한다는 위스콘신 기업결합조항이 문제였다. 아만다 인수회사는 기업결합을 위한 예외 조항이 없는 위스콘신주법이 연방법인 Williams Act보다 우선 적용되는 점과 통상조항(Commerce Clause)에 부합하지 않기 때문에 위헌이라고 주장했다. 그러나 공개매수의 효율성을 인정하는 이스터브룩(F. Easterbrook)판사는 위스콘신주법은 Williams Act가 규정하는 공개매수의 절차와 조건 이외 절차적 제한이 없으므로 Williams Act가 배제되지 않고, Williams Act는 투자자에게 공개매수청약을 받을 권리를 부여하지 않기 때문에 주법은 공개매수 실행을 어렵게 만들 수 있는 자유가 있고, 주간 통상에 있어 중립적이기 때문에 위스콘신주의 기업결합조항은 합헌이라고 판단하였다. 1989년 11월 연방대법원 역시 위스콘신주법에 대한 이의신청을 기각하여 이 조항의 합헌성을 확인하였다.<sup>229)</sup>

#### (라) 주식매수청구권조항

(2) Upon consummation of the transaction which resulted in the stockholder becoming an interested stockholder, the interested stockholder owned at least 85% of the voting stock of the corporation outstanding at the time the transaction commenced, excluding for purposes of determining the voting stock outstanding (but not the outstanding voting stock owned by the interested stockholder) those shares owned (i) by persons who are directors and also officers and (ii) employee stock plans in which employee participants do not have the right to determine confidentially whether shares held subject to the plan will be tendered in a tender or exchange offer; or

(3) At or subsequent to such time the business combination is approved by the board of directors and authorized at an annual or special meeting of stockholders, and not by written consent, by the affirmative vote of at least 66⅔% of the outstanding voting stock which is not owned by the interested stockholder.

228) Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp. 877 F 2d 496(7th Cir 1989).

229) Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1164-1166.

주식매수청구권조항(redemption rights statutes)<sup>230)</sup>은 공정가격조항보다 규제의 범위를 넓혀서 합병뿐만 아니라 지배주식 인수 시에도 주식매수청구권을 확장한 것으로<sup>231)</sup>, 매수인이 대상회사 주식의 일정비율 이상을 취득할 경우 대상회사의 잔존 주주들이 매수인에게 주법에서 정하는 공정가치(fair value)로 그들의 주식을 팔 수 있는 권한을 부여한다.<sup>232)</sup> 펜실베이니아주법은 매수인의 취득비율을 20% 이상으로 규정하고 있고<sup>233)</sup>, 잔존 주주들이 취득하게 되는 공정가치를 1단계 주식인수에서 지급된 지배권 프리미엄을 안분 비율로 포함되도록 법원이 정하도록 규정하고 있다.<sup>234)</sup><sup>235)</sup> 비슷한 조항을 도입한 메인(Maine)주는 25%를 지배권 취득요건으로 규정하고 있다.<sup>236)</sup>

이 조항은 매수인이 공개매수 청약에 응모한 모든 주식을 공정가격에 매수하도록 유도하는 효과가 있어서, 부분매수를 원칙적으로 금지하는 유럽식 의무공개매수와 비슷한 결과를 가져온다.<sup>237)</sup> 하지만 공정가격 지급에 대한 비용 부담과 판사가 공정가치를 결정하는 것으로 인해 매수인이 공개매수를 단념할 수 있다.<sup>238)</sup>

230) cashout statutes, control-share cash-out statutes, appraisal statutes, fair value statutes로 불리기도 한다{Matheson/Olson(1991), p. 1451, footnote 168}.

231) Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1166; 김건식/송옥렬(2001), 292면.

232) Smith(2011), p. A-3.

233) 15 PA. Cons. Stat. §§2551 to 2556(2017). 1988년 법에는 30% 취득을 지배권 취득이라고 규정하고 있었다. 이 조항을 법정 포이즌필(a statutory poison pill)이라고 분류하는 책도 있다{Clark(1986), p. 571}.

234) Choper/Coffee/Gilsons(2004), p. 1166.

235) 15 PA. Cons. Stat. §2546(2017) [Shareholder demand for fair value] (c) Measure of value.--A shareholder making written demand under this section shall be entitled to receive cash for each of his shares in an amount equal to the fair value of each voting share as of the date on which the control transaction occurs, taking into account all relevant factors, including an increment representing a proportion of any value payable for acquisition of control of the corporation.

236) Me. Rev. Stat. Ann. tit 13-C, §1101.

237) 펜실베이니아주의 주식매수청구권조항이 영국의 City Code를 모델로 한 것이라는 설명은 유명일(1993), 183면.

238) Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1166; Matheson/Olson(1991), p. 1451.



(마) 공시조항

공시조항(disclosure statutes)은 Williams Act가 이미 공시를 의무화하고 있으므로 그 타당성에 대해 가장 논란이 없는 조항이다. 다만 1982년 일리노이 주법 MITE 판결이 과도한 공시의무 부과로 위헌판결을 받았기 때문에, 2세대 법은 헌법상의 결함을 피하기 위해 Williams Act의 공시요건에 따라 매수인에게 요구하는 정보의 양과 종류를 수정하였다.<sup>239)</sup> 주 회사법에서 수정된 공시조항 중 주주에게 유익한 조항들이 있는데, 예를 들어 청구인에게 ‘공개매수의 영향력 보고서(impact statement)’를 제출하도록 요구함으로써<sup>240)</sup>, 대상회사의 이사들은 공개매수에 대해 더 잘 이해하고 의견표명을 할 수 있고, 주주들도 좀 더 현명한 의사결정을 하도록 도움을 준다.<sup>241)</sup>

(바) 그 밖의 제정법

펜실베이니아주는 1990년에 강력한 기업인수규제조항을 채택하였다. 즉 대상 회사의 주식 20% 이상을 취득한 매수인은 지배주식 취득 후 18개월 동안 주식이전 거래로 발생한 모든 이익을 회사에 반환해야 한다(to disgorge any profit realized within an eighteen month period)는 조항이다.<sup>242)</sup> 이 조항은 매수인의 기업인수 시도가 실패할 경우 그들을 주주로 가둬 기업인수를 단념시키기 위한 것이다.<sup>243)</sup> 메사추세츠(Massachusetts)주는 이사들을 그룹으로 나누어 그룹별로 선임기간에 차등을 둔 이사교차임기제를 도입하였다.<sup>244)</sup> 회사의 이사회는 과반수의 결정으로 그 조항을 배제할 수 있고, 주주들은 2/3의 찬성으로 이사교차임기제를 배제할 수 있다. 해당 조항을 배제하면, 모든 이사들을 매년 선임할 수 있다.<sup>245)</sup> 이해관계자조항(constituency statutes,

239) 1991년 기준 19개 주가 채택하고 있다(Matheson/Olson(1991), pp. 1447, 1519).

240) Conn. Gen. Stat. Ann. §36-459(10)(West 1987).

241) Matheson/Olson(1991), p. 1448.

242) Pa. Cons. Stat. Ann. tit. 15, §§2571 to 2576(West 1995); Cox/Hazen(2016), pp. 686-687.

243) Cox/Hazen(2016), p. 687.

244) Mass. Gen. Laws Ann. ch. 149, §184(1990)

directors' duties statutes)은 대상회사의 이사회가 주주뿐만 아니라 피고용인, 채권자, 지역사회 등의 이익을 고려하여 의사결정을 할 수 있다는 규정이다. 이 조항을 입법한 주로는 오하이오주<sup>246)</sup>와 인디애나주<sup>247)</sup>가 있다. 이 조항은 앞서 살펴본 규정과 달리 특정 행위를 금지하는 것이 아닌 이사회의 재량을 확대하는 것이다. 따라서 이사가 회사를 대리하여 의사결정을 할 때 고려할 수 있는 기준을 확대하여 이사들을 책임으로부터 보호하기 때문에,<sup>248)</sup> 이해관계자조항은 “just say no”라는 방어권<sup>249)</sup>을 인정하는 규정이 된다는 주장도 있다.<sup>250)</sup>

### (3) 지배주주의 신인의무

#### (가) 서설

미국의 연방법과 주법은 지배주식의 취득 시 그 가격에 대한 별도의 제한이 없고, 원칙적으로 지배주주가 지배권 프리미엄을 받고 자유롭게 지배권을 거래하는 것을 인정하고 있다. 그러나 지배주주가 주 회사법에서 규정하는 지배주주의 소수주주에 대한 신인의무(fiduciary duty)를 위반한 경우에는 이러한 시장원칙(market rule)이 제한된다. 판례 및 학설에 의하면, 지배주주가 신인의무를 위반했다고 인정되면 그가 얻은 지배권 프리미엄을 회사에 반환하거나 주주에게 분배해야 한다.<sup>251)</sup> 지배주주가 회사지배권의 이전을 가져오는 지배주식의 매도와 관련하여 회사와 소수주주에게 신인의무를 지는 것이다. 판례에서 인정하고 있는 신인의무 위반에 해당하는 사유는 (i) 이사 지위의 매도(sale of office), (ii) 약탈자에 대한 매도(sale to looters), (iii) 회사기회의

245) Cox/Hazen(2016), p. 687.

246) Ohio Gen. Corp. Law §1701.59(1988).

247) Ind. Code Ann. §23-1-35-1(d) (Michie 1999 & Supp. 2002).

248) Lipton/Steinberger(1989), at §6.02[5].

249) 공개매수조건이 회사에 유리함에도 불구하고, 이사회가 회사의 장기적인 경영목적상의 이유로 해당 공개매수를 반대하는 권리를 말한다{김건식/송옥렬(2001), 290면}.

250) Andre(1990), p. 575.

251) 송종준(2012a), 157면 이하.

유용(diversion of corporate opportunity) 등이다.

#### (나) 이사 지위의 매도

이사회에 영향력을 행사하긴 하지만 지배주식을 소유하지 않는(실질적 지배가 있는) 지배주주가, 주식에 대한 대가와 별도로, 매수인 또는 그가 추천한 이사를 대상회사의 이사로 선임하면서 이에 대한 대가를 받는 경우에는 매수인이 수령한 지배권 프리미엄은 회사에 귀속되고, 또한 매수인이 추천한 이사의 선임은 무효로 된다.<sup>252)</sup> 델라웨어주 회사법과 모범회사법(MBCA, Model Business Corporation Act)에서는 이사의 선임은 정관, 이사회 혹은 주주총회가 결정하도록 규정하고 있는데, 위와 같이 이사의 지위를 양도하는 것은 이사의 해임 또는 순차적 해임(seriatim resignation)에 의한 이사 지위의 승계(board succession)를 약속한 것으로서 신인의무의 내용인 공정거래의무(duty of fair dealing)의 위반에 해당하기 때문이다.

그 밖에 이사의 지위를 매도하는 경우, 협상 과정에서 지배권이 이전된 후 자문을 제공받고, 경쟁 금지 등을 위하여 회사의 핵심 임직원과 고용을 유지하는 부수적인 계약(side contract)을 체결하는 경우가 있다. 이 경우 미국 회사법상으로는 거의 문제되지 않지만, 당사자들이 지배주식 매도를 협상하는 동시에 그러한 부수적인 계약을 체결하는 것은 이사에 대한 뇌물(bribe) 제공에 해당하고 이것은 명백한 신인의무 위반에 해당한다고 본 판결도 있다.<sup>253)</sup>

#### (다) 약탈자에 대한 매도

매수인이 회사를 약취탈(looting)할 것이라고 믿는 데 상당한 이유가 있는 경우, 지배주식을 매도하는 것은 지배주주의 신인의무를 위반하는 것이다. 예컨대, 매수인이 충분한 자금을 보유하지 않은 상태에서 과도한 프리미엄의 지급을 제안하고 회사를 신용으로 매입하여 회사 자산을 되팔려는 경우, 매수인

252) Caplan v. Lionel Corp., 20 A. 2d 301 (N.Y.1969); Brecher v. Gregg, 392 N.Y.S. 2d 776(1975); Essex Universal Corporation v. Yates, 305 F. 2d 572 (2d Cir. 1962).

253) Barr v. Wackman, 36 N.Y. 2d 371, 329 N. E. 2d 180, 368 N.Y.S. 2d 497 (1975).

이 부정직하거나 성급하게 덤벼들거나 나쁜 평판을 가지고 있는 경우, 부채가 지나치게 과다하여 회사의 자산과 이익으로도 부채상황이 불충분한 경우 등에는 회사의 지배권을 인수하여 지급한 프리미엄 이상의 차액만을 챙기기 위한 회사자산의 약탈에 해당되기가 쉽다.<sup>254)</sup> 지배주주가 고의, 중과실로 약탈자에게 지배주식을 매도한 경우라면 지배주주는 소수주주에게 그 프리미엄을 분배하여야 하여, 그 약탈행위로 인하여 초래된 손해도 배상하여야 한다.<sup>255)</sup> 그러나 매수인의 약탈의도가 드러나는 경우는 많지 않기 때문에 요즈음 이에 해당하는 판례는 거의 없다고 한다.<sup>256)</sup>

#### (라) 회사기회의 유용

매수인이 대상회사의 모든 자산을 양수하거나 흡수합병할 것을 제안하는 경우에 지배주주는 프리미엄의 지급에도 불구하고 매수인에게 자신의 모든 주식을 매도할 수 없다. 그리고, 지배주주가 자신의 주식을 매도한 다음에 소수주주의 주식을 저렴한 가격으로 매수하도록 매수인을 도와주는 경우에도 마찬가지이다.<sup>257)</sup> 또한 회사가 당사자가 되어 해당 거래의 이익을 수령할 기회가 있음에도 지배주주가 지배권을 남용하여 그러한 회사의 기회를 박탈할 수도 없다.<sup>258)</sup> 이러한 판시는 지배주주의 신인의무에 기초한 것으로서 지배주주는 소수주주로부터 회사의 기회(*corporate opportunity*) 또는 회사의 이윤(*corporate profit*)을 유용(*appropriation*)하거나 박탈(*deprivation*)할 수 없음을 의미한다.<sup>259)</sup>

254) *Gerdes v. Reynolds*, 28 N.Y.S. 2d 622 (1941); *DeBaun v. First Western Bank & Trust Co.*, 46 Cal. App. 3d 686 (1975); *Harris v. Carter*, 582 A. 2d 222 (Del. Ch. 1990) 등.

255) 임재연(2009a), 280면 이하.

256) 김건식(2010), 407면.

257) *Brown v. Halbert*, 271 Cal. App. 2D 252 (1969).

258) *Perlman v. Feldman*, 219 F. 2d 173 (2d Cir.), cert. den'd 349 U.S. 952 (1955). 매수인에게 회사자산의 약탈의도 또는 사기가 없더라도, 지배주식의 매도와 함께 현저히 저렴한 가격으로 회사 제품을 매수할 수 있는 권리를 양도하였다면 이것은 회사 및 소수주주에 대한 이윤의 손실이 초래될 것이라는 점을 알았다고 할 수 있으므로 지배주주의 신인의무를 위반한 것이라고 판시하였다.

## 2. EU

### 가. 서설

EU의 공개매수지침은 1989년 최초의 지침안이 마련되었지만 회원국들의 입장 차이로 인해 오랜 기간 동안 답보 상태에 머물렀다. 이후 2002년 회사법전문가 고위급그룹(High Level Group of Company Law Experts)이 마련한 ‘윈터 보고서(Winter Report)’<sup>260)</sup>를 바탕으로 2004년 유럽의회에서 채택되어 현재의 모습이 완성되었다.<sup>261)</sup> 이에 따라 EU 회원국의 대부분은 2006년 5월 20일까지 자국의 법령에 공개매수지침을 수용하였다. 공개매수지침은 서문과 23개의 조문으로 구성되어 있는데, 그 주요 내용은 의무공개매수제도(Mandatory Bid)의 도입, 이사회 중립의무(Board Neutrality), 지배권 취득 이후 소소주주 보호제도(The right of squeeze-out, The right of sell-out), 폐기원칙(Breaking-Through Rule) 등으로 구성되어 있다.<sup>262)</sup>

공개매수지침이 마련된 배경에는 1980년대 중, 후반 유럽 증권시장이 급격히 성장하면서 기업인수를 위한 공개매수가 증가했다는 사정이 있다.<sup>263)</sup> 1980년대 이전에는 유럽에서 실시되는 대부분의 지배권거래는 지배주주 간의 장외거래를 중심으로 이루어졌는데,<sup>264)</sup> 그 이유는 유럽의 회사들은 영국과 아일랜드를 제외하면 대부분 지배주주가 존재하는 지배구조를 가지고 있기 때문이다. 또한 대부분의 유럽 국가들은 지배주주가 지배권을 유지하도록 (i) 소유지분

259) 송종준(2012c), 38면.

260) “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union”(January 10, 2002). 회사법전문가 고위급그룹의 위원장인 네덜란드의 Japp Winter 교수의 이름을 따라 ‘윈터 보고서’로 불린다(노혁준(2007), 263면).

Available at [http://www.ecgi.org/takeovers/documents/european/hlg01\\_2002.pdf](http://www.ecgi.org/takeovers/documents/european/hlg01_2002.pdf).

261) EU에서 공개매수지침의 채택과정은 Marccus/CEPS(2013), p. 52.

262) Marccus/CEPS(2013), p. 58.

263) 홍복기(1999), 89면

264) 노혁준(2007), 263면.

(ownership)의 크기와 지배권(control)의 크기를 분리시키는 방식인 차등의결권주식의 발행, (ii) 피라미드형 기업집단의 구성, (iii) 계열사간 주식 상호보유(cross-holding) 등의 방법을 허용하고 있다.<sup>265)</sup>

## 나. 공개매수제도

### (1) 의무공개매수

공개매수지침은 먼저 “공개매수(‘takeover bid’ or ‘bid’)”를 “각국의 법에 따라 대상회사의 지배권을 취득한 후에 또는 지배권의 취득을 목적으로 하여, 의무적이건 또는 자발적이건, 대상회사의 증권의 전부 또는 일부를 취득하기 위하여 그 증권을 보유하는 자들에게 공개적인 청약을 하는 것”이라고 정의하고 있다(지침 §2.1(a)).<sup>266)</sup> 즉 공개매수지침상 공개매수는 의무공개매수(mandatory bid)와 임의공개매수(voluntary bid)로 구분되어 있는데, 의무공개매수제도는 공개매수지침에 도입되기 이전에도 이미 유럽의 여러 나라에서 시행되고 있었다. 공개매수지침은 그 중 영국의 의무공개매수제도를 모델로 하였고, 주요 내용은 다음과 같다.

#### (가) 적용(발동)요건

어느 자연인 또는 법인이 대상회사의 지배권을 취득할 정도의 일정 비율 이상(본인 및 공동행위자의 지분을 합산)의 주권 등<sup>267)</sup>을 취득한 경우, 회원국들은 대상회사의 소수주주를 보호하여야 한다. 이를 위하여, 매수자는 지배권

265) 노혁준(2007), 262면.

266) 공개매수지침 §2 [Definitions] 1(a) ‘takeover bid’ or ‘bid’ shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law.

267) 공개매수지침은 공개매수의 대상을 의결권 있는 양도 가능한 증권(transferable securities carrying voting rights)이라고 표기하고 있으나(지침 §2.1(e)), 본 논문에서는 이해의 편의상 “주권 등”으로 기재하기로 한다.

취득 이후 가능한 빨리 대상회사의 주주 전원에게 그들이 보유하는 모든 주권 등에 대하여 공평한 가격으로 매수를 청약하여야 한다(지침 §5.1).<sup>268)</sup> 지침은 의무공개매수가 적용되는 일정비율(지배권 인정비율)이 어느 정도인지를 회원국들에게 위임하고 있다(지침 §5.3).

#### (나) 공동행위

EU는 공개매수의 의무 발동요건인 지분을 합산을 위해, 공동행위(acting in concert)의 개념을 공개매수지침 및 투명성지침(Transparency Directive or Directive 2004/109/EC, 이하 “투명성 지침”)에서 정의하고 있다. 상당수의 회원국에서 공동행위, 공동행위자의 개념 및 공동행위로 인해 의무공개매수에 의해 매수해야 하는지 등에 대해 자주 논의되었고, 그에 따라 다양한 소송과 감독당국의 처분 등이 있어 왔다.<sup>269)</sup>

공개매수지침 §2.1(d)는 “공동행위자(persons acting in concert)”는 구두 또는 서면으로 대상회사의 지배권을 획득하거나 공개매수의 좌절을 목적으로 명시적 또는 암묵적 합의에 따라 매수인 또는 매도인과 협력하는 자연인 또는 법인”<sup>270)</sup>이라고 정의한다. 투명성지침 §10(a)에 따르면 “공동행위(acting in

---

268) 공개매수지침 §5 [Protection of minority shareholders, the mandatory bid and the equitable price] 1. Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. Such a bid shall be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4.

269) Marccus/CEPS(2013), p. 133.

270) 공개매수지침 §2 [Definitions] 1(d) “‘persons acting in concert’ shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid.”

concert)”는 개인이나 단체 등이 합의를 통해 그들이 보유한 의결권을 공동으로 행사함으로써 발행회사의 경영에 지속적으로 공통적인 정책을 채택하도록 의무를 부과하는 행위”<sup>271)</sup>라고 규정한다.

회원국들은 공동행위의 정의와 관련하여 두 가지 접근법을 취하는데, 공개매수지침에 가까운 정의를 사용하거나(영국, 이탈리아 등) 또는 공개매수지침의 개념에 투명성지침이 정의하는 공동행위(acting in concert)의 개념을 추가하여 사용하는 회원국(프랑스, 독일, 스페인 등)으로 나뉜다.<sup>272)</sup>

투명성지침의 “공동행위”는 구체적인 기업인수 상황에서의 공동행위가 아니라, 대상회사의 장기적인 전략과 관련된 공동행위를 하는 것을 의미한다. 이러한 맥락에서 그 공동행위는 특정 정책에 대한 입장(view)을 가지고 대상회사의 경영전략에 영향을 미치는 의결권을 행사하는 것이다. 만약 이미 의결권을 주주들이 특정 경영전략에 동의하여 공동으로 의결권을 행사한다면, 이러한 공동행위는 주권 등의 매수와는 상관없이 의무공개매수를 발동시킬 수 있다.<sup>273)</sup>

반면에 공개매수지침의 정의를 기반으로 하는 영국, 이탈리아와 같은 회원국에서 위와 같은 공동행위를 하였다면, 의무공개매수가 발동되기 위해서는 주권 등을 추가로 매수하여야 한다. 이와 같이 투명성지침의 공동행위의 개념이 공개매수지침보다 더 넓으므로, 프랑스, 독일 또는 스페인과 같이 두 가지 정의를 혼합한 회원국의 투자자들의 공동행위가 의무공개매수를 발동시킬 가능성이 더 커진다.<sup>274)</sup>

#### (다) 공개매수가격

EU 공개매수지침은 동일한 종류의 증권에 대한 평등한 취급을 원칙으로 하

271) 투명성지침 §10(a) “...a third party with whom that person or entity has concluded an agreement, which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, a lasting common policy towards the management of the issuer in question.”

272) Marccus/CEPS(2013), pp. 133-134. 기업인수지침{Acquisitions Directive(2007/44/EC)}에서도 공동행위의 개념을 정의하고 있지만, 그 개념은 너무 광범위하기 때문에 의무공개매수의 공동행위 개념으로 채택한 회원국은 없다{Marccus/CEPS(2013), p. 133}.

273) Marccus/CEPS(2013), p. 133.

274) Marccus/CEPS(2013), p. 133.



고, 매수자가 지배권을 취득하는 경우 대상회사의 주주들을 보호하는 것을 목적으로 한다(지침 §5.1). 따라서 의무공개매수가 발동되는 경우 매수자는 모든 주주가 보유한 주권 등에 대하여 공평한 가격(equitable price)으로 공개매수를 실시할 것이 요구된다(지침 §5.1). 공평한 가격이란, 매수자가 공개매수 전의 6개월에서 12개월 사이의 일정기간 동안에 같은 종류의 증권에 대하여 지급한 최고가격이다(지침 §5.4). 공개매수자가 공개매수 공표 후 종료까지의 사이에 공개매수가격보다 높은 가격으로 주권 등을 매수한 경우, 그 가격으로 공개매수가격을 인상해야 한다(지침 §5.4). 복수의 종류주식 취급에 대해서는 명확한 규정은 없고 회원국이 공평한 취급의 원칙에 따라 입법하도록 맡겨 두고 있다.<sup>275)</sup>

#### (라) 공개매수기간

대상회사의 주주에게 공개매수에 대하여 공개매수 서류가 공표된 날로부터 최소 2주 이상 10주 이하의 승낙기간을 부여하고 있으며, 공개매수자가 2주 전에 통지를 하였다면 10주의 기간이 연장 가능하다(지침 §7.1). 각국은 이러한 공개매수기간을 임의로 변경가능하다고 규정하고 있다(지침 §7.2).

#### (2) 임의공개매수

임의공개매수(voluntary bid)는 공개매수자가 대상회사의 주식을 취득하기 위하여 공개매수의 방식을 자발적으로 선택하는 경우이다. 만약 매수자가 임의 공개매수로 대상회사의 지배권을 취득한 경우에는 의무공개매수가 적용되지 않는다.<sup>276)</sup> 즉 매수자가 임의공개매수로 지배권을 취득할 정도의 의결권을 취득한 경우, 그 취득 이후 별도로 의무공개매수를 실시할 필요가 없다.

275) Marccus/CEPS(2013), p. 157.

276) 지침 §5 [Protection of minority shareholders, the mandatory bid and the equitable price] 2. Where control has been acquired following a voluntary bid made in accordance with this Directive to all the holders of securities for all their holdings, the obligation laid down in paragraph 1 to launch a bid shall no longer apply.

### (3) 대상회사 이사회의 중립의무

대상회사의 이사회는 공개매수의 청약이 제기되면 공개매수에 대하여 중립적인 태도를 취해야 하며, 만약 공개매수기간 중에 공개매수에 대한 방어행위를 하기 위해서는 사전에 주주총회의 승인을 얻어야 한다(neutrality rule, 지침 §9.2). 이 때 방어수단을 채택하기 위한 주주총회 개최를 위하여 단기소집통지(short notice)로서 주주총회를 소집할 수 있고, 통지 후 2주가 지나면 주주총회를 개최할 수 있다(지침 §9.4). 즉 EU 공개매수지침은 대상회사 이사회가 재량으로 방어권을 행사하는 것을 규제하기 위해 이사회의 중립의무 규정을 두고 있다.<sup>277)</sup>

### (4) 폐기의 원칙

폐기의 원칙(breaking-through rule)은 의결권행사제한규정, 차등의결권주식(multiple-vote securities) 등의 효력을 정지시켜 공개매수에 방해가 되는 규정들을 폐기하는 원칙이다(지침 §11).<sup>278)</sup> 이 규정에 의해 효력을 상실하는 권리의 보유자들은 자신이 입은 손실에 대하여 각 회원국이 정한 조건에 따른 공평한 보상(equitable compensation)을 받을 수 있다(지침 §11.5).

### (5) 선택규정(Optional Arrangement)

각 회원국들은 회원국 내에 주소를 둔 공개매수지침 제1조 제1항에 해당하는 회사가 이사회의 중립원칙(지침 §9)과 폐기의 원칙(지침 §11)을 모두 혹은 일부를 배제하는 조항을 규정할 수 있는 권한이 있다(opt-out, 지침 §12.1).<sup>279)</sup> 회원국이 opt-out 선택권을 행사한 경우에도 대상회사가 주주총회에서

277) Marccus/CEPS(2013), p. 190.

278) Marccus/CEPS(2013), p. 195.

279) 폐기의 원칙을 도입한 유일한 회원국은 에스토니아이고, 2013년 기준 폐기의 원칙이 적용된 사례는 없다(Marccus/CEPS(2013), p. 195). 22개 회원국 중 15개국(영국, 프

중립원칙과 폐기원칙을 자발적으로 채택한 경우에는 이를 허용하여야 한다(지침 §12.2). 그리고 중립원칙과 폐기의 원칙의 적용을 받는 대상회사가 두 원칙을 적용받지 않는 매수자에 의하여 공개매수의 대상이 된 경우, 회원국은 대상회사에 대하여 중립원칙과 폐기원칙의 적용을 면제시킬 수 있다{상호성의 원칙(reciprocity option), 지침 §12.3}.<sup>280)</sup>

#### 다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호

공개매수지침 §15는 지배주주의 주식매도청구권(right of squeeze-out)을, §16는 소수주주의 매수청구권(right of sell-out)을 규정하여 공개매수 완료 후 대상회사에 남아있는 소수주주의 퇴출에 관해 규정하고 있다.<sup>281)</sup>

지배주주의 주식매도청구권은 2가지 경우를 상정하여 규정하고 있는데, 회원국은 다음 중 하나를 선택할 수 있다. 즉 (a) 매수자가 의결권이 내재된 증권의 90% 이상을 보유한 경우(이 경우 회원국은 95%까지 보유비율을 높일 수 있다), 혹은 (b) 해당 공개매수 청약의 대상주식 중 90% 이상의 의결권부 주식에 응모하고, 의결권이 내재된 증권의 90% 이상을 차지하는 증권을 취득하거나 인수하기로 확실히 계약한 경우, 공개매수자는 공개매수기간 종료 후 3개월 이내에 잔존하는 소수주주에 대하여 공정한 가격(fair price)으로 자기에게 주식을 매도할 것을 청구할 수 있다(지침 §15).

공개매수자의 주식매도청구권이 인정되는 상황인 공개매수자가 대상회사 주식의 90% 내지는 95% 취득한 경우, 잔존하는 5%~10%의 소수주주가 공개매수자에 대하여 공정한 가격으로 자기의 주식을 매수할 것을 청구할 수 있는 주식매수청구권(right of sell-out)도 규정하고 있다(지침 §16.2).

---

랑스, 이탈리아, 오스트리아, 스페인, 에스토니아 등)이 이사회의 중립의무를 적용하고 있다{(Davies/Schuster/Emilie(2010), p. 17)}.

280) Marccus/CEPS(2013), p. 190.

281) Marccus/CEPS(2013), pp. 219-220.

### 3. 영국

#### 가. 서설

1968년 의무공개매수를 처음 시행한 영국은 민간단체인 인수합병위원회(the Panel on Takeovers and Mergers. 이하, “Panel”)가 작성한 자율규약인 “City Code on Takeovers and Mergers(이하, “City Code” 또는 “Code”)”<sup>282)</sup>를 통해 공개매수를 규제해 왔다. City Code는 영국 소재 모든 상장회사의 공개매수에 대해 적용되는데, 각국이 EU 공개매수지침을 국내법에 반영해야 함에 따라 2006년 회사법(Company Act 2006)에 의해 법적 지위를 갖게 되었다(Code [Introduction] 1. Overview). City Code는 그 목적과 취지를 반영하고 있는 6개의 일반원칙(General Principles)<sup>283)</sup>과 38개의 규칙(Rules) 및 그에 대한 주석(Notes)으로 구성되어 있다. City Code의 규정만으로 발생 가능한 모든 경우를 포섭할 수 없으므로, Code는 그 각 규정의 문구(letter)뿐만 아니라 내재되어 있는 목적을 달성하기 위한 정신(spirit)도 함께 지켜져야 한다는 점도 규정되어 있다(Code Introduction 2(b)).

#### 나. 공개매수제도

282) The Panel on Takeovers and Mergers, The Takeover Code (last amended on 12 September 2016). The City Code on Takeovers and Mergers available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code>.

283) Code Section B1. [General Principles]

1. 대상회사(offeree company) 주주들 중 동일 종류주식 보유자는 동등한 대우를 받아야 하며, 어떤 주주가 지배권을 확보하게 되면 다른 주주들은 이로부터 보호되어야 한다.
2. 대상회사 주주들이 정보를 바탕으로 매도결정을 할 수 있도록 충분한 시간과 정보가 제공되어야 하며, 이를 위해 대상회사 이사회는 공개매수가 고용, 고용조건, 그리고 사업장소에 미치는 영향을 분석해서 이에 대한 의견을 제공해야 한다.
3. 대상회사 이사회는 회사 전체의 이익을 위해 행동해야 하고, 공개매수에 대한 주주의 의사결정 기회를 부정해서는 안 된다.
4. 대상회사, 인수회사(offeree company), 기타 공개매수와 관련된 회사의 주가를 인위적으로 등락시키거나 시장을 왜곡시키는 허위시장(false market)을 만들어서는 안 된다.
5. 인수회사는 공개매수대가를 현금으로 온전히 지급할 능력이 가능하다고 합리적으로 판단된 경우에 한하여 공개매수를 실시하여야 한다.
6. 대상회사는 공개매수로 인해 필요이상의 기간 동안 기업활동을 방해받아서 안 된다.

## (1) 공개매수관련 기본개념

### (가) 대상증권 - 양도 가능한 증권

의무공개매수의 대상증권은 대상회사가 발행한 의결권 있는 주식, 무의결권 주식, 의결권이 수반된 양도 가능한 증권(transferable securities)이다(Rule 9.1).<sup>284)</sup> 일반적으로 전환사채(convertible securities), 신주인수권증권(warrants), 옵션(options) 등과 같은 의결권부 주식연계증권(voting non-equity share capital) 등은 대상증권이 아니지만, 전환권이나 인수권, 옵션 등을 행사한 경우에는 대상증권으로 간주된다.<sup>285)</sup> 한편 대상회사가 여러 종류의 주식을 발행한 경우 모든 주식에 대하여 상응하는 조건으로 공개매수(comparable offer)를 하여야 한다. 상응하는 조건을 적절히 정하기 위하여 Panel과 미리 상의하여야 한다(Rule 14.1).

### (나) 공동행위(acting in concert)

공동행위의 실제 운용이 어느 나라에서든 어려운 문제인 것으로 알려져 있지만, 영국은 Panel에 의해 유동적인 상황에 빠르게 대응함으로써 지금까지 비교적 안정적으로 운용해 오고 있다고 평가된다.<sup>286)</sup> City Code상 공동행위 개념은 EU 공개매수지침에 영향을 주었고, 오늘날 그 법적 개념의 연원이 되었다. City Code가 공동행위의 개념을 창설한 이유는 의무공개매수의 발동요건

284) Code Rule 9.1.(b) “...such person shall extend offers,...to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights.”

285) Code Notes on Rule 9.1. [10. Convertible securities, warrants and options] In general, the acquisition of securities convertible into, warrants in respect of, or options or other rights to subscribe for, new shares does not give rise to an obligation under this Rule to make a general offer but the exercise of any conversion or subscription rights or options will be considered to be an acquisition of an interest in shares for the purpose of the Rule.

286) Lindsay(2018), p. 4; Marccus/CEPS(2013), pp. 134-136.

을 위해 지분을 합산 여부를 판단하기 위함이다. 따라서 자본시장 관련 다른 규제영역에서 이 개념이 사용되는 것을 엄격하게 제한한다(Code Section C Definitions, C1, C3-4).

City Code는 공동행위(acting in concert)란 “2인 이상 복수의 자가 합의, 혹은 기타 약정(형식 혹은 비형식을 불문함)에 의해 그들 중 1인으로 하여금 주식을 취득하는 방법으로 회사의 지배권을 획득 혹은 유지하고자 하거나, 매수 시도 등을 좌절시키고자 적극적으로(actively) 협력하는 행위”<sup>287)</sup>라고 정의하면서, 공동행위자로 추정되는 경우를 구체적으로 열거하고 있다. 즉, ① 모회사, 관련회사(their associated companies) 및 그 회사들의 관련회사 모두 (20% 이상의 지분을 소유는 관련회사로 간주) ② 회사의 이사(가까운 친척과 그들과 관련된 신탁회사), ③ ①에 기술된 회사의 연금제도(pension schemes)를 운영하는 회사, ④ 회사와 관련된 투자계정(investment accounts)을 재량으로 관리하는 투자회사, 투자신탁의 펀드매니저, ⑤ 가까운 친척, 그들과 관련된 신탁회사(the related trusts), ⑥ City Code가 적용되는 회사의 설립자의 가까운 친척 및 그들과 관련된 신탁회사, ⑦ 고객이 인수희망자, 대상회사 일방과 공동보유자 관계에 있는 경우 그 자문회사(a connected adviser), ⑧ 공개매수 대상이 되거나 대상이 될 것이 예상되는 회사의 이사, ⑨ City Code가 적용되는 회사의 신주발행과 관련하여 그 회사에 자신의 주식을 파는 폐쇄기업의 주주 또는 City Code가 적용되는 회사의 주주가 되는 공개기업의 주주는, 공동행위자가 아니라는 입증이 없는 한 공동행위자로 추정된다(Code Section C. Definitions, C1).

이와 같이 Panel은 단순히 투자수익만을 목적으로 하는 투자자 그룹과 경영권 취득목적의 그룹 간의 차이를 인정하지 않을 정도로 공동행위의 개념을 매우 넓게 운용하고 있었다.<sup>288)</sup> 이에 공동행위자에 대한 과도하게 광범위한 정

287) Code Rule 9.1 “Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal) actively cooperate, through the acquisition by any of them of shares in a company, to obtain or consolidate control of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company. A person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert all with each other of that company.”

288) Charlesworth/Morse/Marshall/Crabb/Morris(1995), pp. 832.

의 규정이 주주 참여, 주주행동주의(shareholder activism) 혹은 기타 집단 주주행동에 대한 부당한 제한을 초래할 수 있다는 우려가 제기되었다. 이 문제는 최근 영국과 이탈리아에서 논의되었고, 이 국가들은 집단적인 주주행동 방식의 완화라는 유사한 목표를 마련했지만, 선택한 수단은 다르다. 영국의 Panel이 공동행위로 인정하는 주요 개념을 발표한 성명은 아래와 같다.<sup>289)</sup>

① 이사회 통제에 대한 의안만 다루어야 한다.

② 회사의 지배구조개선을 위한 사외이사나 비상임이사의 임명과 관련된 의안은 이사회 통제를 위한 의안이 아니다.

③ 공동행위자들이 주식을 취득하지 않은 경우, 주식을 취득한 경우, 또는 그들이 적절한 기간 내에 처분할 의무가 있는 경우에는 의무공개매수가 강제되지 않는다.

④ Panel은 (i) 회사의 이사회에서 제기될 수 있는 문제에 대한 주주들간의 토론, (ii) 이사회에 대한 주주 공동대표 및 주주총회에서의 일반결의와 동일한 방식으로 투표하는 합의에 대해서는 공동행위로 간주하지 않는다.

이탈리아의 Consob 규정<sup>290)</sup>은 이사회 구성원의 절반 이하를 임명하는 행위에 관한 공동행위는 공동행위의 범위에서 제외한다.<sup>291)</sup> 이와 같이 이탈리아는 고정된 개념인 이사회 지명자의 비율을 기준으로 공동행위를 구분하고, 영국은 공동행위가 이사회의 독립성을 통제하는 행위라는 유연한 개념에 기반을 두었고 있다.<sup>292)</sup> 이로 인해 만일 어떤 관련자들이 공동행위자로 의심이 들면 공동행위자에 해당여부를 Panel에 문의하여 심사받는다.<sup>293)</sup>

## (2) 의무공개매수(Mandatory Offer)

### (가) 적용(발동)요건 - 전부공개매수

289) Clerc/Demarigny/Valiante/Aramendia(2012), pp. 59-60.

290) Consob(The Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Italian Companies and Exchange Commission)은 이탈리아 금융시장을 감독하는 기관인 동시에 이탈리아 증권거래의 규정도 포함하는 명칭이다.

291) Clerc/Demarigny/Valiante/Aramendia(2012), pp. 59-60.

292) Clerc/Demarigny/Valiante/Aramendia(2012), p. 60.

293) Stedman(1993), p. 17; Lindsay(2018), p. 5.



영국에 소재하는 상장회사의 주식을 취득하는 매수인은 (i) 장내거래 또는 장외거래를 통해 (ii) 공개매수에 의하지 않고 (iii) 의결권의 30%<sup>294)</sup> 이상 취득한 경우 혹은 (iv) 이미 30% 이상 50% 미만 보유자가 추가로<sup>295)</sup> 지분을 취득하는 경우에는 최대한 신속하게 잔여주식 전부에 대하여 공개매수를 실시하고 응모(acceptance)한 모든 주식을 매수하여야 한다(Rule 9.1). 이를 의무공개매수(mandatory offer)라고 한다. 또한, 제3자 배정에 의하여 신주를 취득한 경우에도 원칙적으로 의무공개매수 대상이 된다.

의무공개매수 청약의 유일한 조건은 그 청약 이전 또는 청약기간 내에 이미 취득했거나 취득하기로 합의된 매수자 및 공동행위자(persons acting in concert)가 의결권 있는 주식 등 총수의 50%를 초과하는 주식을 취득할 만큼의 대상회사 주주들이 응모하지 않을 경우에는 주식 등을 전혀 매수하지 않는다는 조건이다(최저응모조건, Code Rule 9.3(a)). 따라서 의무공개매수가 종료된 이후에 매수인은 50%를 초과하는 지분을 취득하여 법적인 지배권을 취득하게 된다. 이 조건은 해당 공개매수를 실시하는 시점에 매수인이 50% 이하의 주식을 취득한 경우를 전제로 하므로, 이미 50%를 초과하여 보유하는 매수자가 공개매수를 실시하는 경우에는 아무런 조건없이 공개매수를 실시한다(Code Notes on Rule 9.3.1).<sup>296)</sup> 다만 후술하는 Code가 규정한 임의공개매수로 지배권을 취득한 경우에는 의무공개매수가 적용되지 않는다(Code Rule 9.1). 이 규정에 의해 30% 이상의 주식을 임의공개매수로 취득한 경우에는 의무공개매

294) 이 지분율은 본인 및 공동보유자(persons acting in concert)의 지분을 합산한 개념이다.

295) 1998년 이전에 Code는 의무공개매수에 의하지 않고, 30% 내지 50% 미만의 지분율을 보유하는 주주들이 1년 내에 추가로 1% 이상 지분을 추가 취득하는 경우에만 의무공개매수하도록 하여, 연간 1%까지의 구매는 의무공개매수없이 취득하는 것을 허용하였다. 그러나 1998년에 Panel은 위 '1% 구매의 자유(1% purchasing freedom)' 규정을 삭제하였고, 이에 따라 30% 이상 50% 미만의 보유자가 1주라도 추가 취득한 경우에도 전부공개매수의무를 부담한다. 한편 1998년 개정 이유서에는 1% 구매의 자유규정을 삭제하는 것이 주주들의 이익을 가장 잘 반영하는 것이라고 기술할 뿐 별도의 설명은 없다. 이는 다음에서 확인가능하다. Takeover Panel, "Rule Changes" (1998/10), available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/12/1998-10.pdf>

296) 田中亘(2012), 399면.



수를 할 필요가 없기 때문에, 실무에서는 임의공개매수(voluntary offer)가 많이 실시되고 있다고 한다.<sup>297)</sup>

#### (나) 공개매수가격 - 최저가격규제(Minimum Price Requirement)

최저가격규제는 특정주주가 회사의 지배권을 취득한 경우에, 다른 모든 주주에게 공평한 매각기회를 주어야 한다는 소수주주 보호 목적(Code General Principle 1, 2.)의 실현방법 중 하나이다. 공개매수가격은 공개매수 공고(announcement)로부터 12개월 이전에 본인이나 공동보유자가 지급한 주가의 최고가 이상을 매수가격으로 하여야 하고(Code Rule 9.5(a)), 만약 공개매수 공고 이후 본인이나 공동보유자가 공개매수가격보다 높은 가격으로 주식을 매수한 경우에는 즉시 그 사실을 적절하게 공고하고 공개매수가격을 취득한 주식의 가격 이상으로 제공하여야 한다(Code Rule 9.5(b)). 매수의 대가는 현금 이외에 현금대용물(cash alternative)도 가능하므로(Code Rule 9.5(a)), 매수인인 인수회사의 주식을 통한 인수도 가능하다.<sup>298)</sup>

#### (다) 부분공개매수

전부공개매수가 원칙인 의무공개매수에서, 매수인의 매수청약에 응모한 대상회사 주식 중 일부를 안분비례의 방식으로 취득하는 부분공개매수(partial offer)는 언제나 Panel의 승인이 필요하다(Code Rule 36.1).<sup>299)</sup> 만약 매수자

297) 2017년 4월부터 2018년 3월까지 1년 동안, 공개매수 51건 중 3건만이 의무공개매수였다(The Takeover Panel, 2017/2018 Annual Report And Accounts (July 2018) available at

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2018/07/ar18final.pdf>).

298) Lindsay(2018), pp. 182-183.

299) 이 경우 어떠한 기준으로 승인을 하는지가 중요한데, 이에 대해 일본 英国M&A制度研究会가 Panel에 질문한 결과, 대상회사들의 상업적 이익이 발생하는 것을 이유로 승인하는 경우는 없다고 한다. 예를 들어 대상회사와 사업제휴하는 것을 목적으로 주식을 취득하는 주주간계약에 대해서 Panel이 의무공개매수의 적용을 면제하거나 부분공개매수를 승인하는 경우는 거의 없다. 특히, 주식취득에 의해 매수인과 대상회사의 관계가 긴밀해져 어느 쪽인가 또는 쌍방에 상업적인 이익이 생기는 것을 이유로 그러한 승인을 실시하

가 공개매수 결과 30% 미만의 주식을 취득하게 되거나 혹은 1인이 이미 50%를 초과하는 주식을 소유하는 경우에는 일반적으로 Panel의 승인을 얻게 된다(Code Rule 36.1, Appendix 5).<sup>300)</sup> 이 경우에 부분공개매수가 허용되는 이유는 먼저 해당 부분공개매수가 사실상의 지배권(de facto control)의 이전을 발생시키지 않기 때문이고, 후자는 매수자가 이미 법적인 지배권(de jure control)을 가지고 있기 때문이다.<sup>301)</sup>

만약 30% 이상의 주식 취득을 목적으로 부분공개매수를 실시하고자 하는 경우에는, 대상회사의 주주에게 공개매수에 대한 응모의 의사표시 뿐만 아니라 해당 공개매수 자체를 승인할지 여부의 의사표시를 일반적으로 별도의 서명란에 기재하여 매수자로부터 독립된 의결권 있는 주식의 과반수가 공개매수를 승인하는 것이 성립조건이 된다.<sup>302)</sup> 이 조건은 1명의 주주가 대상회사 의결권의 50% 이상을 보유할 경우 철회될 수 있다(Code Rule 36.5). 그러나 대상회사의 의결권 30% 이상을 취득하기 위한 목적으로 실시한 부분공개매수는 Panel이 쉽게 승인하지 않기 때문에 실제로 실시되는 경우는 드물다고 한다.<sup>303)</sup> 또한 Code의 규정에는 최저응모조건 역시 Panel의 승인이 있는 경우는 부과되지 않는 것으로 규정되어 있지만(Code Rule 9.3(a)), Panel이 이러한 승인을 한 사례는 없다고 한다. 이와 같이, 부분공개매수에 대한 규제의 예외는 거의 없어서, 실제 운용에 있어서 그 기본적 틀인 전부공개매수가 엄격하게 유지되고 있다고 한다.<sup>304)</sup>

만약 매수자와 공동보유자들이 30% 이상의 주식을 보유하지만 의결권의 50% 이상을 보유하지 않을 매수를 청약하는 경우(30%이상 50%이하 보유), 매수청약된 주식의 정확한 수는 반드시 명시되어야 하며, 그 수를 초과한 응모 주식을 매수하지 않는다면 그 매수청약은 응모에 대해 조건을 붙일 수 있으며

는 경우는 없다는 명확한 답변이 있었다고 한다{英国M&A制度研究会(2009), 4-5면}.

300) Lindsay(2018), p. 260.

301) Kershaw(2016), pp. 196-197.

302) 이 조건은 부분공개매수의 매도압력을 완화하는 데 도움이 된다{田中亘(2012), 400면}.

303) 이는 영국은 지배권 이전 시에는 대상회사의 주주에게 보유주식 전부에 대하여 매각 기회(회사로부터 이탈할 기회)를 주는 것이 소수주주 보호를 위해 특히 중요하다고 생각에 기초하고 있다는 설명은 田中亘(2012), 401면.

304) 英国M&A制度研究会(2009), 4-5면.

로(Code Rule 36.4), 이 경우 응모한 주식의 일부를 매수할 수 있는 부분공개 매수가 가능하게 된다.<sup>305)</sup>

그러나 과거 12개월 동안 매수인이 특정하여 또는 상당한 수(selectively or significant in numbers)의 주식을 취득했을 경우에는 Panel의 부분공개매수 승인을 얻지 못한다(Code Rule 36.2). 이 경우 의무공개매수와 달리 과거의 일정기간에 지급한 최고가격으로 공개매수를 실시하는 것은 허용되지 않는다. 이는 부분공개매수의 경우 매수에 응모한 주주가 지분 전부를 매각할 수 없으므로, 공개매수 전에 주식을 매도한 사람보다 불리한 취급을 받기 때문이라고 해석된다. 같은 이유로 부분공개매수의 경우, 공개매수 기간 중의 주식 취득은 금지되고, 공개매수 성립 후 12개월 동안은 Panel의 승인을 얻지 않고는 대상 회사의 주식을 취득할 수도 없다(Code Rule 36.3).<sup>306)</sup>

#### (라) 적용면제

의무공개매수가 면제되기 위해서는 Panel의 승인이 필요한데, Panel이 통상적으로 승인하는 경우는 다음과 같이 규정되어 있다(Code Notes on Dispensations from Rule 9).<sup>307)</sup>

첫째, 대상회사 주주총회에서 매수자로부터 독립된 주주의 과반수 승인을 얻는 경우, 대상회사가 발행한 신주인수(제3자 배정)로 공동행위자와 함께 의결권이 30% 이상이 되더라도 Panel은 일반적으로 의무공개매수 의무를 면제한다(Notes 1). 이 경우, 주주총회 이전에 인수 주식 수와 지분, 안전에 대한 독립적인 전문가의 권고(independent advice), Panel의 동의 등이 포함된 제안서(whitewash proposal)를 공시해야 한다.

둘째, 대상회사의 주식을 담보로 대출했다가 채권추심으로 인해(enforcement of security for a loan) 공동행위자와 함께 의결권이 30% 이상이 된 경우에도 나머지 주주에 대한 공개매수 청약의무가 발생하지 않는다. 이 경우 제한된 기간 내에 공동행위자 이외의 자에게 초과지분을 매각해야 한다

305) Lindsay(2018), p. 263.

306) Lindsay(2018), pp. 263-264; 田中亘(2012), 402면.

307) Lindsay(2018), pp. 189-193.

(Notes 2).

셋째, 대상회사의 급박한 구조조정을 위해(urgent rescue operation) 대상회사의 신주 또는 구주를 인수했고, 이로 인해 공동행위자와 함께 보유한 의결권이 30% 이상이 된 경우에는 Panel의 동의를 얻으면 나머지 주주에 대한 공개매수의무가 면제된다(Notes 3). 이 경우, 사후적으로 대상회사 주주총회의 동의를 받거나 Panel이 인정하는 주주 보호 장치를 갖추어야 한다.

넷째, 의도하지 않게 공동행위자와 함께 보유한 의결권이 30% 이상이 되거나 의결권있는 주식을 매입하게 되면(inadvertent mistake), Panel의 동의를 얻어 나머지 주주에 대한 공개매수 청약의무가 면제된다. 이 경우, 즉시 초과지분을 매각해야 한다(Notes 4).

다섯째, 50% 이상의 의결권을 보유하고 있는 주주들이 서면으로 공개매수에 응하지 않겠다는 의사를 전달해 왔거나, 다른 한 명의 주주가 이미 50% 이상의 의결권을 보유하고 있는 경우에도 공개매수 의무가 발생하지 않는다(Notes 5).

여섯째, 무의결권주식을 보유하고 있던 자가 의결권 부여로 인해(enfranchisement of non-voting shares) 공동행위자와 함께 의결권을 30% 이상을 보유하게 된 경우에도 공개매수 청약의무가 발생하지 않는다(Notes 6).

이 밖에도 매수인이 공동행위자와 함께 이미 50% 이상의 의결권을 보유하고 있는 경우에는 추가적으로 의결권 있는 주식을 매입하더라도 공개매수 의무가 발생하지 않는다(Code Notes on Rule 9.3). 또한 대상회사의 자사주 매입으로 공동행위자와 함께 보유한 의결권이 30% 이상이 된 경우에도 Panel의 동의를 얻어 나머지 주주에 대한 공개매수 의무가 면제된다(Code Rule 37.1). 전환사채의 전환, 옵션의 행사 등으로 공동행위자와 함께 보유한 의결권이 30% 이상이 된 경우에도 매수대상회사 주주총회의 동의(independent vote at the shareholders' meeting)를 얻으면 공개매수 의무가 면제된다(Code Rule 9.1 Notes 10). 증여(gifts)로 인해 공동행위자와 함께 보유한 의결권이 30% 이상이 된 경우에는 Panel의 자문을 구해야 한다(Code Rule 9.1 Notes 12).<sup>308)</sup>

### (3) 임의공개매수(Voluntary Offer)

#### (가) 개관

매수자가 자발적으로 공개매수를 실시하여 지배권을 취득한 경우에는 의무 공개매수가 적용되지 않지만(Code Rule 9.1), 대상회사의 모든 주식을 대상으로 매수의 청약을 하여야 하고 응모한 주식을 모두 매수하는 전부공개매수가 원칙적으로 적용된다.<sup>309)</sup>

임의공개매수도 의무공개매수와 같이(Code Rule 9.3(a)) 해당 매수청약에 의해 대상회사의 50%를 초과하는 의결권을 취득하게 될 정도의 응모가 없는 한, 해당 공개매수에 의해 주식의 취득을 실시할 수 없다(최저응모조건, Code Rule 10). 결국 어떤 사람이 대상회사의 30% 이상의 의결권을 취득하려고 하는 경우에는 모든 주주에 대해 매수청약을 하고, 청약에 응모한 모든 주식을 매수하여야 한다. 그 때 50%를 초과하는 의결권을 취득하지 못 하는 경우에는 1주도 취득할 수 없다.<sup>310)311)</sup>

#### (나) 공개매수가격

---

308) 참고로 의무공개매수가 진행 중이던 인수 건이 영국의 경쟁정책당국(Competition Commission) 또는 유럽집행위원회(European Commission)의 조사를 받게 되면 해당 공개매수는 중단되지만 공개매수 청약의무 자체는 없어지지 않는다(Code Rule 9.4 Notes 1). 추후 인수가 허락되면 종전과 동일한 공개매수 청약이 이루어져야 하고, 인수가 허락되지 않으면 초과지분을 매각하거나(의결권이 30% 이상이 된 경우), 원래의 지분으로 되돌려야 한다(의결권이 30-50%이었던 경우){Lindsay(2018), pp. 218-219}.

309) 田中亘(2012), 400면.

310) 英国M&A制度研究会(2009), 2-3면.

311) 30% 이상 50% 미만의 주식 취득을 목적으로 부분공개매수를 하는 경우, 그 공개매수 자체에 대해 이해관계 없는 주주의 의결권 과반수가 찬성해야 공개매수가 성립되는 것으로 규정하고 있기 때문에, 전부공개매수에 의하여 이 규제가 결과적으로 회피되는 것을 방지하기 위하여 전부공개매수의 경우 최저응모조건을 충족하도록 하고 있다(田中 亘(2012), 402면). 결국 영국에서는 전부공개매수든 부분공개매수든 대상회사 주주의 과반수가 해당 공개매수를 찬성해야 공개매수가 성공할 수 있다.

임의공개매수에서도 의무공개매수의 경우(Code Rule 9.5)만큼 엄격하지는 않지만, 공개매수가격에 대한 일정한 규제가 있다. 즉 매수자가 공개매수기간 중 또는 공개매수 개시 전 3개월간 대상회사의 주식을 취득했을 경우, 공개매수가격은 그 취득가격 이상의 가격으로 실시하여야 한다(Code Rule 6.1). 게다가 매수자가 공개매수기간 중 또는 공개매수 개시 전 12개월 동안 현금을 대가로 10% 이상의 주식을 취득했을 경우에는 공개매수는 해당 취득에 대해 지불한 최고가격 이상의 현금을 대가로서 실시하여야 한다(Code Rule 11.1). 이 규제에 따라 매수자들이 특정 주주로부터 주식을 비싸게 매수한 뒤 나중에 다른 주주들로부터 더 낮은 가격에 주식을 공개매수하는 행위를 할 수 없게 된다.<sup>312)</sup>

#### (다) 부분공개매수

임의공개매수를 실시하는 경우에도 전부공개매수가 원칙이다. 매수인이 부분공개매수(partial offer)를 실시하고자 하는 경우 언제나 Panel의 승인이 필요하고(Code Rule 36.1), 30%를 초과하는 지분을 취득하고자 하는 경우 독립주주의 과반수가 공개매수를 승인하는 것이 성립조건이 되는 등 위에서 살펴본 내용이 동일하게 적용된다.

#### (4) 일반 공개매수(Tender Offer)

##### (가) 서설

의무공개매수나 임의공개매수가 아닌 어떤 형태의 공개매수(Tender Offer)도 Panel의 승인을 얻어야 한다(Code Appendix 5). Panel이 일반적으로 공개매수를 승인하는 경우는 (i) 매수자와 공동행위자가 만약 매수자가 공개매수 결과 30% 미만의 주식을 취득하는 경우, (ii) 50% 초과 지분 보유자가 공개매수를 실시하거나<sup>313)</sup> 50%를 초과하는 의결권을 보유한 1인 주주가 소수주주

---

312) 田中亘(2012), 401-402면.

가 가진 모든 의결권보다 적은 수에 대하여 청약하는 공개매수의 경우이다 (Code Appendix 5, Rule 1).<sup>314)</sup>

30% 이상의 의결권을 취득한 매수자가 실시하는 의무공개매수(mandatory offer)와 자발적으로 공개매수를 실시하여 30% 이상의 의결권을 취득하는 임의공개매수(voluntary offer)와 달리, 일반 공개매수(tender offer)는 지배권 취득과는 관련이 없다.<sup>315)</sup>

#### (나) 공개매수가격

일반공개매수는 현금으로만 청약할 수 있고, 고정가격 또는 최고가격이 정해져야 한다(Code Appendix 5, Rules 2(d)). 상한이 정해져 있는(top-up arrangements) 가격은 금지된다(Code Appendix 5, Rule 2).

#### (다) 공개매수 절차

Appendix 5는 공개매수 절차에 대해 규정하고 있는데, 공개매수는 2개의 공영신문에 유상광고를 해야 하고, 주주 등 정보가 필요한 사람들에게 Code가 정하는 정보(Code Rule 3)를 포함한 위 광고자료를 전달해야 하는데 이 광고의 내용 역시 Panel의 검토를 받아야 한다. 일반공개매수는 공개매수기간을 적어도 21일 이상 설정하여야 한다. 특히 공개매수가 공고되는 시점과 공개매수의 결과가 공표되는 시점 사이에는 매수자와 그 공동행위자는 의결권부 주식을 매수하거나 매도할 수 없다(Code Appendix 5, Rules 6).<sup>316)</sup> 의무공개매수와 임의공개매수에서는 공개매수 기간 중 별도매수가 가능한 점과 차이가 있고, 부분공개매수에서와 동일하게 별도매수가 금지된다.

---

313) 50% 초과 보유자가 상장폐지를 하고자 할 경우 많은 지분 취득을 위해 일반 공개매수를 실시할 필요가 있을 것이다.

314) Lindsay(2018), p. 260.

315) Kershaw(2016), p. 187.

316) Kershaw(2016), p. 187.



#### (5) 이사회 의 중립 의무

영국에서는 공개매수의 성공 여부를 결정하는 것은 주주여야 하고, 이사회는 주주가 판단할 기회를 방해해서는 안 된다. 따라서 대상회사의 이사는 공개매수의 진행 중 또는 진정한(bona fide) 공개매수가 임박하였다고(imminent) 믿을 이유가 있을 경우에는 주주총회의 사전승인이 없는 한 인수를 방해하는 행위를 하여서는 안 된다(Code Rule 21.1). 이것은 주주가 공개매수 청약에 대해 판단할 기회를 빼앗아서는 안 된다는 City Code의 일반원칙 3을 구체화한 규정으로, 이사에 의한 방어수단이 비교적 광범위하게 인정되는 미국형 규제와는 대조적이다.<sup>317)</sup>

주주총회의 승인을 얻으면 공개매수에 대한 방어행위를 할 수 있지만, 특정 공개매수가 없는 단계에서 사전적·일반적인 형태로 주주총회 승인을 받는 것은 금지되고,<sup>318)</sup> 이른바 포이즌필과 같은 신주 발행을 수반하는 방어수단에 대해서는 영국에서 채택한 사례는 없다. 그 배경으로서는 (i) 투자자의 이익은 주로 코드의 규정 및 그 운용을 통해서 후하게 보호되고 있어 각 기업이 방어수단의 채택을 검토할 현실적인 필요성이 없다는 것, (ii) 영국에서는 기관투자자가 주요한 주주인데, 기관투자자는 대상회사의 방어수단의 채택을 승인할 가능성이 낮다는 점 등을 들 수 있다.<sup>319)</sup>

이러한 규제로 인해 공개매수에 반대하는 이사회가 할 수 있는 것은 ① 주주에게 공개매수에 응하지 말 것을 당부하는 것, ② 해당 매수가 경쟁법상의 문제가 있다며 경쟁당국에 개입을 요구하는 것 및 ③ 우호적인 제3자(백기사, white knight)에게 매수에 참가하라고 권유하는 것 뿐이다.<sup>320)</sup>

#### (6) 폐기의 원칙과 상호성 원칙

영국은 주식양도제한규정, 의결권제한규정과 같은 공개매수에 대한 방어수단

317) 英国M&A制度研究会(2009), 9면.

318) 田中亘(2012), 397면.

319) 英国M&A制度研究会(2009), 9면.

320) Gower/Davies(2008), p. 987; 田中亘(2012), 397면.

의 효력을 상실시키는 폐기원칙(지침 §11)은 도입하지 않았다(opt-out).<sup>321)</sup> 그리고 영국회사들이 폐기원칙이 적용받기로 정관으로 결정한 경우에도 상호성 원칙(지침 §12.3)은 적용되지 않는다고 하였다. 따라서 폐기원칙의 적용을 받지 않는 매수자가 폐기원칙의 적용을 채택한 회사를 대상을 공개매수를 하여도 대상회사에 대하여 폐기원칙은 그대로 적용된다.<sup>322)</sup>

#### 다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호

영국은 City Code가 공개매수에 대해 규제하고 있는 반면, 공개매수 이후 소수주주를 보호하는 방법은 회사법(Companies Act 2006)에서 규정하고 있다.<sup>323)</sup> 매수자가 공개매수를 성공한 이후 (i) 지배주주가 된 매수자가 대상회사를 완전자회사로 만들고자 하는 경우 잔존 주주의 주식을 모두 취득할 수 있는 권리를 부여하는 규정(right of squeeze-out)과 (ii) 새로운 지배주주 하의 대상회사에 더 이상 잔존하고 싶지 않은 소수주주에게 회사를 탈퇴할 권리를 부여하는 규정(right of sell-out)을 두고 있다.<sup>324)</sup> (iii) 또한 공개매수가 반드시 실행될 것을 요건으로 하지 않지만, 공개매수 이후에도 활용할 수 있는 구조조정계획(schemes of arrangement, 이하 'SOA') 제도가 있다.<sup>325)</sup>

##### (1) 지배주주의 주식매도청구권

대상회사의 발행주식 전부에 대하여 공개매수 청약이 있었고 총 발행주식 90% 이상의 주식이 응모하였으나 100%에는 미달한 경우, 매수자는 나머지 비응모주식의 매도를 청구할 수 있는 주식매도청구권(right of squeeze-out)을 행사할 수 있다(Companies Act 2006, §§979-982).<sup>326)</sup> 이 경우 90% 이

321) Marccus/CEPS(2013), p. 196.

322) Freshfields Bruckhaus Deringer, "Update on the UK Implementation of the Takeover Directive"(2005), p. 1.

323) Companies Act 2006은 제3장("SQUEEZE-OUT" AND "SELL-OUT")에서 공개매수를 전제로 한 소수주주추출제도에 관해 규정하고 있다.

324) Kershaw(2016), p. 249.

325) Stephen(2004), p. 496; Marccus/CEPS(2013), p. 227.

상의 의결권의 보유를 계산할 때 공개매수청약의 대상이 된 주식의 총수를 분모로 하여 취득한 의결권을 분자로 계산한다. 청약의 대상이 아닌 주식은 강제매수의 대상이 되지 않는다. 공개매수 청약의 대상이 된 주식의 종류주식인 경우에는 종류주식별로 각각의 지분율을 계산하여야 한다(Companies Act 2006, §979).<sup>327)</sup>

주식매도청구권의 조건은 기존의 공개매수조건과 동일하여야 하고, 공개매수에 응하지 않은 잔존주주에게 주식매도청구의 통지를 하여야 하고, 통지를 수령한 잔존주주가 법원에 별도의 이의신청을 제기하지 않으면 통지 후 6주가지난 후 지배주주는 매수조건에 따라 잔존주주의 주식의 대가를 대상회사에게 지급하고, 대상회사는 지배주주를 주주명부에 주주로 등록하고 수령한 주식의 대가를 잔존주주에게 지급한다(Companies Act 2006, §981).<sup>328)</sup>

## (2) 소수주주의 주식매수청구권

공개매수에 응하지 않은 잔존주주들은 지배주주가 된 매수인에게 주식매도청구권이 인정되는 상황에서 매수인에 대하여 자신의 주식을 공개매수조건과 동일한 조건으로 매수할 것을 청구할 수 있는 주식매수청구권(right of sell-out)을 행사할 수 있다(Companies Act 2006, §§983-985). 매수인은 90% 요건을 달성한 날로부터 1개월 이내에 모든 잔존주주에게 매수청구권을 행사할 수 있음을 행사기한 등을 기재한 서면으로 통지하여야 하고, 소수주주는 매수청약 기간종료일 또는 매수청구 통지일 중 늦은 날로부터 3개월 이내에 매수인에게 서면으로 매수청구권을 행사하여야 한다(Companies Act 2006, §984).<sup>329)</sup>

소수주주의 매수청구권은 공개매수 성공 이후 취약한 입장으로 대상회사에 잔존하게 되는 주주가 공개매수가격과 동일한 대가를 받고 회사를 탈퇴할 수 있도록 보장하기 때문에, 원하지 않는 공개매수에 응모하도록 강제하는 매도압

---

326) Lindsay(2018), p. 341.

327) Lindsay(2018), pp. 341-342.

328) Lindsay(2018), p. 341.

329) Lindsay(2018), p. 342.

력을 완화하는 효과가 있다.

### (3) 회사법상의 SOA 절차

영국 회사법에는 합병에 대한 명문규정이 없기 때문에 SOA 절차를 이용하여 대상회사를 완전자회사로 만드는데, 공개매수 이후에 이 조항을 이용하여 소수주주를 축출할 수 있다. SOA는 회사와 그 채권 또는 그 구성원 간의 양보(compromise)나 합의(arrangement)로 정의되는데(동법 §895①), 원래 회사의 청산 시 체결되는 협정 등을 의미하였지만, 이후 다른 주식간의 병합·분할, 주식자본의 재구성등도 포함하는 것으로 확대되었고 현재는 합병, 회사분할 등의 기업지배구조재편시 채권자와 합의를 달성하는 수단으로 활용되고 있다.<sup>330)</sup>

매수인이 대상회사를 완전자회사화하기 위한 계획(scheme)으로 주식양도 및 주식소각을 이용하는 것이 전형적이다. 주식양도의 경우, 대상회사의 소수주주가 지배주주인 인수회사에게 직접 주식을 양도하고, 지배주주는 소수주주에게 현금 등 대가가 지급한다. 주식소각의 경우, 대상회사의 소수주주의 주식(매수인의 보유주식 제외)이 소각되고, 지배주주에게 신주가 발행된다. 이러한 SOA는 ① 법원에 주주총회 소집명령 신청하고, ② 주주총회를 소집 및 개최한 후, ③ 법원이 해당 계획을 인가하는 단계로 이루어진다.<sup>331)</sup> 이러한 구조조정계획은 주주 조에서의 가결에 의해 승인되어야 하고, 그 후 법원이 공정성 기준(fairness test)으로 심사하므로 소수주주를 보호하는 방법이 마련되어 있다고 할 수 있다. 지배주주의 주식매도청구권과 비교하면 주주총회의 가결요건<sup>332)</sup>이 좀더 완화되어 있다고 할 수 있지만, 주주총회 승인 이외에 법원의 인가도 얻어야 하는 부담과 SOA의 당사자는 대상회사이기 때문에 대상회사가 반대하는 적대적 공개매수를 위해서는 사실상 활용할 수 없다.<sup>333)</sup>

330) Stephen(2004), p. 573.

331) 김경일(2017), 363면.

332) 주주총회에 참석한 각 주주조의 의결권 75%에 해당하는 총 참석주주 과반수의 찬성이 필요하다{Marcus/CEPS(2013), p. 227}.

333) 김경일(2017), 365-366면.

## 4. 독일

### 가. 서설

독일의 공개매수제도는 유가증권의 취득 및 기업인수에 관한 법률(Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz, 이하 “기업인수법” 또는 “WpÜG”)에 규정되어 있다. 과거 독일에서도 영국의 City Code와 같이 공개매수에 대해 자율 형식으로 규제하였지만, 자율규제를 승인한 회사가 실제 매수상황에서 해당 규제를 준수하지 않은 사례가 발생한 후,<sup>334)</sup> 공정한 공개매수절차를 위한 명확하고 구속력있는 가이드라인을 제공하기 위하여 2002년 기업인수법을 제정하게 되었다.<sup>335)</sup>

기업인수법은 공개매수에 대해 (i) 이미 지배권을 취득한 자의 대상회사 잔여주식에 대한 의무공개매수(mandatory offer) (ii) 임의공개매수(takeover offer) 그리고 (iii) 지배권취득과 무관한 단순공개매수(simple offer), 구분하여 규제하고 있다. 한편 기업인수법은 대상회사의 의결권 있는 주식의 30% 이상의 취득한 경우를 지배권을 보유한다고 규정하고 있어(WpÜG §29(2))<sup>336)</sup> 위 분류의 기준을 명확히 하고 있다. 2014년말 기준으로 2002년 기업인수법을 도입한 이후 연방금융감독청 BaFin(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)은 213건의 임의공개매수, 142건의 의무공개매수, 59건의 단순공개매수를 승인하였다.<sup>337)</sup>

### 나. 공개매수제도

334) ヨーロッパM&A制度研究会(2010), 3면.

335) Stohlmeier(2015), p. 55.

336) 독일은 의결권의 30%라는 지배권 취득기준을 국제적으로 통용되는 정족수를 기준으로 삼았고, 독일에서 상장된 주식회사의 주주총회에 출석하는 주주가 비교적 적기 때문에 대부분의 경우 이 정도의 지분이면 다수결의를 하기에 충분하다는 점을 고려하였다고 한다(WpÜG 제29조에 대한 입법이유 B.4; 유진희(2004), 194면).

337) Stohlmeier(2015), p. 67.

## (1) 공개매수관련 기본 개념

### (가) 대상증권

WpÜG §2(2)<sup>338)339)</sup>는 공개매수가 적용되는 대상증권의 범위를 의결권 있는 주식, 무의결권 주식, 전환사채 등으로 규정하고 있다.<sup>340)</sup>

### (나) 공동행위

독일은 30%이상의 지분율을 취득할 경우 지배권을 가지는 것으로 간주하므로{WpÜG §28(2)}, 지분율 계산을 위해 공동행위의 개념이 필요하다. 따라서 공개매수자 이외의 제3자가 보유하는 의결권에 대해서도 매수자가 합의, 기타의 방법에 의해 해당 제3자와 공동으로 행동하고 있는 경우에는 매수자의 보유지분에 합산하도록 한다. 다만 ‘공동행동을 하고 있다’라고 할 수 있기 위해서는 대상회사의 사업전략에 대하여 지속적이고 중요한 변경을 가져오는 목적을 위해 공동으로 행동하는 것이 필요하고 일시적인 공동행위로는 부족하다(WpÜG §30(2)).<sup>341)</sup>

## (2) 의무공개매수(Mandatory Offer)

### (가) 적용(발동) 요건

의무공개매수(mandatory offer)는 공개매수자가 대상회사의 의결권 30% 이

---

338) WpÜG §2(2) "Securities" means

1. shares, securities comparable to shares, certificates representing shares; and
2. other securities whose object is the acquisition of shares, securities comparable to shares, or certificates representing shares, even if no certificates have been issued in respect thereof.

339) 독일의 기업인수법은 BaFin의 공식 홈페이지에서 제공하는 영문 기업인수법을 참고.  
([https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpUEG\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpUEG_en.html))

340) Stohlmeier(2015), at 68.

341) 田中亘/森・濱田松本法律事務所(2016), 238면.

상을 일대일거래 또는 시장에서 매수하여 직접 또는 간접적으로 이미 지배권을 취득하게 되면, 기업인수법에 따라 즉시 대상회사의 모든 주주에게 공개매수를 청약할 의무가 발생하고 응모한 주식 모두를 매수하여야 할 의무와 지배권 취득을 공시할 의무가 있는 것을 말한다(WpÜG §35(1), (2)).<sup>342)</sup> 지배권을 획득한 이후에 공개매수 청약의무가 발생하며, 지배권 획득 자체를 공개매수에 의해야 하는 것은 아니다. 다만, 임의공개매수에 의해 지배권을 취득하거나 의무공개매수를 실시한 자 또는 의무공개매수를 면제받은 자가 주식을 추가로 취득하는 경우에는 의무공개매수의 적용 대상이 되지 않는다.<sup>343)</sup>

지배권 취득 방법으로는 시장내외의 주식 매수에 한정하지 않고, 신규발행에 의한 주식의 취득도 포함된다. 또 현물배당이나 잔여재산의 분배처럼 의사에 근거하지 않는 주식의 취득이라도 원칙적으로 규제 대상에 포함된다.<sup>344)</sup>

---

342) WpÜG §35 [Duty to Publish and Make an Offer]

(1) Any person who gains control of a target company directly or indirectly must, without undue delay and within seven calendar days at the latest, publish that fact in accordance with section 10 (3) sentence 1 and 2, stating the extent of his percentage of voting rights. The period shall commence at the time the offeror becomes aware, or ought to have become aware given the circumstances, that he has gained control of the target company. In such publication, the voting rights to be attributed pursuant to section 30 shall be specified separately for each element of attribution. Section 10 (2) and (3) sentence 3 and section 10 (4) to (6) shall apply mutatis mutandis.

(2) The offeror must submit an offer document to the Supervisory Authority and publish an offer pursuant to section 14 (2) sentence 1 within four weeks of publication of the attainment of control of a target company. Section 14 (2) sentence 2 and section 14 (3) and (4) shall apply mutatis mutandis. The target company's own shares, shares in the target company owned by a dependent or majority-owned entity of the target company, as well as shares in the target company owned by a third party but held for the account of the target company or a dependent or majority-owned entity of the target company shall be exempt from the obligation pursuant to sentence 1.

(3) If control of the target company is acquired as the result of a takeover bid, the obligations pursuant to subsection (1) sentence 1 and subsection (2) sentence 1 shall not apply.

343) ヨーロッパM&A制度研究会(2010), 5면.

344) ヨーロッパM&A制度研究会(2010), 5면.



#### (나) 전부공개매수

독일에서는 유럽경제지역 외의 회사와 공개매수를 하는 특별한 경우와 단순 공개매수를 제외하고 전부공개매수를 원칙으로 한다(WpÜG §32).<sup>345)</sup> 즉 의무 공개매수는 전부공개매수하여야 한다.<sup>346)</sup> 영국과 달리 50% 이상의 의결권을 취득하지 않으면 해당 공개매수에 따라 주식을 취득할 수 없다는 최저응모조건 규제가 없기 때문에, 공개매수 결과 30%-50%의 범위에서 의결권을 보유하게 될 수도 있다.<sup>347)</sup> 따라서 의무공개매수는 모든 종류의 모든 주식에 대해 매수청약을 하여야 한다.

그러나 부분공개매수를 인정하는 한 가지 예외가 있다. <sup>348)</sup> 매수자가 공개매수하려는 주식이 대상회사가 보유한 주식이거나 대상회사의 지배적인(dominated) 또는 다수가 소유하는(majority-owned) 회사에 속하는 경우 등에 대해서는 부분공개매수가 가능하다. 이러한 예외의 근거는 그러한 경우에 소수주주 지분을 매수하지 않기 때문이다(WpÜG §35(2)).

#### (다) 공개매수가격

의무공개매수는 최고가격원칙(the best price principle)이 적용되어 다음 중 가장 높은 가격 이상의 가격으로 공개매수하여야 하고, 매수대가는 현금(Euro)으로 지급하여야 한다(WpÜG §31).

---

345) WpÜG §32 [Inadmissibility of Partial Offers] A takeover offer relating to only part of the shares in the target company shall, without prejudice to the provisions of section 24, be inadmissible.

WpÜG §24 [Cross-border Offers] If the offeror, in the event of cross-border offers, is also required to comply with regulations of another country outside the European Economic Area and if for this reason it is unreasonable to expect the offeror to make an offer to all holders of securities, the Supervisory Authority may permit the offeror upon application to exclude from the offer specific holders of securities whose place of residence, registered office or place of habitual abode is in such country.

346) Stohlmeier(2015), p. 110.

347) ヨーロッパM&A制度研究会(2010), 7면.

348) Stohlmeier(2015), p. 110.

① 공개매수신고서의 공시 전 6개월 이내에 공개매수자 또는 그 공동행위자가 대상회사의 주식을 취득한 금액 또는 취득하기로 합의한 금액(복수의 취득 또는 그 합의가 있는 경우에는 그 중 가장 높은 가격).

② (i) 지배권취득목적 공개매수의 경우 공개매수 실시 공표 전 3개월간, (ii) 의무공개매수의 경우에는 30 %이상의 의결권 취득의 공표전 3개월간의 대상주식의 가중 평균시장 주가. 다만 공개매수기간 중에 공개매수자 또는 그 공동행위자가 공개매수가격보다 높은 가격으로 대상회사의 주식을 취득했을 경우 공개매수가격은 자동적으로 해당 가격으로 인상된다(WpÜG §31(4)).

또한 공개매수 종료 후 1년 안에 매수인들이 공개매수가격보다 높은 가격으로 대상회사의 주식을 취득한 경우에는, 시장에서 취득한 경우등 일정의 예외를 제외하고, 매수자는 그 차액을 공개매수에 응모한 모든 주주에게 분배하여야 한다(WpÜG §31(5)).<sup>349)</sup>

#### (라) 적용면제

의무공개매수에 대한 적용면제 권한은 BaFin에게 있다(WpÜG §37(1)).<sup>350)</sup> BaFin이 의무공개매수의 적용을 면제하는 경우는 다음과 같다.

- (i) 지배권취득 목적이 없이 상속 등에 의해 지배권 지분에 도달한 경우
- (ii) 회생기업 등의 재건을 위해 지배권을 획득한 경우<sup>351)</sup>
- (iii) 주주가 지배권을 행사할 목적없이 지분을 취득한 경우
- (iv) 대상회사에 대한 간접적인 지배력을 획득하고 대상회사에 대한 지분의 장부가치가 회사의 대차대조표 자산의 20% 미만인 경우

(iii)의 경우에 대한 판단기준으로 기업인수법 규칙에서는 기업의 의결권 30% 이상을 보유한 주주가 지배권을 행사할 수 있다는 것은 추정에 불과하기

349) 소수주주를 축출하기 위해 시장외에서 추가로 지분을 취득하고자 하는 매수인은 이 조항으로 인해 공개매수 종료 후 1년을 기다려야 하므로 기업인수 후 소수주주축출 장기화시키는 요인 중 하나가 된다고 한다{玉井裕子 外(2017), 40면}.

350) Stohlmeier(2015), p. 108.

351) BaFin의 통계에 따르면, 2002년부터 2004년 사이에 180건의 신청 중 84건이 WpÜG §37(1)에 근거한 가장 중요한 면제규정이 되었다{Stohlmeier(2015), p. 109}.

때문에, 주주가 의결권이 있고 대상회사의 가장 최근의 3번의 일반 주주총회에서 지배력을 실제로 행사하지 않았다면, 의무공개매수를 면제할 수 있다고 규정한다(WpÜG Offer Regulation §9).<sup>352)</sup>

또한 임의공개매수를 통해 지배권을 얻은 경우 의무공개매수는 면제되고(WpÜG §35(3)), 위 면제사유 이외에 BaFin은 매수인이 서면으로 신청한 경우, 매수인의 지배권 취득방법, 대상회사의 주주 구조, 지배권 행사 가능성, 추구하는 목적 등을 고려하여 정당한 것으로 보이는 경우, 의무공개매수를 면제할 수 있다(WpÜG §37(1)).<sup>353)354)</sup>

### (3) 임의공개매수(Takeover Offer)

#### (가) 적용(발동) 요건

임의공개매수(takeover offer)는 공개매수자가 대상회사의 의결권 있는 주식<sup>355)</sup> 30% 이상을 취득하기 위해 일대일거래나 시장매수가 아닌 공개매수의 방법에 의하는 경우이다. 매수인이 지배권을 취득하기 위해 공개매수를 자발적으로 선택했기 때문에 자발적 공개매수, 지배권취득목적의 공개매수<sup>356)</sup>라고도

352) Stohlmeier(2015), p. 109.

353) Möslin(2017), p. 163.

354) WpÜG §37 [Exemption from the Duty to Publish and Make an Offer]

(1) The Supervisory Authority may, upon written application, exempt the offeror from the duties pursuant to section 35(1) sentence 1 and section 35(2) sentence 1 if, having regard to the interests of the applicant and the holders of shares in the target company, this appears justified in view of the manner of attainment, the objectives being pursued with the attainment of control, a drop below the control threshold subsequent to the attainment of control, the shareholder structure of the target company, or the actual possibility of exercising control.

(2) The Federal Ministry of Finance may, by means of a Regulation not requiring the consent of the Bundesrat, issue more detailed provisions about the exemption from the duties pursuant to section 35(1) sentence 1 and section 35(2) sentence 1. The Federal Ministry of Finance may, by means of a Regulation, transfer this power to the Supervisory Authority.

355) WpÜG §2는 공개매수가 적용되는 대상증권의 범위를 의결권 있는 주식, 무의결권 주식, 전환사채 등이 포함된다고 규정한다(Stohlmeier(2015), p. 68).

한다. 단순 공개매수와 달리 부분매수는 허용되지 않고 공개매수청약에 응모한 주식 모두를 매수하여야 한다(WpÜG §32). 또한 증권의 평균시장가격과 매수인이 과거에 동일한 증권에 지급한 가격에 상응하는 매수대가를 지급해야 한다는 제한이 있다. 임의공개매수에 의해 30% 이상의 주식을 취득했을 경우에는 의무공개매수가 적용되지 않기 때문에, 임의공개매수 후에 다시 의무공개매수를 실시할 필요가 없다.<sup>357)</sup>

#### (나) 전부공개매수

임의공개매수도 의무공개매수와 동일하게 모든 종류주식에 대해 공개매수청약을 하여야 한다. 즉 임의공개매수를 실시하는 매수자는 대상회사의 특정 종류주식이나 일부 주식에 한정된 공개매수의 청약을 할 수 없고, 항상 대상회사의 모든 주식에 대하여 공개매수 청약을 하여야 한다. 다만 매수자가 공개매수에 응모하지 않을 주주들과 합의하는 것은 허용된다.<sup>358)</sup>

#### (다) 공개매수가격

의무공개매수와 동일하게 최고가격원칙이 적용되어 일정한 기간동안 지급된 최고가격으로 공개매수하고, 현금으로 지급하여야 한다.

#### (라) 적용면제

---

356) 玉井裕子 外(2017), 39면.

357) 玉井裕子 外(2017), 39면. 한편 임의공개매수는 공개매수 성립조건으로 응모주식수의 하한을 설정할 수 있어 의무공개매수보다 선호되기도 하지만, 공개매수가 응모주식의 하한을 충족하지 못하여 실패한 경우 그 후 1년 동안 대상회사에 대한 공개매수가 금지되므로 75%등 소수주주 축출이 가능한 지분이 아닌 과반수 주식을 하한으로 설정하는 경우가 많다고 한다(동일 논문, 41면).

358) 이 경우 매수자는 대상회사의 제한된 지분에 대해서만 자금조달 확인을 제출하고 매수자의 재무상황이 노출되는 것을 피할 수 있을 거라고 예상할 수 있다. 그러나 BaFin은 실제로 더 엄격한 접근방식을 취하며 여전히 주식의 100%에 대한 자금조달 확인을 요구하고 있다(Stohlmeier(2015), p. 79).

임의공개매수가 면제되는 경우는 다음과 같다.

(i) 매수인이 매매차익을 얻기 위하여 단기적으로 해당 증권을 보유하거나 보유할 의향이 있는 경우, 해당 증권의 의결권은 지배권의 지분계산에 포함할 필요가 없다. 따라서 매수인은 임의공개매수의무를 면제받기 위하여 의결권을 통해 대상회사의 경영진에 영향을 미칠 의도가 없음을 추가로 입증해야 한다(WpÜG §20(1), (2)). BaFin은 매수인이 해당 내용을 증명하여 서면으로 신청하면 면제를 허가해야 한다.<sup>359)</sup>

(ii) 만약 매수인이 면제된 주식을 단기 투자자산에서 전략적 투자자산으로 전환하려고 하거나 의결권을 행사하려고 하는 경우, BaFin은 이를 지체 없이 통지해야 하며, 이에 따라 면제조항을 취소할 수 있다. 또한, BaFin은 매수인이 통지를 하지 않는 경우(WpÜG §20(4)) 면제를 취소할 수 있다.

#### (4) 단순공개매수(simple offer)

##### (가) 서설

단순공개매수(simple offer)는 지배권취득을 목적으로 하지 않는 공개매수이다. 예를 들어 (i) 이미 30% 이상의 의결권을 보유하는 주주로 의무공개매수의무를 지지 않는 자(예: 의무공개매수 또는 지배권취득목적 공개매수를 이미 실시한 사람)가 주식을 추가로 취득하기 위해 실시하는 공개매수 또는 (ii) 의결권주식 30% 미만을 상한으로 하는 공개매수 등이 있다.<sup>360)</sup> 이 경우 공개매수청약에 응모한 주식 중 일부만 매수하는 부분공개매수도 가능하고(WpÜG §19), 매수인은 그 대가의 형식도 자유롭게 선택할 수 있고 대상회사 역시 주식법(Aktiengesetz, Stock Corporation Act, 이하 “주식법”)이 정하는 범위에서 방어수단을 자유롭게 선택할 수 있다.<sup>361)</sup>

359) WpÜG §20에 따른 면제는 거의 적용되지 않는다. 2002년과 2005년 사이에 그러한 면제를 신청한 것은 5건에 불과했고, 5건 모두에 대해 BaFin은 공개매수의무를 면제했다 {Stohlmeier(2015), p. 72}.

360) 玉井裕子 外(2017), 40면.

361) Stohlmeier(2015), p. 61.

(나) 공개매수가격

단순공개매수는 최고가격원칙(the best price principle)이 적용되지 않아 매수인은 자유롭게 가격과 그 대가의 형식을 선택할 수 있다.<sup>362)</sup>

[ 표 3-1 ] 독일의 공개매수 유형별 요건<sup>363)</sup>

매수인의 대상회사에 대한 현재 지분율	대상회사에 대한 목적	실시해야 하는 공개매수
30% 미만 (지배권 없음)	지배권취득목적 없이 공개매수	단순공개매수
30% 미만 (지배권 없음)	30%이상(지배권) 취득목적의 공개매수	임의공개매수
30% 미만 (지배권 없음)	임의공개매수에 의한 지배권 취득	없음. 다만 WpÜG에 의한 공개매수를 하지 않은 경우에는 의무공개매수
30% 미만 (지배권 없음)	임의공개매수에 의하지 않은 지배권 취득	의무공개매수
30% 이상 (지배권 있음)	주식의 추가취득을 위한 공개매수	단순공개매수

(다) 부분공개매수

단순공개매수(simple offer)는 지배권취득의 목적이 없으므로 임의공개매수와 의무공개매수와는 달리 부분공개매수가 가능하다. 따라서 대상회사의 특정 종류주식에 한정하거나 매수비율을 제한하여 공개매수의 청약을 할 수 있다.<sup>364)</sup>

362) Stohlmeier(2015), p. 61.

363) Stohlmeier(2015), p. 60.

364) Stohlmeier(2015), p. 112.

#### (5) 공개매수 이후 지배계약 및 손익공동계약 체결

독일은 주식법에 따라 75% 이상에 의한 주주총회 결의에 의해 대상회사와 지배계약 및 손익공동계약을 체결할 수 있기 때문에, 공개매수에 따라 대상회사의 75%의 의결권을 취득했을 경우, 이들 계약을 체결할지 여부를 검토하게 된다.<sup>365)</sup> 지배계약을 체결하게 되면 대상회사에 대해서 지배주주가 법적 구속력 있는 지시를 할 수 있게 되어 대상회사는 그 지시가 회사의 이익에 반하는 경우에도 그 지시에 따라야 한다. 손익공동계약을 체결하면 대상회사와 지배주주가 모두 독일회사일 경우 세제상 하나의 사업체로 취급되어 대상회사의 이익은 지배주주에게도 지급되고, 대상회사의 손실을 지배주주가 보전하게 된다. 이 계약의 경우 소수주주 보호를 위해 소수주주의 지배주주에 대한 주식매수 청구권이 인정되고, 주주총회결의 무효소송을 제기할 수도 있다.<sup>366)</sup>

지배계약 체결에 따라 지배주주는 대상회사에 대해 직접적인 지배권을 미칠 수 있는 반면, 대상회사의 사업이 기대와 다를 경우 경제적 부담을 지게 된다. 그 때문에 대상회사의 주식을 75% 이상 취득한 경우에도 이 계약들을 체결하지 않는 경우도 드물지 않다고 한다.<sup>367)</sup>

#### (6) 이사회 의 중립의무

독일에서는 EU 공개매수지침이 2006년에 국내법화되어 기업인수법에 공개매수 의사결정 공표 후의 대상회사 이사 및 감사위원회의 중립의무가 규정되었다(WpÜG §33(a)). 그러나 그 이전부터 공개매수 의사결정 공표 후의 대상회사 이사의 행위에 관한 규제가 마련되어 있었다((구)WpÜG<sup>368)</sup> §33). 즉 공개매수 의사결정이 공표된 후에는 공개매수를 방해하는 행위를 할 수 없지만, ① 공개매수의 대상이 되지 않는 회사의 경영진의 통상적인 행위, ② 백기사

365) 일반적으로 지배계약과 손익공동계약은 같이 체결하게 된다고 한다(玉井裕子 外(2017), 43면).

366) 玉井裕子 外(2017), 42-43면.

367) 玉井裕子 外(2017), 43면.

368) EU 공개매수지침이 독일에 국내법으로 도입되기 전인 2006년 이전의 기업인수법은 (구)WpÜG로 기재한다.



(white knight), 경쟁매수인(competing offer)을 물색하는 행위, ③ 감사위원회가 동의한 행위는 할 수 있다((구)WpÜG §33(1)). 또한 주주총회가 공개매수 의사결정이 공표되기 전에, 주주총회의 결정사항인 방어수단을 행사할 권한을 주주총회 특별결의로 18개월 이내의 기간을 정하여 이사에게 수권할 수 있는데, 이 경우 주주총회의 수권에는 방어수단이 특정되어야 하며, 그 주주총회는 총주식 3/4이상의 출석과 출석한 주주의 과반수 찬성이 요구되고, 이사가 수권에 의해 방어수단을 행사할 경우 감사위원회의 동의를 필요하다((구)WpÜG §33(2)).

이에 대해 EU공개매수지침에 따라 수정된 중립의무의 내용은 감사위원회는 공개매수 의사결정이 공표된 후 공개매수를 방해하는 행위를 할 수 없지만 ① 공개매수 의사결정 공표 후 주주총회가 수권한 행위, ② 통상적인 업무운영 범위 내의 행위, ③ 공개매수 의사결정 공표 전에 부분적으로 실행된 결정사항의 실현을 위해 행해지는 행위, ④ 백기사를 물색하는 행위는 할 수 있다고 규정하고 있다(WpÜG §33(a)). 결국 독일 주식회사의 이사들은 언제든지 감사위원회의 동의를 얻으면 주주총회의 결의 없이도 경영권방어행위를 할 수 있는 재량이 넓게 있었지만, 그마저도 해당 규정을 대상회사가 정관<sup>369)</sup>에서 선택할 수 있다고 되어 있고, 실제로는 해당 규정의 적용을 선택한 회사들은 거의 없다고 한다.<sup>370)</sup>

#### (7) 폐기의 원칙(break-through rule)

EU 공개매수지침의 폐기원칙을 기업인수법에 국내법화하여 ① 공개매수 응모기간 동안은 주식의 양도 제한은 매입자에게 적용되지 않을 것(WpÜG §33(b)(2)①), ② 응모기간 동안 방어수단에 대해 결의하는 주주총회에서 의결권구속계약은 효력을 가지지 않고, 복수의결권 주식은 1개의 의결권만 가지는 것(WpÜG §33(b)(2)②), ③ 정관변경이나 임원선임을 위한 첫 번째 총회에서 의결권구속계약은 효력을 가지지 않고, 복수의결권 주식은 1개의 의결권

369) 정관변경을 위한 특별주주총회 가결 정족수는 총 의결권 중 75% 이상의 찬성이다.

370) ヨーロッパM&A制度研究会(2010), 8-9면.

을 가지는 것(WpÜG §33(b)(3))을 규정하였지만, 해당 규정 역시 대상회사가 정관에서 선택할 수 있도록 규정하고 있고(WpÜG §33(b)(1)), 이를 선택한 경우는 거의 없다고 한다.<sup>371)</sup>

#### (10) 상호성의 원칙

대상회사가 주주총회 결의를 통해 이사회에 중립의무 또는 폐기원칙을 선택하였더라도, 매수인 또는 매수인의 지배기업이 같은 규제를 적용받는 것이 아닌 경우에는 대상회사에 대해서도 해당 규정을 적용하지 않는다고 규정하고 있지만(WpÜG §33(c)), 위와 같이 중립의무 및 폐기원칙을 선택한 회사가 거의 없어 이 규정의 의미는 크지 않다.<sup>372)</sup>

#### 다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호

독일에서 소수주주들을 축출하는 방법은 각기 다른 법에서 규정하고 있는데, (i) 주식법에 의한 소수주주 축출, (ii) 조직재편법에서 규정하는 합병에 의한 소수주주 축출, (iii) 기업인수법이 규정하는 공개매수 이후의 소수주주축출 3가지가 있다. 주식법에 의한 소수주주축출은 공개매수와 상관없이 지배주주가 주식회사의 95% 이상의 의결권을 보유하는 경우 주주총회 결의로 해당 주식회사 주식의 공정한 가격을 소수주주에 대해 지급함으로써, 소수주주가 보유하는 주식을 강제적으로 취득할 수 있다(주식법 §37(a)).

합병에 의한 소수주주축출은 조직개편법(Umwandlungsgesetz, 이하 “조직개편법”)에 의해, 주식회사의 90% 이상의 의결권을 보유하는 지배주주가 독일의 주식회사, 주식합자회사 또는 유럽회사의 형태를 취하고 있는 경우에는 주주총회 결의로 대상회사를 소멸회사로 하는 현금합병(교부금합병)을 실시하여 소수주주를 대상회사에서 축출할 수 있다(조직개편법 §6(5)).<sup>373)</sup>

371) ヨーロッパM&A制度研究会(2010), 9면.

372) ヨーロッパM&A制度研究会(2010), 10면.

373) 주식법에 의한 소수주주축출과 공개매수이후 소수주주축출보다 의결권 보유비율이 90%로 낮아서 가장 많이 이용되는 소수주주 축출방법이라고 한다(玉井裕子 外(2017),

한편 공개매수 이후에는 소수주주가 회사에서 퇴출하는 방법으로 (i) 지배주주의 주식매수청구권과 (ii) 소주주주의 주식매도청구권 행사를 모두 인정하고 있다. (i) 지배권취득목적 공개매수 및 의무공개매수 중 하나를 실시한 후에 의결권 비율의 95%이상을 보유한 매수인은 공개매수 종료일로부터 3개월 이내에 법원에 소수주주추출을 제기함으로써 잔존주주들의 주식을 강제로 취득할 수 있다(WpÜG §39(a)(1)(4)). 다른 방법과 달리 주주총회 결의는 필요하지 않다. 매수인은 공정한 가격을 지급해야 하는데, 앞선 공개매수에 대해 90% 이상이 응모하였을 경우에는 그 공개매수가격이 공정한 가격으로 간주되고, 항상 현금을 선택가능한 대가로 포함시켜야 한다(WpÜG §39(a)(3)). (ii) 지배권취득목적 공개매수 및 의무공개매수 중 하나를 실시한 후에 매수인이 의결권 비율의 95% 이상을 가지게 되었을 경우, 해당 공개매수에 응모하지 않았던 주주는 매수인에 대해서 공개매수 종료일로부터 3개월 간 더 공개매수에 응모할 수 있다(WpÜG §39(c)).<sup>374)</sup>

## 5. 일본

### 가. 서설

일본의 금융상품거래법(金融商品取引法, 이하, “금상법”이라고 함)은 유가증권보고서 제출 법인 등이 발행한 주권등의 매수등을 함에 있어서 매수예정자가 동법에 한정적으로 열거된 경우 중 어느 하나에 해당되는 방법(회사의 지배권에 영향을 끼치는 일정한 비율 이상의 매수등 포함)에 의하여 매수등을 하려고 하는 경우에는 반드시 동법에 정한 공개매수 방법에 의하도록 강제하고 있다.

일본의 공개매수제도는 1971년의 (구)증권거래법(証券取引法) 개정 시에 미국의 공개매수제도를 참고하여 도입된 후, 1990년 개정에 의해 영국의 City Code를 참고하여 새로운 강제공개매수제도를 마련하였다. 장외거래에 의한 매

44면}.

374) ヨーロッパM&A制度研究会(2010), 10-11면.

수등에 의하여 주권등소유비율이 1/3 초과로 되는 경우 원칙적으로 반드시 공개매수의 방법으로 매수하도록 하는 ‘1/3 기준 강제공개매수제도’(사전적·부분적 강제공개매수제도)가 신설되었고, 그에 관한 공시규제와 거래규제의 내용이 포함된 현재의 골격으로 정비되었다.<sup>375)</sup> 그 후, 이른바 라이브도어 사건 등을 시작으로 1/3 기준 강제공개매수 제도의 취지를 잠탈하는 주식 매집이 행해진 것을 계기로, 2005년 금상법 개정에서는 시간외 장내거래로 주권등소유비율이 1/3을 초과하는 경우, 2006년 금상법 개정에서는 장내외 급속한 매수를 통하여 주권등소유비율이 1/3을 초과하는 경우와 타인에 의하여 공개매수가 진행되는 중에 주권등소유비율이 1/3을 초과하는 기존의 주주가 공개매수와 경합하여 주권등의 매수등을 행하고자 할 경우에도 공개매수가 강제되도록 하였다. 또한, 2006년 금상법 개정에서는, 공개매수 후 주권등소유비율이 2/3 이상으로 될 경우 모든 주권등에 대하여 매수등의 청약 또는 매도등 청약의 권유를 하여야 하고, 응모한 주권등을 전부 매수하여야 하는 ‘2/3 기준 전부강제공개매수제도’가 신설되어 현재에 이르고 있다.<sup>376)</sup> 이와 같이 일본의 공개매수제도는 미국의 규제방식에서 시작하여 1990년에 1/3 기준 강제공개매수 제도, 2006년에 2/3 기준 전부강제공개매수제도를 도입하면서 미국의 제도와 영국의 제도를 절충하여 일본형 공개매수제도를 마련하였다.<sup>377)</sup>

#### 나. 공개매수제도

금상법상 “공개매수”는 “불특정 및 다수의 자에 대하여, 공고에 의하여 주권등의 매매등의 청약 또는 매도등의 청약의 권유를 행하여 거래소금융상품시장 외에서 주권등의 매수등을 행하는 것”이라고 정의되어 있다(금상법 제27조의 2 제6항). 그러나, 이러한 정의 규정은 큰 의미를 갖는 것은 아니다. 금상법상 동법 제27조의 2 제1항에 규정된 6개 유형의 매수등의 방법(이러한 매수등은

375) 송종준(2013), 144면.

376) 土岐敦司/辺見紀男(2014), 381면.

377) 다만, 후술하는 바와 같이 일본의 ‘1/3 기준 강제공개매수 제도’는 부분매수를 허용한다는 점에서, ‘2/3 기준 전부강제공개매수 제도’는 공개매수에 의하여 주권 등을 취득하는 경우에만 적용된다는 점에서 영국의 공개매수제도와는 상당한 차이가 있다.

위에 정의된 공개매수에 의할 수도 있고 그렇지 아닐 수도 있다) 중 어느 하나에 의하여 주권등의 매수등을 행하는 경우에는 동법 제27조의 3 이하의 규정에 따른 공개매수에 의하여야 하기 때문이다. 금상법은 우리 자본시장법과는 달리 ‘임의 공개매수’를 규율하는 규정을 두고 있지 않다.

강제공개매수가 적용되는지는 기본적으로는 매수자의 주권등 소유비율에 따라 정해진다. 이하에서는, 강제공개매수의 적용기준을 살펴보기에 앞서 공개매수제도에 공통으로 적용되는 개념인 주권등의 발행인의 범위, 공개매수의 대상이 되는 주권등의 범위와 증권등의 소유권의 개념(소유권에 준하는 권리 포함), 증권등의 소유자의 범위(특별관계자의 개념 포함)등에 대해 간략히 살펴본다.

#### (1) 공개매수 관련 기본 개념

##### (가) 대상증권: 주권 등

금상법상 강제공개매수가 적용되는 거래는 “주권 등”을 취득하는 거래이다.<sup>378)</sup> 주권 등의 발행 주체는 주권 등에 대해 유가증권 보고서를 제출해야 하는 발행자 또는 특정상장유가증권 발행자의 주권 등으로 한정된다(금상법 제27조의2 제1항 본문)<sup>379)</sup>. “주권 등”은 주권, 신주예약권부사채, 기타 유가증권으로 시행령으로 규정되어 있는 것으로 구체적으로는 이하의 유가증권을 말한다(금상법 제27조의2 제1항 본문, 동법시행령 제6조 제1항 1호~5호).

378) 반드시 권면이 실재할 필요는 없으며 주권전자화 후의 상장회사 주식 등 주권불발행 회사의 주식이나 스톡옵션을 위한 신주예약권과 같이 법령상·실무상 권면이 존재하는 유가증권이라도 “주권등”에 포함된다(금상법 제2조 제2항 참조). 참고로 우리나라도 2019. 9. 16.에 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률(전자증권법)이 시행되어 주식과 사채를 종이로 발행하지 않고, 전자적으로 등록할 수 있게 된다.

379) 2004년 증권거래법 개정에 의해 종전에는 ‘회사’가 대상자였던 것이 ‘발행자’로 개정되어 투자법인·외국투자법정도 대상자로 되었고, 2008년 금상법 개정에 의해 이른바 ‘프로용 시장’ 제도가 정비되었을 때, 해당 시장에서의 발행자(유가증권보고서의 제출회사가 아님)에 대해서도 적용하기 위하여 주권 등인 ‘특정상장유가증권’(법 제2조 33항) 및 ‘특정점두매매(특정 장외거래)유가증권’(령 제2조의12의4 제3항 2호)이 추가되었다(법 제27조의2 제1항 본문, 령 제6조 제2항){松尾直彦(2018), 234면}.

- ① 주권
- ② 신주예약권증권 및 신주예약권부사채권
- ③ 외국인이 발행하는 증권 또는 증서에서 상기 ①②의 성질을 가지는 것
- ④ 투자증권등 및 신투자구예약권증권등
- ⑤ 유가증권신탁수익증권으로 수탁유가증권(신탁재산인 유가증권)이 상기 ①~④까지의 것
- ⑥ ①~④까지의 유가증권의 예탁을 받은 자가 당해 유가증권 발행국 이외의 나라에서 발행되는 증권 또는 증서로 당해 예탁을 받은 유가증권에 관계되는 권리를 표시한 것

요컨대 지분증권(equity securities)이 규제 대상이 된다. 예를 들면, (i) 스톡옵션(②), (ii) 유로시장에서 발행되는 신주예약권부사채(이른바 유로화 CB, ②), (iii) J-REIT 관련 투자증권(③), (iv) 주식에 대해 발행되었던 JDR(Japanese Depositary Receipt, ⑤) 혹은 ADR (American Depositary Receipt, ⑥) 등이 “주권등”에 포함된다. 그러나 지분증권과 관련이 없는 사채(보통사채, J-REIT 투자법인채 등)나 기업어음(デット証券)은 주권등에 해당하지 않으므로 공개매수의 대상이 되지 않는다.<sup>380)</sup>

한편 강제공개매수는 지배권의 이전을 수반하는 일대일거래 등을 대상으로 하는 규제이므로, 위에서 열거되고 있는 유가증권(지분증권)이라 해도 주주총회에서 의결권을 행사할 수 없는 주식(무의결권 주식)과 그와 관련되는 주권등 일정한 유가증권은 “주권등”에 포함되지 않는다(금상법시행령 제6조 제1항, 타사주매수부령 제2조 제1호~제5호).<sup>381)</sup>

380) 森·濱田松本法律事務所(2017), 10면, 12면.

381) 구체적으로 이하의 유가증권이 “주권등”에 해당하지 않는다(금상법시행령 제6조 제1항, 타사주매수부령 제2조 제1호~제5호).

- ① 의결권이 없는 주식으로, 해당 주식의 취득 및 상환에 의결권이 있는 주식을 교부한다는 취지의 정관 규정이 없는 주식에 관한 주권
- ② 신주예약권증권 또는 신주 예약권부사채권 중 ①의 주식만을 취득할 권리를 부여받고 있는 것
- ③ 외국인이 발행하는 증권 또는 증서에서 ①②의 성질을 가진 것.
- ④ 주권등 신탁수익증권으로, 수탁유가증권(신탁재산인 유가증권)으로 상기 ①~③ 까지의 것

(나) 대상행위: 매수 등

공개매수 규제의 대상이 되는 행위는 “매수 등”이다(금상법 제27조의2 제1항). 매수 등은 주권 등의 매수 그 외의 유상의 양수를 말하며, “이와 유사한 것”으로서 시행령으로 정하는 것을 포함한다(금상법 제27조의2 제1항, 동법시행령 제6조 제3항, 타사주매수부령 제2조의2). 시행령의 거래유형은 아래 표와 같다.<sup>382)</sup>

“유상”이란 반드시 금전을 대가로 하는 것에 한정되지 않고, 유가증권, 물품, 노무 기타 경제적 가치를 갖는 것을 대가로 하는 것도 해당한다고 해석되므로 증여나 상속에 의한 것은 해당되지 않는다.<sup>383)</sup> “양수”란 매수에 국한되지 않고 교환, 대물변제, 현물출자 등 거래 형태도 해당되는 것으로 해석된다. 신탁계약에 근거해 수탁자가 위탁자로부터 주권등의 양도를 받는 것(신탁법 3조 1호)도 양수에 해당할 수 있지만, 의결권행사권한도 투자권한도 없는 수탁자가 위탁자의 지시에 따라 주권 등을 구입하는 경우에는 수탁자가 아니라 위탁자가 매수등의 주체로 해석된다(타사주매수부령 제7조 제1항 1호 참조).<sup>384)</sup>

---

⑤ 주권등 예탁증권에 상기 ①~③과 관련한 권리를 표시한 것.

382) 한편, 풋옵션의 부여 자체는 매수등에 해당하지 않지만, 풋옵션 행사에 수반하는 주권 등의 매수는 매수등에 해당한다(松尾直彦(2018), 237면).

383) 松尾直彦(2018), 236면.

384) 松尾直彦(2018), 236면.



[ 표 3-2 ] “매수등” 및 “이와 유사한 것”에 해당하는 거래유형의 예<sup>385)</sup>

‘매수등’에 해당하는 거래	‘매수등’에 해당하지 않는 거래
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매매</li> <li>- 대물변제</li> <li>- 교환</li> <li>- 상계</li> <li>- 사업양도에 의한 주권 등의 취득</li> <li>- 현물출자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 증여</li> <li>- 상속</li> <li>- 유증</li> <li>- 질권, 양도담보권 기타 담보권의 취득</li> <li>- 주권 등의 대차거래</li> <li>(차주에게 의결권행사 관련 권한이 없는 경우)</li> </ul>
‘이와 유사한 것’에 해당하는 거래	‘이와 유사한 것’에 해당하지 않는 거래
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주권 등의 매매에서 일방의 예약 합의(해당 매매예약완결권을 가져 해당 권리행사에 의해 매수자로서의 지위를 취득하는 경우에 한함)</li> <li>- 콜옵션의 취득</li> <li>- EB채의 취득</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 교환에서 일방의 예약</li> <li>- 교환 관련 옵션의 취득<sup>386)</sup></li> </ul>

매수등에 해당하는지 문제가 되는 거래유형 중 대표적인 것은 (i) 조직재편 행위에 의한 주권등의 취득과 (ii) 신규발행주권등을 취득하는 경우이다. 먼저 조직재편행위(합병·회사분할·주식교환·주식이전)에 의한 주권등의 이전은 조직법상의 계약에 수반하는 개개의 주주의 의사에 근거하지 않는 조직법적 행위이므로, 기발행 주권등의 이전이라도 일반적으로 양수에 해당하지 않는다. 또한 소수주주축출 방법으로 대상자가 전부취득조항부 종류주식의 취득대가로 다른 종류주식(신규발행주식 또는 자기주식)을 교부하는 경우도 양수에 해당하지 않는다. 주식배당이나 조합·회사의 해산에 따른 잔여재산의 분배와 주권의 취득에 대해서도 실질적으로 자신의 의사를 바탕으로 주권등을 취득한다고 인정받지 못할 경우에는 양수에 해당하지 않는다고 해석된다. 한편, 사업양도에 따른 주권 등의 이전은 양수에 해당한다(령 제6조의2 제1항 9호 참조).<sup>387)</sup>

385) 森·濱田松本法律事務所(2017), 28-29면.

386) 교환계약에서 일방의 예약(일단 당사자에게 예약완결권을 주어 해당 예약완결권이 행사될 수 있으면 상대방의 의사표시를 필요로 하지 않고 교환계약이 성립하는 경우)이나 교환 관련 옵션을 취득하는 경우에는 실질적으로 매매와 동일하나, 법령상 유상의 양수와 유사한 것으로 규정되어 있지 않기 때문에 현행법의 해석 하에서는 매수등에 해당하지 않는다고 해석된다고 한다(森·濱田松本法律事務所(2017), 28면).

387) 松尾直彦(2018), 236-237면; 森·濱田松本法律事務所(2017), 30면.

다음으로 신규발행주권등을 취득하는 거래는 공개매수제도가 유통시장에서의 주권등의 취득을 규제하는 것이므로 매수등에 해당하지 않는다(법 제27조의2 제1항 4호).<sup>388)</sup> 신규발행취득에는 조직재편행위에 대해 새롭게 발행되는 주권 등의 취득도 포함되고, 신주예약권 행사에 따라 새로 발행되는 주권의 취득도 신규발행취득에 해당하므로 이들은 매수등에 해당하지 않는다.<sup>389)</sup>

한편, 발행자가 자기주식을 처분하면서 주권등을 취득하는 행위는 기발행의 유가증권과 관련되는 거래이므로 원칙적으로 매수등에 해당하고, 신주예약권의 행사에 의한 발행자의 자기주식의 취득도 “매수등”에 해당한다.<sup>390)</sup>

#### (다) 주권등 소유비용

주권등소유비용의 계산에는 매수자 또는 그 특별관계자가 소유권을 가지는 주권등과 소유에 준하는 주권등도 가산하여야 한다(법 제27조의2 제1항 제1호, 령 제7조 제1항 참조). 다만 소유에 대해 일정한 사정이 있는 주권등은 계산에서 제외된다(법 제27조의2 제8항 제1호, 타사주매수부령 제7조 참조).

소유에 '준하는 것'은 법령에서 구체적으로 열거하고 있는 것도 있고(법 제27조의2 제1항 1호, 영 제7조 1항, 타사주매수부령 제4조),<sup>391)</sup> 해석에 의해 인

388) 松尾直彦(2018), 237면; 森·濱田松本法律事務所(2017), 29면.

389) 森·濱田松本法律事務所(2017), 29면.

390) 2006년의 증권거래법 개정에서 주권등의 발행자가 새롭게 발행하는 주권등의 취득에 대해서는 “신규발행취득”(법 제27조의2 제1항 4호)이라고 해서 “매수등”과 구별하고 있다(森·濱田松本法律事務所(2017), 29면).

391) 금상법시행령 제7조 (소유에 '준하는 것')

- ① 매매 기타의 계약에 근거해 주권등의 인도 청구권을 가지는 경우(령 제7조 1항 1호)
- ② 금전의 신탁계약 그 외의 계약 또는 법률의 규정에 근거해, 주권등의 발행자의 주주 혹은 투자주와 한 의결권을 행사할 수 있는 권한 또는 해당 의결권의 행사에 대해 지도를 실시할 수 있는 권한을 가지는 경우(동항 2호)
- ③ 투자일임계약 기타의 계약 또는 법률의 규정에 근거해, 주권등의 투자권한을 가지는 경우 (동항 3호)
- ④ 주권등의 매매의 한쪽의 예약을 실시하고 있는 경우(해당 매매를 완결하는 권리를 가지고, 한편, 해당 권리의 행사에 의해 매입주로 하는 지위를 취득하는 경우에 한한다) (동항 4호)
- ⑤ 주권등의 매매와 관련되는 물 옵션(해당 옵션의 행사에 의해 해당 행사를 한 사람이 해당 매매에 대해 매수자로서의 지위를 취득하는 것에 한한다)을 취득하고 있는 경우

정되는 경우가 있다. 예를 들어 주권등의 대차거래(소비대차형)의 경우 차주는 빌린 주권등의 소유권을 취득하는 한편 대주는 해당 주권등에 대해 인도 청구권을 가지게 되므로 원칙적으로 차주와 대주 쌍방이 주권등의 소유가 인정되는 것으로 해석된다.<sup>392)</sup> 또한 조합재산인 주권등도 매수인등의 소유에 해당할 수 있는지에 대해서 금융청은 아래와 같이 답변하였다. 조합계약의 내용 및 해당 조합의 실태에 비추어 개별 사안별로 판단할 필요가 있지만, 매수자 또는 그 특별관계자가 조합재산인 대상회사의 주권등 중 자기 지분에 상당하는 부분을 스스로의 뜻에 따라 취득할 수 있는 경우에는 해당 부분을 매수자들이 인식(了知)하거나 또는 용이하게 인식할 수 있는 범위에서 그 소유에 관한 주권등으로 계산하여야 한다.<sup>393)</sup> 또한 매수자 또는 그 특별관계자가 조합재산인 대상회사의 주권등에 관하여 의결권을 행사할 수 있는 권한 혹은 의결권의 행사에 대해 지시가 가능한 권한 또는 투자하는데 필요한 권한을 가진 경우, 그 소유에 관한 주권등으로 계산할 필요가 있다(령 제7조 제1항 2호, 3호). 만약 해당 조합 자체가 매수자의 특별관계자에 해당하는 경우, 조합재산인 대상회사의 모든 주권등을 매수자의 주권등 소유 비율로 산입할 필요가 있다.<sup>394)</sup>

한편 금상법은 매수인들이 주권등을 소유하는 경우에서 제외되는 경우를 크게 4가지로 분류하여 규정하고 있다(법 제27조의2 제8항 1호, 타사주매수부령 제7조 제1항). 즉 (i) 형식적으로는 매수인들의 소유이지만, 실질적으로 타자의 소유인 경우(타사주식매수부령 제7조 제1항), (ii) 일시적 또는 형식적인 소유인 경우(타사주식매수부령 제7조 제1항), (iii) 주권등의 보유주체가 특수한 경우(타사주식매수부령 제7조 제1항), (iv) 중복계산을 피하기 위하여 주권등의 매수등을 행한 자와 그 특별관계자와 관련된 주권등 거래의 경우(타사주매수부령 제7조 제1항 13호)이다.

(동항 5 호)

- ⑥ 당해사채에 관련된 권리로서 당해사채의 발행자 이외의 자가 발행자인 주권 등에 의해 상환되는 권리를 취득할 수 있는 사채권 (이른바 EB채)의 취득 (동항 6호, 타사주매수부령 4조, 2조의 2)

392) 松尾直彦(2018), 238면; 森・濱田松本法律事務所(2017), 45면.

393) 金融庁総務企画局, 「株券等の公開買付けに関するQ&A」(2009)(最終追加 2012), 211면.

394) 森・濱田松本法律事務所(2017), 45-46면.

#### (라) 특별관계자

매수자와 밀접한 관계가 있는 사람은 매수자와 같은 방향으로 의결권을 행사하거나 매수자와 동일한 행동을 할 수 있다<sup>395)</sup>. 따라서 강제공개매수의 적용여부를 판단하는 매수자의 주권등 소유비율을 계산할 때, 매수자의 특별관계자가 소유하는 주권등 소유비율을 가산하도록 규정하고 있다(금상법 제27조의2 제1항 1호). 특별관계자는 (i) 주식의 소유관계, 친족관계 기타 시행령에 의해 외형적·객관적으로 결정되는 “형식적 기준에 의한 특별관계자(동조 제7항 제1호)”와 (ii) 매수자와의 합의에서 결정되는 “실질적 기준에 의한 특별관계자”로 구분된다(동조 제7항 제2호)<sup>396)</sup>. 특별관계자의 주권등 소유비율을 가산할 때, 공개매수개시 공고한 날을 기준으로 하고, 해당 특별관계자의 특별관계자에게 상당하는 자의 주권등 소유비율은 그 사람이 매수자의 특별 관계자에게 해당하지 않는 한 가산되지 않는다.<sup>397)</sup>

#### (마) 공개매수가격 - 가격의 균일성

금융상품거래법은 “공개매수에 의한 주권등의 매입등을 실시하는 경우에는 매입등의 가격...나아가 시행령으로 정하는 바에 따라 균일 조건에 따라야 한다(금상법 제27조의2 제3항, 이하 ‘균일성 룰’)”고 규정하고 있고, “매수등의 가격은...모든 응모주주등에 대해 균일하게 책정해야 한다”고 시행령에서 규정한다(동법 시행령 제8조 제3항 본문). 균일성 룰에 의해 유가증권 기타 금전 이외의 것을 대가로 하는 경우에는 해당 유가증권 기타 금전 이외의 것과의 교

395) 森·濱田松本法律事務所(2017), 49면. 또한 특별관계자는 강제공개매수규제의 적용 제외(법 제27조의2 제1항 단서,령 제6조의2 제1항)와 별도매수금지(법 제27조의5)의 범위를 획정할 때에도 중요한 개념이다.

396) 실질적 특별관계자는 주권등을 매수하는 자와 공동으로 ① 해당 주권등을 취득하거나 ②양도하거나 ③ 해당 주권등의 발행회사의 주주로서 의결권 및 기타 권리를 행사하거나 또는 ④ 해당 주권등의 매수등 이후에 서로 해당 주권등을 양도하거나 양수하기로 합의한 자를 의미한다.

397) 松尾直彦(2018), 240-241면.

환비율(교환관련 차액을 금전으로 교부하는 경우, 해당 금액을 포함)을 공개매수가격으로 간주하여 적용하고(동법 시행령 제8조 제2항), 공개매수자가 응모주주등에게 다양한 종류의 대가 중 선택권을 부여한 경우에는 특정 종류의 대가를 선택한 모든 응모주주등에 대해 균일하게 지급할 것을 요구한다(동법 시행령 제8조 제3항 단서). 또한 공개매수가격의 균일성에 대한 공시규제도 존재해서, 공개매수신고서에 주권등의 종류에 따른 공개매수 가액의 차이에 대해서, 환산의 이유등의 내용을 구체적으로 기재할 것을 요구하고 있다(타사주부령 제2호).

## (2) 강제공개매수의 유형

### (가) 개요

주권등에 관하여 유가증권 보고서를 제출해야 하는 발행인 또는 특정 상장 유가증권의 발행인의 주권등에 관하여 발행인 이외의 자<sup>398)</sup>가 매수등을 하는 경우로서 금상법 제27조의 2 각 호의 어느 하나에 해당되는 매수등을 하고자 하는 때에는 금상법에 따른 공개매수에 의하여야 한다(금상법 제27조의2 제1항, 제27조의 3).<sup>399)</sup> 즉, 금상법 제27조의 2 각 호에 열거된 매수등에 해당하

398) 금상법 제2장의2는 ‘공개매수에 관한 공시(公開買付けに関する開示)’라는 제목 하에 제1절 발행인 이외의 자에 의한 주식등 공개매수와 제2절 발행인에 의한 주식등 공개매수를 구분하여 규정하고 있다. 본 논문에서는 별도의 언급이 없으면 발행인 이외의 자에 의한 공개매수를 중심으로 논의한다.

399) 금상법 제27조의 2 제1항: 그의 주권, 신주예약권부사채권 기타 유가증권으로서 시행령으로 정하는 것{이하, 이 장 및 제27조의 30의 11(제4항을 제외한다)에 있어서 “주권등”이라고 한다.}에 관하여 유가증권보고서를 제출하여야 하는 발행인 또는 특정상장유가증권(유통상황이 그에 준하는 것으로서 시행령에서 정하는 것을 포함하고, 주권등에 한한다.)의 발행인의 주권등에 관하여, 당해 발행인 이외의 자가 행하는 매수등(주권등의 매수 그밖의 유상 양수를 말하고, 이에 유사한 것으로서 시행령이 정하는 것을 포함한다. 이하, 이 절에서 같다.)으로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것은 공개매수에 의하여야 한다. 다만, 적용제외매수등(신주예약권(일부 번역생략)...을 갖는 자가 당해 신주예약권을 행사하는 것에 의하여 행하는 주권등의 매수등, 주권등의 매수등을 행하는 자가 그 자의 특별관계자(제7항 제1호에 규정된 자 중에서 내각부령으로 정하는 자에 한한다.)로부터 행하는 주권등의 매수등 그 밖에 시행령으로 정하는 주권등의 매수등을 말한다. 제4호에서 같다)은 그러하지 아니하다. (각 호 생략)

는 것은 공개매수에 의하여야만 하는 것으로 한 후에, 그에 관한 예외를 규정하는 방식을 취하고 있다.<sup>400)</sup>

일본의 강제공개매수제도는 매수등을 한 후의 주권등 소유비율에 따라 복잡하고 다양한 요건 하에 ‘5% 기준 강제공개매수’, ‘1/3 기준 강제공개매수’와 공개매수기간 중에 경합하는 매수를 하고자 하는 자에 대하여 적용되는 강제공개매수제도가 있다(금상법 제27조의 2 제1항 내지 제6항). 나아가, 공개매수 후에 주권등소유비율이 2/3 이상으로 될 경우에는 전부권유·매수가 강제되는 ‘2/3 기준 전부강제공개매수제도’가 있다. 강제공개매수의 유형 및 주요 내용을 정리하면 [표 3-3]과 같다.<sup>401)</sup> 여기서 ‘주권등소유비율’에는 형식기준 및 실질기준에 의한 특별관계자(단, 형식기준의 소규모소유자분은 제외)의 주권등소유비율이 합산된다(금상법 제27조의 2 제1항 제1호, 타사주부령 제3조 제2항).<sup>402)</sup>

---

400) 松尾直彦(2018), 246면.

401) 금상법 제27조의 2 제1항 제6호에 규정된 주권등의 매매등에 관한 사항은 다소 지엽적인 내용이므로 설명을 생략하기로 한다.

402) 松尾直彦(2018), 246면.

[ 표 3-3 ] 강제공개매수의 유형

유형	주요 내용	
5% 기준 강제공개매수	거래소금융상품시장 외에서의 주권등의 매수등('현저히 소수인 자'로부터의 매수등을 제외)의 후에 주권등소유비율이 5%를 초과하게 될 경우(금상법 제27조의 2 제1항 제1호)	
1/3 기준 강제공개매수	2호	거래소금융상품시장 외에서의 주권등의 매수등으로서 '현저히 소수인 자'로부터 주권등의 매수등을 행한 후에 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하게 될 경우
	3호	거래소금융상품시장에서의 특정매매등(모든 立會外 거래)에 의한 매매등으로서 매수등 후에 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하게 될 경우
	4호	3개월 간에 일정 비율을 초과하는 거래소금융상품시장 內外에서의 매수등 또는 신주발행 취득과 조합하여 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하게 하는 당해 주권등의 매수등(1호부터 3호를 제외)
경합 매수	타인의 공개매수 기간 중에 그 공개매수와 경합하여 당해 주권등의 발행인 이외의 자(그 자가 소유하는 주권등의 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우에 한함)가 5%를 초과하여 당해 주권등의 매수등을 하고자 하는 경우(제5호)	
2/3 기준 전부 강제 공개매수	공개매수 후에 주권등소유비율이 2/3 이상으로 될 경우에는 전부권유·매수가 강제됨(금상법 제27조의2 5항, 제27조의13 제4항; 동법시행령 제8조 제5항 제3호, 제14조의2의2)	

(나) 5% 기준 강제공개매수

거래소금융상품시장 외에서<sup>403)</sup> 주권 등의 매수등을 한 후에 주권등 소유비율이 5%를 초과할 때는 공개매수가 강제된다(금상법 제27조의2 제1항 제1호). 다만, '현저히 소수인 자'로부터의 장외매수에 대하여는 강제공개매수가 적용되지 않는다. 즉, 매수예정자가 매수등을 실시하기 전 60일간(매수 등을 실시한 날짜를 포함하여 61일 동안. 영업일이 아니라 역일(曆日)로 계산)에

403) 우리나라의 5% 기준 강제공개매수에서는 “시장외대량매매”를 장외거래로 보고 있으나, 일본의 5% 기준 강제공개매수제도에서는 이와 달리 위 “시장외대량매매”에 해당하는 立會外거래(대표예: 동경증권거래소에서의 ToSTNet 거래)는 5%기준 강제공개매수에서 “장외거래”로 분류하고 있다{長島/大野/常松法律事務所(2018), 59면}.



매수청약을 하거나 매도청약의 권유를 한 자(당해 매수등에 관한 청약 또는 청약의 권유를 한 자 포함)의 합계가 10인 이하인 경우에는 공개매수가 강제되지 않는다(금상법 제27조의 2 제1항 제1호정령 제6조의 2 제3항).<sup>404)</sup> 매수의 청약 또는 매도청약의 권유를 한 상대방이 불특정다수에 이르지 아니한 경우에도 위의 특정매수등에 해당되지 않는 한 5% 기준 강제공개매수가 적용된다. 일본의 5% 기준 강제매수 제도는 후술하는 우리나라의 5% 기준 강제공개매수제도와 유사하다. 그러나, 일본의 공개매수제도에서는 특정매수등에 해당되더라도 매수등을 한 후에 주권등 소유비율이 3분의 1을 초과하게 될 경우에는 후술하는 1/3 기준 강제공개매수가 적용될 수 있다는 점에서 우리나라의 공개매수제도와 큰 차이가 있다.

이미 주권등 소유비율이 5%를 초과하는 자가 추가로 주권등 매수를 하여 여전히 5%를 초과하게 될 경우에도, 마찬가지로 강제공개매수가 적용된다.<sup>405)</sup> 물론 추가적인 매수등이 위 ‘현저히 소수인 자’로부터의 매수등에 해당되는 경우에는 강제공개매수의 적용대상에서 제외될 것이다.<sup>406)</sup>

한편, 매수등 후에 주권등 소유비율이 5% 이하이면 불특정다수인을 상대로 매수등에 관하여 청약이나 청약의 권유를 하더라도, 우리나라와는 달리, 공개매수에 관한 금상법의 규정은 적용되지 않는다.<sup>407)</sup>

#### (다) 1/3 기준 강제공개매수

404) 실무상으로는 1/3 까지의 취득은 상기의 예외에 해당되기 때문에 공개매수가 이루어지지 않는 경우가 많다. 예컨대, 2012년 대형백화점인 다이마루와 마츠자카야를 소유한 J.프론트리테일링이 패션빌딩 파르코의 주식(33.2%)을 인수하여 자회사한 사안에서도, 주식의 판매자가 모리트러스트 1개사뿐이며, 주식 취득이 하루에 이루어졌기 때문에 상장주식의 인수였음에도 공개매수가 불필요하였다고 한다(土岐敦司/辺見紀男(2014), 383면).

405) 松尾直彦(2018), 247면.

406) 이 점에서, 우리나라의 경우와는 달리, 주식등을 이미 5% 이상 보유하는 자가 장외에서 추가 취득하는 경우에 강제공개매수의무가 적용되는 기준에 관하여 해석상의 논란은 없는 것으로 보인다.

407) 長島/大野/常松法律事務所(2018), 55면. 우리나라의 경우 후술하는 바와 같이 공개매수가 강제되지 않음에도 자발적으로 ‘불특정다수인’을 상대로 매수등의 청약 또는 청약의 권유를 하는 때에는 ‘(임의) 공개매수’에 해당되고 이에 대하여는 자본시장법상 강제공개매수에 적용되는 공개매수의 절차 및 요건이 그대로 적용된다.

주권등소유비율이 1/3분을 초과하는 경우에는 다양한 상황에서 공개매수가 강제된다. 1/3분을 기준 비율로 정한 이유는, 3분의 1을 초과하여 의결권을 취득하면 매수자는 조직개편 행위나 정관변경 등 주주총회특별결의<sup>408)</sup>가 필요한 안전에 대하여 거부권을 가질 수 있고, 이는 일정한 기업지배력을 행사할 수 있는 소유비율이라고 보았기 때문이다.<sup>409)</sup> 나아가 지배주식 매매의 경우에는 매매가격에 지배권 프리미엄이 포함되기 때문에 시장가격보다 높은 가격으로 매매되는 경우가 통례이므로, 공개매수를 강제하는 것은 주주가 평등하게 지배권 프리미엄을 향유할 기회를 주기 위한 것이라고 일반적으로 설명되고 있다.<sup>410)</sup>

매수자는 응모한 주권등의 수의 합계가 매수예정인 주권등의 수를 초과하는 때에는 그 초과하는 부분의 전부 또는 일부의 매수등을 하지 않는 것을 공개매수의 조건으로 붙이는 것(부분매수)이 허용된다(금상법 제27조의 13 제4항 제2호).<sup>411)</sup> 그러나, 공개매수 후에 공개매수자의 주권등소유비율이 2/3 이상이 될 경우에는 후술하는 바와 같이 전부권유·매수의무가 적용된다.

#### ① 장외거래에 의한 ‘현저히 소수인 자’로부터의 매수등

‘현저히 소수인 자’(직전 60일 내 10인 이하)로부터 주권등의 을 매수등을 한 후에 주권등소유비율이 1/3을 초과하게 될 경우 강제공개매수가 적용된다. 이로써 적대적 지배권 이전을 억제하는 효과가 있다.<sup>412)</sup> 예정된 매수등에 대하여 1/3 기준 강제공개매수가 적용되는지 여부는 매수예정자가 취득하고자 하는 주권등의 비율이 아니라, 매수등 후에 매수예정자의 주권등소유비율이

408) 일본 회사법 309조 2항: 출석주주의 의결권의 2/3 이상이 가결요건.

409) 松尾直彦(2018), 231면.

410) 松尾直彦(2018), 233면(그러나, 일본의 강제공개매수는 장내거래 또는 신주발행거래를 원칙적으로 대상으로 하지 않고 있는 점, 공개매수가격에 관한 하한 규제가 없고 지배권프리미엄의 지급이 요건으로 되어 있지 아니한 점 등에 비추어 볼 때, 주주에게 평등한 매각기회를 부여하는 것을 강제공개매수제도의 취지라고 하는 것은 반드시 타당한 것은 아니라고 지적한다).

411) 土岐敦司/辺見紀男(2014), 383면.

412) 清原健(2007), 80면; 송종준(2012c), 47면.

1/3을 초과하는지 여부에 따라 정해진다. 예를 들어, 주권등소유비율이 33%인 공개매수자가 0.5% 혹은 1%를 장외에서 매수하는 경우, 매수등 후에 주권등소유비율이 1/3을 초과하므로, 금상법에 정해진 공개매수 방법으로 매수하는 것이 강제된다. 이미 주권등소유비율이 1/3을 초과하고 있는 자가 주권등을 추가로 1주라도 장외에서 매수하고자 하는 경우에도 마찬가지로 강제공개매수가 적용된다.

그러나, 신주발행에 의한 주식 인수, 새로운 특별관계자의 발생, 발행인에 의한 자기주식의 취득 등 매수등에 의하지 아니한 경우에는 주권등소유비율이 1/3을 초과하더라도 원칙적으로 1/3 기준 강제공개매수가 적용되지 않는다.<sup>413)</sup>

## ② 시간외 장내거래에 의한 매수

주권등의 매매로서 경쟁매매 이외의 방법으로서 거래소금융상품시장 밖에서 “특정매매”에 의하여 매수한 후의 주권등소유비율이 1/3을 초과하는 경우에도 공개매수가 강제된다(금상법 제27조의 2 제1항 제3호, 동법시행령 제 조). “특정매매”는 장외에서 경쟁매매 이외의 방법에 의한 주권등의 매매로서 ToSTNeT(Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork), J-NET(Japan Trading NeTwork) 등의 거래가 이러한 특정매매로 지정되어 있다. 즉 ToSTNeT, J-NET 거래 등 특정매매에 의하여 5%를 초과하여 주권등의 매수등을 한 후에 주권등소유비율이 1/3을 초과하게 될 경우에는 강제공개매수에 의하여야 한다.

이 공개매수제도는 2005년에 도입된 것으로 ToSTNeT거래와 같은 시간외 장내거래는 법 형식상으로는 증권시장에서의 거래이지만 시간우선, 가격우선의 원칙이 적용되지 않는 형태의 장외거래(立會外 거래)로 상대매매와 유사한 성격을 가지고 있으므로 1/3 기준 강제공개매수 제도를 잠탈하는 것을 방지하기 위하여 도입되었다.<sup>414)</sup> 그 결과 실질적으로 ToSNeT 거래등을 공개매수에 의

413) 森·濱田松本法律事務所(2015), 535면; 강희주(2017), 56면.

414) 清原健(2007), 81면; 송종준(2012c), 48면; 강희주(2017), 56면.

할 수 없으므로 위 기준에 의한 강제공개매수 요건에 해당되는 경우 ToSNet 거래 등은 사실상 금지되는 효과를 가진다. TosNet 거래 등에 의해 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하게 되는 경우뿐만 아니라 이미 주권등소유비율이 3분의 1을 초과한 자가 ToSNet 거래 등에 의해 추가로 주권등의 매매등을 하는 것도 금지된다.<sup>415)</sup>

### ③ 장내거래와 장외거래를 조합한 일련의 급속 매수등

이 공개매수는 장내거래와 장외거래를 조합하여 1/3 기준 강제매수의 적용을 부당하게 회피하는 거래를 방지하기 위하여 2006년 금상법 개정에 의해 도입된 것이다. ① 3개월 내에 ② 증권시장 내외에 있어서 매매등과 신주발행에 의한 취득 전체로서 10%를 초과하여 취득한 경우(장내외거래 합계 10% 초과 요건)로서, ③ 그 중 거래소금융상품시장 외 또는 입회외 거래(시간외 장내거래)에 의하여 5%를 초과하여 취득한 결과(장외거래 5% 초과 요건), ⑤ 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하게 될 경우에, 해당 거래는 강제공개매수의 대상이 된다.<sup>416)</sup> 예컨대, 32%를 장외에서 매수하고 2%를 장내에서 매수하여(또는 제3자배정으로 신주를 인수하거나) 1/3 기준 강제공개매수의 적용을 회피하는 것에 대응하고자 도입된 것이다.<sup>417)</sup>

### ④ 타인의 공개매수와 경합하는 매수

타인에 의하여 공개매수가 행하여지는 동안에 본인과 그 특별관계자의 소유비율을 합산하여 이미 주식등소유비율이 1/3을 초과하고 있는 자(주권등의 발행회사는 제외)가 6월을 초과하지 않는 범위 내에서 그 공개매수기간 내에 그 공개매수와 경합하여 5%를 초과하여 주권등의 매수등을 행하고자 하는 경우에 공개매수가 강제된다(금상법 제27조의 2 제1항 제5호). 이 공개매수제도는 2006년 금상법 개정에 의하여 도입되었는데, 타인에 의한 공개매수기간 중에

415) 長島/大野/常松法律事務所(2018), 61면; 森濱田松本法律事務所(2015), 536면.

416) 강희주(2017), 57면.

417) 清原健(2007), 82-83면; 송종준(2012c), 48면.

대상회사의 주식의 의결권을 1/3을 초과하여 소유하는 지배주주가 급속하게 5%를 초과하여 주권을 매수하고자 하는 경우 그 방법을 공개매수로 제한한 것이다. 이는 지배권취득 경쟁을 하는 경우 공개매수에 의하도록 규제하겠다는 취지이다. 회사 지배권에 영향을 미치는 주권등의 매매등이 경합하는 경우에 주주 및 투자자가 복잡한 투자판단의 압박을 받는다는 점과 경합하는 매수자 이외의 주주는 영세한 입장에 있는 점을 감안하여 경합하는 매수 간에 공평, 절차의 공정성과 투명성을 도모하고자 한 것이다.<sup>418)</sup>

#### (라) 2/3 기준 전부장제공개매수

공개매수의 결과 공개매수자의 주권등소유비율(특별관계자의 주식등소유비율을 합산하되, 소규모 소유자에 해당하는 형식적 기준에 의한 특별관계자는 제외)이 2/3 이상으로 될 경우, ① 매수예정 주권등의 상한을 설정할 수 없고, 공개매수에 응모한 모든 주권등을 매수하여야 하고(전부매수의무), ② 매수등의 대상이 되는 주권등의 종류를 한정할 수 없고, 대상회사가 발행하는 모든 주권등에 관하여 매수등의 청약 혹은 매수등의 청약의 권유를 하여야 한다(전부권유의무). 이는 공개매수자가 2/3 이상의 의결권을 확보취득하게 되면, 주주총회의특별결의가 필요한 의안을 다른 주주들의 동의가 없어도 가결시킬 수 있기 때문에 사실상 조직개편 등 회사의 근본이 되는 중요 사항에 관한 의사결정을 할 수 있게 된다. 또한 주권등의 유동성이 저하되고 상장폐지의 가능성도 높아지기 때문에,<sup>419)</sup> 투자금을 회수하기 어려워지는 소수주주를 보호해 줄 필요성이 커진다. 그러므로 위와 같은 내용으로 공개매수를 하는 자에 대해 전부권유의무 및 전부매수의무를 부과하여 소수주주에게 주권등의 매각 기회를 보장하기 위해 2006년 6월 금상법 개정으로 ‘2/3 기준 전부공개매수제도’가 도입되었다.<sup>420)</sup>

418) 清原健(2007), 42면, 85면; 송종준(2012c), 46-47면.

419) 도쿄증권거래소 제1부 시장 및 제2부 시장의 상장폐지 기준은 유통주식 수가 2,000단 위 미만(유예 기간 1년), 유통주식 시가총액이 5억엔 미만(유예기간 1년), 유통주식 비율이 5%미만(유예기간 없이) 등으로 규정되어 있다{森濱田松本法律事務所(2017), 190면}.

420) 土岐敦司/辺見紀男(2014), 383면; 長島/大野/常松法律事務所(2018), 177-178면. 한편

### ① 전부매수의무

공개매수 후의 주권등소유비율이 2/3 이상이 될 경우 부분공개매수는 인정되지 않고 응모한 주권등을 전부 매수해야 한다(금상법 제27조의13 제4항, 동법시행령 제14조의2의2). 전부매수의무는 공개매수를 실시했을 경우의 매수 및 결제에 관하여 규제하는 것이다.<sup>421)</sup> 따라서 금상법에 의한 강제공개매수가 적용되지 않는 방법(즉, 공개매수 이외의 방법)에 의해 매수등을 실시하는 경우(예를 들어 장내매수, 제3자배정에 의한 신주 인수, 기타 강제공개매수의 적용이 제외되는 매수 등)에는 해당 매수등 후에 주권등소유비율이 2/3 이상으로 될 경우에도 매수예정자는 매수예정인 주권등을 전부매수할 의무가 없다.<sup>422)</sup>

### ② 전부권유의무

대상회사가 내용이 다른 종류의 주권등을 발행하고 있는 경우, 일반적으로 공개매수자는 공개매수 대상이 되는 주권등의 수와 종류를 한정하여 청약하는 부분매수가 허용된다. 그러나 공개매수 후에 공개매수자의 주권등소유비율이 2/3 이상으로 될 경우에는 대상회사가 발행한 모든 종류의 주권등에 대해서 매수등의 청약 또는 매수등 청약의 권유를 하여야 한다(금상법 제27조의2 제5항, 정령동법시행령 제8조 제5항 제3호). 또한 여러 종류의 주권등에 대한 권유는 동일한 공개매수에 의하여야 하므로(他社株買受府令 5조 5항),<sup>423)</sup> 전부권유의무는 전부매수의무와 통상 동시에 부과되게 되기 때문에, 대상회사가 복수의 종류의 주식을 발행하고 있는 경우나 신주예약권 또는 신주인수권부사채를 발행한 경우로서 공개매수 후의 주권등소유비율이 2/3 이상이 될 경우에는

---

전부공개매수가 시행된 이후인 2007년부터 2011년까지 공개매수신고서를 제출한 타사주 공개매수 359건 중 부분공개매수가 93건(25.9%)에 이르고 전부공개매수가 실시되는 예는 많지 않다.고 한다(田中亘(2012), 408면).

421) 長島/大野/常松法律事務所(2018), 178면.

422) 長島/大野/常松法律事務所(2018), 178면.

423) 森濱田松本法律事務所(2017), 194면.

전부권유 의무에 의해 모든 종류의 주권등을 공개매수 대상으로 하는 동시에 전부매수 의무로 해당 공개매수에 응모한 모든 주권등을 매수하게 된다.<sup>424)</sup>

별개의 공개매수를 동시에 행하거나 권유하는 것은 원칙적으로 인정되지 않는다. 전부매수 의무와 마찬가지로 전부권유 의무도 공개매수에 의하여 주권등을 취득할 경우에 적용되는 것이므로, 장내매수 또는 신주발행에 의한 신주 인수 등 공개매수가 아닌 매수등에 의하여 주권등소유비율이 2/3 이상으로 될 경우에는 전부권유 의무가 적용되지 않는다.<sup>425)</sup>

한편 전부권유 의무가 적용되지 않는 예외적인 경우로는, ① 당해 주권등의 매수등의 청약 또는 청약의 권유를 하지 않는 것에 동의하는 데 대하여 당해 주권등에 관련된 종류주주총회의 결의가 행하여지는 경우와 ② 당해 주권등의 소유자가 25명 미만인 경우로서, 매수등의 청약 혹은 청약의 권유가 행하여지지 않고, 당해 주권등의 모든 소유자가 동의하고, 그 취지를 기재한 서면을 제출하는 경우에는 매수등 후에 주권등소유비율이 3분의 2 이상으로 되더라도, 공익 혹은 투자자보호에 흠결이 없다고 보아, 전부권유 의무가 부과되지 아니한다(금상법 제27조의2 제5항, 동법시행령 제8조 제5항 제3호; 公開買受府令 제5조 제3항).

#### (마) 적용면제

금상법은 강제공개매수의 적용 대상에서 제외되는 매수등에 관하여 규정하고 있다(금상법 제27조의2 제1항 단서). 강제공개매수의 적용 대상에서 제외되는 매수등은 금상법시행령 제6조의2 제1호 각호에 규정된 것을 포함하여 모두 16개 유형으로 정리될 수 있는데, 그 중 우리나라의 공개매수제도에 참고가 될만한 주요 유형들은 다음과 같다.<sup>426)</sup>

① 신주예약권을 갖는 자가 당해 신주예약권을 행사하는 것에 의하여 행하는 주권등의 매수등(금상법 제27조의2 제1항 단서)

424) 長島/大野/常松法律事務所(2018), 179면.

425) 田中亘/森濱田松本法律事務所(2016), 61면.

426) 長島/大野/常松法律事務所(2018), 82-94면.



② 주식의 배정을 받을 권리를 갖는 자가 당해 권리를 행사하는 것에 의하여 행하는 주권등의 매수등(시행령 제6조의 2 제1항 제1호)

③ 주권등의 매수등을 행하는 자가 그 자의 형식적 특별관계자로부터 행하는 주권등의 매수등(금상법 제27조의 2 제1항 단서)

④ 50%를 초과하여 주식을 보유하고 있는 경우의 특정매수등(시행령 제6조의 2 제1항 제4호):

매수자의 주권등소유비율(특별관계자를 포함하지 아니함) 및 1년 이상 계속하여 그 자와 형식적 특별관계자인 자(소규모 소유자를 포함함, 금상법 제27조의 2 제1항 단서, 타사주매수부령 제3조 제1항)의 주권등소유비율의 합계가 50%를 초과하고 있는 경우에 있어서 주권등의 특정매수등으로서 당해 매수등의 후에 주권등소유비율(소규모 소유자를 제외한 특별관계자분을 포함함, 금상법 제27조의 2 제1항 제1호)가 3분의 2 미만인 그칠 경우에는 강제공개매수의 적용 대상에서 제외된다.<sup>427)</sup>

⑤ 주권등의 소유자가 소수(25명 미만)인 경우에 소유자의 동의를 얻어 행하는 경우의 특정매수등(시행령 제6조의 2 제1항 제7호)

⑥ 담보권의 실행에 의한 특정매수등(시행령 제6조의 2 제1항 제8호)

⑦ 사업의 전부 또는 일부의 양수에 의한 특정매수등(시행령 제6조의 2 제1항 제9호)

⑧ 유가증권신고서 등이 제출된 ‘주권등의 매출’에 응하여 행하는 매수등(시행령 제6조의 2 제1항 제10호)

⑨ 주식매도청구권(회사법 제179조의 3 제1항)에 의한 주권등의 매수등(시행령 제6조의 2 제1항 제16호)

### (3) 소결

위에서 살펴본 일본의 공개매수제도를 유형별로 각 특징을 요약하면 대체로 아래 [표 3-4]와 같다.

---

427) 長島/大野/常松法律事務所(2018), 89면.

[ 표 3-4 ] 일본의 강제공개매수 제도<sup>428)</sup>

유형		공개매수 의무자	청약/ 권유기간	청약/권유 상대방수	매수 등 후의 주권 등 소유비율	비고
5% 기준 강제 공개매수		매수 (예정)자	직전 60일간	10인 초과	5% 초과	- 장외매수 (시간외 장내 매수 제외) -부분매수 허용
1 / 3 기준 부분 강제 공개 매수	소수자로부터의 장외매수	매수 (예정)자	직전 60일간	10인 이하	1/3 초과	- 장외매수 (시간외 장내매수 포함) -부분매수 허용
	시간외 장내매수	매수 (예정)자	직전 60일간	N/A	1/3 초과	- 시간외 장내매수 -부분매수 허용
	급속 매수	매수 (예정)자	직전 3개월간	N/A	① 10% 초과 (장내외 매수+신주 배정), ② 그 중 '장외매수+시간외 장내매수'가 5% 이상이 되고, ③ 그 결과 1/3 초과 (전체보유비율)	- 장내외매수 (시간외 장내매수 포함) -부분매수 허용
급속 경합매수에 적용되는 강제공개매수		이미 주권등소유비율이 1/3을 초과한 자	진행 중인 공개매수 기간	N/A	5%를 초과하여 매수등을 행하고자 하는 경우	-장내외매수 (시간외 장내매수 포함) -부분매수 허용
2/3 기준 전부 강제공개매수		매수 (예정)자	직전 60일	N/A	2/3 이상	-강제공개매수 -전부권유 의무 -전부매수 의무

#### 다. 지배권 취득 이후 소수주주 보호

일본에서는 소수주주추출 방법으로 전부취득조항부 종류주식, 주식병합, 현

428) 송종준(2013) 154면의 표를 주로 참고하였음.

금주식교환, 현금합병(교부금합병), 그리고 2014년 회사법 개정으로 특별지배주주가 주식등 매도청구권을 행사할 수 있게 되었다.<sup>429)</sup> 각 유형별로 소수주주출발 실시자인 인수회사가 필수적으로 보유하여야 할 의결권 비율은 특별지배주주의 주식등 매도청구권에만 90% 이상으로 규정되어 있다. 그러나 다른 소수주주출발방법에서도 주주총회 특별결의를 필요로 하고 있으므로, 소수주주출발의 가능성으로 확실하게 높이기 위하여 소수주주출발 실시자 및 그 공동보유자가 총 의결권의 2/3 이상을 보유하려고 하는 것이 일반적이다.<sup>430)</sup>

[ 표 3-5 ] 유형별 주식 소유비율<sup>431)</sup>

	유형	소수주주출발 실시자의 의결권 보유비율
1	주식등매도청구	90% 이상 (완전자회사의 보유비율 포함)
2	주식병합	없음 (주총특별결의 필요)
3	전부취득조항부 종류주식	없음 (주총특별결의 필요)
4	현금주식교환	없음 (주총특별결의 필요) 단, 약식조직재편의 경우 (완전자회사 포함하여) 90% 이상
5	현금합병 (교부금합병)	없음 (주총특별결의 필요) 단, 약식조직재편의 경우 (완전자회사 포함하여) 90% 이상

\*주총특별결의 요건: (i) 의결권을 행사할 수 있는 주주의 의결권의 과반수(1/3이상의 비율을 정관에서 정한 경우에는 그 비율 이상)를 가진 주주가 출석하고, (ii) 출석한 주주의 의결권의 2/3(이보다 높은 비율을 정관에서 정한 경우에는 그 비율)이상에 해당하는 다수.

2014년 개정 회사법 이후 실무에서 가장 많이 활용되고 있는 소수주주출발 방법은 (i) 특별지배주주에 의한 주식등매도청구와 (ii) 소수주주 보호를 위한 제도적 방법으로 시행된 주식병합이다.<sup>432)</sup>

429) 松尾拓也/若林義人/西村美智子/中島礼子(2018), 51면.

430) 松尾拓也/若林義人/西村美智子/中島礼子(2018), 51면.

431) 松尾拓也/若林義人/西村美智子/中島礼子(2018), 52면.

432) Ohno/Tsunematsu(2016), 314면; 松尾拓也/若林義人/西村美智子/中島礼子(2018), 101면. 소수주주 출발방법으로 교부금합병은 세법상 적격합병 요건을 충족하지 않기 때문에

기준에 소수주주축출 수단으로 가장 많이 사용되었던 전부취득조항부 종류 주식은 100% 감자를 위해 만들어진 제도이고,<sup>433)</sup> 주식병합은 투자단위의 대형화를 위해 만들어진 제도임에도<sup>434)</sup> 두 제도 모두 소수주주축출 수단으로 이용되는 점을 고려하여 2014년 회사법은 위 두 제도에 대해 동일한 수준(사전 공개·사후공개를 통한 정보공시, 주주의 유지청구, 반대주주의 주식매수청구 등)의 소수주주 보호제도를 마련하였다.<sup>435)</sup> 특별지배주주의 주식등매도청구권에 대해서도 거의 동일한 수준의 소수주주 보호 제도를 마련하고 있고, 우리나라와 달리 소수주주의 주식등매도청구권은 없다. 다만, 유럽의 전부공개매수와 같은 소수주주의 탈퇴권의 도입 필요성에 대해 검토하는 견해들이 있다.<sup>436)</sup>

### 제3절 비교법적 검토

#### 1. 미국·유럽 및 일본에서의 규제 비교·검토

##### 가. 미국과 유럽의 규제 비교

지배권거래 수단으로서의 공개매수를 통제하기 위하여 미국은 Williams Act

(법인세법 제2조 제12호의8) 매수회사와 주주의 세금 부담을 이유로 잘 활용되지 않았고, 전부취득조항부 종류주식의 취득은 대상회사에게 과세되지 않기 때문에 주로 이용되었다고 한다{Ohno/Tsunematsu(2016), 314면}.

433) 江頭憲治郎, 「会社法制の現代化に関する要綱案の解説 (IV)」, 別冊 商事法務 第288号 (2005), 8~9면.

434) 鈴木竹雄/竹内昭夫(1994), 187면.

435) 坂本三郎 外(2014), 6-8면.

436) 일본에서는 지배주주의 착취에 대해 소수주주의 사후적 구제수단이 부족하다는 평가가 일반적으로 받아들여지는 가운데, 유럽의 전부공개매수제도를 전제로 한 소수주주의 탈퇴권 보장이 논의되고 있다고 한다. 이에 대해 전부공개매수제도는 기업인수활동을 저해할 우려가 있고, 소수주주보호 측면도 확실하지 않으므로, 탈퇴권 이외의 사전적 수단(예를 들어 소수과대표감사, 특별 검사, 기업집단의 내부 통제 등)을 충분히 검토할 필요가 있다는 견해는 飯田秀總(2011), 17-19면; 기업인수활동 저해를 방지하고, 소수주주의 무임승차를 방지하기 위하여 공개매수 이후 소수주주의 퇴출권을 명확하게 규정하자는 견해는 井上光太郎(2009), 43면.

라는 연방법에서 모든 주주에게 공개매수와 관련된 정보를 충분히 전달하도록 정보공시 및 평등한 매각기회 제공을 규제하고 있다. 공개매수 종료 이후에 잔존하는 소수주주들을 보호하는 문제는 기업인수에 대한 규제 측면에서 접근하여 주의 회사법에 의하여 소수주주를 보호하는 제도(예컨대, 지배권 취득 후에는 일정한 기간 동안 주식의 추가매집 또는 기업구조개편을 제한하는 델라웨어주의 회사법 규정)를 마련하고 있다. 또한, 주 회사법과 판례법을 통해 적대적 공개매수에 대하여 강력한 방어수단(예를 들어 포이즌 필)이 제공되고 있다. 요컨대, 지배권거래에 대한 미국에서의 규제는 연방법인 Williams Act와 주의 회사법제로 이원화되어 있으나 양 제도가 효과적으로 함께 작동하고 있는 것으로 보인다. 즉 미국의 인수회사들은 비록 유럽과 같이 모든 응모주식을 매수하여야 할 의무는 없지만, 대상회사가 설립된 주법에 따라 상당한 규제를 받는다. 설립지법으로 가장 많이 이용되고 있는 델라웨어주법에 의하면, (i) 공개매수의 결과 일정한 지분율을 취득함으로써 “이해관계 있는 주주”가 될 경우, 공개매수에 대해 대상회사의 이사회가 사전 승인을 받거나 (ii) 85%를 초과하는 주식을 취득하거나 (iii) 85% 미달한 주식을 취득한 경우 이사회가 승인과 이해관계 없는 주주 66% 이상의 승인을 모두 얻는 경우에만 3년간의 유예규정의 적용 없이 기업결합을 할 수 있으므로, 대상회사에 대한 지배권을 취득하기 위해 공개매수를 실시할 경우 매수자는 공개매수 이후 곧바로 소수주주를 축출할 수 없고 3년간 매수자금을 회수할 수 없는 부담도 고려해야 한다. 이와 같이 공개매수 이후 소수주주를 보호하는 주회사법의 규제로 인해 미국에는 전부공개매수의무가 없음에도 1단계 공개매수시 평균 취득지분이 90% 이상이 되어 실질적으로 유럽식 의무공개매수와 크게 차이가 없다는 평가를 받는다.<sup>437)</sup> 한편 지배주주가 높은 프리미엄을 받고 지배권을 양도할 수 있지만, 그 행위가 회사와 소수주주에 대한 신인의무를 위반한 경우에는 해당 거래로 인한 이익을 회사나 주주에게 반환하도록 하고 있다.

EU에서는 2004년 공개매수지침을 마련하여 모든 회원국들이 전부의무공개매수제도를 도입하도록 하였다. 의무공개매수제도는 시장거래이든 일대일거래이든 지배권이 인정되는 지분율을 취득한 경우에는 원칙적으로 지배권 취득

437) Magnuson(2009), pp. 206-208.

후 지체없이 공개매수에 의하여 나머지 주식 등을 전부 매수할 의무를 부과한다. 전부의무공개매수제도는 일반주주가 지배권 변동에 반대할 경우 소유한 주식을 전부 매도할 수 있는 권리, 즉 탈퇴권을 보장하고, 그 일반주주의 주식매도가격은 매수자가 공개매수 전의 6개월에서 12개월 사이의 기간동안 같은 종류의 주식 등에 지급한 최고가격으로 정하고 있다. 이로 인해 일반주주에게 지배권 프리미엄이 귀속되도록 하여 주주평등의 원칙을 실현한다. 또한, 모든 주주들이 동일한 기회에 동일한 조건으로 주식을 매도할 수 있도록 하는 것이기 때문에 매도압력의 문제도 함께 해결하고 있고, 공개매수종료 이후 잔존하는 주주의 권리를 보호하기 위하여 공개매수기간 연장과 같은 매도압력 해소를 위한 추가적인 장치도 마련하고 있다. 나아가, 공개매수에 대해서는 주주들이 결정해야 한다는 인식 하에 이사회는 아무런 행위를 할 수 없도록 이사회 중립의무를 규정하고 있고(다만, 이사회 중립의무는 EU 회원국이 선택적으로 수용할 수 있도록 하고 있음), 전부의무공개매수로 인해 매수자는 막대한 인수비용 부담을 감수해야 하므로 유럽의 전부공개매수제도는 적대적 공개매수의 경우에는 경영권방어수단으로서도 기능한다. 요컨대, 유럽에서는 공개매수제도라는 일원화된 제도를 통해 지배권거래를 통제하고 있다. 유럽의 의무공개매수제도는 지배주주가 변동되는 지배권거래가 이루어진 후, 대상회사의 주주들에게 탈퇴권을 보장하고, 탈퇴하는 경우에 지배권프리미엄을 받을 수 있도록 하여 모든 주주의 평등취급 원칙을 실현한다. 의무공개매수제도라는 단일한 제도로 공개매수 단계의 매도압력을 완화하고, 공개매수 이후 소수주주를 보호하고, 적대적 인수로부터 방어하는 효과를 얻는다.

유럽의 국가 중 영국과 독일은 EU 공개매수지침을 다른 모습으로 수용하였는데, 영국의 강력한 의무공개매수제도를 독일은 완화된 의무공개매수제도의 모습을 갖추었다고 할 수 있다. 영국은 30%의 지분을 보유를 사실상 지배권으로 인정하는 동시에 매수인에게 최저응모조건을 부과하여 50%를 초과하는 지분을 취득할 것을 요구하지만, 독일은 이와 같은 최저응모조건이 없고 30%의 지분율을 지배권으로 인정하여 30% 이상의 지분을 보유자가 추가취득하는 경우 의무공개매수가 아닌 단순공개매수를 실시할 수 있다. 또한 영국과 독일은 모두 이사회 중립의무를 규정하고 있지만, 경영권 방어조치에 대한 결정권한

을 영국은 주주들에게 독일은 감사위원회에 부과하고 있다. 따라서 독일에서 대상회사의 이사들은 주주총회의 결의가 없어도 감사위원회의 승인만 얻으면 언제든지 경영권 방어행위를 할 수 있다.

한편 의무공개매수를 최초로 도입한 영국은 엄격한 전부공개매수제도의 운용은 임의 공개매수를 유인하여 기업인수 활동이 저해되지 않도록 규제하고 있다. 영국에서 2017년 4월부터 2018년 3월까지 1년 동안 공개매수 51건 중 24건은 대상회사의 이사회 의견에 반하는 적대적 공개매수였으며, 3건만이 의무공개매수였다.<sup>438)</sup> 또한 공개매수의 문제로 여겨지는 매도압력을 해결하기 위한 장치들이 있다. (i) 먼저 공개매수기간의 연장(Rule 31.4)을 통해 매도압력을 완화하고 있다. 이에 따르면 공개매수 성립에 필요한 최저응모조건이 충족된 경우에 매수인은 공개매수기간을 14일 연장해야 한다. 따라서 공개매수 성립 후에도 응모기회가 보장되기 때문에 공개매수조건에 불만을 품은 주주는 소수주주가 될 것을 우려하지 않고 공개매수에 응모하지 않는다는 선택을 할 수 있다. 더불어 이 연장기간동안 공개매수에 응모한 주주는 응모를 철회할 수 없기 때문에, 매수인은 연장기간 내에 다수의 철회가 되어 결국 공개매수가 성립되지 않는 것이 아닌가 하는 걱정을 할 필요는 없다. 또한 (ii) 부분공개매수를 승인하는 요건으로 Panel의 승인<sup>439)</sup>과 대상회사 주주 과반수가 공개매수 자체를 찬성할 것을 요구함으로써(Rule 36.5)<sup>440)</sup> 매도압력을 받는 주주는 공개매수 청약에 응모(이에 따라 공개매수 성립 시 소수주주가 될 위험을 회피한다)하되, 공개매수 자체는 반대한다는 뜻을 표시할 수 있다.<sup>441)</sup> 또한 매도압

438) 또한, Panel은 해당 기간 동안 64건의 자기주식 발행에 대해 의무공개매수를 면제하였고(whitewash), 소수의 주주를 보유한 회사에 대한 공개매수에 대해서는 Code의 적용을 면제하는 14건의 결정을 하였다. 2015년 7월까지 총 57건의 공개매수 중 9건이 의무공개매수였고, 2014년 7월까지 총 43건 중 5건, 2013년에는 60건 중 5건, 2012년에는 80건 중 7건이 의무공개매수였다(The Takeover Panel, 2017/2018 Annual Report And Accounts (July 2018), pp. 20-21}.

439) Panel은 30% 이상의 지분을 취득하고자 하는 부분공개매수는 거의 승인하지 않기 때문에 실제로 실시되는 경우는 드물다고 한다(英国M&A制度研究会(2009), 4-5면}.

440) Bebchuk은 매도압력의 문제를 해결하는 방안으로 전부 및 부분공개매수 모두의 경우, 대상회사 주주들이 공개매수 자체에 대한 찬반을 결정하도록 제안하고 있다(Bebchuk(1985), pp. 1796-1797}.

441) 田中亘(2012), 403면.



력을 완화하는 것 이외에도 영국의 의무공개매수제도는 매수인에게 비용등의 부담을 주어 적대적 기업인수를 어렵게 하는 방어수단의 역할도 병존하고 있고,<sup>442)</sup> 지배권이전에 대한 결정은 주주에게 귀속되어 대상회사의 이사회는 주주들이 승인하지 않는 한 해당 공개매수를 좌절시키기 위한 어떠한 조치도 취할 수 없음을 원칙으로 삼고 있다.

#### 나. 미국·유럽과 일본의 규제 비교

한편, 미국의 공개매수제도의 형태에서 시작한 일본 공개매수제도는 1990년 1/3 기준 강제공개매수제도를 신설하면서부터 영국을 중심으로 한 유럽의 공개매수제도에 다소 가까워졌다. 즉 5% 기준 공개매수제도는 미국 연방법이 반영되어 정보공시 중심으로 5% 초과하는 지분을 취득하게 되는 경우 공개매수를 강제하고 있다.

한편 1/3 기준 강제공개매수는 영국의 공개매수제도를 참고하였지만, 다음과 같이 크게 4가지 차이점이 있다.<sup>443)</sup>

첫째, 유럽은 지배주주가 된 후(사후적 규제), 일본은 지배주주가 될 필요가 있는 경우(사전적 규제) 공개매수의무가 발동된다는 점이다. 예를 들어, 일본에서는 25%의 지분을 소유한 매수인이 추가로 10%를 취득하려는 경우, 10% 지분은 공개매수방식으로 매수하여야 한다. 반면에 유럽 규정에 따르면, 30%의 지분을 취득한 이후에 의무공개매수의무가 발생한다. 지배주주가 되기 위한 지분매입은 사적으로 가능하고, 의무공개매수의무는 그 이후에 부과된다. 위의 예에서 추가 10%는 일대일거래 또는 다른 방법으로 매수할 수 있다. 이와 관련된 또다른 차이점은 의무공개매수의 가격은 공개매수지침(제5조(4); 공평한 가격, at the equitable price)에 의해 규제되는 반면 일본에는 최소가격 요구조항이 없다. 일본의 경우 매수가격이 낮으면 공개매수가 실패하고 매수자가 지배권을 취득할 수 없기 때문에 최소가격에 대한 규제가 필요하지 않다. 반면에 유럽에서는 지배권을 취득한 후 의무공개매수 규제가 발동되기 때문에 지

---

442) 田中亘(2012), 394면.

443) Fujita(2011), pp. 28-30.

배권 프리미엄 공유를 위한 유의미한 청약을 위해 매수자에게 최소 한도를 부여해야 한다.

두 번째 차이점은, 일본의 1/3 기준 강제공개매수제도에는 매수자가 증권시장을 통해 목표 주식을 매수하는 경우에 의무공개매수에 의할 필요가 없다는 중요한 예외 조항이 있다는 점이다. 일본의 금상법 제27조의2 제1항 제2호는 "금융상품거래 시장에서의 판매 및 매입 등"에 대한 예외를 규정하고 있다. 대조적으로 유럽 규제 하에서는 지배지분 매수형태와 관계없이 매수자가 지배지분을 취득한 경우 의무공개매수 요건이 적용된다. 물론 유럽 규제 하에서도 여러 면제 조항이 있지만(지침 제5조(2), 제10조), 증권시장에서의 매수는 면제 대상이 아니다.

세 번째 차이점은, 일본의 강제공개매수제도의 또 다른 중요한 예외사유는 신주발행에 의한 취득과 같은 발행시장에서의 거래이다. 회사가 제3자 배정에 의행 특정인에게 신주를 발행하고 발행주식총수의 1/3 이상을 취득하더라도 공개매수 의무가 발동되지 않는다. 유럽에서 그러한 인수는 신주발행에 대한 별도의 예외 규정이 없는 한 의무공개매수가 발동된다.

네 번째 차이점은 부분매수의 허용 여부이다. 유럽의 경우 매수자는 의무공개매수가 개시된 경우 원칙적으로 청약에 응한 모든 주식을 매수해야 한다. 반면에 일본의 매수자는 모든 주식을 반드시 매수할 필요는 없다. 2006년 금상법 개정 전에는 매수자는 모든 주주에게 공개매수 청약을 해야 했지만 의무공개매수에 의하는 경우에도 최대 매수량을 항상 제한할 수 있었다(부분매수). 2006년 금상법 개정에 의하여 소수주주를 보호하기 위해 모든 주식을 매입해야 하는 매수자의 의무를 도입했지만, 그러한 의무는 훨씬 높은 지분율인 발행주식총수의 2/3 이상을 취득하게 될 경우에만 발생하고 이러한 전부강제공개매수는 '공개매수'에 의한 주식 등의 취득 결과 보유지분비율이 2/3 이상이 될 경우에 한하여 발동된다.<sup>444)</sup>

요컨대, 일본과 유럽 제도의 차이점은 각 제도가 지향하는 목적의 차이점에 근거한다. 일본의 경우 '일대일거래에 의한 지배권 이전을 제한'하고자 함이고,

444) 1/3 공개매수는 지배권의 일대일거래 금지를 위해 도입되었고, 2/3 공개매수는 소수주주의 권리를 보호하기 위해 도입되었다. 따라서 두 의무의 각 지분율은 일본의 다른 목표에 근거하고 있다{Fujita(2011), pp. 30-34}.

유럽은 합병처럼 기업의 근본적인 변경에 해당하는 지배권 변동이 일어난 후 ‘남아 있는 주주들에게 공평한 가격으로 투자자본을 회수하여 회사로부터 탈퇴할 기회(exit right)’를 보장하는 것에 있기 때문이다.<sup>445)</sup>

## 2. 외국에서의 제도개선 논의

### 가. 미국

미국에서의 공개매수제도 개선논의는 운영상 2가지 문제점, 즉 (i) 매도압력으로 인한 주주의 왜곡된 선택(distorted choice)과 (ii) 공개매수 이후 주주들의 불평등취급(unequal treatment)의 문제에 집중한다.<sup>446)</sup>

(i)은 공개매수 상황에서 주주는 공개매수에 응모하지 않아도 공개매수는 성공하고, 그 이후 더 낮은 가치의 주식을 보유하게 될지도 모른다는 두려움으로 인해 왜곡된 선택(distorted choice)을 하게 되며, 이러한 매도압력으로 인한 공개매수 응모는 가치감소형 인수를 성사시켜 사회효용을 감소시킨다. 더욱이 이러한 왜곡은 대상회사의 경영진이 공개매수에 대한 방어수단을 사용할 정당성을 제공하기 때문에, 이러한 왜곡을 제거하면 방어수단을 행사하는 비용도 감소하고, 주주들과 사회의 비효율적인 비용 지출을 감소할 수 있다고 한다.<sup>447)</sup> (ii)의 문제는 공개매수가 종료된 이후 주주들이 얻는 이익에 차이가 있기 때문이다. 공개매수에 응모한 주주들은 공개매수가격으로 매도한 자신의 주식에 대한 대가를 보유하는 반면, 응모하지 않은 주주들은 그들의 모든 주식을 공개매수가격보다 낮은 가치로 보유하는 소수주주가 된다. 결과적으로 미숙한 투자자들은 결국 그들의 지분비율보다 상당히 낮은 수준의 가치를 보유하

---

445) Fujita(2011), p. 30.

446) Bebchuk(1985), p. 1696; Brudney/Chirelstein(1974), pp. 336-340; Carney(1988), p. 341; Coffee(1984), pp. 1183-1195; Easterbrook/Fischel(1982), pp. 710-711; Fischel(1988), pp. 896-898; Gilson(1981), pp. 859-862; Lowenstein(1983), pp. 307-309.

447) Bebchuk(1985), pp. 1696-1698, 1748-1764.

게 되는데, 이 불균형은 비효율적이고 불공평하다고 한다. 합병의 경우와 비교하면, 주주총회에서 합병이 승인되면 대상회사의 주주들은 합병비율에 따라 각 지분비율별로 인수대가를 취득하게 되는데, 대상회사를 공개매수로 인수하게 되면 대상회사의 주주들이 보유하는 가치는 총 인수가격에 대한 각자의 지분 비율에 상응하지 않을 수 있다.<sup>448)</sup>

#### (1) 뱀척교수의 견해

이에 대한 대표적인 개선의견으로 뱀척교수는 기업인수에 대한 일관성있는 제도 정비를 위해 응모주주들의 선호도가 모두 반영된 공개매수 응모서식(tender form)을 마련할 것을 제안한다.<sup>449)</sup> 즉 모든 공개매수<sup>450)</sup>에 대하여 공개매수 응모서식에 (i) 공개매수가 성공할 경우 자신의 주식을 매도할 것인지 여부, (ii) 공개매수가 실패할 경우 자신의 주식을 매도할 것인지의 여부, (iii) 공개매수가 성공하길 원하는지 실패하길 원하는지, (iv) 공개매수가 실패하여 매수인이 지배지분을 취득하지 못할 경우 청약에 응모한 주주의 주식을 매수할 수 있도록 허용하는지 여부를 체크하여 공개매수에 응모하는 주주가 자신의 선호를 완전히 표현할 수 있도록 공개매수 응모서식을 마련할 것을 제안한다.

이러한 공개매수 응모양식에 따라 매수인등과 이해관계없는 독립주주 의견권의 과반수의 찬성에 의해 공개매수가 성공하게 되면, 해당 공개매수를 반대하였던 주주도 주식을 매도하기로 표시하였다면 전부매수의 경우는 모든 주식을 매도할 수 있고 부분매수의 경우에는 안분하여 주식을 매도할 수 있게 된다. 만약 공개매수가 실패하더라도 질문지에 매도하기를 희망한 주주의 주식을 매수할 수 있게 되어 매수인은 실패한 공개매수에 의해서도 비지배지분을 취득할 수 있고, 주주도 주식을 해당 공개매수의 조건으로 주식을 매도할 수 있

448) Bebchuk(1985), pp. 1696-1698, 1706-1707.

449) Bebchuk(1985), pp. 1747-1765. 이는 부분공개매수의 조건으로 독립주주의 과반수 승인을 요구하는 영국 제도(Code 36.5)를 수정한 것이다.

450) Bebchuk교수는 전부공개매수에도 매도압력이 있으므로 전부공개매수와 부분공개매수 모두에 대해 위와 같은 찬반투표를 하자고 제안한다. 이는 부분공개매수의 조건으로 찬반투표를 실시하고 있는 영국과 이를 제안하는 일본의 개선안과 대비된다.

게 된다. 또한 과반수의 산정은 공개매수에 의사표시를 한 주주들의 과반수이어야 한다고 주장하는데, 공개매수에 대해 의사표시를 하지 않은 주주는 적극적으로 찬반의 의사표시를 한 주주들에게 판단을 맡긴 것으로 해석해야 하기 때문이라고 한다.<sup>451)</sup> 위와 같은 공개매수 응모서식을 활용함으로써 주주는 매도압력이 없는 상태에서 주식의 매도 여부를 결정하게 되어 왜곡되지 않은 선택을 하게 되고, 의사표시에 따른 주식양수도계약의 체결로 인해 주주들의 불평등취급 문제도 해결하게 된다고 한다. 또한 지배권거래가 공개시장이나 일대일거래로 이루어지는 것을 금지하여 주주들의 의사가 반영된 지배권거래가 이루어져야 한다고 제안한다.<sup>452)</sup>

## (2) SEC 자문위원회의 견해

한편 SEC 자문위원회와 SEC는 이러한 왜곡된 선택과 불평등취급 문제를 해결하기 위하여 부분매수를 금지하는 방안도 고려하였으나, 부분매수의 경제적 이익, 즉 (i) 매수자가 특정 회사를 100% 소유하는 경우보다 더 많은 산업에 투자할 수 있는 재정적인 여유를 제공하고, (ii) 기술교환 관계를 촉진하며, (iii) 높은 인수비용이 소요되는 대기업의 경우에도 지배권과 경영진이 변경 가능하고, (iv) 벤처 캐피탈과 같은 민간 직접투자를 촉진하며, (v) 미국 내에 투자되고 있는 외국자본의 관행에 대한 정보를 제공하고, (vi) 매수자가 대상 회사를 100% 소유하려고 하는 경우 오랜 시간에 걸쳐 대상회사를 파악할 수 있다는 점 등<sup>453)</sup>을 고려하여 부분매수를 금지하지 않기로 하였다. 그 대신

451) Bebchuk(1985), p. 1759. 반면에, 영국의 부분공개매수의 승인조건에서 독립주주의 과반수는 모든 독립주주의 과반수를 의미한다(Code 36.5). 이는 공개매수에 찬부의 의사표시를 하지 않은 주주는 공개매수에 반대한 것과 같이 취급하는 것이라고 설명한다{田中亘(2012), 417면}.

452) Bebchuk(1985), p. 1795.

453) U. S. SEC, Advisory Committee on Tender Offers, Report of Recommendations (1983), pp. 24-26.

[T]here are many valuable roles for partial offers and partial ownership, including:

(1) allowing companies to invest in one or more industries with more limited financial exposure than if ownership were 100%; (2) facilitating technology exchange relationships; (3) permitting change of control and reducing management

SEC 자문위원회는 부분매수에 대하여는 전부매수보다 더 오랜기간 공개매수 기간을 설정하도록 권고하여 부분매수를 단념시킬 수 있기를 권고하였지만,<sup>454)</sup> 이에 대해 SEC는 자문위원회의 권고안이 위 문제들을 해결하는 최선의 방법인지는 확실하지 않다는 입장이다.<sup>455)</sup>

## 나. 유럽

EU 공개매수지침 제20조는 EU 회원국들이 자국에 공개매수지침을 국내법으로 입법한 후 5년이 경과하였을 때 유럽위원회(European Commission)가 해당 지침의 운용현황을 평가하고 필요한 경우 수정안을 제안하도록 규정하고 있다. 이에 따라 발간된 2013년 평가보고서<sup>456)</sup>에 따르면 공개매수지침은 소수주주 보호에 유용하고 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로도 기능하지만, 잠재적인 인수를 감소시키는 측면도 있다.<sup>457)</sup> 일부 규정에 대해 논쟁도 있지만, 일단 지배권이전에 대한 규제수단으로 효과적인 것으로 평가받는다.<sup>458)</sup> 논쟁이 있는 부분은 4가지로 정리되는데<sup>459)</sup>, (i) 공동행위 개념(지침 §2(1))의 국내법상 적용 문제, (ii) 공개매수와 관련된 지분율을 높이기 위한 현금결제형 파생상품의 이용<sup>460)</sup>, (iii) 의무공개매수가 발동하는 지분율 바로 아래 수준의 지분(예: 29.9% 지분율)을 취득하여 사실상의 지배력을 얻으려는 경향, (iv) 또한, 낮은 가격으로 임의공개매수를 실시하여 의무공개매수를 회피하는 문제

entrenchment in large companies; (4) facilitating private direct investment, such as venture capital; (5) acknowledging the common practice of suppliers of foreign capital in the United States; and (6) allowing acquirors to get to know a potential acquiree over time with a view to moving to 100% ownership.

454) U. S. SEC, Advisory Committee on Tender Offers, Report of Recommendations (1983), pp. 26-28.

455) SEC, Securities Exchange Act Release No. 21079 (1984 Decisions), pp. 86, 917.

456) Marccus/CEPS(2013)는 유럽위원회의 위탁을 받은 Marccus Partners와 CEPS가 평가보고서를 작성하였다(해당 보고서 p. 4).

457) Marccus/CEPS(2013), p. 38.

458) Marccus/CEPS(2013), p. 18.

459) European Company Law Experts(2014), p. 1.

460) 최근에 영국, 이탈리아, 스페인은 현금결제형 파생상품을 지배권의 지분율 계산에 포함시켰다고 한다(Marccus/CEPS(2013), p. 156).

가 있다.<sup>461)</sup> 이 중 어느 정도의 개선안이 제시된 (i) 공동행위의 개념 문제 및 (iv) 주식을 조금씩 천천히 매수하여 의무공개매수를 피하는 잠행매수 (creeping purchase)와 임의공개매수의 남용에 대한 개선논의를 정리하면 아래와 같다.

#### (1) 공동행위 개념에 대한 개선의견

유럽에는 여러 지침에서 공동행위의 개념을 정의하고 있다. 이에 영국과 이탈리아 등은 공개매수지침의 공동행위 개념을, 프랑스, 독일 등의 국가는 공개매수지침과 투명성지침(the Transparency Directive)의 공동행위 개념을 함께 국내법으로 규정하고 있다.<sup>462)</sup> 이에 대해 유럽회사법전문가위원회(European Company Law Experts, ECLE)는 유럽의 다양한 지침들의 공동보유자 개념이 통일될 필요는 없지만, 공개매수지침의 공동보유자 개념이 투자자인 주주의 적극적인 활동(shareholder activism)이 의무공개매수를 발동시키지 않도록 규정되고 적용되어야 한다는 점을 분명히 하였다.<sup>463)464)</sup>

#### (2) 잠행매수와 임의공개매수의 남용에 대한 개선의견

다음으로 문제가 되는 EU공개매수지침의 규정은 임의공개매수를 실시한 경

461) European Company Law Experts(2014), p. 1.

462) Marccus/CEPS(2013), p. 40. 제3장에서 살펴본 바와 같이 투명성지침의 공동행위 개념이 공개매수지침에서보다 넓기 때문에, 프랑스와 독일과 같이 두 지침을 모두 적용하는 국가의 투자자들의 공동행위가 의무공개매수를 발동시킬 가능성이 더 높다.

463) European Company Law Experts(2014), pp 1, 3-7.

464) 영국의 Panel은 다음의 2가지 조건을 만족하는 경우는 지배권취득 관련 행위로 보아 의무공개매수가 발동하는 주주의 활동(shareholder activism)이라고 발표하였다. ① ‘이사회 통제’ 관련 의안을 다루는 주주총회 소집 요청 ② ‘이사회 통제’ 의안이 제안되거나 이사회를 위협하여야 한다는 합의 또는 이해에 도달한 후, 그 주주들 및 이해관계자들이 합하여 대상회사의 의결권 30% 이상을 취득한 경우(또는 그들이 이미 30% 이상의 지분을 보유하고 있는 경우에는 추가로 의결권을 취득한 경우)

더불어 Panel은 ① 이사회에서 제기될 수 있는 문제에 대한 주주들간의 토론, ② 이사회에 대한 주주 공동대표, ③ 주주총회에서 특정 의안에 대해 같은 방향으로 투표하기로 한 합의에 대해서는 공동행위로 간주하지 않는다{Marccus/CEPS(2013), pp. 135-136}.



우에는 의무공개매수가 면제된다는 조항이다(지침 §5(2)). 만약 매수자가 지배권에 가까운 지분(예: 29.9%)을 취득하고 있다면, 아주 적은 양의 지분(예: 0.2%)만 취득하면 지배권을 취득하게 된다. 따라서 가격에 대한 통제가 없는 임의 공개매수를 아주 낮은 가격에 실시하더라도 지배권을 취득할 수 있게 된다.<sup>465)</sup> 유럽회사법전문가위원회(ECLE)는 이러한 잠행매수와 임의 공개매수의 남용에 대한 해결책으로 영국의 50% 최저응모조건(City Code, Rule 9.3(a))을 소개한다. 영국은 임의공개매수를 실시할 경우에도 50% 최저응모조건을 요구하므로, (i) 매수자는 공개매수의 성공을 위해 공정한 가격을 제시하게 되고, (ii) 만약 29% 지분을 가진 매수자가 낮은 가격으로 임의공개매수를 실시한다면, 매수자가 공개매수기간동안 시장이나 일대일거래를 통해서 주식을 취득하여<sup>466)</sup> 30% 이상의 지분을 취득하더라도, 위 임의공개매수의 응모율이 50% 이하이면 공개매수가 실패하게 되고, 이 경우에는 다시 의무공개매수를 실시하거나 임의공개매수기간 중 취득한 지분을 팔아야 한다. 유럽회사법전문가위원회(ECLE)가 제시한 또 다른 대안은 임의공개매수의 조건으로 일정 지분(예: 5%, 10%)을 취득하게 함으로써 너무 낮은 가격에 지배권을 취득하지 못하게 하는 것이다.<sup>467)</sup>

또한 일부 국가(예컨대, 독일의 경우) 지배권을 취득한 이후 지분을 추가 취득하여 지배권을 확장하려는 경우에 의무공개매수제도가 면제되는 것(creep on problem)에 대한 규제로 일정 기간(예: 12개월) 동안 일정 규모 이상의 지분(예: 2%)을 취득하는 경우에는 의무공개매수가 발동되는 시스템을 제안한다. 이 개선안은 사실상 지배권을 가진 지배주주가 지배권을 확장할 경우 일반 주주에게 탈퇴권을 제공한다는 의미가 있다<sup>468)</sup>.

실제로 다음의 회원국들은 이미 위 개선안을 국내법화하여 시행하고 있다. 즉 프랑스는 12개월 안에 2% 이상의 주식이나 의결권을 취득한 경우<sup>469)</sup>, 그리스와 이탈리아는 12개월 안에 3% 이상의 의결권을 취득한 경우, 아일랜드

465) European Company Law Experts(2014), p. 9.

466) 유럽의 전부의무공개매수에서는 별도매수금지의무가 없다.

467) European Company Law Experts(2014), pp. 10-11.

468) European Company Law Experts(2014), p. 9.

469) 프랑스의 경우 최근에 법(Loi Florange)을 개정하여, 영국과 같이 50% 최저응모조건을 입법하였다고 한다(西村あさひ法律事務所(2019), 713-714면).

는 12개월 안에 0.05 이상의 의결권을 취득한 경우에 사후적으로 모든 주주에게 의무공개매수를 실시하여야 한다.<sup>470)</sup> 한편 영국의 경우 1998년 이전에는 30% 이상 50% 미만의 지분을 가진 보유자가 1년 동안 추가로 1% 이상을 취득하는 경우에만 의무공개매수를 실시하도록 규정하였는데, 1998년 City Code를 개정하여 1주라도 추가로 취득한 경우 의무공개매수를 실시하도록 하였다. 그러나 위 규제는 각 나라 기업지배구조의 모습에 따라 다르게 기능하고 있다. 지배주주가 있는 회사가 많은 프랑스와 그리스의 경우, 지배주주가 천천히 지분율을 증가하는 자유를 얻게 되었고 시장에는 해당 정보가 반영되는 충분한 시간이 확보되었다. 반면에 주식이 분산된 회사가 많은 영국과 아일랜드의 경우에는 위와 같은 추가취득에 대한 규제로 인해 지배권 확장이 용이하지 않다고 분석되고 있다.<sup>471)</sup> 유럽회사법전문가위원회(ECLE)는 유럽위원회의 위 개선논의에 더하여 이사회와 중립의무와 폐기의 원칙에 대한 회원국의 선택조항을 주주가 선택하도록 개정하여야 한다고 제안하였다.

### (3) 의무공개매수제도의 도입에 대한 선택권을 부여하자는 견해

더불어 영국 제도에 대한 유의미한 개선논의로는 스위스<sup>472)</sup>의 공개매수제도와 같이 의무공개매수를 개별 회사의 선택에 따라 정관으로 배제할 수 있도록 선택권(opt-out)을 부여하자는 견해가 있다.<sup>473)</sup> 이 견해는 먼저 의무공개매수제도의 취지라고 설명되는 탈퇴권 보장과 주주평등취급의 정당성에 대해 의문을 갖는다. 즉 일반주주에게 탈퇴권을 보장하는 것은 새로운 지배주주가 사후적으로 사익추구등 회사에 손해가 되는 행위를 할 것을 예정한 것이기 때문인데, 회사법등에서 지배권 행사에 대해 적절하게 규제하고 있는 경우에는 굳이 일반주주에게 탈퇴권을 보장해 줄 필요가 없다는 것이다. 또한 지배권프리미엄 지급 등의 평등취급은 직관적으로는 매력적이지만, 이미 지배주주가 있는 회사에서 지배권 변동이 일어나는 경우에는 일반주주가 이미 소유한 지분에는 프

470) Marccus/CEPS(2013), p. 127.

471) Marccus/CEPS(2013), p. 127.

472) 스위스는 유럽연합 회원국이 아니다.

473) Kershaw(2016), pp. 255-256.

리미엄등의 이익이 없기 때문에 이 경우에는 평등취급이 정당하지 않다고 한다. 한편 인수비용의 증가가 지배권거래에 부정적인 영향을 미치는 것에 대해서도 실증적 증거가 없기 때문에, 의무공개매수제도가 좋은 것인지 나쁜 것인지 여부는 오랫동안 해결되지 않는 논쟁의 대상이라는 점도 지적한다. 따라서 의무공개매수제도는 이러한 불확실성이 있기 때문에 회사의 정관으로 의무공개매수제도를 배제할 수 있는 선택권(opt-out)을 부여하자고 주장한다.<sup>474)</sup> 더불어 제도운영의 혼선을 막기 위해 의무공개매수제도의 세부사항은 현재와 같이 City Code에서 규정하고, 회사는 의무공개매수제도를 배제할지 여부만 선택하도록 하면 Panel이 여전히 지배권거래를 규제할 수 있게 된다고 설명한다.

#### 다. 일본

일본에서 제도개선 논의가 있는 부분은 (i) 공개매수의 매도압력을 해소하기 위한 제도의 보완, (ii) 사후규제로의 변경 제안, (iii) 2/3 기준 강제공개매수제도의 개선 등에 관한 것이다.

##### (1) 부분공개매수의 매도압력을 완화를 위한 개선의견

우리나라에 유의미한 개선논의는 공개매수의 매도압력을 해소하기 위한 보완입법에 관한 것이다.<sup>475)</sup> 우선 (i) 시장매수의 경우에도 선착순으로 주식을 매도한다는 매도압력이 다소간 존재하므로 매수인등이 시장내외의 매수를 불문하고 1/3을 초과 취득하는 경우 공개매수에 의하도록 제안한다. 또한 (ii) 부분공개매수의 경우 공개매수 후 잔존주주가 남아 불이익을 받을지 모른다는 불안감으로 인해 가치감소형 인수거래임에도 불구하고 해당 청약에 대해 응모함으로써 가치감소형 인수거래가 성사될 위험이 전부공개매수보다 더 심각하게 존재한다. 따라서 영국에서 부분공개매수의 조건으로 독립주주 의결권 과반수의 찬성을 요구하는 규제(City Code, Rule 36.5)처럼 공개매수에 응모하는

474) 유럽 회사법 차원에서 의무공개매수제도의 선택조항을 자세하게 논의한 자료로는 Enriques/Gatti(2015).

475) 田中亘(2012), 410-422면; 飯田秀總(2016), 85면; 飯田秀總(2017), 47면.

지 표시하는 것과는 별개로 공개매수 자체를 승인할지의 의사표시를 하는 규제를 마련하여, 의결권의 과반수에 해당하는 주주가 공개매수를 승인하는 것을 부분공개매수 성립 조건으로 하는 규제를 도입하자고 주장한다. (iii) 전부공개매수의 경우에도 매도압력은 존재하므로,<sup>476)</sup> 해당 공개매수 종료 후 공개매수 기간의 연장을 강제하여 공개매수가격으로 주식을 팔 수 있는 기회를 제공하자고 한다. 전부공개매수를 실시한 매수인은 애초에 모든 주식을 취득할 의도로 공개매수를 실시하였으므로 연장기간 설정으로 인해 과도한 부담이 발생하는 것도 아니라고 설명한다. 연장기간의 강제와 함께 전부공개매수의 매도압력을 완화하기 위해서는 영국의 50% 최저응모조건도 도입해야 한다고 한다. 최초의 공개매수기간에 매수인이 50% 미만을 취득하였다면 연장기간 동안에도 매도압력이 존재하기 때문이고<sup>477)</sup>, 지배권이 이전되는 거래는 적어도 행사된 의결권의 과반수의 찬성이 필요한데 부분공개매수의 의결권 과반수 승인조건을 회피하기 위하여 전부공개매수를 이용하는 것을 방지하기 위한 목적도 있다고 한다.<sup>478)</sup>

## (2) 사후규제로의 변경 제안

다음은 일본의 사전규제 형식으로 인한 기술상의 어려움을 제기하는 견해이다.<sup>479)</sup> 일본에서는 급속매수 규정에 의해 33%의 지분을 보유한 주주등은 3개월의 기간 동안 시장이나 신주발행등을 통해 지분을 추가취득을 할 수 없다. 이러한 탄력성이 없는(inflexibility) 거래규제는 사전적 공개매수이기 때문에 발생하는 어려움이라고 설명하면서, 이 부분에 있어서는 유럽의 제도가 유연하다고 설명한다. 일본의 법제 하에서는 매수인이 시장내외 거래를 통해 3개월의

476) 전부공개매수의 경우에도 공개매수 종료 후 다른 주주들에 비해 불리한 지위에 있게 놓일지도 모른다는 불안감때문에 공개매수조건에 만족하지 않는 주주도 공개매수에 응모할 수 있기 때문에, 공개매수기간을 연장하여 매도압력을 완화하자고 주장한다(田中亘(2012), 418-422면).

477) 독일에서도 공개매수가 성공한 후 2주의 기간을 연장하도록 강제하지만, 50% 최저응모조건이 없어서 여전히 매도압력이 발생한다는 설명은 飯田秀總(2006), 975면.

478) 田中亘(2012), 421면.

479) Fujita(2011), pp. 42-43.

기간 동안 1/3 지분율에 도달하게 되면 전체 거래가 법을 위반한 것이 된다. 따라서 이러한 어려움을 해결하기 위해서 공개매수에 대하여 사후적으로 규제하는 것을 제안한다.

### (3) 2/3 기준 강제공개매수제도에 대한 개선 의견

2006년 개정으로 도입된 2/3 기준 강제공개매수제도는 매수인이 2/3 이상의 지분을 공개매수를 통해서 취득한 경우에만 잔존주주에 대해 전부매수의무가 발생하도록 설계되어서 해당 제도의 취지에 부합하지 않는 제도라고 비판받는다.<sup>480)</sup> 즉 매수인이 공개매수가 아닌 시장매수, 제3자 배정 등의 방법으로 2/3 이상의 주권등을 취득하는 경우에는 전부매수의무가 발생하지 않게 되는데, 이는 초다수 주주(super majority shareholder)가 출현할 때 소수주주에게 탈퇴권(exit right)을 보장하기 위한 본 제도의 취지에 비추어 논리적으로 설명되지 않는 제도라고 한다.<sup>481)</sup> 따라서 제도의 취지에 부합하기 위해서 유럽의 공개매수제도처럼 주권등의 취득방법에 상관없이 매수자가 일정한 비율을 취득하게 되면 전부매수의무를 강제하거나<sup>482)</sup> 회사법으로 소수주주에게 주식매수청구권(sell-out right)을 부여하는 방법을 제안한다.<sup>483)</sup> 혹은 정책적 판단을 변경해서 2006년 이전처럼 전부매수의무를 삭제하는 것도 고려할 수 있다고 한다.<sup>484)</sup>

480) 藤田友敬(2013), 45-46면; Fujita(2011), p. 42; 飯田秀總(2017), 47면.

481) Fujita(2011), p. 42; 飯田秀總(2017), 47면.

482) Fujita(2011), p. 42{ 전부매수의무를 개정하는 구체적인 대안으로 (i) 2/3 전부권유 의무의 발동기준은 유지하면서, 주식 매수방법에 상관없이 시장매수·제3자 배정에 의해 2/3 지분율을 취득한 경우에도 전부권유 의무와 전부매수의무를 부과하거나 (ii) 유럽의 공개매수제도처럼 전부매수의무가 발생하는 지분율을 1/3로 낮추어 1/3 지분을 취득한 후 사후적으로 전부매수의무를 부과하는 것을 제시하고 있다}.

483) Fujita(2011), p. 42; 飯田秀總(2017), 47면.

484) Fujita(2011), p. 42; 飯田秀總(2017), 47면.

### 3. 우리나라 제도개선예의 시사점

#### (1) 지배권거래에 대한 종합적인 법적 규제의 미비

이상에서 살펴본 바와 같이 유럽은 지배주식의 양도에 의한 지배권거래를 규제하기 위해 공개매수제도를 활용하고 있고, 주식거래의 정보공시 차원의 규제에 그치는 것이 아니라 소수주주의 보호 및 경영권방어 차원에서 관련 법제를 제정하고 있다. 2013년 기준 모든 EU 회원국들은 EU 공개매수지침에 따라 의무공개매수제도를 도입하여 시행하고 있다.<sup>485)</sup> 이 제도의 목적은, 지배권 변동 시 소수주주에게 탈퇴권 내지는 지배권 프리미엄 공유 기회를 제공함으로써 소수주주의 이익을 보호하기 위한 것으로 공개매수자에게 전부매수의무를 부과하여 지배권취득이 어렵게 하는 경영권 방어효과도 얻고 있다.

의무공개매수제도를 도입하지 않은 미국의 경우에는 지배주식을 취득하는 주요 방법이 공개매수이므로, 공개매수를 규율하기 위해 연방법상은 중립적인 입장에서 매수인이 법이 요구하는 정보공시 규제와 절차를 따르기만 하면 언제든지 어느 정도의 수량이든 공개매수로 주식을 취득할 수 있도록 규정하고 있고, 주회사법 및 판례법은 지배권거래로부터 대상회사와 소수주주를 보호하는 한편 경영진에게 방어수단 행사에 대한 재량을 주고 있다. 특히 판례에서 지배주주의 신인의무를 통하여 회사가치를 훼손하는 남용적인 지배권거래를 규제하고 있다. 따라서 미국의 연방법 규정만을 참고하여 정보공시 규제에 머무르고 있는 우리 자본시장법상 공개매수제도는 지배권거래를 규제하기 위하여 실효성있는 제도로서의 모습을 갖출 필요가 있다.

또한 1990년부터 1/3 기준 강제공개매수제도에 의해 지배권의 일대일거래를 금지하고 있는 일본에서도 소수주주를 공개매수의 매도압력으로부터 보호하기 위해 공개매수제도를 개선하고자 하는 논의가 계속되고 있다.

이와 같이 외국의 공개매수제도는 지배권이 변동되는 주식거래를 통제하여 일반주주가 해당 지배권거래에 참여하도록 공개매수제도를 기본으로 여러 법에서 종합적으로 규율하고 있다. 그럼에도 해당 규제를 잠탈하여 일반주주의

---

485) Marccus/CEPS(2013), p. 58.

이익을 침해하는 행위와 공개매수에서 발생하는 매도압력의 문제 등을 해결하고자 다양한 개선논의가 이루어지고 있고, 엄격한 제도 운용으로 회사에게 불필요한 피해가 없도록 지속적으로 제도의 발전을 위해 노력하고 있다. 이는 지배주식 양도에 대해 별도의 규제가 없는 상법과 1997년과 1998년에 25% 기준 의무공개매수를 도입하고 폐지한 이후 큰 변화가 없는 자본시장법상 공개매수제도를 보유한 우리나라에서 시장현황을 반영한 제도 마련이 시급하게 이루어져야 함을 시사하고 있다.

## (2) 기타 국가의 의무공개매수제도 도입 현황

한편 미국과 유럽, 일본을 이외에도 많은 나라에서 지배권거래에 대해 규제하고 있는 것을 알 수 있다. 특히 아래 표에 따르면 의무공개매수제도는 세계적으로 보편화된 제도임을 알 수 있다. EU 회원국 뿐만 아니라 비회원국가인 스위스 등과 중국, 인도, 홍콩 등의 아시아 나라들도 의무공개매수제도를 도입하고 있고, 미국과 우리나라 2개국만 의무공개매수제도를 도입하지 않았다. 그러나 미국은 주회사법과 판례법에서 공개매수 또는 지배권거래를 규제한다는 점을 고려할 때, 주식거래에 의한 지배권거래에 대한 아무런 규제를 두지 않은 나라는 사실상 우리나라 뿐이라고 할 수 있다.

[ 표 3-6 ] 외국의 의무공개매수 도입 현황<sup>486)</sup>

국가	도입여부	주요내용
네덜란드	O	30% 이상 취득하는 경우 전부공개매수의무
독일	O	30% 이상 취득하는 경우 전부공개매수의무
대한민국	X	-
미국	X	단, 펜실베이니아(20%), 메인(25%), 사우스다코타(50%+1주)주의 경우, 매수인이 지배권을 취득한 이후 소수주주들이 지배주주가 된 매수인에게 공정한 가격으로 매수청구할 수 있음.
스위스	O	1/3 이상 취득하는 경우 전부공개매수의무

486) 정준혁(2017a), 254-255면과 Marccus/CEPS(2013), pp. 163-168; Herbert Smith Freehills, "Regulations of public mergers and acquisitions in Asia"(April 2010) 참고하여 작성.



스페인	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 지분은 30% 미만이지만 24개월 이내에 이사회 의 절반 이상을 선임하는 경우 전 부공개매수의무
싱가포르	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%-50% 보유 주주가 6개월 이내에 1% 이상 추가 취득하는 경우 전부공개매수의무
EU	○	지배권을 취득하는 경우(구체적 기준은 각국에 위임) 전 부공개매수의무
영국	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%~50% 보유 주주가 1 주라도 추가 취득하는 경우 전부공개매수의무
이탈리아	○	이사회 선임, 해임권을 갖는 지분 또는 의결권을 25% 이상 취득하는 경우(중소기업의 경우 30%); 25%~50% 보유 주주가 12개월 이내에 5% 이상 추가 취득하는 경우 전부공개매수의무
인도	○	25% 이상 취득하는 경우, 25% 이상 보유 주주가 5% 이상 취득하는 경우, 또는 회사의 경영권을 취득하는 경우
일본	○	1/3 이상 취득하는 경우 강제공개매수 방법으로 해야 함. 공개매수로 지분율이 2/3 이상 되는 경우에는 전부매수의무
중국	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%~50% 보유 주주가 12개월 이내에 2% 이상 추가 취득하는 경우, 전부 또는 부분 공개매수 선택 가능
캐나다	○	20% 이상 취득하는 경우 전부공개매수의무
러시아	○	30%, 50% 또는 75% 이상 취득하는 경우 전부공개매수
프랑스	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%~50% 보유 주주가 12개월 이내에 1% 이상 추가 취득하는 경우 전부공개매수의무
호주	○	20% 이상 취득하는 경우 전부공개매수의무
홍콩	○	30% 이상 취득하는 경우 또는 30%-50% 보유 주주가 12개월 이내에 2% 이상 추가 취득하는 경우 전무공개매수의무

위 18개국 중 의무공개매수제도를 도입하지 않은 우리나라와 미국을 제외한 16개국은 모두 전부의무공개매수제도를 부분적이라도 채택하고 있다.

이와 같이 EU 회원국 뿐만 아니라 비회원국, 아시아의 많은 나라에서 공개매수제도를 활용하여 지배권거래를 규제하고 있다. 미국은 연방 증권거래법상 공개매수제도와 주의 회사법제로 이원화된 규제 체계를 갖추고 있다. 따라서 미국의 연방 증권거래법을 모델로 한 우리나라 자본시장법상 공개매수제도가 지배권거래를 규제하는 실효성 있는 제도로 기능하기 위하여 어느 규제의 틀을 참고하는 것이 좋을지 검토할 필요가 있다. 이하에서는 자본시장법상 공개매수제도가 어떠한 내용으로 규정되어 있는지 검토하고, 공개매수 현황에 대한 분석을 통해 현행 공개매수제도가 지배권거래에 대한 통제 제도로써 제대로 기능하지 못하고 있음을 확인한다.

## 제4장 우리나라 공개매수제도의 현황과 문제점

### 제1절 지배권거래와 관련된 공개매수제도

#### 1. 서설

1976년에 최초로 (구)증권거래법에 도입된 우리나라의 공개매수제도는 미국과 일본의 공개매수제도를 모델로 한 것이다. 공개매수제도는 지배권 경쟁의 공정성을 확보하고, 지배권 변동 가능성에 대한 정보를 투자자에게 제공하며, 모든 주주에게 동등한 매도 기회를 부여하는 등 주주간 평등을 도모하기 위해 공개매수의 절차·방법 등을 규정하고 그 내용을 공시하도록 하는 제도로 설계되었다.<sup>487)</sup> 공개매수에 대해 규제를 하는 이유에 관하여 통설<sup>488)</sup>은 대상회사의 주주가 충분한 정보를 갖지 못한 상태에서 조급하게 매도를 결정하게 하는 이른바 “매도압력”의 위험으로부터 주주를 보호하기 위함이라고 설명한다. 즉, 공개매수 규제는 매수자 혹은 대상회사의 경영진<sup>489)</sup>으로부터 받을 수 있는 매도압력으로부터 대상회사의 주주들을 합리적으로 보호하기 위하여 매수자를 규제하는 것을 주된 내용으로 한다.

공개매수제도는 위와 같은 입법취지를 배경으로 1976년 처음으로 입법된 이후 여러 번 개정되었지만, 1997년과 1998년에 25% 기준 의무공개매수제도가 각각 도입되고 폐지되었던 것 이외에 제도의 틀은 큰 변경없이 유지되고 있다. 이하에서는 우리나라의 공개매수제도의 연혁을 주요 개정 내용을 중심으로 살

487) 금융감독원, 기업공시 실무안내 (2018), 385면.

488) 김건식/정순섭(2013), 335면; 정동윤/송종준/이문성(1996), 92면; 송종준(2009), 73면; 김건식(1997), 26면 등.

489) 지배권거래가 대상회사 주주의 부를 증가시키지 못함에도 대상회사 경영진에게는 유리한 인센티브를 부여하는 경우, 경영진은 주주에 대한 영향력과 회사에 대한 정보를 이용하여 주주들이 공개매수에 응하도록 하거나 경쟁매수가 있는 경우에는 특정 매수인에게 유리하도록 매도압력을 가할 수 있다(김건식 외(2014), 358-359면).

폐본 후, 당초의 입법취지가 잘 실현되어 왔는지에 주목하면서 우리나라 공개매수제도의 현황과 문제점을 분석한다.

## 2. 공개매수제도

### 가. 연혁

#### (1) 1976년 (구)증권거래법 개정

공개매수제도는 1976년 12월 (구)증권거래법이 전면 개정되면서 주식대량소유제한규정(동법 제200조)<sup>490)</sup>과 함께 경영권 안정화 조치의 일환으로 도입되었기 때문에 경영진측에 유리한 제도라는 평가가 일반적이었다.<sup>491)</sup> 공개매수제도는 공개매수신고제도, 신고사실의 발행인 통지 및 공시, 공개매수자의 일정행위제한 및 공개매수설명서 교부, 대상회사의 의견표시, 행정기관의 감독 등 총 7개의 조항으로 구성되었다(동법 제21조부터 제27조 신설). 그러나 제정 이후, 약 20여 년간 공개매수는 전혀 이용되지 않았고 그 결과 공개매수제도 또한 변함이 없었다. 이에 대해 (구)증권거래법 제200조의 대량주식소유제한 규정으로 인해 공개매수는 거의 불가능하였다는 견해가 있지만,<sup>492)</sup> 이는 타당하지 않다. 동조 제2항에서 공개매수에 의해 대량주식을 취득한 경우에는

490) (구)증권거래법 제200조(대량주식소유의 제한) ① 누구든지 상장법인이 발행한 주식은 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 다음 각호에 규정하는 기준을 초과하여 소유하지 못한다. 이 경우에 의결권이 없는 주식은 총발행주식에 포함되지 아니한다.

1. 당해 유가증권이 신규로 상장된 당시에 총발행주식의 100분의 10 이상을 소유하고 있는 주주는 그 소유비율

2. 제1호의 주주 이외의 자는 총발행주식의 100분의 10

② 제1항의 규정에 불구하고 공개매수에 의하여 취득한 주식, 제1항 제1호의 주주로부터 직접거래에 의하여 매수 또는 양수한 주식, 대통령령이 정하는 기관이 소유하는 주식을 매수 또는 양수한 주식과 위원회의 승인을 얻어 취득하는 주식을 취득하여 제1항의 규정에 의한 기준을 초과하게 되는 때에는 당해 소유비율은 제1항 제1호의 상장 당시의 주식 소유비율로 본다.(밑줄은 필자)

491) 김건식(1997), 29면.

492) 한상국(1995), 83면.

예외적으로 기준지분을 초과하여 소유할 수 있도록 규정되어 있었기 때문이다. 공개매수가 거의 이용되지 않았던 이유는, 그 당시에 대다수의 기업에 주식 보유비율이 높은 지배주주가 존재했고, 지금과 같이 매수인은 그 지배주주들과 일대일거래로 지배주식을 취득하는 경우가 많았기 때문으로 여겨진다. 또한 1990년대까지는 지배권시장의 배경이 될 만한 자본시장도 발달하지 않았고, 공개매수가 아직은 생소한 주식매수 수단이었던 점과 사회적·문화적 측면에서도 주식매집에 의한 기업매수를 부정적으로 인식하였던 점 등이 그 요인이라고 할 수 있다.

## (2) 1997년 (구)증권거래법 개정

1994년 나이키가 삼나스포츠(주)의 주식에 대한 공개매수로 경영권을 인수한 최초의 공개매수사례가 등장하였고, 한솔제지의 동해종합금융 주식 공개매수, (주)원진 등의 경남에너지 주식에 대한 공개매수, 쌍용투자증권(주)등 4사의 인천투자금융주식 공개매수, 한솔제지(주)의 동해펄프주식 공개매수 등 1994년과 1995년에 총 5건, 1996년에 나산중건, 큐닉스, 신무림제지, 효진1차, 서릉 등 5건의 공개매수가 발생했다.<sup>493)</sup> 이러한 시장의 변화로 공개매수에 의한 지배권취득의 공정성과 투명성 확보가 시급한 법적 과제로 등장했다. 또한, 1997년 4월부터 기존의 경영권방어 장치의 역할을 하던 (구)증권거래법상의 대량주식소유제한제도가 폐지될 예정이었기 때문에 적대적인 기업인수에 따른 피해를 억제하고 경영권을 적절히 보호하는 한편, 그간의 M&A 사례에서 제기되었던 문제점들을 보완하기 위해 1997년 1월 (구)증권거래법 개정에 의해 공개매수제도가 대폭 정비되었다.<sup>494)</sup>

주요 내용은 (i) 공개매수 대상증권의 확대(동법 제21조 제1항, 동법 시행령 제10조)<sup>495)</sup>, (ii) 의무공개매수자가 소유하는 주식 수에 특별관계자가 보유하

493) 유영일(1998), 127면; 한상국(1995), 85면.

494) 재정경제위원회, 증권거래법중개정법률안, 심사보고서(1996. 12), [http://likms.assembly.go.kr/bill/jsp/BillDetail.jsp?bill\\_id=013751](http://likms.assembly.go.kr/bill/jsp/BillDetail.jsp?bill_id=013751) (2017. 10. 마지막 방문).

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

는 주식을 포함(동법 제21조 제1항, 제2항), (iii) 25% 기준 의무공개매수제도의 신설(동법 제21조 제2항), (iv) 매수기간의 최소·최대 기간의 설정(동법 제21조의2 제2항), (v) 공개매수규정을 위반하여 취득한 주식의 의결권제한(동법 제21조의3), (vi) 공개매수자의 매수의 제한(동법 제23조), (vii) 공개매수자의 정정신고와 일정한 매수조건의 변경 금지(동법 제23조의2), (viii) 공개매수대상 주식 등의 발행인의 주식변동 제한(동법 제23조 제4항), (ix) 공개매수자의 배상책임(동법 제25조의3), (x) 공개매수결과보고서의 제출(동법 제27조의2) 등으로 현재 공개매수제도의 기반이 개정이 이루어졌다.<sup>496)</sup>

### (3) 1998년 (구)증권거래법 개정

1997년 말 IMF 경제위기가 발생하면서 자율적인 기업 간 인수·합병의 중요성이 강조됨에 따라 1998년 2월, 25% 기준 의무공개매수제도는 입법된 지 불과 1년만에 폐지되었다. 25% 기준 의무공개매수제도는 매수자가 발행주식총수의 25% 이상을 취득하고자 하는 경우에는 원칙적으로 '50% + 1주'까지 공개매수하도록 의무를 부과하는 제도로써, 그 당시 영국의 공개매수제도를 모델로 하여 지배권 획득을 하고자 하는 경우에는 대상회사 주식의 과반수 이상을 취득토록 하여 무분별한 M&A의 방지와 기존 대주주의 지배권을 보호하고 아울러 지배권 이전시 대주주와 불특정다수의 소액투자자에게 균등한 매도의 기회를 보장하기 위하여 도입되었다.<sup>497)</sup> 하지만 적대적 M&A는 물론 우호적인 M&A에도 적용됨으로 인해 M&A의 기능을 위축시켜 기업구조조정의 활성화를 저해한다는 비판이 있었고, 게다가 IMF에서도 적대적 M&A 허용과 함께 25% 의무공개매수제도의 폐지를 요구<sup>498)</sup>하였다는 점이 고려되어 1998년 2월 개정에서 동 제도를 폐지하였다.<sup>499)</sup>

496) 재정경제위원회, 증권거래법중개정법률안 심사보고서(1996. 2), [http://likms.assembly.go.kr/bill/jsp/BillDetail.jsp?bill\\_id=013751](http://likms.assembly.go.kr/bill/jsp/BillDetail.jsp?bill_id=013751) (2017. 10. 마지막 방문).

497) 재정경제위원회, 증권거래법중개정법률안, 심사보고서(1996. 12), 82면.

498) 미국 주도의 IMF와 IBRD(국제부흥개발은행, 세계은행)는 자금지원의 조건으로 기업 지배구조 개선, 증권집단소송제도의 도입 등 각종 제도의 개선과 의무공개매수제도의 폐지를 조건으로 삼았다{이준섭(1999), 352면}.

499) 재정경제위원회, 1998년 2월 증권거래법중개정법률안 심사보고서(1998. 2), 5-6면.

#### (4) 2001년 (구)증권거래법 개정

2001년 3월 개정은 공개매수의 활성화를 위해 절차 개선이 이루어졌다. 동시신고제 및 반복공개매수의 제한기간을 단축함으로써 M&A가 기업의 구조조정 방법으로 상시적·예방적으로 이루어지게 하고, 경영자나 대주주가 주가관리를 통하여 기업가치가 시장에서 적정하게 평가되도록 하며, 기업의 경영권이 가장 능력 있는 자에게 이전되도록 촉진하겠다는 인식이 바탕이 되었다.

종전에는 공개매수를 하는 자는 공개매수신고서를 금감위에 제출하고 지체 없이 그 사본을 대상회사에게 송부하고 공개매수신고서에 기재한 내용 중 금감위가 정하는 사항을 공고하도록 했으나, 동 개정에서는 먼저 공고하고, 공고한 날에 공개매수신고서를 금감위에 제출, 공개매수신고서 제출 후 지체 없이 대상회사에게 그 사본을 송부하도록 하였다. 따라서 동 개정법은 선공시/후신고제를 취하여 공개매수에 있어서 매수자와 대상회사가 시간적으로 동등한 지위를 갖도록 했다는 것에 의의가 있다(동법 제21조의2). 또한, 종전에는 공개매수자가 공고를 하고 공개매수신고서를 제출한 날로부터 7일이 경과하여야 공개매수를 할 수 있도록 규정했으나, 동 개정에서는 공개매수공고일로부터 3일이 경과하면 공개매수를 할 수 있도록 규정하여 대상회사가 방어 행위를 할 수 있는 시간적인 여유가 줄어들었다(동법 제23조 제1항).<sup>500)</sup> 그리고 반복공개매수 금지기간을 종전의 1년에서 6개월로 단축하였다(동법 제23조 제3항).

#### (5) 2005년 (구)증권거래법 개정

2005년 이후에는 적대적인 인수·합병 시도가 증가하였는데, 경영권 방어를 위한 제도적 수단이 불충분하다는 문제 인식과 공개매수제도 중 불필요한 절차를 개선하여 공정한 지배권경쟁 환경의 조성이 필요하다는 요구에 의해 다음과 같이 법이 개정되었다. (i) 공개매수공고일부터 과거 6월간 공개매수를

---

<http://likms.assembly.go.kr/bill/billDetail.do?billId=014502> (2017. 11. 마지막 방문).  
500) 홍복기(2001), 150면.

통하여 주식등을 매수한 사실이 있는 자에 대한 공개매수 제한, 즉 반복공개매수 금지조항을 폐지하였다. (ii) 공개매수기간에도 대상회사가 경영권 방어를 위하여 의결권에 변동을 초래하는 증권의 발행 등을 할 수 있도록 하였다. 즉 신주발행을 통한 경영권 방어가 가능하게 되었다. (iii) 공개매수 신고 후 3일의 대기기간을 둔 종전의 규정도 폐지하였고, (iv) 공개매수 정정신고를 할 경우 공개매수 기간이 무한 연장되는 문제점을 보완하기 위하여 공개매수 정정신고를 하는 경우에 공개매수 기간이 당초 공개매수 기간보다 최장 10일간만 연장될 수 있도록 하였다(제23조의2 제3항 신설).

#### (6) 자본시장법

증권거래법·선물거래법·간접투자자산운용업법·신탁업법·종합금융회사에 관한 법률·한국증권선물거래소법 등 7개 법률을 통합한 자본시장법에서는 (구)증권거래법에 있던 공개매수제도를 이관하여 제2장 기업의 인수·합병 관련제도 중 제1절 제133조부터 제146조까지 공개매수에 관한 규정을 두고 있다.

#### 나. 공개매수제도의 주요 내용

##### (1) 공개매수의 정의

자본시장법상의 공개매수 정의 규정(동법 제133조 1항)에서 "공개매수"란 불특정 다수인에 대하여 의결권 있는 주식, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권(이하 "주식등"이라 한다)의 매수(다른 증권과의 교환을 포함한다. 이하 이 절에서 같다)의 청약을 하거나 매도(다른 증권과의 교환을 포함한다. 이하 이 절에서 같다)의 청약을 권유하고 증권시장 및 다자간매매체결회사(이하 유사한 시장으로서 해외에 있는 시장을 포함한다. 이하 이 절에서 같다) 밖에서 그 주식등을 매수하는 것을 말한다. 그러나 위와 같은 공개매수의 정의에 기하여 공개매수를 규제하는 것에 어려움이 있어서 1997년 자본시장법은 미국과 일본의 규제를 모델로 5% 기준 공개매수제도를 동법 제133조 제3항에 신설하여 해당



조문의 요건에 충족하는 경우에는 공개매수가 강제되도록 하였다.

한편 위 공개매수 정의규정이 공개매수자가 원하는 경우 언제든지 실시할 수 있는 임의공개매수를 의미하는 규정인지, 만약 임의공개매수가 실시되는 경우 자본시장법의 절차와 조건을 충족해야 하는지에 대한 논의<sup>501)</sup>가 있는바 이는 제5장에서 검토하기로 한다.

## (2) 5% 기준 공개매수

### (가) 서설

(i) 과거 6월간 (ii) 10인 이상의 자로부터 (iii) 증권시장 밖에서 (iv) 주식등을 취득함으로써, (v) 본인과 특별관계자가 보유하게 되는 주식등을 합산한 보유비율이 발행주식총수의 5% 이상이 되는 경우(5%이상 보유자가 추가 취득하는 경우 포함)에는 공개매수절차에 의하여 주식등을 취득하여야 한다(동법 제133조 제3항).

적용 대상증권인 “주식등”의 개념(위 (iv)), “특별관계자” 및 “보유”의 개념은 주식등의 대량보유 상황보고(소위, 5% rule)와 동일한 내용이고, 10인의 산정 기준은 매수의 상대방이 아니라 매수청약 또는 매도청약의 권유의 상대방이다(법 제133조 제3항). 불특정다수를 대상으로 하지 않더라도 과거 6개월 간 매수 또는 매도청약의 권유를 한 상대방이 10인 이상이면 반드시 공개매수의 절차와 방법에 따라 주식등을 취득하도록 한다.<sup>502)</sup> “증권시장 밖에서 이루어지는 거래”는 거래소가 운영하는 증권시장 및 다자간매매체결회사를 통하는 경우 이외의 거래를 의미한다. 증권시장 및 다자간매매체결회사와 유사한 시장으로 해외에 있는 시장도 포함한다(동법 제133조 제1항). 다만 매도와 매수 쌍방 당사자간의 계약, 그 밖의 합의에 따라 종목, 가격과 수량 등을 결정하고, 그 매매의 체결과 결제를 증권시장을 통하는 방법으로 하는 주식등의 매수, 즉 시간외매매<sup>503)</sup>는 증권시장 밖에서 행하여진 것으로 본다(법 제133조 제4항).<sup>504)</sup>

501) 안상현/유석호(2012), 15-22면.

502) 금융감독원, 기업공시 실무안내(2018), 386면.

503) 한국거래소 유가증권 업무규정 제33조(시간외매매) 제4조 제2항의 규정에 의한 시간

이는 증권시장 및 다자간매매체결회사를 통한 거래는 공개된 시장에서 경쟁매매에 의해 주주간 평등이 보장되지만, 신고대량매매와 시간외매매는 거래소 결제시스템을 이용하긴 하지만 실질적으로 매매조건 등은 매매당사자간의 개별 계약에 의해 결정되고 다른 주주의 참여는 단절되어 거래된다는 특성에 기인한다.

#### (나) 대상증권

공개매수의 대상증권의 범위는 대량보유 보고의무 대상인 ‘주식등’과 동일하다. 즉 주권상장법인의 주식등이 그 대상이며, 의결권 있는 주식 이외에 자본시장법 시행령이 정하는 증권이 포함된다(자본시장법시행령 제139조). 자본시장법시행령은 의결권 있는 주식과 관계된 주권상장법인이 발행한 증권과 그 증권과 관련이 있는 주권비상장법인이 발행한 아래의 증권도 공개매수의 대상이다(자본시장법시행령 제139조 제1호)

- (i) 주권 (보통주, 의결권 있는 우선주, 의결권이 부활된 무의결권우선주, 보통주로 전환가능한 전환우선주)
- (ii) 신주인수권이 표시된 것 (신주인수권증권, 신주인수권증서)
- (iii) 전환사채권 (전환대상이 위의 주권인 전환사채)
- (iv) 신주인수권부사채 (인수대상이 위의 주권인 신주인수권부사채. 단 신주인수권이 분리된 이후의 신주인수권부사채는 제외)
- (v) (i)부터 (iv)까지의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
- (vi) (i)부터 (v)까지의 증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권 (권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것만 해당)

---

외시장은 다음 각호의 매매거래가 이루어지는 시장으로 한다. 다만, 제2호의 매매거래는 장종료후 시간외시장에 한하고, 제2호의2는 장개시 전 시간외시장에 한한다. <개정 2010.7.21>

1. 시간외종가매매
2. 시간외단일가매매
- 2의2. 시간외경쟁대량매매
3. 시간외대량매매
4. 시간외바스켓매매

504) 금융감독원, 기업공시 실무안내(2018), 386면.

#### (다) 특별관계자

특별관계자란 일정한 친인척관계 또는 계열관계를 의미하는 ‘특수관계인’과 계약등의 의해 관계를 형성한 ‘공동보유자’로 구분하여 규정하고 있는데, 혈연 관계에 있거나 사업적 관계에 있으면 본인과 동일한 방향으로 의결권을 행사할 것이라는 전제에서 도입된 것이다(자본시장법시행령 제141조 1항).<sup>505)506)</sup>

##### ① 특수관계인

특수관계인은 ‘금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령’에 따라 본인이 개인인 경우와 법인 기타 단체인 경우로 구분하여 그 범위를 정하고 있다(자본시장법시행령 제2조<sup>507)</sup>, 금융회사의 지배구조에 관한 법률시행령 제3조 제1항). 개인의 특수관계인<sup>508)</sup>은 일정한 친족 및 관련 법인이고,<sup>509)</sup> 법인의 특수

505) 김건식/정순섭(2013), 304면.

506) 특별관계자는 공개매수에서의 정의를 따르도록 되어 있는데, 자세한 내용은 시행령으로 정하고 있다(법 제133조 제3항). 그런데 ‘금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령’이 개정되면서 2016년 자본시장법은 해당 내용을 규정하던 시행령 제8조를 삭제하고, 제2조 4호를 신설하여 ‘금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령’의 특수관계인을 준용하도록 개정하였다.

507) 자본시장법시행령 제2조(용어의 정의) 4. "특수관계인"이란 「금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령」 제3조 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 말한다.

508) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률시행령 제3조의2 제1항 제2호 가목에 따른 독립경영자 등은 특수관계인에서 제외되고, 업무집행책임자는 임원에서 제외된다(금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령 제3조).

509) 금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령 제3조(특수관계인의 범위) ① 1. 본인이 개인인 경우: 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자. 다만, 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령」 제3조의2제1항제2호가목에 따른 독립경영자 및 같은 목에 따라 공정거래위원회가 동일인관련자의 범위로부터 분리를 인정하는 자는 제외한다.

가. 배우자(사실상의 혼인관계에 있는 사람을 포함한다. 이하 같다)

나. 6촌 이내의 혈족

다. 4촌 이내의 인척

라. 양자의 생가(生家)의 직계존속

마. 양자 및 그 배우자와 양가(養家)의 직계비속

바. 혼인 외의 출생자의 생모

사. 본인의 금전이나 그 밖의 재산으로 생계를 유지하는 사람 및 생계를 함께 하는 사람

관계인<sup>510)</sup>은 임원, 계열회사, 30% 주주 등이다. 개인과 법인 모두 주요한 경영사항에 대하여 사실상 영향을 행사하는 자도 특수관계인에 포함된다.

자본시장법은 특수관계인의 요건 중 ‘사실상 영향력<sup>511)</sup>’의 의미를 명확히 하기 위하여 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하고 있지 아니함을 본인의 확인서 등을 통하여 확인되는 경우에 그 임원은 특수관계인에서 제외하고 있다(금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령 제3조 제1항 1호 아목·자목, 2호 라목). 또한 특수관계인이 소유하는 주식등의 수가 1,000주 미만이거나 공동보유자에 해당하지 아니함을 증명하는 경우에는 특수관계인으로 보지 않으므로 보유지분 합산시 배제할 수 있다(자본시장법시행령 제141조 제3항).

## ② 공동보유자

아. 본인이 혼자서 또는 그와 가목부터 사목까지의 관계에 있는 자와 합하여 법인이나 단체에 100분의 30 이상을 출자하거나, 그 밖에 임원(업무집행책임자는 제외한다. 이하 이 조에서 같다)의 임면 등 법인이나 단체의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하고 있는 경우에는 해당 법인 또는 단체와 그 임원(본인이 혼자서 또는 그와 가목부터 사목까지의 관계에 있는 자와 합하여 임원의 임면 등의 방법으로 그 법인 또는 단체의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하고 있지 아니함이 본인의 확인서 등을 통하여 확인되는 경우에 그 임원은 제외한다)

자. 본인이 혼자서 또는 그와 가목부터 아목까지의 관계에 있는 자와 합하여 법인이나 단체에 100분의 30 이상을 출자하거나, 그 밖에 임원의 임면 등 법인이나 단체의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하고 있는 경우에는 해당 법인 또는 단체와 그 임원(본인이 혼자서 또는 그와 가목부터 아목까지의 관계에 있는 자와 합하여 임원의 임면 등의 방법으로 그 법인 또는 단체의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하고 있지 아니함이 본인의 확인서 등을 통하여 확인되는 경우에 그 임원은 제외한다)

510) 금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령 제3조(특수관계인의 범위) ① 2.에서는 본인이 법인이거나 단체인 경우 아래에 해당하는 자가 특수관계인이라고 규정하고 있다(해당 조문을 간략하게 정리하였다).

i) 은행: 「은행법 시행령」 제1조의4에 따른 특수관계인

ii) 금융지주회사: 「금융지주회사법 시행령」 제3조 제1항에 따른 특수관계인

iii) 상호저축은행: 「상호저축은행법 시행령」 제4조의2 제1항에 따른 특수관계인

511) ‘사실상 영향력’이란 개념은 공정거래법에서 이미 사용하고 있는 ‘사실상 지배’(령 제11조 1호)와 유사한 개념이기 때문에 공정거래법의 운용 경험이 그 해석에 참고가 될 거라는 견해에는 고창현/허영만(1997), 17면.

특수관계자 중 공동보유자는 본인과 합의나 계약 등에 따라 (i) 주식 등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, (ii) 주식 등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호 양도하거나 양수하는 행위, (iii) 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함)을 공동으로 행사하는 행위 등을 할 것을 합의한 자를 의미한다(자본시장법시행령 제141조 제2항). 다만, 특수관계인이 소유하는 주식 등의 수가 1,000주 미만이거나 공동보유자에 해당하지 아니함을 증명하는 경우에는 특수관계인에서 제외된다(동조 제3항).

여기에서 합의나 계약은 반드시 계약서 등 서면에 의하여야 하는 것은 아니며, 구두의사의 합치가 있으면 충분하다.<sup>512)</sup> 예를 들어 특수관계인에 해당하지 않는 A사와 B사가 상장회사인 X사의 주식을 각각 3%와 4%씩 보유한 상태에서 연합하여 X사의 경영에 영향을 주는 행위를 하고자 하는 경우에 A사와 B사는 공동보유자에 해당한다.

#### (라) 대상행위 : 매수등

매수자가 대상회사의 주식 등을 취득하는 행위는 매수 뿐만 아니라 교환·입찰 그 밖의 유상취득을 통해서 하는 경우를 모두 포함한다. 공개매수를 강제하는 취지가 주주들에게 동등한 조건으로 주식을 매각하여 출자를 회수할 기회를 부여하는 것이라 할 수 있는데, 신주발행은 주주가 보유하는 주식을 양도하는 경우에 해당하지 않으므로 그 대상행위에 포함되지 않는다.<sup>513)</sup>

#### (마) 매수가격의 균일성

매수조건 중에서 가장 중요한 것은 매수가격이며, 증권의 교환에 의한 교환 공개매수에 있어서는 교환비율을 의미한다. 매수가격은 균일하여야 하고(법 제136조 제3항) 매수가격은 인상만 할 수 있고 인하는 금지하고 있다(법 제136조 제3항 단서). 공개매수자는 공개매수기간 종료일까지 정정신고서를 제출하

512) 금융감독원, 기업공시 실무안내(2018), 348면

513) 김건식/정순섭(2013), 346면.

여 매수가격을 인상할 수 있는데, 매수가격 인상 후에 응모한 주주는 물론 그 전에 응모한 주주에게도 인상된 가격을 지급하여야 한다.<sup>514)</sup>

#### (바) 매수조건의 변경 제한

공개매수자가 기타 매수조건을 변경하고자 하는 경우 공개매수기간 종료일까지 정정신고서를 제출하여 자유로이 변경할 수 있지만, 응모주주에게 불리한 사항 즉, 매수예정주식 등의 수의 감소, 매수대금 지급기간의 연장, 공개매수기간의 단축, 응모주주에게 줄 대가의 종류의 변경(다만, 응모주주가 선택할 수 있는 대가의 종류를 추가하는 경우는 제외), 공개매수대금 지급기간의 연장을 초래하는 공개매수조건의 변경에 대해서는 조건을 변경할 수 없다(법 제136조, 령 제147조).

#### (사) 공개매수기간 중 별도매수 금지

공개매수기간 중 별도매수가 금지된다(법 제140조). 즉 공개매수자(그 특별관계자 및 공개매수사무취급자 포함)는 공개매수 공고일부터 매수기간 종료시까지 공개매수 이외의 방법으로 동일 주식등을 매수하지 못한다. 다만 다른 주주의 권익을 침해할 염려가 없는 경우 즉, (i) 해당 주식등의 매수등의 계약을 공개매수공고 전에 체결하고 있는 경우로서 그 계약체결 당시 공개매수의 적용대상에 해당하지 아니하고 공개매수공고와 공개매수신고서에 그 계약사실 및 내용이 기재되어 있는 경우, (ii) 공개매수사무취급자가 공개매수자 및 그 특별관계자가 아닌 자로부터 해당 주식등의 매수등의 위탁을 받은 경우에는 공개매수 외의 방법으로 주식취득이 가능하다(령 제151조).

#### (아) 대상회사의 의견표명 가능

대상회사는 대통령령이 정하는 바에 의하여 공개매수에 관한 의견을 표명할

---

514) 송중준(2012), 190면.

수 있다(법 제138조 제1항). 이 의견표명은 대상회사의 재량이므로 공개매수에 대한 찬성, 반대 혹은 침묵 등 어느 것이든 선택할 수 있다. 다만 의견을 표명하는 경우에는 광고, 서신, 기타 문서에 의하여야 하고(동법시행령 제149조 제1항), 이 의견표명에는 공개매수에 대한 발행인의 찬성·반대 또는 중립의 의견에 관한 입장 및 그 이유가 포함되어야 한다.

### (3) 적용면제

#### (가) 자본시장법시행령에서 정한 적용면제

5% 기준 공개매수 요건에 해당함에도 매수등의 목적, 유형, 그 밖에 다른 주주의 권익 침해의 가능성 등을 고려하여 대통령령이 정하는 다음의 매수등의 경우에는 공개매수가 강제되지 않는다(동법 제133조 제3항 단서, 동법 시행령 제143조).

- (i) 소각을 목적으로 하는 주식등의 매수 등
- (ii) 주식매수청구에 응한 주식의 매수
- (iii) 신주인수권이 표시된 것·전환사채권·신주인수권부사채권 또는 교환사채권의 권리행사에 따른 주식등의 매수 등
- (iv) 파생결합증권의 권리행사에 따른 주식등의 매수 등
- (v) 특수관계인으로부터 주식등의 매수 등
- (vi) 삭제
- (vii) 다른 주주의 권익침해가 없는 것으로 금융위원회가 정하여 고시<sup>515)</sup>하는 주식등의 매수 등

#### (나) 금융위원회 고시에서 정한 면제사유

증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제3-1조는 공개매수가 면제되는 14가지 사유를 규정하고 있다. 대부분은 기업의 구조조정과 관련된 주식의 매수 등

---

515) 증권발행 및 공시 등에 관한 규정 제3-1조(공개매수의 면제).



이고, 그 중 중요한 내용은 아래와 같다.

- (i) 기업의 경영합리화를 위해 법률의 규정이나 정부 인허가등에 의해 행하는 주식등의 매수(제3-1조, 1호)
- (ii) 정부의 공기업민영화계획 등에 의하여 정부가 처분하는 주식을 매수(제3-1조, 2호)
- (iii) 도산절차에서 법원의 허가 등을 받아 처분되는 주식등의 매수(제3-1조, 2호)
- (iv) 기업구조조정 촉진법에 의한 공동관리절차 또는 채권금융기관 간의 자율협약에 따라 처분되는 구조조정대상기업의 주식 등의 매수(제3-1조, 4호, 4의2호)
- (v) 부실금융기관이 처분하는 주식 등의 매수 등(제3-1조, 6호)

### 3. 지배권 취득 이후 소수주주 보호

자본시장법에는 공개매수로 지배주주가 변경된 이후 잔존하는 소수주주를 보호하는 제도는 마련되어 있지 않다. 다만 2011. 4. 14. 개정상법(법 제10600호, 2012. 4. 15. 시행)은 공개매수 실시여부와 상관없이 (i)회사의 발행주식총수 95% 이상을 보유<sup>516)</sup>한 지배주주가 잔존 소수주주의 주식을 강제로 매수할 수 있는 지배주주의 매도청구권과(상법 제360조의24), (ii) 동일한 상황에서 소수주주가 지배주주에게 자신의 주식을 강제로 매도할 수 있는 소수주주의 매수청구권(상법 제360조의25) 제도를 도입하였다.

95% 이상의 지분율을 취득한 지배주주가 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 매도청구권을 행사하기 위해서는 사전에 주주총회 승인<sup>517)</sup>을 받아야

516) 상법 제360조의24(지배주주의 매도청구권) ② 제1항의 보유주식의 수를 산정할 때에는 모회사와 자회사가 보유한 주식을 합산한다. 이 경우 회사가 아닌 주주가 발행주식총수의 100분의 50을 초과하는 주식을 가진 회사가 보유하는 주식도 그 주주가 보유하는 주식과 합산한다.

517) 지배주주의 강제매수가 경영상 목적 달성을 위해서 이루어지기 때문에 지배주주는 승인결의에 참가할 수 없는 상법 제368조 제4항의 특별이해관계인이 아니라고 본다. 지배주주가 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있음에도 주주총회 사전승인을 요구한 이유는

하고, 해당 매도청구 사실을 매도청구의 날 1개월 전까지 주주와 질권자에게 통지하여야 한다. 매도청구를 받은 소수주주는 매도청구를 받은 날로부터 2개월 내에 지배주주에게 그 주식을 매도하여야 하는데, 매도가격은 지배주주와 소수주주간의 협의로 결정하고, 협의가 이루어지지 아니한 경우에는 지배주주 또는 소수주주가 법원에 매매가액의 결정을 청구할 수 있다. 법원은 회사의 재산상태와 그 밖에 사정을 고려하여 공정한 가액으로 산정하여야 한다(상법 제360조의24).

소수주주는 위 지배주주가 존재하는 경우에는 언제든지 매수청구권을 행사할 수 있다. 매수청구를 받은 지배주주는 매수청구받은 날을 기준으로 2개월 내에 주식을 매수하여야 한다. 매수가격은 지배주주의 매도청구권과 같이 당사자간 협의로, 협의가 이루어지지 아니한 경우에는 법원이 공정한 가액을 산정해 줄 것을 청구할 수 있다(상법 제360조의25).

영국과 독일도 지배주주의 매도청구권과 소수주주의 매수청구권이 규정되어 있지만, 모두 공개매수를 실시한 후 지배주주가 90%(영국), 95%(독일) 이상의 주식을 취득한 경우 공개매수조건과 동일한 조건으로 주식을 매도·매수할 수 있도록 규정하고 있다. 따라서 잔존 소수주주는 공개매수가 종료한 후 불리한 조건으로 회사에서 축출되지 않도록 보호하고 있다.

그러나 우리나라의 상법 규정은 매수가격을 당사자간 협의로 또는 법원이 공정한 가액을 산정하도록 하고 있지만, 지배주주가 자신에게 유리한 시점에 매도청구할 수 있고, 소수주주의 매수청구를 저지하기 위해 보유 주식지분을 조정할 수 있기 때문에 지배주주의 일방적 의사로 잔존 소수주주를 축출할 수 있어서 소수주주 보호가 취약하다는 비판이 있다.<sup>518)</sup>

---

(i) 강제매수에 대한 정보를 소수주주에게 제공하고, (ii) 소수주주에게도 의견 표명 기회를 주어 강제매수의 위험성을 희석시키고, (iii) 지배주주의 매도청구에 단체법적 구속력을 부여하는 근거라고 설명된다(송옥렬(2016), 860면).

518) 송옥렬(2016), 862면.

## 제2절 우리나라 공개매수의 현황

### 1. 서설

자본시장법이 시행된 2009년 이후 2018년 9월 말까지 최근 10년간 상장회사를 대상으로 실시된 공개매수를 공개매수신고서에 기재된 공개매수의 목적에 따라 구분한 공개매수 현황은 아래 표와 같다.<sup>519)</sup> 지주회사요건 충족 목적의 공개매수가 가장 많이 실시되었고, 그 다음으로 상장폐지 목적, 기타 목적, 경영권 안정 목적, M&A목적 공개매수 순으로 행해졌다. 지주회사요건 충족 목적의 공개매수가 많이 실시된 것은 공개매수의 대가로 현금이 아닌 지주회사의 신주를 발행해 주는 소위 “교환공개매수”에 의할 수 있다는 장점이 작용한 것으로 보인다.

[ 표 4-1 ] 최근 10년간 우리나라 공개매수 현황

(2018.9.말 현재)

구분		'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18.9	합계
경영권안정		-	-	-	1	-	1	1	-	3	1	7
M & A	적대적	2	1	-	-	1	-	-	-	-	-	4
	우호적	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
지주회사 요건충족		1	6	1	6	2	6	9	7	10	9	57
상장폐지		2	2	1	7	3	6	5	3	6	1	36
기타*		1	1	-	1	1	1	2	1	3	2	13
합계		6	10	2	15	7	14	17	11	22	13	117

[출처 : 금융감독원 전자공시시스템]

519) 공개매수의 현황은 필자가 금융감독원의 전자공시시스템에서 해당 기간의 공개매수신고서를 검색하여 정리하였다. 공개매수의 목적은 공개매수 신고서에 기재된 목적을 기준으로 분류하였고, 별도의 각주가 없으면 신고서에 기재된 내용으로 해당 공개매수의 내용을 파악하였다.

\*(주) 공개매수 신고서에는 기타 목적의 예시로 "소액주주 보호, 주주가치 극대화 등"으로 기재되어 있다.

또한 최근 10년간 M&A 목적의 공개매수 중 적대적 M&A 목적의 공개매수는 다음의 4건만이 시도되었다. 2009년에 ① (주)에스디가 Inversness Medical Innovations를 대상으로 한 공개매수와 ② (주)엔알디가 한국자원투자개발(주)를 대상으로 한 공개매수가 모두 실패하였다. 2010년에는 Inversness Medical Innovations SK, LLC가 (주)에스디(Standard Diagnostics, Inc.)를 대상으로 공개매수를 실시하여 지배권을 취득하는 데 성공하였고, 2013년 (주)고려포리머가 (주)에스비엠을 대상으로 공개매수를 하였지만 지배권 취득에 실패하였다. 반면에 우호적 M&A 목적의 공개매수는 1건도 실시되지 않은 점은 10인 미만의 지배주주로부터 일대일거래에 의하여 주식을 취득하였기 때문인 것으로 보인다.

현행 공개매수는 제배권거래 수단으로 거의 이용되지 않고 있다. 가장 많이 활용되는 지주회사요건 충족 목적의 공개매수는 실질적인 지배권 변동이 없는 거래이다.

## 2. 공개매수의 목적별 현황

### 가. 경영권 안정

최근 5년 동안 경영권 안정 목적의 공개매수는 총 6건(대상회사 5개사)이 실시되었다. 적대적 매수자로부터의 공격이나 안정적인 회사 경영을 위한 경영권 안정 목적의 공개매수는 전체 공개매수 현황에서는 낮은 비율로 행해지고 있지만, 경영권 안정을 위한 주식취득이라는 목적 달성율은 상당히 높게 나타나고 있다.

[ 표 4-2 ] 경영권 안정 목적의 공개매수 현황

(2018.9.말 현재)

연 도	공개매수자	대상회사 (시장구분)	대금 결제	공개매수전 지분율(%)	매수희망 지분율(%)	공개매수후 지분율(%)	달성율* (%)
'18 년	(주)경동 인베스트	(주)경동 도시가스	현금	20.04	35.04	35.04	100
'17 년	(주)리프앤바인	(주)에이블씨 엔씨(유)	현금	25.54	60.21	53.48	46.4
	그린에너지홀 딩스 유한회사	(주)코엔텍(코)	현금	33.63	42.45	40.38	15.9
	그린에너지홀 딩스 유한회사	(주)코엔텍(코)	현금	40.38	31.51	59.29	60.0
'16 년	-	-	-	-	-	-	-
'15 년	(주)디지털	(주)디지털(코)	현금	0	18.39	18.39	100
'14 년	(주)대구백화점	(주)대구 백화점	현금	16.63	28.65	28.65	100

\*(주)달성율 = 실제 공개매수한 지분율/ 공개매수 희망 지분율

경영권 안정 목적의 공개매수는 회사자금으로 지배주주의 지배력을 강화한다는 비판이 있다. 대표적인 예가 2014년 (주)대구백화점의 자사주 공개매수이다.<sup>520)</sup> 당시 (주)대구백화점은 주요주주인 CNH리스 등의 적대적 기업인수 시도로 인해 경영권을 위협받았다. 이에 모든 주주를 대상으로 공개매수를 실시하여 경영권 안정을 도모하고자 하였다. (주)대구백화점은 높은 공개매수가격으로 CNH리스 등의 보유분 중 일부(6.8%)도 매수하여 매수희망 지분율을 100% 달성하였지만, 회사 영업이익(44억원)의 7배에 가까운 292억 5천만원을 자사주 공개매수에 사용하여 회사의 자금으로 최대주주의 회사에 대한 지배력을 강화한다는 비판을 받았다<sup>521)</sup>.

520) 김수현(2015), 366-380면.

521) 연합뉴스, “대구백화점 자사주 공개매수에 ‘모럴해저드’ 지적”(2014. 07. 15).

## 나. M&A

미국, 영국 등 외국에서는 대표적인 지배권거래 수단인 공개매수는, 우리나라에서는 지배권 취득 수단으로 거의 이용되고 있지 않다. 그 이유에 대해서는 우리나라 상장회사의 소유집중도가 상대적으로 높은 편(표 4-4)이어서 대규모 지분을 보유한 대주주가 많기 때문이고, 이는 지배권을 보유한 지배주주 입장에서 높은 프리미엄을 포기하고 합병 등의 다른 지배권거래에 협조할 유인이 적기 때문이라고 이해되고 있다.<sup>522)</sup>

[ 표 4-3 ] M&A 목적의 공개매수 현황

(2018.9.말 현재)

연 도	대상회사 (시장구분)	최대주주 지분율(%)			공개매수자 지분율(%)		
		최대주주	공개 매수 전	공개 매수 후	공개 매수자	공개 매수 전	공개 매수 후
'13 년	(주)에스비엠	이**	2.79	2.79	(주)고려포리머	0	6.75
'10 년	(주)에스디(코) (Standard Diagnostics, Inc.)	조**	29.44	20.44	Inverness Medical Innovations SK, LLC	0	59.59
'09 년	(주)에스디(기) (Standard Diagnostics, Inc.)	조**	29.45	29.45	Inverness Medical Innovations SK, LLC	0	0
	(주)엔알디	문**	9.45	9.45	(주)한국자원투자 개발	5.16	8.53

522) 천경훈(2011), 158면.

[ 표 4-4 ] 소유집중기업 비중에 따른 OECD/G20 회원국 구분

OECD/G20 구분	소유집중기업 비중	국가
OECD	낮음	미국, 영국, 호주
	중간	네덜란드, 독일, 스위스, 일본, 캐나다
	높음	그리스, 노르웨이, 뉴질랜드, 덴마크, 룩셈부르크, 멕시코, 벨기에, 스웨덴, 스페인, 슬로바키아, 슬로베니아, 아이슬란드, 아일랜드, 에스토니아, 오스트리아, 이스라엘, 이탈리아, 체코, 칠레, 터키, 포르투갈, 폴란드, 프랑스, 핀란드, 헝가리, <b>한국</b>
OECD제외 G20	높음	남아프리카공화국, 라트비아, 러시아, 루마니아, 리투아니아, 몰타, 불가리아, 브라질, 아르헨티나, 사우디아라비아, 인도, 인도네시아, 중국, 크로아티아, 키프로스

[출처: OECD, Corporate Governance Factbook(2015)]

실제로 최근 10년간 진행된 4건의 M&A 목적의 공개매수는 (주)에스디를 대상으로 한 1건 이외에는 모든 공개매수자가 지배권 취득에 실패하였다. 그러나 (주)에스디 건은 최대주주의 협조 하에 공개매수가 진행되었던 사안으로<sup>523)</sup>, 실질적으로 지배주주의 협조없이 공개매수가 성공할 수 없다고 추정된다. 또한 공개매수 이후에도 최대주주의 지분율이 변함없다는 것을 고려할 때, 지배권의 변동이 발생한 M&A는 아니었다.

#### 다. 지주회사요건 충족

공정거래법상 지주회사는 자산 요건(자산총액 5천억원 이상) 및 자회사 주

523) 해당 공개매수신고서 VII.가에서 최대주주와의 협조내용이 확인된다. [공개매수자와 임원 또는 최대주주간의 사전협의] “에스디 및 Inverness의 각 CEO인 조\*\*과 Ron Zwanziger는 지난 수년간, 양사의 사업결합 가능성 등에 대하여 우호적인 협의를 해 왔습니다....에스디의 현 경영진을 교체할 것을 제안할 의도가 없고 Inverness는 조영식과 현 경영진이 계속하여 현재의 역할을 하는 것을 희망한다는 점도 알렸습니다...”



식가액 보유 요건(자회사의 주식가액 합계액이 해당 회사 자산총액의 50% 이상)을 충족하여야 한다(동법 제2조 제1호의2).<sup>524)</sup> 그리고 지주회사로 전환된 경우에는 주권상장법인인 자회사의 주식을 20% 이상 소유하여야 한다(동법 제8조의2 제2항, 제2호).<sup>525)</sup> 따라서 지주회사와 자회사의 자산요건이나 자회사 지분요건을 충족하기 위해 공개매수에 의해 자회사 주식을 취득하는 사례가 많다. 특히 공개매수의 대가는 지주회사의 신주를 발행하여 지급하는 경우(=교환공개매수 방식)가 대부분이기 때문에<sup>526)</sup>(자본시장법 제134조 제5항, 동법시행령 제146조 제4항 제5호), 지주회사는 큰 부담없이 공정거래법의 지주회사 요건을 충족할 수 있다.

교환공개매수 방식은 대상회사 주주들로부터 보유주식을 현물출자받고<sup>527)</sup>, 그 대가로 위 주주들에게 지주회사의 신주를 발행·배정하는 방식으로 진행된다. 이 때 유상증자의 절차는 일반공모증자방식에 준하여 진행되나, 청약 및 신주배정의 대상은 대상회사의 주주 중 공개매수에 응한 주주들로 한정된다.

524) 공정거래법 제2조(정의) 1의2. "지주회사"라 함은 주식(持分을 포함한다. 이하 같다)의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액 이상인 회사를 말한다. 이 경우 주된 사업의 기준은 대통령령으로 정한다.

525) 지주회사에 대한 행위제한 규정 중 하나로서 별도의 예외사유에 해당하지 않는 한 지주회사는 자회사의 주식을 자회사 발행주식총수의 40%(자회사가 상장법인인 경우에는 20%) 미만으로 소유하는 행위를 금지하는 것을 주요 내용으로 한다.

526) 공개매수의 대가는 다른 증권과의 교환도 포함하므로(자본시장법 제133조 제1항), 주식을 대가로 지급하는 것이 허용된다. 그러나 과거 (구)증권거래법 시행령에서는 공개매수자가 공개매수신고서를 제출할 때 '공개매수자가 교환의 대가로 인도할 유가증권의 보유를 증명하는 서류'가 요구되어(동법시행령 제11조의4 제3항 제5호), 실무상 공개매수 대가로 신주를 지급하는 것이 불가능하였다. 2011. 7. 7. (구)증권거래법 시행령 개정시, 공정거래법상 지주회사 요건 충족 목적의 공개매수의 경우 '신주발행을 증명하는 서류'를 제출하도록 개정되어 현행 자본시장법(제134조 제5항, 동법 시행령 제146조 제4항 제5호)에서도 동일하게 유지되고 있다{김현태/이승환(2012), 41면}.

527) 신주발행에서 신주의 대가가 금전이 아니라 공개매수 대상회사의 주식이라는 점에서 현물출자로서의 상법상 규제도 중첩적으로 적용된다{김현태/이승환(2012), 42면}.

[ 표 4-5 ] 지주회사 요건 충족 목적의 공개매수 현황

(2018.9.말 현재)

연도	공개매수자	대상회사 (시장구분)	대금 결제	지주회사 최대주주 지분율			자회사 지분율	
				최대주주	공개매수 전	공개매수 후	공개매수 전	공개매수 후
'18 년	(주)유비쿼스 홀딩스	(주)유비쿼스(코)	발행 신주	이**	29.60	45.36	11.83	37.95
	(주)롯데지주	(주)롯데제과(유)	발행 신주	신**	8.57	10.47	11.50	21.37
	(주)롯데지주	(주)롯데칠성음료 (유)	발행 신주	신**	8.57	10.47	19.29	26.54
	(주)비지에프	(주)비지에프프리테 일(유)	발행 신주	홍**	50.33	69.98	0	25.56
	(주)에이치디씨	(주)HDC현대산 업개발(유)	발행 신주	정**	18.83	34.29	7.03	32.99
	(주)에스케이디 스커버리	(주)SK케미칼(유)	발행 신주	최**	22.72	44.75	0	29.19
	(주)이건홀딩 스	(주)이건산업(유)	발행 신주	박**	37.69	53.10	16.22	34.06
	(주)쿠쿠홀딩스	(주)쿠쿠홈시스(유)	발행 신주	구**	58.62	69.07	16.82	40.55
	(주)한일홀딩스	(주)한일시멘트	발행 신주	허**	44.72	65.56	8.06	34.63
'17 년	(주)일동홀딩스	(주)일동제약(유)	발행 신주	(주)씨엠제 이씨	8.34	16.98	3.32	20.81
	(주)현대로보티 스	(주)현대건설기계 (유)	발행 신주	정**	10.15	25.80	13.37	32.11
		(주)현대일렉트릭 엔에너지시스템 (유)	발행 신주				13.37	35.62
		(주)현대중공업(유)	발행 신주				13.37	27.84
	(주)경동인베 스트	(주)경동도시가스 (유)	발행 신주	(주)경동 홀딩스	32.18	45.17	4.73	20.03
	(주)크라운해태 홀딩스	(주)크라운제과(유)	발행 신주	두라푸드	25.28	34.77	2.9	37.5
	(주)이녹스	(주)이녹스첨단소 재(코)	발행 신주	장**	15.35	48.72	9.93	25.13

	(주)매일홀딩스	(주)매일유업(유)	발행 신주	김**	15.86	38.27	7.15	32.02
	(주)오리온홀딩스	(주)오리온(유)	발행 신주	이**	14.57	32.63	12.08	37.4
	(주)에이피에스홀딩스	(주)에이피시스템(코)	발행 신주	정**	8.93	27.34	9.89	21.72
'16 년	(주)샘표	(주)샘표식품(유)	발행 신주	박**	16.46	33.67	30.38	49.38
	(주)홈센타홀딩스	(주)보광산업(코)	발행 신주	박**	11.00	15.18	0	41.17
	(주)동아쏘시오홀딩스	(주)에스티팜(코)	발행 신주	강**	30.46	41.64	14.99	32.68
	(주)휴온스글로벌	(주)휴온스(코)	발행 신주	윤*	33.59	54.78	0.94	39.07
	원익홀딩스	(주)원익아이피에스(코)	발행 신주	(주)원익	23.29	53.78	6.22	26.60
	(주)종근당홀딩스	(주)종근당바이오(유)	발행 신주	이**	31.39	37.37	3.66	32.92
	(주)슈프리마에이치큐	(주)슈프리마(코)	발행 신주	이**	25.98	45.94	8.06	23.60
'15 년	(주)한솔홀딩스	(주)한솔로지스틱스(유)	발행 신주	조**	0	15.05	0	7.89
		(주)한솔제지(유)	발행 신주	조**	0	15.05	15.33	28.03
	(주)부방	(주)쿠첸(코)	발행 신주	이**	53.74	61.87	5.71	27.01
	(주)심텍홀딩스	(주)심텍(코)	발행 신주	전**	24.73	55.75	17.70	43.06
	(주)디와이	(주)디와이파워(유)	발행 신주	조**	28.97	40.51	4.52	36.41
	(주)우리산업홀딩스	(주)우리산업(코)	발행 신주	김**	39.22	78.63	0	39.46
	(주)골프존유원홀딩스	(주)골프존(코)	발행 신주	김**	55.24	67.98	0.24	20.28
	(주)종근당홀딩스	(주)종근당(유)	발행 신주	이**	20.15	30.18	7.66	17.20
	(주)덕산하이메탈	(주)덕산네오룩스(코)	발행 신주	이**	42.32	53.95	15.84	33.33
'14 년	(주)서연	(주)서연이화(유)	발행 신주	유**	33.07	48.37	13.95	48.39

	(주)한라홀딩스	(주)만도(유)	발행 신주	(주)한라	17.73	30.93	18.40	27.74
	(주)아세아	(주)아세아시멘트 (유)	발행 신주	이**	30.95	43.07	19.98	50.32
	(주)한진칼	(주)대한항공(유)	발행 신주	조**	24.86	31.44	6.88	32.83
	(주)동아쏘시오 홀딩스	(주)동아에스티(유)	발행 신주	강**	40.21	40.03	16.06	18.66
	(주)코스맥스비 티아이	(주)코스맥스	발행 신주	이**	23.39	60.56	0.91	25.63

지주회사의 최대주주는 공정거래법상의 지주회사요건 충족 목적 이외에, 자회사 주식 대신 지주회사 주식을 취득함으로써 상대적으로 지주회사에 대한 지배력을 강화할 수 있어 공개매수 방식을 선호한다.<sup>528)</sup> 즉 지주회사의 지배주주가 보유한 자회사의 주식을 공개매수에 응모하여 매도한 후, 대가로 지급 받은 지주회사의 주식을 통해 지주회사에 대한 지분율을 증가시킨다. 예를 들어 위 표에서 2018년 롯데지주의 롯데제과 및 롯데칠성음료에 대한 공개매수의 경우, 롯데제과의 최대주주(8.57%)는 공개매수로 롯데제과의 보유주식(9.07%)을 모두와 롯데칠성음료의 보유주식(5.41%) 중 대부분(5.20%)을 응모하였고, 공개매수 후 롯데지주의 지분 10.47%를 취득하여 지배력을 강화하였다.

한편 이미 지주회사요건을 갖추고 있던 회사도 지주회사요건 충족 목적의 공개매수를 하는 것에 아무런 제약이 없어서, 공개매수로 최대주주의 지분율을 높이는 사례도 발견된다. 2016년 (주)샘표의 (주)샘표식품에 대한 공개매수의 경우, (주)샘표는 이미 (주)샘표식품의 30.38% 지분을 보유하고 있음에도 지주회사요건 충족 목적으로 공개매수를 시행·완료하였다. 이와 같이 지주회사의 최대주주는 별도의 자금을 출현하지 않아도 지주회사와 자회사에 대한 지배력을 강화하게 된다. 이로 인해 일반주주들의 대상회사에 대한 영향력이 감소하는 반사효과가 있다. 회사의 자본력으로 최대주주의 지배권이 강화되고, 공개매수가 이러한 목적으로 가장 많이 실시된다는 점은 공개매수제도의 입법취지를 다시 생각해 보게 한다.

528) 금융감독원 보도자료, “2009년 공개매수신고 및 의결권대리행사 권유 현황 분석”(2010. 4. 14), 2면.

## 라. 상장폐지

최근 지주회사요건 충족 목적의 공개매수 다음으로 많이 행해지고 있는 공개매수는 상장폐지 목적의 공개매수로, 최근 5년 동안 총 21건(대상회사 15개사)의 공개매수가 실시되었다. 유가증권시장 상장규정에 따르면 일반주주<sup>529)</sup> 지분율이 10% 미만인 경우 관리종목으로 지정되고(유가증권시장 상장규정 제47조 제1항 제4호), 2년 연속 소액주주 지분율이 10% 미만이면 상장폐지된다(유가증권시장 상장규정 제48조 제1항 제4호). 회사가 스스로 상장폐지를 할 수 있는 자진상장폐지의 경우, 최대주주 등은 신청일 현재 95% 이상의 지분을 확보하고 있어야 하며, 유가증권시장 상장공시위원회가 장내 주식거래 능력을 상실하게 되는 투자자들에 대한 보호조치의 이행 여부를 고려하여 상장폐지 여부를 심의하도록 정하고 있다(유가증권시장 상장규정 제7조).<sup>530)</sup> 여기에서 투자자 보호조치의 일환으로 공개매수가 실시되는데, 이것이 상장폐지를 위한 공개매수이다.<sup>531)</sup> 공개회사의 경우 주주총회 소집이나 경영상 비용 등이 상당하므로, 이러한 비용을 감축하고자 폐쇄회사로 전환을 시도하고, 공개매수를 통해 자기주식을 매입하여 상장폐지 요건에 해당하는 대량 지분을 확보하고

529) 유가증권시장 상장규정 제2조 ①

11. “최대주주등”이란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자를 말한다.

가. 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」(이하 “금융사지배구조법”이라 한다) 제2조 제6호가목에 따른 최대주주(이하 “최대주주”라 한다). 이 경우 “금융회사”는 “법인”으로 본다(이하 이 조에서 같다).

나. 「금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령」(이하 “금융사지배구조법시행령”이라 한다) 제3조제1항 각 호에 따라 최대주주와 특수한 관계에 있는 자(이하 “특수관계인”이라 한다). 이 경우 「상법」 제408조의2제1항에 따른 집행임원 설치회사에는 금융사지배구조법시행령 제3조 제1항 각 호의 임원에 집행임원이 포함되는 것으로 본다.

12. “일반주주”란 해당 법인의 주주 중에서 최대주주등과 금융사지배구조법 제2조 제6호 나목의 주요주주를 제외한 주주를 말한다.

530) 코스닥시장의 경우, 소액주주의 지분율이 20% 미만인 경우 관리종목으로 지정되고, 2년 연속 그 상태가 지속될 경우 상장폐지된다. 자진상장폐지를 신청한 경우, 주주보호절차의 충실한 이행여부를 심사받게 된다(코스닥시장 상장규정 제28조 제1항 제12호, 제38조 제1항).

531) 송은혜(2018), 19면.

있다.

[ 표 4-6 ] 상장폐지 목적의 공개매수 현황

(2018.9.말 현재)

연도	공개매수자	대상회사	대금결제	비 고
'18년	(주)한국유리공업	(주)한국유리공업	현금	상장폐지('18.11.07예정)
'17년	(주)KB금융지주	(주)KB손해보험	현금	상장폐지('17.07.21.)
		(주)KB캐피탈		상장폐지('17.07.21.)
	진용(CHEN YONG)(1차)	웨이포트유한공사	현금	상장폐지('17.07.25.)
	진용(CHEN YONG)(2차)			
	(주)알보젠코리아(1차)	(주)알보젠코리아	현금	2018. 6. 지분율(9.75%)
	(주)알보젠코리아(2차)			
'16년	(주)모아텍	(주)모아텍	현금	2018. 6. 지분율(35.77%)
	(주)아트라스비엑스(1차)	(주)아트라스비엑스	현금	2018. 6. 지분율(58.43%)
	(주)아트라스비엑스(2차)			
'15년	(주)동일제지	(주)동일제지	현금	상장폐지('16.08.11.)
	(주)도레이첨단소재(1차)	(주)도레이케미칼	현금	상장폐지('18.03.20.)
	(주)도레이첨단소재(2차)			
	(주)경창산업	(주)KCW	현금	상장폐지('15.09.18.)
	(주)경남에너지	(주)경남에너지	현금	상장폐지('16.05.19.)
'14년	(주)경창산업	(주)KCW(기)	현금	상장폐지('15.09.18.)
	(주)히타치국제전기	(주)국제엘렉트릭코리아	현금	상장폐지('15.02.10.)
	(주)CSM홀딩스	(주)SBI모기지	현금	상장폐지('14.12.18.)
	(주)경남에너지	(주)경남에너지	현금	상장폐지('16.05.19.)
	구자열 외 7인(1차)	(주)제이에스전선	현금	상장폐지('14.04.10.)
	구자열 외 7인(1차)			

2018년 (주)한국유리공업은 본 공개매수 후 자발적 상장폐지를 위해 충분한 지분 취득 후(공개매수자인 본인과 그 최대주주 및 특수관계인의 보유주식을 포함하여 보통주 97.63%, 우선주 77.90% 보유), 자진 상장폐지하였다. 2017년 알보젠 코리아는 상장폐지를 달성하기 위한 지분 취득을 위해 2번의 공개매수를 진행한 후 상장폐지에 성공하였다. 2015년 (주)KCW을 대상으로 실시된

공개매수의 경우, (주)KCW와 (주)보쉬전장과의 합작법인 설립의 선행조건으로 공개매수자인 (주)경창산업 및 특수관계인이 KCW(주) 지분을 67% 이상 확보할 것을 요구하였기 때문에, 동 지분을 확보하기 위해 대상회사인 (주)KCW의 계열회사인 (주)경창산업이 (주)KCW의 주식을 공개매수하였고, 공개매수 결과 자진상장폐지 요건에 해당되어 상장폐지되었다. 이로 인해 보쉬전장과의 합작법인 설립은 계획대로 진행할 수 있었다.<sup>532)</sup>

위 21건의 상장폐지 목적의 공개매수 중 8건은 자진상장폐지를 위해 회사 스스로 자기주식에 대해 공개매수를 실시하였고, 10건은 회사의 최대주주가 공개매수를 청약한 사안이었다. 그러나 2019년 4월 29일부터 개정된 상장규정(유가증권시장 상장규정 시행세칙 제6조)이 시행되어 상장폐지의 경우 회사가 보유하는 자기주식은 그 보유비율에서 제외되어<sup>533)</sup> 자기주식을 공개매수하여 상장폐지하는 사례는 사라지게 되었다.

#### 마. 기타

공개매수 신고서상 소액주주보호, 주주가치 극대화 등의 목적으로 실시된 공개매수의 현황은 아래와 같다.

532) 김수현(2015), 394-399면.

533) 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제6조(상장폐지 신청 서류와 심의기준) ②

2. 상장폐지 신청일 현재 해당 상장법인의 최대주주등이 해당 종목의 발행주식 총수(자기주식은 제외한다)의 100분의 95 이상을 보유하고 있을 것



[ 표 4-7 ] 기타 목적의 공개매수 현황

(2018.9.말 현재)

연도	공개매수자	대상회사(시장구분)	대금결제	비 고
'18년	(주)에스코	(주)에스코	현금	기업구조 개편에 따른 주주 권익 보호
	(주)케이씨	(주)케이씨텍	현금	계열회사에 대한 지배력 강화
'17년	(주)아세아텍	(주)아세아텍	현금	주주가치 제고
	(주)아세아텍			
	(주)부국증권	(주)부국증권	현금	주주가치 제고
'16년	(주)SBI AXES	(주)SBI AXES(코)	현금	주주에 대한 이익환원
'15년	(주)롯데	(주)롯데제과(유)	현금	사업효율성 제고
	(주)SK텔레콤	(주)씨제이헬로비전(유)	현금	소액주주 보호
'14년	(주)아세아텍	(주)아세아텍(코)	현금	회사의 경쟁력 강화 및 기업가치 제고

공개매수 신고서상 공개매수자가 기재한 목적의 구체적인 내용은 아래와 같다. 2018년 (주)에스코는 물적분할 이후 지주회사로 전환하기 전에 사업구조 재편을 위해 안정적인 지분을 취득하고, 반대주주에게 선택권을 부여하기 위하여 공개매수를 실시하였고, (주)케이씨는 계열회사에 대한 지배력을 강화하기 위해 공개매수를 실시하여 지분율을 상승시켰다(8.16%→ 20.16%). 2017년 (주)아세아텍의 경우 자기주식을 매입하여 유통주식수 감소시키고 이를 통해 주당가치상승 등의 주주 가치를 제고하고자 공개매수를 실시하였다. 2015년 SK텔레콤의 씨제이헬로비전에 대한 공개매수는 공개매수자의 자회사인 에스케이브로드밴드 주식회사와 공개매수대상회사인 주식회사 씨제이헬로비전의 합병으로 인한 거래정지로부터 소수주주를 보호하고자 실시되었다.

#### 바. 소결

우리나라에서 공개매수는 지배권을 취득하거나 이전하기 위한 수단으로는 거의 실시되지 않고 있고, 공정거래법상 지주회사요건 충족목적의 공개매수가 가장 많이 시행되었고, 그 다음으로 상장폐지 목적, 기타 목적, 경영권 안정 목

적, M&A 목적 공개매수 순으로 행해졌다. 가장 많이 이용되고 있는 지주회사 요건 충족목적의 공개매수도 실질적인 지배권 변동이 없는 거래이고, 해당 공개매수 이후 지주회사의 최대주주의 지배력이 강화되는 효과를 누린다. 또한 지배권이 변동되는 M&A 목적의 공개매수는 최근 10년간 4건만이 실시되었다. 결국 공개매수는 지배주식의 취득 수단으로 거의 이용되지 않고, 현행 공개매수제도가 지배권 변동을 규제하는 기능은 미미하다.

### 제3절 공개매수 규제의 문제점

이상에서 살펴본 바와 같이 우리나라에서는 지배주식을 양수도하는 것으로 대부분의 지배권거래가 이루어지고 있고, 이로 인해 지배권에 지급되는 높은 프리미엄 역시 지배주주가 독점하고 있다. 이러한 문제의식 속에 (구)증권거래법 개정안<sup>534)</sup>에서 의무공개매수제도의 도입을 제안하였으나, M&A를 사실상 불가능하게 하고, 국내 기업은 내재화된 M&A방어 장치를 갖고 있어 추가적인 방어 수단 도입 시 경영권이 과잉보호될 수 있다는 지적이 있어서 개정법에는 도입되지 않았다.<sup>535)</sup> 규제당국은 공개매수제도의 취지가 지배권경쟁의 공정성을 확보하기 위한 제도라고 설명하지만,<sup>536)</sup> 지배권프리미엄을 포기하고 공개매수에 응할 유인이 적은 지배주주의 존재로 인해 지배권취득 목적의 공개매수는 거의 실시되지 않고 있고, 그나마 실시되는 지주회사요건 충족 목적과 상장폐지목적의 공개매수 역시 지배주주의 지배권을 강화·유지하기 위한 목적으로 시행되고 있는 것이 현실이다. 결국 지배권거래로 인한 이익에서 소수주주는 철저하게 배제되고 있다.

우리나라 공개매수제도가 미국의 시장원칙을 따르고 있다고 하지만, 주식이 분산된 회사가 많은 미국에서는 현실적 필요성 때문에 공개매수가 지배권취득 수단으로 빈번하게 실시되고 있고, 이에 대해 연방법에서는 정보공시규제, 주

534) 김효석 의원등 17인, “증권거래법중개정법률안” 의안번호 171109 (2004. 12).

535) 현성수, “증권거래법중 개정법률안(김효석 의원 대표발의) 검토보고서”, 재정경제위원회(2005. 2).

536) 금융감독원, 기업공시 실무안내 (2018), 385면.

회사법에서는 지배권 취득 이후 단계에서 소수주주의 이익을 보호하는 제도를 마련하고 있다. 더 나아가 매수인이 지배권을 공개매수가 아닌 일대일거래로 지배주주로부터 취득하게 되는 경우에는 지배주주의 신인의무부로 규제하고 있다. 유럽에서는 주식 이전에 의한 지배권 취득 거래는 원칙적으로 의무공개매수제도를 통해 이루어지도록 함으로써 지배권의 사적 거래를 방지하고, 지배주주가 변경되는 거래에서 모든 주주가 공평한 가격으로 대상회사를 탈퇴할 수 있는 권한을 보장하고 있다.

또한 미국과 유럽은 공개매수가 실시되는 상황에서도 일반주주의 매도압력을 완화하는 장치를 마련하기 위한 노력을 계속하고 있다. 예를 들어 미국과 일본에서 공개매수가 실시될 경우 대상회사에게 의견표명보고서 제출을 의무화하여 대상회사 주주가 지배권이전에 대한 정보를 균형있게 제공받아 매도결정을 하도록 하고 있고, 미국은 5% 미만의 지분을 취득하는 소규모 공개매수를 실시하는 경우에도 SEC 가이드라인에 의해 정보를 공시할 것을 권고하고 있다.

유럽은 전부공개매수제도를 통해 모든 주주에게 지배권 프리미엄의 이익과 탈퇴권이 귀속되고 있다. 그러나 전부공개매수제도를 회피하기 위해 임의공개매수를 남용하는 것을 방지하기 위해 유럽회사법전문가위원회는 임의공개매수의 조건으로 영국 City Code처럼 50% 최저응모조건을 도입하거나 일정 지분(예: 5%, 10%)을 의무적으로 취득하게 함으로써 너무 낮은 가격에 지배권을 취득하지 못하도록 제도개선안을 제시한다.

우리과 비슷한 법제를 가진 일본 또한 1/3 기준 강제공개매수제도를 도입한 1990년대 이후부터는 지배권의 일대일거래를 금지하고 있고, 이후에도 전체주주의 이익을 침해하는 가치감소형 인수거래의 저지를 위해 영국의 부분공개매수 승인조건처럼 부분공개매수의 경우 독립주주 의결권 과반수의 찬성을 요구하는 개선안을 제시하거나 시장거래의 매도압력을 완화하기 위해 시장에서 취득한 주식도 지배권 산정시 포함하도록 하는 등의 견해들이 발표되고 있다.

매수인이 지배권을 취득한 후 잔존하는 소수주주를 보호하는 제도도 자본시장법에서는 별도로 마련하고 있지 않고, 상법이 소수주주의 매수청구권이 가능

하도록 규정하고 있다. 그러나 영국과 독일이 공개매수 실시를 전제로 공개매수조건과 동일한 조건으로 소수주주가 주식을 매도할 수 있도록 하는 것과 달리, 우리나라는 공정한 가액에 대한 기준이 없다. 또한 지배주주가 자신에게 유리한 시점에 매도청구할 수 있고, 소수주주의 매수청구를 저지하기 위해 보유 주식지분을 조정할 수 있기 때문에 지배주주의 일방적 의사로 잔존 소수주주를 축출할 수 있어서 소수주주 보호가 취약하다.

적대적 기업인수에 대한 경영권 방어수단 역시 현재 우리나라에서 대상회사가 행사할 수 있는 방어수단은 사실상 자기주식을 우호적인 제3자에게 처분하거나 현 경영진을 교체하지 않을 백기사(white knight)를 확보하는 방법 등 우호세력을 확보하는 방법만이 가능하다. 이는 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로 차등의결권, 황금주, 포이즌필, 이사의 교차임기제 등이 가능한 미국과 의무공개매수제도를 통해 매수인을 규제하는 유럽의 제도와 비교했을 때에도 상당히 경영권 방어수단이 상당히 제한적이다.

비교법적으로 검토해 보아도 회사의 근본적인 변경에 준하는 지배주식의 이전에 의한 지배권 변동에 대해 아무런 규제를 하지 않는 나라는 우리나라 외에는 발견하기 힘들다. 이에 다음 장에서는 비교법적 분석을 토대로 국내에서의 개선논의 및 합병 등의 기업구조개편 법제와의 연관성 및 각 제도의 법적 효과를 종합적으로 검토한 후, 우리나라 지배권거래를 적절하게 규제할 수 있는 균형 잡힌 공개매수제도를 제시하고자 한다.

## 제5장 지배권거래 통제를 위한 공개매수제도의 개선방안

### 제1절 국내에서의 제도개선 논의

앞서 살펴본 바와 같이 그동안 우리나라 대부분의 지배권거래는 시장 밖에서 지배주주의 일대일거래로 이루어져 왔고, 이로 인해 불투명한 지배권거래, 일반주주들의 지배권거래 참여기회 배제, 지배주주의 지배권프리미엄 독식 등의 문제가 오래 전부터 존재하였다. 이러한 문제인식 하에 지배권거래의 공정성을 확보하기 위한 최근의 논의들을 크게 두 가지 견해로 분류해 보면, (i) 스탠다드(standard) 규제 형식으로 지배주주에게 신인의무를 부과하는 것을 고려하자는 견해<sup>537)</sup>와 (ii) 룰(rule) 규제 형식인 의무공개매수제도를 도입하자는 견해가 있다. 특히 (ii)에 대해서는 유럽식 전부 의무공개매수제도<sup>538)</sup>를 도입하자는 견해와 일본의 강제공개매수제도를 참고하여 수정된 부분 의무공개매수제도를 도입<sup>539)</sup>하자는 견해, 그리고 유럽식 전부공개매수제도의 취지를 고려하되 지배권거래로 인한 지배주주 변동시 소수주주의 주식매수청구권을 도입하자는 견해<sup>540)</sup>가 존재한다.

#### 1. 지배주주의 신인의무 도입론

지배권거래에 대해 지배주주의 신인의무 도입을 고려하자는 견해는 상법에 지배주주의 신인의무를 규정하자는 것으로, 미국형 공개매수제도의 틀을 전제로 한편으로는, 지배주주가 지배권 프리미엄을 온전히 취득하는 것을 인정하여

537) 천경훈(2011), 161-164면; 임재연(2007), 482-483면.

538) 김우찬/강정민(2010), 3-8면.

539) 송중준(2012c), 52-54면.

540) 정준혁(2017a), 276-288면.

기업인수거래가 활성화되도록 하고, 다른 한편으로는 지배주주가 소수주주나 회사의 이익을 침해한 거래를 하지 못하도록 상법에 지배주주의 신인의무를 부과하여, 지배주주가 이러한 의무를 위반한 경우 종국적으로는 법원에 의해 사후적으로 규제하자는 견해이다.

현행 상법상 지배주주가 사익추구를 위해 지배권을 양도함으로써 회사에 손해를 입힌 경우, 해당 지배주주가 이사의 지위에 있으면 이사의 손해배상책임(제399조, 제401조)에 의해 책임을 지고, 자신의 영향력을 이용하여 이사에게 업무집행을 지시한 자의 경우에는 업무집행지시자(제401조의2)로서 책임을 지을 수 있지만, 책임발생요건에 해당하지 않거나 입증되지 않을 경우 책임이 없다. 따라서 지배주주의 신인의무를 상법에 명확하게 규정하고, 더불어 미국의 ALI PCG(The American Law Institute Principles of Corporate Governance)에서 지배주주에 부여하는 공정거래의무<sup>541)</sup>도 도입하자고 한다.<sup>542)</sup> 이를 위해 먼저 우리나라에서 발생하는 지배주주의 소수주주 이익침해 행위유형을 정리하는 작업이 필요하다고 한다.<sup>543)</sup>

## 2. 의무공개매수제도 도입론

의무공개매수제도의 도입에 긍정적인 견해들은 먼저 장외에서 10인 미만의 특정 소수의 자로부터 지배권을 취득하는 것에 대해 아무런 규제도 하지 않는 것은 지배주주와 소수주주의 이해를 합리적으로 조정하는 회사법 이념에 반한다고 설명한다. 그럼에도 회사법은 지배주주의 신인의무에 대한 규정이 없으므로, 소수주주 보호를 위해서 자본시장법에 의무공개매수제도를 도입하여 사적인 지배권거래를 규제하는 것이 타당하다고 주장한다.<sup>544)</sup> 즉 의무공개매수제

541) 지배주주의 공정거래의무는 지배주주가 중요한 거래 내용을 공시하여야 하는 공시의무{ALI PCG §5.16(a)}와 매수인이 회사자산을 약탈할 것이라는 의심할 만한 상황에서는 조사의무{ALI PCG §5.16(b)}를 부담하는 것을 내용으로 한다(임재연(2007), 468-469면).

542) 임재연(2007), 483면.

543) 천경훈(2011), 163면; 임재연(2007), 483면.

544) 송종준(2013), 175면; 송종준(2012c), 52-53면; 송종준(2005b), 76-77면; 박재홍(2005), 213면.

도가 지배주주뿐만 아니라 소수주주에게도 지배권 프리미엄의 취득 기회를 제공하여 소수주주들의 주주가치를 증진시킴으로써 실질적인 주주평등의 원칙을 실현하고, 지배주주의 변경시 소수주주들의 탈퇴권을 보장하여 지배권 변동에 따른 소수주주들의 손실을 최소화한다고 본다. 이러한 소수주주 보호기능과 함께 지배권거래의 투명성 확보로 투자자를 보호하고, 동시에 경영권 방어를 비교적 쉽게 할 수 있다는 점에 동의한다.<sup>545)</sup> 다만 위 견해들은 의무공개매수가 인수비용을 증가시켜 기업인수시장을 위축시킬 것이라는 우려에 대한 인식의 정도 차이로 견해가 구분될 수 있다. 즉 소수주주 보호를 위해 공개매수에 응모한 주식을 모두 매수하여야 한다는 유럽형 전부 의무공개매수제도를 도입하자는 견해<sup>546)</sup>와 인수비용의 부담을 덜어주는 부분 의무공개매수제도를 도입하자는 견해<sup>547)</sup>, 유럽형 의무공개매수제도의 취지를 고려하되 30% 이상 주식등을 취득한 새로운 지배주주가 생긴 경우 해당 인수로 인한 프리미엄이 반영되기 전의 시가로 매수인에 대한 소수주주의 주식매수청구권을 인정하자는 견해<sup>548)</sup>, 그리고 현행 공개매수제도를 적절한 형태로 수정하여 개선할 필요성을 제시한 견해들<sup>549)</sup>로 정리할 수 있다.

545) 김석봉(2015), 223면; 김화진(2015), 1031면; 박경서/정찬식/김선민(2017); 박재홍(2005), 213면; 송옥렬(2009), 416면; 송종준(2005a), 52면; 송종준(2012c), 52-53면; 송종준(2013), 145면.

546) 김우찬/강정민(2010); 박준선(2017); 김효석 의원등 17인, “증권거래법중 개정법률안” 의안번호 171109 (2004. 12).

547) 송종준(2005b), 76-77면; 송종준(2012c), 52-54면; 송종준(2013), 175-177면; 박재홍(2005), 35면; 박경서/정찬식/김선민(2017), 13-14면.

548) 즉 공정거래법상 지배기준(공정거래법 제2조 제2호, 동법 시행령 제3조; 즉 새로운 인수회사가 특수관계인(계열회사, 친족 등), 특별관계자(주주간 계약을 통한 공동지배 등) 등과 함께 지분을 30% 이상 보유하는 경우)을 적용하여 30% 이상을 취득한 새로운 지배주주가 생긴 경우, 잔존주주들은 본인들의 주식을 매수인에게 인수희망인의 인수 가능성이 공개되어 프리미엄이 주가에 반영되기 전의 시가를 매수청구가격으로 결정한다. 이 견해에 따르면 소수주주가 새로운 지배주주가 된 매수인에게 매수청구권을 행사하여 회사로부터 탈퇴(exit)하거나 대상회사의 소수주주로 남는 것 중 하나를 선택할 수 있게 된다(정준혁(2017a), 276-289면; 정준혁(2017b), 24면).

549) 김화진(2015), 1031면; 송옥렬(2009), 188면; 김석봉(2015), 223-224면; 이현오(2016), 3-5면.; 김건식(1997), 36면에서는 1997년 25% 의무공개매수제도는 ① 지배권 프리미엄을 지배주주가 독차지하는 것을 막는 동시에 ② 지배권거래가 밀실이 아닌 투명하게 이루어지도록 하는 목적이 있고, ③ 기존 주주들에게 투자금 회수의 기회를 폭 넓게 제고하는 경제적 효과가 있지만, 이 규정으로 인해 자본시장이 충분히 발달하지 못



## 가. 전부공개매수제도 도입론

### (1) 유럽형 의무공개매수제도 도입론

영국식 의무공개매수제도의 도입을 주장하는 견해는 영국식 의무공개매수제도는 공개매수청약에 응모한 주식 전부를 취득해야 하므로 모든 주주에 대한 매도압력을 효과적으로 차단하고, 전부공개매수로 인한 인수비용 증가는 무분별한 기업인수를 저지하고 기업인수에 의한 소유구조의 왜곡을 억제하며,<sup>550)</sup> 지배권 프리미엄을 모든 주주에게 공평하게 분배한다는 장점들이 있다고 본다.<sup>551)</sup> 또한 미국의 포이즌필과 같은 이사회 경영권 방어행위는 태생적으로 많은 법적 분쟁을 유발하지만, 영국의 이사회중립의무는 경영권방어와 관련한 법적 분쟁의 소지가 거의 없기 때문에 분쟁해결 비용까지 고려할 때 저비용·고효율의 규율수단이라고 한다.<sup>552)</sup>

2004년 발의된 (구)증권거래법 개정안<sup>553)</sup>은 영국식 의무공개매수제도를 참고하여 (i) 공개매수자와 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 30% 이상이 되는 경우에 잔여주식 등 전부에 대하여 공개매수청약을 하고 (안 제21조 2항 신설), (ii) 당해 주식등의 직전 1년 동안의 거래가격 중 최고가격 이상으로 공개매수하도록 의무화하는(안 제21조 3항 신설) 내용의 의무공개매수제도를 경영권 방어수단으로서 제안하였다.

이러한 영국식 전부공개매수제도 도입 개정안에 대해 ① 당시 수년간 정부가 시행해온 M&A 및 기업구조조정 활성화 정책과 상치되어 정책의 일관성 문제가 제기될 소지가 있고, ② 1997년에 동 제도 도입시 지적되었던 바와 같

---

한 시장에서는 증가한 인수자금을 원활하게 조달하지 못할 수 있고, 지배주주 입장에서는 수령할 수 있는 프리미엄이 감소하므로 지배권을 양도할 유인이 줄어들어 기업인수거래를 억제하는 효과를 가져올 것이라고 한다. 따라서 의무공개매수로 인하여 일반주주들이 얻는 이익이 공개매수 혹은 기업인수거래가 억제됨으로써 발생하는 비용을 초과한다면 25% 의무공개매수제도가 정당화될 수 있을 것이라고 한다.

550) 김우찬/강정민(2010), 5면.

551) 박준선(2017), 65면.

552) 김우찬/강정민(2010), 5-6면.

553) 김효석 의원등 17인, “증권거래법중 개정법률안” 의안번호 171109 (2004. 12).

이 적대적 M&A 뿐만 아니라 우호적 M&A도 위축시키는 부작용이 존재하며, ③ 2004년 개정안은 의무공개매수시 매수가격을 단순히 주식등의 직전 1년 거래가격 중 최고가격 이상으로 정하고 있다. 이는 공개매수 직전 1년 거래의 주체를 공개매수자등으로 한정된 영국과 1997년 의무공개매수제도와 비교할 때<sup>554)</sup>, 공개매수자에 대하여 자신이 행한 거래와 무관한 직전 1년간의 최고거래가격을 최저매수가격으로 강제하는 것은 제도의 취지에 부합하지 않는 과도한 입법이고, ④ 방어수단의 하나로 의무공개매수제도의 도입을 제안하는데, 과거에는 공개매수기간 동안 대상주식등의 발행인은 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위<sup>555)</sup>를 할 수 없었으나, 2005년 1월 17일 증권거래법을 개정(법률 제7339호)하여 공개매수기간에도 주식등의 발행인이 의결권 있는 주식 등을 발행할 수 있도록 함으로써 M&A 대상회사의 방어수단을 강구하여 양자의 균형을 도모하였다는 점을 고려하여야 한다는 비판이 있었다.<sup>556)</sup>

## (2) 소수주주의 주식매수청구권 도입론

소수주주에게 주식매수청구권을 부여하자는 견해는<sup>557)</sup> EU 의무공개매수제도의 취지를 고려하되,<sup>558)</sup> 지배주주의 자유로운 지배권 프리미엄 수령을 인정하고, 잔존 소수주주에게 지배권거래가 시장에 반영되기 이전의 시장가격으로 새로운 지배주주인 매수인에게 자신의 주식을 매도할 수 있는 권리를 부여하자는 견해이다. 이 견해에 의하면 지배주주가 일대일거래 등으로 지배권을 취득한 때에 잔존주주에게 주식매수청구권이 발생하고, 그 후 일정기간 내에 잔

554) 영국은 공개매수자나 공동보유자가 공개매수의무를 발생시킨 주식매수에 앞선 12개월 이내의 거래가격 중 최고가격을 최저매수가격으로 설정하였고, 우리나라의 25% 의무공개매수제도 도입시에도 공개매수신청서 접수 전 1년간 공개매수자나 특별관계인이 거래한 가격중 최고가격을 최저매수가격으로 설정하였다.

555) 주권, 신주인수권을 표시하는 증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권의 발행과 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의.

556) 현성수, “증권거래법중 개정법률안(김효석 의원 대표발의) 검토보고서”, 재정경제위원회 (2005. 2.), 3-4면.

557) 정준혁(2017a), 250-288면.

558) 정준혁(2017b), 24면.

존주주는 지배주주가 된 매수인에게 주식매수청구권을 행사하여 회사로부터 탈퇴(exit)하거나 대상회사의 소수주주로 남는 것 중 하나를 선택할 수 있는 선택권을 부여하자는 것이다.<sup>559)</sup> 이 견해에 의하면 지배권거래 이후 대상회사에 잔존하는 소수주주의 매수청구권이 발생하는 요건은 다음과 같다. 매수인등이 (i) 주권상장법인인 대상회사에 대하여 (ii) 30% 이상의 의결권을 보유하게 된 경우<sup>560)</sup> (iii) 합병 등 기업구조개편과 동일하게 매수인의 인수 가능성이 공개되어 주가에 반영되기 전의 시가를 기준으로 산정한 매수가격으로 주식매수청구권을 행사하도록 한다. 유럽식 의무공개매수제도는 시장원칙의 규제보다 소수주주를 필요 이상으로 과잉보호하고 가치증가형 M&A 거래를 좌절시킬 가능성이 높고, 특히 아무런 제한 없이 지배주식의 매매가 허용되는 현행법 체계에서 모든 주주들에게 지배권 프리미엄을 지급해야 하는 의무공개매수제도를 도입할 경우 소수주주들이 인수회사의 회생을 바탕으로 일종의 차익거래(arbitrage)를 행할 수 있다는 문제점이 발생할 수 있다고 지적한다.<sup>561)</sup> 이 견해는 위와 같은 유럽식 의무공개매수제도의 문제점을 해소하기 위해 소수주주들은 새로운 지배주주가 회사의 가치를 증가시킬 수 있을지를 판단할 수 있도록 소수주주에게 선택권(시가에 의한 주식매수청구권 행사 또는 대상회사에 잔류하는 것을 선택할 수 있는 권리)을 부여함으로써 소수주주를 과잉보호나 과소보호하는 문제를 해결하고 있고, 유능한 매수인은 더 쉽게 기업을 인수하게 되어 효율적인 M&A거래가 활성화되도록 고려했다는 점에서 경청할만 하다.

## 나. 부분공개매수제도 도입론

### (1) 일반적인 부분공개매수제도 도입론

559) 정준혁(2017a), 276-289면.

560) 공정거래법상 지배기준(제2조 제2호, 동법 시행령 제3조)을 적용하여, 즉 새로운 인수회사가 특수관계인(계열회사, 친족 등), 특별관계자(주주간 계약을 통한 공동지배 등) 등과 함께 지분을 30% 이상 보유하는 경우로서 최대출자자이거나 대표이사 선임, 이사회 절반 이상 선임 등을 통해 지배적 영향력을 미칠 수 있게 되는 경우 소액주주들은 매수청구권을 행사할 수 있다고 한다.

561) 정준혁(2017a), 276면.

부분공개매수제도의 도입을 주장하는 첫 번째 견해로는 전부공개매수로 인해 증가하는 인수비용의 부담을 경감시키기 위하여 공개매수에 응모한 주식의 일부만을 매수하는 부분공개매수제도에 의할 경우 인수비용의 증가액이 크지 않고, 인수비용을 조달할 수 있는 자본시장의 성장으로 인해 기업인수가 방해될 가능성은 낮다는 견해가 있다.<sup>562)</sup> 즉 국내상장회사의 경우 지배주주등의 내부지분율이 35% 내외인 반면 나머지 주식은 지배주주등의 지분에 상응하는 지분을 소유한 기관투자자와 외국인, 그리고 소수주주의 지분으로 구성되므로 일대일거래를 통해 높은 프리미엄을 지배주주에게 주고 지배권을 인수하는 경우와 모든 주주에게 공개매수를 실시하여 부분공개매수로 지배권을 인수하는 경우의 인수비용 차이는 크지 않을 것이라는 것이다.<sup>563)</sup> 또한 1998년 25%의 무공개매수제도의 폐지가 국내 기업간 M&A를 활성화시켰는지에 대한 실증자료는 없는 상황인 반면, 교환공개매수방식에 의할 경우 매수자금 부담은 거의 없고, 과거 두 자리 숫자의 금리가 현재는 3% 내외의 저금리로 유지되는 상황은 현금에 의한 공개매수의 경우에도 매수자의 자금조달 부담을 완화시켰으며, 차입매수(LBO: Leveraged Buy-Out)등의 다양한 자금조달 방식이 활용되고 있는 우리 자본시장의 변화로 인해 의무공개매수로 인한 인수비용증가가 기업인수를 저해할 요인은 낮다는 견해이다.<sup>564)</sup>

## (2) 1/3 기준 부분 강제공개매수제도의 도입안

다음으로 일본의 강제공개매수제도를 참고한 부분 강제공개매수제도의 도입을 제안하는 견해가 있다.<sup>565)</sup> 우리 자본시장법에 있는 5% 공개매수제도와는 별도로, 매수인이 장외에서 10인 미만의 자로부터 본인과 특별관계자의 보유지분을 합하여 발행주식총수의 1/3 이상을 취득하고자 하는 경우 공개매수의 방법으로 취득하도록 강제하자는 견해이다. 전부 의무공개매수의 높은 인수비

562) 박경서/정찬식/김선민(2017), 12-14면.

563) 박경서/정찬식/김선민(2017), 13-14면.

564) 박경서/정찬식/김선민(2017), 12-13면.

565) 송종준(2013), 143-176면.

용 부담이 비효율적이고 비경제적인 기업인수를 강제할뿐만 아니라 결국 공개매수의 성공가능성을 낮추어서 오히려 소수주주가 보호받을 수 있는 기회가 감소할 수 있으므로, 일본의 1/3 기준 강제공개매수제도의 부분매수원칙을 기본으로 삼자는 것이다. 부분 의무공개매수는 소수주주에게도 주식 매각기회를 주는 동시에 인수비용에 대한 부담을 줄여주어 공개매수로 인한 기업인수의 활성화에 기여하고, 공개매수의 활성화도 함께 꾀할 수 있다는 점에서 현행 5% 공개매수제도를 통한 주식매집 규제와 입법적 균형을 이룰 수 있다고 주장한다.<sup>566)</sup> 일본에서는 발행주식총수의 1/3에 해당하는 지분이 회사법상 주주총회 특별결의를 저지할 수 있고 이는 일반주주에게도 현저하게 영향을 미친다는 점을 고려하여 발행주식총수의 1/3 초과 취득을 강제공개매수의무의 발동기준으로 설정하고 있다.<sup>567)</sup> 위 국내 견해 역시 지배권은 주주총회에서 의결권으로 행사되는 것이므로 상법상 주주총회 특별결의를 저지할 수 있고, 우리나라 상장회사의 지배주주 평균지분율에 해당하는 발행주식총수 1/3 이상을 의무공개매수 발동요건으로 정하는 것이 합리적이라고 한다.<sup>568)</sup>

### 3. 소결 - 바람직한 제도의 모색

#### 가. 미국형 제도의 도입 검토

우리 자본시장법은 미국 연방법에 근원을 두고 있으므로, 지배권거래에 대해 미국식의 이원적 규제방법을 고려해 볼 수 있다. 즉 자본시장법에서는 현행처럼 정보공시 규제를 중심으로 매도압력을 완화하는 규정을 보완하고, 회사법에서 소수주주를 보호하는 기업지배구조차원의 규제를 하는 것이다. 현행 자본시장법상 공개매수제도를 크게 수정하지 않아도 된다는 점에서는 유용할 수 있

566) 송종준(2013), 175-176면; 송종준(2012), 53면, 송종준(2005a), 66면; 송종준(2005b), 76-77면.; 송종준(2013), 168-171면은 일본의 2/3 전부매수의무를 우리나라 상법상 지배주주의 소수주식 강제매수권과 한국거래소 상장폐지요건을 고려하여 수정한 의견을 제시한다. 즉 매수자가 공개매수 후 95% 이상의 지분을 취득한 경우 잔존주주의 주식을 모두 매수하여야 한다는 95% 전부매수의무를 제안한다.

567) 川村正幸(2008), 168면.

568) 송종준(2013), 164면; 송종준(2012c), 54면; 송종준(2005b), 77면; 박재홍(2005), 35면.

지만, 회사법에 공개매수 또는 지배주식의 거래로 인한 지배권 변동시 소수주주의 보호제도를 입법하는 것은 많은 논의와 시간이 소요될 것이다. 특히 상법에 지배주주의 신인 의무를 도입하는 것은 미국과 상당히 다른 법 제도와 문화를 형성하고 있는 우리나라에서는 제도의 실효성에 대한 의문과 실효성이 확보될 때까지의 시간적·물리적 비용 등이 과도할 것이라 생각한다.

상법에 지배주주의 신인 의무 규정을 도입한다면 지배주주에게 지배권프리미엄이라는 지배권 양도의 유인을 인정함으로써 기업인수거래를 활성화시킬 수 있고, 회사나 일반주주의 이익을 침해하는 지배주주의 거래행위는 지배주주의 신인 의무 위반으로 사후적으로 법원에 의해 제재할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 지배주주의 신인 의무 조문을 규정하더라도 취지에 맞는 효과가 나타날지는 의문이다. 시장원칙에 따라 자본이 가장 효율적으로 이용되고, 이를 저해하는 행위는 법원이 신인 의무 위반여부라는 스탠다드에 따라 성실하고 공정하게 판단하여 처벌하기 위해서는 사회문화적·법률적 환경등이 마련되어야 한다. 2011년 개정 상법에 자기거래 금지, 회사기회유용 금지 등 이사의 충실의무에 관한 강화·신설되었고, 시행된 지 10년 가까이 되었지만 그 규정이 관련 사건들에서 실효성 있는 통제수단이 되었는지는 의문이다. 미국에서도 지배주주가 신인 의무를 위반했는지 판단하기 위해 구체적으로 어느 경우에 인수희망인이 약탈자인지 판단하는 것은 쉽지 않고<sup>569)</sup>, 사후적으로 회사 가치가 하락할 경우 모든 지배주주가 소액주주들에게 책임을 부담할 위험성도 존재한다는 견해가 있다.<sup>570)</sup> 요컨대, 지배주주에게 신인 의무를 부과하는 방법은 구체적인 상황에서 명확한 행동지침으로 작용하기 어렵고 법적 불확실성을 야기할 수 있다.

또한 지배주주의 신인 의무를 위반한 경우 일반주주들과 회사는 소를 제기하여 사후적으로 손해를 보상받아야 한다. 이를 위해 효과적인 사후적 구제수단이 추가적으로 마련되어야 하는데 그것이 효율적인 수단인지는 확인할 수 없다. 참고로 미국에서는 1건의 합병에서 7-8건의 분쟁이 발생하고 이들 대부분은 신인 의무 위반에 대한 소송이라고 한다.<sup>571)</sup> 미국의 시장원칙은 지배권의 자유로운 거래를 인정하는 것 뿐 아니라 분쟁해결을 위한 다른 시장(예를 들

569) Easterbrook/Fischel(1991), p. 130.

570) Easterbrook/Fischel(1991), pp. 130-131.

571) Cain/Fisch/Solomon/Thomas, p. 9.

면 법률시장)의 활성화에도 기여할 수 있다는 고려한 것일 수도 있다. 그러나 불공정한 시장을 규제하기 위하여 소송비용과 시간적 비용 등 추가비용이 소요될 경우 그 비용은 지배주주와 일반주주 중 누구에게 더 불안요소가 될까? 더욱이 미국에서도 친기업적인 판결이 많다는 비판이 존재하므로,<sup>572)</sup> 우리나라에서 지배주주의 신인의무 규정이 실효성 있는 소수주주 보호와 사회적 효용을 증대시키는 수단이 될 수 있는지는 좀더 종합적인 연구가 필요하다고 생각한다.

#### 나. 유럽형 제도의 도입 검토

국내견해 중 유럽형 의무공개매수제도의 취지를 고려하여 소수주주에게 주식매수청구권을 부여하자는 견해는, 지배권거래에 의한 지배주주 변동시 소수주주에게 탈퇴권을 부여한다.<sup>573)</sup> 또한 인수비용의 증가로 인해 기업인수활동이 위축되는 것을 방지하기 위해 소수주주의 주식매수청구권의 가격산정을 합병 등 기업구조개편과 동일하게 시가를 기준으로 산정한다는 점에서 소수주주 보호 및 제도의 정합성 측면에서 의미가 있다.

그런데 유럽형 의무공개매수제도는 일대일거래로 지배주주에게 높은 프리미엄을 지급하고 지배권을 취득한 경우, 사후적으로 공개매수를 실시하여 일반주주에게 탈퇴권을 보장하고, 그 때 공평한 가격 즉 지배주주에게 지급한 가격과 동일한 가격으로 주식을 매도할 기회를 보장한다. 따라서 소수주주들의 주식매수청구권의 가격을 지배주주와 다르게 설정하는 것은 지배권프리미엄의 공유라는 유럽형 공개매수제도의 취지에 부합하지 않는다. 시장원칙이 적용되는 미국에서도 펜실베이니아주는 지배권거래로 인한 지배주주 변동시 일반주주에게 주식매수청구권을 인정하는데, 매수인등이 20% 이상의 의결권을 취득한 경우 일반주주들에게 주법에서 정하는 공정가치(fair value)로 매수인등에게 그들의

572) Bebchuk/Ferrell(1999), pp. 1185-1187.

573) 상법 제360조의25에 규정된 소수주주의 지배주주에 대한 매수청구권도 지배주주의 의사에 의해 행사할 수 있다. 지배주주가 소수주주의 매수청구권을 저지하고자 한다면 스스로 95% 미만의 주식을 보유하면 되므로 소수주주의 주식매수청구권도 지배주주의 의사에 의해 결정되기 때문이다(송옥렬(2016), 862면).



주식을 팔 수 있는 권한을 부여한다.<sup>574)</sup> 이 경우 공정가치는 법원이 정하는데 1단계 주식인수에서 지급된 지배권프리미엄이 안분 비율로 포함되어 결정하도록 규정하여<sup>575)</sup> 소수주주들에게도 지배권프리미엄이 균등하게 귀속되도록 하고 있다.<sup>576)</sup> 상법상 합병 등의 기업구조개편에서 인정되는 반대주주의 주식매수청구권의 가격은 주주총회나 이사회 결의를 통해 결정되고, 지배주주를 포함한 모든 주주가 동일한 가격으로 주식매수청구권을 행사하게 된다는 점도 고려해야 할 것이다. 또한 위 견해에 의하면 70% 미만의 일반주주들 대부분이 매수청구권을 행사할 경우, 매수인이 부담하는 인수비용이 여전히 과다하므로 유럽의 전부 의무공개매수제도의 문제점이 충분히 해소되지 못한다고 할 수 있다.

유럽형 의무공개매수제도는 지배권거래시 모든 주주에게 지배권프리미엄이 포함된 균등한 가격으로 탈퇴권을 보장하고, 지배권거래의 투명성을 확보할 수 있다는 장점이 있으며, 명시적인 규정으로 인해 사전에 예측가능한 거래구조를 설계할 수 있고, 해당 규정에 따라 거래하면 후속 분쟁이 발생할 여지가 줄어들 것이라는 유익이 있다. 또한 회사의 근본적인 변경에 준하는 지배권거래가 발생할 경우 그 거래에 대한 참여 기회를 모든 주주에게 제공하는 것이 합병 등의 다른 기업구조개편제도와의 균형을 고려할 때 타당하므로, 기본적으로 의무공개매수제도의 취지를 고려하여 그 구체적인 대안을 마련하는 것이 우리 실정에 적합하다고 생각한다.

그러나 의무공개매수제도는 기업인수비용을 증가시켜 가치증가형 기업인수를 좌절시킬 수 있다는 단점이 있고, 이에 대한 입장 차이로 전부공개매수도입과 부분공개매수도입으로 견해가 나뉘는데, 이에 대해서는 부분공개매수를 적극적으로 활용하는 것이 적절한 방법이라 여겨진다(이에 대해서는 이하 제2절

574) Smith(2011), p. A-3.

575) 15 PA. Cons. Stat. §2546(2017) [Shareholder demand for fair value.] (c) Measure of value.--A shareholder making written demand under this section shall be entitled to receive cash for each of his shares in an amount equal to the fair value of each voting share as of the date on which the control transaction occurs, taking into account all relevant factors, including an increment representing a proportion of any value payable for acquisition of control of the corporation.

576) Choper/Coffee/Gilson(2004), p. 1166.

에서 상세히 논한다). 이러한 측면에서 부분공개매수였던 1997년 25% 의무공개매수제도는 2005년 개정안과 달리 우리 지배권거래 상황을 고려하여 실질적으로 지배권이 이전되는 상황에서 공개매수가 작동되도록 설계되었다는 점에서 의미가 있음에도, 1998년 해당 제도의 폐지 이후 의무공개매수제도에 대한 논의는 거의 없었고, 최근에야 조금씩 논의의 필요성이 제기되고 있다. 따라서 1997년 25% 의무공개매수제도의 모습을 확인하고 다시 도입하거나 참고할 측면이 있는지 살펴볼 필요가 있다.

#### 다. (구)증권거래법상의 25% 기준 의무공개매수제도의 재도입 검토

부분공개매수제도의 형태로 실제로 입법되었던 1997년 증권거래법상 25% 의무공개매수제도<sup>577)</sup>는 유럽식 제도를 모델로 수정된 입법형태를 마련하고 있다. 5% 공개매수제도(동법 제21조 1항; 현행 자본시장법 제133조 3항과 거의

577) (구)증권거래법[법률 제5254호, 시행 1997. 4. 1.] 제21조(공개매수의 적용대상)

- ① 의결권있는 주식 기타 대통령령이 정하는 유가증권(이하 “주식등”이라 한다)을 대통령령이 정하는 기간동안 유가증권시장 및 협회중개시장밖에서 대통령령이 정하는 수이상의 자로부터 매수·교환·입찰 기타 유상양수(이하 이 장에서 “매수등”이라 한다)를 하고자 하는 자는 당해 매수등을 한 후에 본인과 그 특별관계자(대통령령이 정하는 특별한 관계가 있는 자를 말한다. 이하 같다)가 보유(소유 기타 이에 준하는 경우로서 대통령령이 정하는 경우를 포함한다. 이하 이 장 및 제200조의2에서 같다)하게 되는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 5이상이 되는 경우(본인과 그 특별관계자가 보유하는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 5이상인 자가 당해 주식등의 매수등을 하는 경우를 포함한다)에는 공개매수하여야 한다. 다만, 그 유형 기타 사정을 감안하여 대통령령이 정하는 매수등에 관하여는 그러하지 아니하다.
- ② 주식등의 매수등을 하고자 하는 자는 당해 매수등을 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 25이상이 되는 경우(본인과 그 특별관계자가 보유하는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 25이상인 자가 당해 주식등의 매수등을 하는 경우를 포함한다)에는 제1항의 규정에 불구하고 대통령령이 정하는 수이상의 주식등을 공개매수하여야 한다. 다만, 그 유형 기타 사정을 감안하여 대통령령이 정하는 매수등에 관하여는 그러하지 아니하다.
- ③ 이 장에서 “공개매수”라 함은 불특정다수인에 대하여 주식등의 매수(다른 유가증권과의 교환을 포함한다. 이하 이 장에서 같다)의 청약을 하거나 매도(다른 유가증권과의 교환을 포함한다. 이하 이 장에서 같다)의 청약을 권유하고 유가증권시장 및 협회중개시장밖에서 당해 주식등을 매수하는 것을 말한다.
- ④ 제1항 및 제2항의 규정에 의한 주식등의 수와 주식등의 총수는 총리령이 정하는 방법에 의하여 산정한 수로 한다.

동일)와 함께 입법된 25% 의무공개매수제도는 주식등의 매수등 후에 보유주식 수가 25% 이상이 되는 경우(또는 25% 초과보유자가 추가로 매수하는 경우도 포함)에는 보유주식 수가 50%+1주 이상<sup>578)</sup>이 되도록 주식을 공개매수할 것을 강제하고 있다(동법 제21조 2항, 동법시행령 제11조의2). 5% 공개매수의무는 장외에서 취득한 것을 조건으로 하지만, 25% 의무공개매수제도는 장외거래뿐 아니라 장내거래로 25% 이상의 지분을 보유하게 되면 50%+1주 이상을 공개매수할 의무가 발생한다.<sup>579)</sup> 따라서 공개매수신고서에 매수할 주식의 양은 50%+1주 이상으로 작성하게 되고, 이때 공개매수가격은 신고서 제출일 전일의 증권시장의 종가로 하되, 신고서 제출일로부터 과거 1년간 주식등의 매수등을 행한 일이 있고 그 매수가격이 앞의 증권시장가격보다 높은 경우에는 그 매수가격으로 하도록 규정되었다(동법시행령 제13조의3). 이는 사전에 일부 주주에게 높은 프리미엄 제공하는 일대일거래를 막기 위한 유럽의 최고가격의 원칙이 반영된 조문이다.

또한 의무공개매수로 인한 지배권거래의 위축을 방지하기 위해 5% 공개매수의 적용면제 요건<sup>580)</sup>에 추가하여 아래와 같은 예외를 정하였다(동법시행령 제11조의3).

1. 제11조제1호 내지 제4호에 해당하는 주식등의 매수등(동조 제3호의 특수관계인이 주권상장법인 또는 협회등록법인인 경우에 당해 법인이 소유하는 주

578) 여기에서 '50%+1주' 이상의 수는 기보유 주식등의 수를 공제한 수이다.

(구)증권거래법 시행령[대통령령 제15312호, 시행 1997. 4. 1.] 제11조의2 (의무공개매수의 주식수) 법 제21조 제2항 본문에서 "대통령령이 정하는 수"라 함은 주식등의 총수의 100분의 50에 1주를 더한 수에서 기보유 주식등의 수를 공제한 수를 말한다.

579) 법문상 50%+1주를 반드시 매수해야 하는 것으로 보이지만, 사전에 응모주식수를 알 수 없으므로 공개매수 이후 결과적으로 50%+1주에 미달하게 되어도 무방하다는 해석은 김건식(1997), 36면.

580) (구)증권거래법 시행령[대통령령 제15312호, 시행 1997. 4. 1.] 제11조 (공개매수를 요하지 아니하는 매수등) 법 제21조제1항 단서에서 "대통령령이 정하는 매수등"이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 것을 말한다.

1. 소각을 목적으로 하는 주식등의 매수등
2. 주식매수청구에 응한 주식의 매수
3. 특수관계인으로부터의 주식등의 매수등
4. 신주인수권·전환청구권 또는 교환청구권의 행사에 의한 주식등의 매수등
5. 제1호 내지 제4호외에 다른 주주의 권익침해가 없는 것으로서 금융감독위원회가 정하는 주식등의 매수등

식등으로서 당해 법인이 발행한 주식등의 매수등을 제외한다)

2. 본인 및 그 특별관계자가 보유하는 주식등의 수가 가장 많은 경우 당해 본인이 당해 주식등을 매수하고자 할 때마다 매수예정수량 및 기간(3월이내의 기간에 한한다)에 대하여 상법 제434조의 규정에 의한 결의<sup>581)</sup>를 거쳐 유가증권시장 또는 협회중개시장을 통하여 행하는 매수

3. 합병 또는 영업의 전부양수로 인한 주식등의 매수등

4. 법 제189조의2의 규정에 의한 자기주식의 취득<sup>582)</sup>

5. 본인 및 그 특별관계자의 보유지분의 합계가 100분의 50 이상인 경우 당해 본인 또는 그 특별관계자가 행하는 당해 법인의 주식등의 매수등

6. 제1호 내지 제5호외에 기업의 경영합리화를 위하여 법률의 규정 또는 정부의 허가·인가·승인 또는 문서에 의한 지도·권고 등에 따른 취득등 다른 주주의 권익침해가 없는 것으로서 위원회가 정하는 주식등의 매수등

이와 같이 1997년 증권거래법은 유럽의 공개매수규제 취지와 같이 실질적으로 지배권 변경이 발생하는 거래에 대해 공개매수의무를 부과하려는 의지가 있었던 것으로 보인다. 즉 특수관계인간의 거래(동법시행령 제11조 3호)와 절

581) (구)상법 제434조(정관변경의 특별결의) 제433조 제1항의 결의는 출석한 주주의 의결권의 3분의 2이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1이상의 수로써 하여야 한다.[법률 제5053호, 시행 1996. 10. 1.]

582) (구)증권거래법[법률 제5254호, 시행 1997. 4. 1.] 제189조의2 (자기주식의 취득)

① 주권상장법인은 유가증권시장을 통하여 다음 각호의 범위 내에서 당해 법인의 명의로 계산으로 자기주식을 취득할 수 있다.

1. 취득주식수는 발행주식총수의 100분의 10이내에서 대통령령이 정하는 비율에 해당하는 주식수

2. 취득금액은 상법 제462조제1항의 규정에 의한 이익배당을 할 수 있는 한도 내에서 대통령령이 정하는 금액

② 제1항의 규정에 의하여 주권상장법인이 자기주식을 취득하거나 이에 따라 취득한 자기주식을 처분하고자 하는 경우에는 대통령령이 정하는 요건·절차등 기준에 따라 자기주식의 취득 또는 처분관련사항을 위원회와 증권거래소에 신고하여야 한다.

③ 주권상장법인이 발행주식총수 또는 이익배당을 할 수 있는 한도 등의 감소로 인하여 제1항의 규정에 의한 범위를 초과하여 자기주식을 소유하게 된 경우에는 그날부터 대통령령이 정하는 기간 내에 그 초과분을 처분하여야 한다.

④ 제14조 내지 제16조, 제19조 및 제20조의 규정은 자기주식을 취득 또는 처분하는 경우에 이를 준용한다.

대적 지배권(의결권 50% 이상 보유)을 보유한 매수인들이 추가로 지분을 보유하게 되는 경우(령 제11조의2 5호)에는 공개매수의무를 면제하고 있는데, 전자는 지배권의 지분율과 구성이 변하지 않는 거래이고, 후자의 경우 본인이 이미 가진 지배력을 강화하는 것일 뿐 지배권이 변경되지 않고 매수인 역시 지배권프리미엄을 지불하고 주식을 취득하지 않을 것이므로 일반주주에게 탈퇴권을 부여하거나 평등하게 취급할 필요성이 존재하지 않기 때문이다. 더불어 대상회사의 50% 미만의 지분을 가진 최대주주가 추가로 지분을 취득하려고 할 경우에는 주주총회 특별결의를 통해 시장에서 매수하면 공개매수의무가 면제되었던 것은 잠행매수를 규제하여 투명하게 지배권이 확보되도록 한 것으로 보인다. 만약 50% 이상 보유자가 해당 주식을 매도하려는 경우 매수인이 25% 이상의 의결권을 보유하게 된다면 25% 의무공개매수가 발동하는 것은 물론이다.<sup>583)</sup>

25% 의무공개매수제도는 영국의 전부의무공개매수제도와 지배권 기준인 지분율의 차이 이외에는 거의 흡사한 제도의 모습을 가지고 있다. 따라서 전부의무공개매수제도의 부정적인 효과가 동일하게 발생할 수 있다. 이하에서는 전부의무공개매수제도의 긍정적 기능과 부정적 기능을 비교 검토하여 해당 제도가 우리나라에서 부작용없이 기능할 수 있을지 그 타당성을 분석하도록 한다.

## 제2절 유럽형 의무공개매수제도 도입의 타당성 검토

### 1. 의무공개매수제도 도입의 긍정적 기능

이론적으로 의무공개매수제도의 정당화 근거(rationale)는 (i) 소수주주의 탈퇴권 보장, (ii) 주주의 평등취급(지배권프리미엄의 공유), (iii) 주주의 왜곡되지 않은 선택 보장으로 인한 소수주주보호로 정리된다.<sup>584)</sup> 의무공개매수제도

583) 1997년 증권거래법의 공개매수규제에 대한 자세한 설명은 김건식(1997), 이준섭(1999) 참고.

를 정당화하는 위와 같은 근거는 투자자인 주주에 대한 보호 수준과 의무공개매수제도의 부정적인 측면을 보완하는 데 기준이 될 수 있다.<sup>585)</sup> 이에 더불어 의무공개매수제도의 긍정적인 기능은 가치감소형 기업인수를 저지한다는 점,<sup>586)</sup> 일반주주인 투자자 보호제도의 마련으로 인해 자본시장에 대한 신뢰가 상승하여 시장이 활성화되고 이는 기업의 직접금융 조달비용을 높일 수 있다는 점,<sup>587)</sup> 기업인수비용의 증가로 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로 기능한다.

#### 가. 소수주주의 탈퇴권/거부권 보장

전부공개매수를 원칙으로 하는 유럽형 의무공개매수제도는 지배권거래에서 모든 주주에게 본인들의 주식을 매도할 수 있는 기회를 보장한다. 즉 공개매수자는 새로운 지배주주하의 대상회사에 머무르고 싶지 않은 주주들에게 탈퇴할 기회를 제공하지 않고서는 회사에 대한 지배권을 취득할 수 없다. 이는 새로운 지배주주가 이사회와 주주총회에 대한 사실상의 지배력 행사를 통해 사익을 추구할 경우 대상회사의 주주가 착취의 대상이 될 위험에서 탈퇴할 기회를 제공하여 소수주주를 보호하는 것을 목표로 한다.<sup>588)</sup> 따라서 일반주주는 해당 지배권거래가 대상회사의 가치를 상승시킬 것으로 예상하면 탈퇴권(exit right)을 행사하지 않을 것이므로 해당 지배권거래의 효용성을 판단할 수 있는

584) European Company Law Experts(2014), p. 2; Kershaw(2016), pp. 249-252. 미국 공개매수제도는 평등취급과 왜곡되지 않은 선택이 보장되지 않는 문제점이 있다고 분석하면서 이에 대한 대안을 제시한 논문으로는 Bebchuk(1985).

585) European Company Law Experts(2014), p. 2.

586) Bebchuk(1985). p. 1165.

587) 박경서/정찬식/김선민(2017), 12면.

588) 이에 대해 오늘날 소수주주의 탈퇴권보장의 필요성은 과거보다 약해졌다는 견해가 있다. 즉 탈퇴권은 지배주주가 그 권리를 남용할 힘이 있고 그것을 악용할 가능성을 전제로 소수주주를 보호하기 위한 수단인데, 만약 지배주주가 지배권을 악용하는 것을 회사법에서 적절하게 규제한다면 의무공개매수제도는 소수주주를 보호하는 미미한 수단이 된다고 설명한다. 실제로 영국의 경우 지배주주의 착취행위는 아주 제한적(very limited scope for such exploitation)이라고 한다(Kershaw(2016), p. 251}. 그러나 우리나라와 같이 지배권행사와 이전에서 지배주주의 영향력이 큰 경우, 소수주주에게 탈퇴권을 보장하여 소수주주를 보호하는 의무공개매수제도의 타당성은 강화된다고 할 수 있다.



척도도 될 수 있다.

물론 (i) 전부공개매수의 경우에서만 투자금을 전액 회수할 수 있게 되고, 부분공개매수는 그렇지 않다는 점과 (ii) 가치상승형 공개매수에 대해 대상회사 주주가 응모하지 않아 해당 공개매수가 실패할 수 있어 가치상승형 기업인수를 일부 저지한다는 우려가 있다. 그러나 (i) 부분공개매수의 경우 대상회사 주주 입장에서의 투자금 일부회수는 공개매수자 입장에서는 기업인수비용의 감소를 의미하므로 인수비용으로 인한 기업인수에 대한 부담은 덜어줄 수 있고, 부분공개매수의 조건으로 독립주주(매수인과 그 이해관계인을 제외한 주주) 과반수의 승인을 요구할 경우 소수주주에게 거부권(veto right)이 보장된다(이에 대해서는 제5장 제3절에서 좀더 자세히 논하도록 한다). (ii)의 경우 역시 부분공개매수의 조건으로 독립주주의 의결권 과반수 찬성을 얻도록 제도화하면 가치상승형 기업인수가 불합리하게 저지되는 것을 막을 수 있다.

따라서 지배주주의 지배권 일대일거래로 인해 지배권거래에서 일반주주가 소외된 우리 지배권시장에서는 의무공개매수제도를 통해 모든 주주에게 본인들의 주식을 매도할 기회가 부여되는 것이 우선적으로 고려되어야 할 것이다.

#### 나. 평등취급 - 지배권프리미엄의 공유

모든 주주에게 탈퇴권이 보장된다고 하더라도 공정한 가격으로 탈퇴권을 행사하는 것이 담보되지 않는다면, 탈퇴권을 보유하는 것은 의미가 없다. 의무공개매수제도는 회사를 탈퇴하고자 하는 모든 주주들에게 동일하게 공정가격(equitable price)을 지급하게 하므로 주주평등의 원칙을 실현한다는 정당성을 가지고 있다.<sup>589)</sup> 이에 따르면 공개매수자가 지배권을 취득하기 위해 지급하고자 했던 지배권프리미엄이 포함된 매수대가를 탈퇴권을 행사하는 모든 주주에게 동일하게 지급하지 않는 한 지배권을 취득할 수 없다. 따라서 의무공개매수제도의 평등취급은 공개시장에서 잠행매수를 통해 지배권을 취득하거나 지배주주에게만 지배권프리미엄을 지급하고 지배권을 취득하는 것을 방지하여,<sup>590)</sup>

589) Kershaw(2016), p. 251.

590) European Company Law Experts(2014), p. 2.



우리나라 지배권거래에서 문제점으로 지적된 지배주주의 지배권프리미엄 독식 문제를 해결할 수 있다.

한편 이미 지배주주가 있는 회사에서 지배권이 다른 지배주주로 이전되는 것이라면 일반주주가 누리는 이익의 변화가 없으므로 지배권 변동에 따라 보호해야 할 이익이 없다는 견해가 있다.<sup>591)</sup> 즉 50% 이상을 가진 지배주주가 그 지배주식을 다른 사람에게 매도하거나 추가로 지분을 취득하는 경우, 소수주주의 주식은 지배주주의 주식과 가치가 다르므로 평등취급을 요구할 수 없다고 한다. 그러나 이 견해는 지배권 변동이 가져오는 회사와 소수주주에 대한 영향을 고려하지 않은 것으로 소수주주의 주식가치에 변화가 없다는 것은 잘못된 지적이다. 지배권이전은 새로운 지배주주의 사업능력이나 새로운 기업집단에의 편입 등의 변화로 인해 시장에서의 기업가치 자체를 변화시키게 된다. 또한 회사의 이사 선임이나 합병등의 기업구조개편 승인을 주주총회 특별결의를 통해 결정하는 것을 고려하면 지배주식과 일반주식의 가치는 다르지 않다. 오히려 지배주식의 규모로 인한 지배력이 잔존주주의 이익을 침해하지 않도록 법제를 설계하여야 한다. 따라서 지배주주의 유무와 상관없이 지배권거래에 있어서 주주들의 평등취급은 충족되어야 한다.

#### 다. 왜곡되지 않은 선택

의무공개매수제도는 강압적인 인수 시도로부터 주주를 보호할 수 있다. 의무공개매수제도는 지배권의 이전 단계에서 다른 주주보다 불리한 대우를 받을지도 모른다는 불안감과 탈퇴할 기회없이 대상회사에 소액주주로 남게 될 경우 불리한 취급을 당할지도 모른다는 불안감으로 낮은 가격에 조급하게 매도결정을 내릴 수 있는 매도압력으로부터 일반주주들을 보호한다. 따라서 의무공개매수제도하에서는 매수인이 모든 주주에게 공개매수를 균등하게 청약하지 않고서는 지배권을 취득할 수 없으므로, 일반주주는 왜곡되지 않은 선택(undistorted choice)에 근거하여 청약을 받아들이거나 거부할 수 있게 되어 주주의 자유와 자율성을 보호한다.<sup>592)</sup>

---

591) Kershaw(2016), p. 252.

#### 라. 가치감소형 기업인수 저지

의무공개매수제도는 가치감소형 기업인수를 확실하게 저지하는 효과가 있다.<sup>593)</sup> 제2장에서 살펴보았던 것처럼 뱀척교수의 법경제학 분석에 따르면 지배권거래에서 모든 주주에게 동일한 조건으로 거래에 참여할 수 있는 의무공개매수제도는 비효율적인 거래를 모두 차단한다는 것이다.<sup>594)</sup> 기회균등의 원칙·평등취급의 원칙 하에서 소수주주의 지위를 악화시키는 공개매수는 성공할 수 없기 때문에 결과적으로 비효율적인 거래는 성사되지 않는다. 우리나라의 경우 사적으로 이루어진 지배권거래가 기업의 가치를 증가시켰는지 감소시켰는지, 가치증가형 기업인수의 총이익보다 가치감소형 기업인수의 총손실이 더 큰지 실증적으로 분석된 자료는 없지만, 의무공개매수제도가 운영되면 적어도 지배주주가 소수의 지분으로 회사 전체를 지배하려는 거래나 지배권을 양도하여 높은 프리미엄을 취득하려는 가치감소형 기업인수는 보다 효과적으로 저지할 수 있게 된다.

#### 마. 적대적 기업인수에 대한 방어기능

의무공개매수제도는 회사의 기업가치를 훼손하는 기업인수를 어렵게 함으로써 경영권 방어수단로서의 기능도 담당하게 된다. 즉 기업인수 과정의 주식매수 방법으로 공개매수를 강제하고, 전부공개매수의 경우 잔여주식 중 매도청약에 응모한 모든 주식을 공개매수자가 매수하여야 하므로 매수자 입장에서 기업인수 비용증가라는 부정적 효과가 자신의 지위를 잃을지 모르는 대상회사의 경영자 입장에서는 적대적 기업인수에 대해 별다른 방어수단을 마련하지 않아도 해당 거래가 억제되는 효과를 얻게 된다.<sup>595)</sup> 이는 대상회사에서도 경영진

592) European Company Law Experts(2014), p. 2.

593) Bebchuk(1994), p. 957.

594) Bebchuk(1994), p. 957.

595) 현성수, “증권거래법중 개정법률안(김효석의원 대표발의) 검토보고서”, 재정경제위원회 (2005), 3-4면.

들이 방어수단을 준비하는 데 소요되는 비용을 절감하는 효과가 있다. 또한 기업의 지배권거래가 밀실이 아닌 공개된 상태에서 투명하게 이루어지도록 함으로써 비밀매집에 의한 적대적 기업인수를 제약하여 지배권을 보호하는 부수적인 효과도 있다.<sup>596)</sup>

## 2. 의무공개매수제도 도입의 부정적 기능

### 가. 기업인수비용 증가로 인한 지배권거래 위축

위와 같은 의무공개매수제도의 장점에도 불구하고 그동안 해당 제도의 도입이 적극적으로 논의되지 않았던 이유는 인수비용의 증가로 인해 우리나라에서 실시되는 대다수의 기업인수거래가 아예 가능하지 않게 되어 지배권시장이 위축될 것이라는 우려 때문이었다.<sup>597)</sup> 특히 자본시장이 충분히 발달하지 못하여 자금조달이 쉽지 않은 경우 해당 거래가 실현될 수 없고<sup>598)</sup>, 지배주주 입장에서 지배권프리미엄을 포기하고 지배권을 양도할 유인이 크게 줄어들게 되어 거래가 억제된다.<sup>599)</sup> 이는 지배주주의 의사에 따라 거래의 성사여부가 결정되기 때문이다. 그러나 바로 이 지점이 비교법적으로 금지되는 거래<sup>600)</sup>인 동시에 우리나라의 지배권거래의 문제점이다. 또한 과거 25% 의무공개매수가 제대로 운영되기도 전에 폐지되었기 때문에 이러한 우려가 실현되었을지는 확인할 수 없다. 1998년에 25% 의무공개매수를 폐지하게 된 공식적인 이유는 “의무공개매수제도가 우호적 M&A에도 적용됨으로써 증권시장의 M&A 기능을 위축시켜 기업의 구조조정의 활성화를 저해한다는 지적과 IMF에서 적대적 M&A의 허용과 함께 동 제도의 폐지를 요구하는 점을 고려하여 불가피한 선택”이었다<sup>601)</sup>. 그러나 당시 IMF 관리체제하에 있던 우리나라에게 미국에 의해 주도되

---

596) 김건식(1997), 36면.

597) 김건식(1997), 36면; 천경훈(2011), 157면; 노혁준(2007), 275-281면.

598) 김건식(1997), 36면.

599) 천경훈(2011), 164면.

600) 천경훈(2011), 163면.

601) 국회 재정경제위원회, 증권거래법중 개정법률안 심사보고서(1998. 2), 5-6면.

는 IBRD는 외화지원의 전제조건으로 각종 제도의 개선과 함께 의무공개매수제도의 폐지를 조건으로 삼았다는 점<sup>602)</sup>은 동 제도 폐지의 정당성을 설명하기에는 한계가 있다.

그렇다면 의무공개매수제도로 인한 기업인수비용 증가는 지배권거래를 위축시킬까? 유럽의 경우 EU 공개매수지침의 적용으로 인해 의무공개매수제도가 M&A를 위축시켰는지에 대한 실증적인 증거가 없는데,<sup>603)</sup> 전부공개매수 원칙을 취하면서도 실질적으로는 부분공개매수나 임의 공개매수가 더 많이 실시되기 때문인 것 같다. 따라서 우리나라 제도 설계시에도 부분공개매수를 적극적으로 활용하면 가치증가형 기업인수를 좌절시키는 거래를 줄일 수 있을 것이다. 게다가 미국은 전부공개매수를 강제하고 있지 않음에도 의무공개매수제도를 시행하는 독일보다 높은 지분을 인수하고 있다(아래 표). 일반적으로 회사의 주식이 분산된 구조를 가진 미국에서는 2단계 합병을 위해 공개매수를 실시하는 것이 주된 목적이고, 이후 소수주주를 축출하여 완전자회사하는 것이 예정되어 있다. 따라서 텔라웨어주의 기업결합조항(유예조항)이 적용되어 3년간 기업결합 못 하는 위험에서 벗어나기 위해 1단계 공개매수에서 90%에 가까운 지분을 취득하려는 것으로 보인다. 따라서 기업인수비용의 증가가 지배권거래를 위축시킬 것이라는 것은 지배권시장을 단편적으로 파악한 것이 아닌가 생각한다.

[ 표 5-1 ] 국가별 평균 인수지분<sup>604)</sup>

(단위: %)

	한국	미국	독일
인수지분	47.5	94.9	71.3

[출처: 김석봉(2015), 216-219면.]

602) 이준섭(1999), 352면에서 미국 측은 자신들에게 생소한 제도에 대한 거부감과 한국기업에 대한 적대적 M&A시 예상되는 높은 비용부담을 이유로 그 폐지를 요구한 것이라고 설명하고 있다.

603) Marccus/CEPS(2013), p. 30.

604) 김석봉(2015)의 통계에서 필요한 부분만 발췌하여 정리하였다.

결국 의무공개매수제도의 존부가 인수비용을 증가시키거나 기업인수를 저지하는 것이 아니라, 해당 기업인수에 의해 추후에 발생하는 이익과 인수비용을 고려한 거래가 이루어지게 되는 것이다. 또한 높은 인수비용에 비례하여 높은 지분율을 취득하게 되므로, 소유와 지배가 균형을 이루게 될 것이고, 회사에 대한 지배권을 효율적으로 활용하여 증가한 인수비용을 회수하려고 노력할 것이다. 결국 가치증가형 기업인수가 일부 저지되더라도, 기대이익이 확실하게 예측되는 거래는 가치상승형 기업인수는 성사될 것이다. 더불어 지배권거래가 의무공개매수를 통해 이루어지면 해당 거래의 공정성이 보장되므로, 지배주주가 지배권의 일대일거래시 법 위반여부를 판단하는 데 지급하였던 법률적·시간적 비용을 줄일 수 있다는 장점도 있을 것이다.

#### 나. 소유의 집중으로 인한 기업인수활동 감소

의무공개매수제도가 실시되어 해당 공개매수가 성공하면 그 이후 지배주주는 사실상 지배권(영국의 경우 30% 이상)을 취득하거나 법적 지배권(영국의 경우 50% 이상)을 취득하게 된다. 따라서 많은 회사에 지배주주가 존재하게 되어 의결권 소유가 집중하게 되고, 그러한 지배주주의 존재로 인해 지배권을 취득하고자 하는 매수인의 수가 감소하게 되어 기업인수거래가 감소할 수 있다는 우려가 있다고 한다.<sup>605)</sup>

그러나 오히려 이러한 소유의 집중은 회사의 소유구조를 단순화할 수 있는 수단이 될 수 있고, 소유와 지배가 유리된 우리 기업들의 지배구조를 안정적으로 유인할 수도 있다. 제2장에서 살펴본 바와 같이 우리나라 기업집단의 경우 계열회사를 통한 주식보유나 피라미드 출자, 순환출자, 지주회사 등을 통해 5% 미만의 소수지분을 가진 지배주주(controlling minority shareholder)가 50% 이상의 내부지분율을 가지게 되어 기업집단을 실질적으로 소유하고 있다. 계열회사마다 지배주주의 보유지분이 다른 경우 지배주주가 더 많은 지분을 가진 회사 A와 다른 계열회사 B가 거래를 할 경우 A의 이익을 위해 B가 희생

---

605) 송중준(2013), 164면.

될 가능성이 높아 B의 주주들은 손해를 입게 된다.<sup>606)</sup> 따라서 지배주주의 지분율을 실질적으로 증가시켜 소유구조를 단순화하여 소유과 지배권을 일치시키면, 그에 따른 기업가치 증가와 책임의 소재를 분명히 할 수 있다. 단순히 기업인수 수의 증가만이 경제를 활성화하는 것은 아닐 것이고, 안정적인 기업 지배구조 틀에서 주주와 근로자들 그리고 지배주주와 경영진이 기업의 이익창출에 집중하는 것이 장기적인 경제성장을 이끌 수 있을 것이다.

### 3. 소결

의무공개매수제도의 실행으로 인해 예상되는 이익은 일반주주들의 탈퇴권 보장, 평등취급, 매도압력이 완화된 왜곡되지 않은 선택을 보장하여 소수주주를 보호할 수 있다는 점, 가치감소형 기업인수는 확실하게 저지되고, 투자자인 일반주주의 자본시장에 대한 신뢰로 인한 자본시장의 활성화가 기대된다는 점, 뿐만 아니라 적대적 기업인수에 대한 방어수단이 된다는 점이다. 인수자금의 증가로 인해 가치증가형 기업인수가 일부 억제된다는 부작용 역시 기업인수로 인한 이익이 인수비용을 상쇄할 것이라고 예상되는 거래는 추진될 것이고, 이것이 실증적으로 증명되지 않은 점이라 하더라도 지배주주의 지배권 일대일거래가 가치상승형 기업인수에 해당하는지도 증명되지 않은 점<sup>607)</sup>에서는 동일한 한계가 있다. 따라서 전체 파이를 키우려던 경제성장과 기업구조조정이 우선시되던 과거와 달리 앞으로의 경제성장 방향은 이익을 공정하게 분배하여 지속 가능한 경제성장의 모습이어야 한다. 이를 위해 지배주주의 일대일거래로 이루어지는 지배권거래가 의무공개매수제도(특히 부분공개매수)를 통해 투명하고 공정하게 이루어 질 수 있을 것이라고 생각한다.

현행 5% 공개매수제도는 지배권 변동이 일어나는 주식거래에 대한 규제라고 그 입법 취지를 설명하고 있지만,<sup>608)</sup> 실질적으로 지배권에 대한 규제라고 보기 어렵다는 것은 앞서 살펴본 바와 같다. 따라서 지배권거래를 유의미하게

---

606) 김건식(2010), 211면.

607) Kershaw(2016), p. 255.

608) 금융감독원, 기업공시 실무안내(2018), 385면.

규제하기 위해서는 의무공개매수제도를 도입하여 일반주주가 해당 거래에 참여할 수 있는 기회를 제공하고, 기업인수비용에 대한 부담을 고려하여 지배권의 변동에 대한 일반주주의 거부권(veto right)을 인정하는 부분공개매수가 바람직한 한국형 의무공개매수제도의 모습이 될 것이라 생각한다.

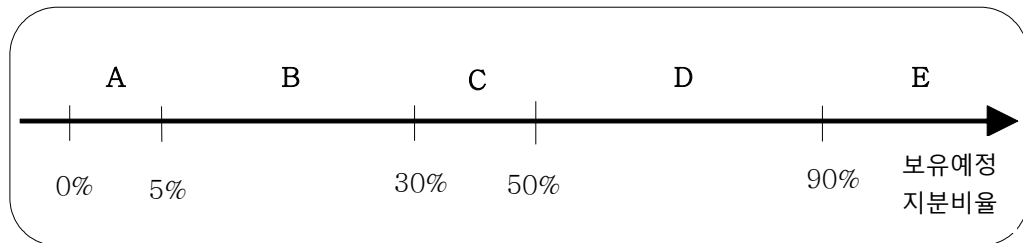
### 제3절 한국형 강제공개매수제도의 도입방안

#### 1. 공개매수의 유형

현행 자본시장법의 공개매수제도는 임의 공개매수(법 제133조 1항)와 5%공개매수(제133조 3항) 규제가 있다. 본 논문은 매수자등이 5% 이상의 지분을 취득하는 경우 이외에 30% 이상의 사실상 지배권과 50% 이상의 법적 지배권, 그리고 90% 이상의 지분을 취득하는 경우를 구분하여 각 지분비율에 따른 지배권의 성질이 다름에 유의하여 각 지분율에 따라 다른 내용의 공개매수제도를 적용하는 것을 제안한다. 즉 매수인등이 30% 이상의 사실상 지배권을 취득하는 경우에는 30% 부분공개매수제도를 도입하여 일반주주에게 지배권거래에 대한 거부권을 부여하고, 매수인등이 90% 이상의 지분을 취득하여 소수주주 보유주식의 유동성이 현저하게 감소하는 경우에는 전부공개매수제도를 도입하여 소수주주에게 탈퇴권을 제공한다. 이하에서는 이러한 공개매수제도가 지배주주의 지배권 일대일거래로 인해 발생하는 문제점을 어느 정도 해결할 수 있을지 등을 공개매수자의 각 보유예정 지분비율 구간(A, B, C, D, E) 순서대로 적용되는 공개매수제도의 내용을 살펴보면서 검토한다.



[ 그림 5-1 ] 보유예정 지분비율 구간



#### 가. 임의공개매수제도(A구간)

A구간은 자본시장법의 임의공개매수(동법 제133조 1항)가 적용된다. 즉 5% 미만의 지분을 보유하고자 하는 매수인은 장내외에서 자유롭게 취득할 수 있고, 만약 매수인이 장외에서 공개매수를 실시하고자 하는 경우에는 임의 공개매수를 실시하게 되어 공개매수에 대한 공고와 신고의무를 부담한다(동법 제134조 2항). 임의공개매수에서 문제되는 점은 (i) 공개매수의 정의규정과 관련된 임의공개매수의 적용범위 문제와 (ii) 임의공개매수에 대해 5% 기준 공개매수제도와 같은 수준의 정보공시의무를 부과할 필요성이다.

(1) 자본시장법은 공개매수란 “불특정 다수인에 대하여 의결권 있는 주식, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권(주식등)의 매수(다른 증권과의 교환 포함)의 청약을 하거나 매도(다른 증권과의 교환 포함)의 청약을 권유하고 증권시장 및 다자간매매체결회사(이와 유사한 시장으로서 해외에 있는 시장 포함) 밖에서 그 주식등을 매수하는 것을 말한다” 고 규정함으로써 공개매수의 개념을 정의하고 있다(동법 제133조 제1항). 이는 입법례상 유사한 예를 찾기 힘든 정의규정으로 일본이 비슷한 정의규정을 두고 있으나(금상법 제27조의2 제6항), 앞에서 본 바와 같이 그 정의 규정은 큰 의미가 없다. 즉 금상법이 규정한 6가지 매수행위 중 하나로 주권등을 매수한 경우 동법의 공개매수에 의하여야 한다고 규정하기 때문이다. 따라서 6개의 매수유형에 해당하지 않는 매

수행위가 공개매수인지 여부를 판단할 수 있는 공개매수에 대한 일반적인 정의 및 규제는 없다. 우리 공개매수제도의 모형이라고 하는 미국에서도 공개매수의 정의는 판례에 의하여 Wellman test의 8요소<sup>609)</sup>를 탄력적으로 적용하여 판단하므로, 명확한 정의규정은 없다.

공개매수의 정의규정은 공개매수가 생소하던 시절에 공개매수제도가 자리잡을 수 있도록 규정된 것으로 여겨진다. 그러나 이 정의규정의 기능과 그 적용범위(해석)와 관련하여 혼란이 있다는 꾸준한 지적<sup>610)</sup>이 있었다. 이에 대해 1997년 이전에는 해당 정의규정의 유연한 해석을 통해 공개매수를 규제한다는 의의가 있었지만, 1997년 5% 강제공개매수제도가 채택된 이후에는 본 정의규정의 중요성이 크게 줄어들었고,<sup>611)</sup> 그럼에도 본 정의규정은 법문상 매수인이 대상회사 주식을 매수하는 방법을 자발적으로 공개매수로 선택한 경우에 적용되는 임의 공개매수를 규정한 것이고, 자본시장법 제134조 이하의 규정에 따라 임의 공개매수자는 공개매수공고와 공개매수신고서 제출의무 등<sup>612)</sup>과 같은 정보공시의무가 부여된다고 정리된다. 즉 본 규정은 공개매수의 정의규정인 동시에 임의 공개매수를 입법한 것으로 임의 공개매수자는 법이 요구하는 정보공시 의무가 발생한다.

따라서 임의공개매수의 범위가 확정되어야 해당 정보공시 의무규제가 효력을 가질 수 있다. 이에 대해서는 ‘불특정다수인’의 개념은 본래적으로 추상적인 개념이므로 이를 인원수 등으로 규제하려고 하는 것보다는 청약의 권유의 방법을 ‘공고에 의하여’ 권유할 것<sup>613)</sup>을 본 정의 규정에 추가하는 것이 적절하다고 생각한다. 이와 비슷한 방법으로 자본시장법시행령 제2조<sup>614)</sup>에서 규정하는

609) (1) 주주에 대한 적극적이고 광범위한 권유, (2) 발행인의 주식의 상당 비율에 대한 권유, (3) 현재 시장가격에 프리미엄이 가산된 가격으로 매수청약, (4) 협상의 여지가 없는 확정적인 청약조건, (5) 매수주식의 최소수량 또는 최대수량이 확정된 조건부 청약, (6) 제한된 기간 동안에만 가능한 청약, (7) 주주가 자신의 주식을 매도하도록 압력을 받는 경우, (8) 주식 매집 이전에 또는 동시에 인수계획을 공개적으로 발표한 경우 {Wellman v. Dickinson, 682 F.2d 355 (2d Cir. 1982)}.

610) 김건식(1997), 29-30면; 안상현/유석호(2012), 15-16면.

611) 김건식/정순섭(2013), 340-341면.

612) 안상현/유석호(2012), 16면.

613) 김건식(1997), 30면.

614) 자본시장법 시행령 제2조 제2호 "청약의 권유"란 권유받는 자에게 증권을 취득하도록

"청약의 권유"개념을 활용하자는 견해가 있는데, 투자설명회 개최방법에 의할 경우 인원 수의 불명확성이 문제될 수 있다.

(2) 법문(자본시장법 제133조 제1항, 제3항)에 따르면 임의공개매수를 실시하려는 자도 정보공시 등의 5% 강제공개매수규제의 적용을 받는다. 이에 대해 투자자를 위한 정보제공 차원의 의무이므로 적절하다는 견해와 5% 미만의 지분을 보유하기 위하여 공개매수를 실시하는 자가 지배권취득을 위한 공개매수라고 보기 어렵고, 5% 미만을 보유하기 위하여 공개매수를 하는 경우도 많지 않은데, 5% 강제공개매수규제의 적용이 부적절하다는 견해가 있을 수 있다. 그렇다면 A구간에 대해 외국에서는 어떻게 규제하고 있을까? 비교법적으로 우리의 규제는 타당한 것일까?

미국에서 A구간에서 행해지는 공개매수는 (우리와 공개매수의 이용현황은 다르지만) 소규모 공개매수로서 그에 관한 규율이 적용될 수 있다. 미국 SEC는 공개매수 종료 후 5% 이하의 지분을 소유하게 되는 '소규모 공개매수(Mini-Tender Offers)에 대한 가이드라인'<sup>615)</sup>을 마련하였다. 소규모 공개매수는 Williams Act §14(d)의 공시의무가 면제되어 SEC에 공개매수신고서를 제출하지 않는데, 공시의무를 회피하기 위해 소규모 공개매수가 남용<sup>616)</sup>됨에 따라 주주는 공개매수가격 등 매수조건에 대한 적절한 정보를 제공받지 못했고, 주주가 공개매수기간동안 철회권등을 행사할 수 없는 점을 악용하는 사례가 빈번히 발생하였다. SEC 가이드라인에서는 이와 같은 공개매수자의 행위는 Williams Act §14(e) 사기금지조항을 위반할 소지가 있다는 것을 주지시키면

하기 위하여 신문·방송·잡지 등을 통한 광고, 안내문·홍보전단 등 인쇄물의 배포, 투자설명회의 개최, 전자통신 등의 방법(법 제249조의5에 따른 투자광고의 방법을 포함한다)으로 증권 취득청약의 권유 또는 증권 매도청약이나 매수청약의 권유 등 증권을 발행 또는 매도한다는 사실을 알리거나 취득의 절차를 안내하는 활동을 말한다

615) U. S. SEC, Commission Guidance on Mini-Tender Offers and Limited Partnership Tender Offer, Release No. 34-43069, 2000 WL 1190808 (July 24, 2000).

616) 위 SEC 가이드라인에 따르면 나스닥(the National Association of Securities Dealers Automated Quotation system, "Nasdaq")에서 거래되는 기업증권(corporate securities)과 폐쇄형 펀드주식(shares of closed-end funds), 환매조건부주식(buy back stock)에 대해 시장가격보다 낮은 가격으로 정보가 거의 제공되지 않은 채 소규모 공개매수가 실시되는 남용사례로 투자자의 피해가 발생했다고 한다.

서 주주의 공개매수 응모에 필요한 적절한 공시를 권고하고 있다. 즉 공개매수 가격, 가격변동, 철회권, 선착순이 아닌 안분비례에 의한 증권인수(pro rata acceptance), 대상회사의 의견표명(target recommendation), 공개매수자에 대한 정보, 공개매수이후의 계획(plans or proposals), 재무상태, 공개매수조건, 공개매수기간의 연장 등의 내용을 신문 등에 공고하거나 주주에게 메일을 보내도록 권유하고 있다. Williams Act가 적용되는 일반적인 공개매수시, SEC에 제출해야 하는 Schedule TO에 따른 공개매수신고서의 내용<sup>617)</sup>과 크게 다르지는 않고, 위의 공시의무가 강제되는 것이 아니지만 공시를 하지 않을 경우 사기금지조항 위반으로 제재할 수 있어 간접적으로 강제되고 있다고 할 수 있다.

반면에, 영국에서 A구간에서 행해지는 공개매수는 일반공개매수(tender offers, Appendix 5)에 해당하여 그에 관한 규정이 적용된다. 제3장에서 살펴본 바와 같이 일반 공개매수도 Panel의 승인이 필요한데, (i) 공개매수를 실시하더라도 매수인들이 30% 미만의 지분을 보유하는 경우와 (ii) 50% 초과 지분 보유자가 공개매수를 실시하거나<sup>618)</sup> 소수주주가 보유한 모든 의결권보다 적은 수의 지분을 공개매수하는 경우 Panel은 공개매수를 승인한다(Appendix 5, Rule 1(a)(b)).<sup>619)</sup> Panel의 승인을 받은 일반공개매수를 실시하고자 하는 자는 2개의 전국신문(two national newspapers)에 유상광고를 해야 하고, 주

617) Schedule 13D(5% 보고서)에 추가하는 Schedule TO에 따른 공개매수신고서의 내용은 아래와 같다(김건식/송옥렬(2001), 275면; 윤승한(2004), 762면).

- i) 대상회사와의 과거 계약, 거래 또는 협상 등의 내용
- ii) 당해 공개매수와 관련하여 고용 또는 채용하거나 보수를 지급하기로 한 자
- iii) 대상회사의 주주의 의사결정에 중요한 경우 공개매수자의 재무제표
- iv) 대상회사의 주주 의사결정에 중요한 경우 다음에 관한 추가적 정보
  - ① 공개매수자와 대상회사 그리고 이들 각각의 이사 및 집행간부의 상호관계.
  - ② 당해 거래에 영향을 미칠 수 있는 규제
  - ③ 신용거래에 관한 규제여부
  - ④ 당해 공개매수에 영향을 미칠 수 있는 계류 중인 소송
  - ⑤ 대상회사의 주주에게 중요한 기타 정보 등.

618) 50% 초과 보유자가 상장폐지를 하고자 할 경우 많은 지분 취득을 위해 일반 공개매수를 실시할 것이다.

619) 이 경우 임의공개매수는 적용되지 않는다. 보통 지배권을 취득한 후 의무공개매수하지 않기 위해 실시하는 임의공개매수(voluntary offer, Rule 10)는 50% 최저응모조건이 적용되므로, 공개매수가 성공하면 50% 이상의 의결권을 취득하게 되거나 해당 공개매수가 실패하면 해당 공개매수로 주식을 취득할 수 없기 때문이다.

주등 정보가 필요한 사람들에게 Code가 정하는 정보(Rule 3)를 포함한 위 광고자료를 전달해야 하는데 이 광고의 내용 역시 Panel의 검토를 받아야 한다. 또한 일반공개매수는 공개매수기간을 적어도 21일 이상 설정하여야 하고, 법이 정하는 고정가격이나 최고가격으로 현금 결제하여야 한다(Appendix 5, Rule 2).

독일에서 A구간은 지배권취득 목적없이 30% 미만을 상한으로 하는 공개매수인 단순공개매수에 해당하고, 독일의 모든 공개매수유형(단순공개매수, 의무공개매수, 임의공개매수)은 공개매수자와 대상회사에게 상당한 정보공시의무를 부과하고 있다<sup>620</sup>).

한편 A구간에 대한 일본의 규제는 없는 것으로 보인다. 앞서 설명한 바와 같이 일본 금상법의 공개매수 정의규정(동법 제27조의2 6항)은 금상법 제27조의2 1항에서 규정하는 6가지 공개매수유형에 적용되는 정의로서 해당 공개매수들만이 금상법의 적용대상이다. 따라서 6가지 공개매수유형이 아닌 다른 유형의 공개매수인 임의 공개매수의 개념은 입법되어 있지 않으므로, A구간에는 금상법이 규정한 공개매수규정이 적용될 여지가 없다.

이상과 같이 A구간에서 실시되는 공개매수제도에 대해 비교법적으로 검토한 결과, 규제 강도에 따라 임의 공개매수를 전혀 규제하지 않는 일본, 소규모 공개매수의 남용사례로 인해 감독기관의 가이드라인으로 정보공시의무를 권고하는 미국, 모든 공개매수에 대해 동일한 공시의무를 부과하는 독일, 지배권취득과 관련없는 일반 공개매수도 Panel과 Code가 정하는 정보공시와 절차에 따라 실시하는 영국이 있다. 생각건대, A구간에서 행해지는 공개매수는 지배권취득과 상관은 없지만, 공개매수자가 필요에 따라 불특정다수인에게 공개매수를 실시하는 것이므로 투자자 보호 차원에서 정보공시의무는 부담하는 것이 타당하다. 1997년 전의 (구)증권거래법에서는 공개매수 후 보유 지분율이 5% 미만인 경우에는 공개매수신고서 제출의무를 면제하였는데,<sup>621</sup> 현행법도 지배권 경쟁과 관련없는 A구간에 대해서는 공개매수신고서 제출의무를 면제하자는 견해가 있다.<sup>622</sup> 그러나 지배권취득 목적의 공개매수가 아니더라도, 투자자인 주

620) Stohlmeier(2015), p. 58.

621) 현행법에서는 공개매수를 면제하는 규정만 있을 뿐, 공개매수신고서 제출면제의 규정은 없다.

주의 매도압력은 존재하므로<sup>623)</sup> 이를 완화하기 위하여 매도여부를 판단할 수 있는 정보를 제공하고 가격균일성 등의 5% 강제공개매수제도 수준의 실제적·절차적 규제를 하는 것이 자본시장의 건전성을 위해서도 타당하고, 급변하는 자본시장에서 규제의 공백도 막을 수 있을 것이다.

#### 나. 5% 기준 공개매수제도(B구간)

(1) B구간(5% 이상 30% 미만)은 일정한 요건을 충족할 경우 자본시장법의 5% 공개매수규제(동법 제133조 3항)가 적용된다. 즉 현행 자본시장법에 따르면 6개월의 기간 동안 증권시장 밖에서 10인 이상으로부터 매수등으로 인해 주식등을 5% 이상을 보유하게 되는 경우 5% 공개매수규제가 적용된다. 그러나 예를 들어 최근 3개월 동안 시장 밖에서 (i) 15명으로부터의 매수등으로 4% 지분을 보유하는 경우에는 공개매수를 실시할 의무가 없고, (ii) 4명으로부터의 매수등으로 25% 지분을 보유하게 되는 경우에도 공개매수를 실시할 의무가 없다. 이 경우 매수인이 자발적으로 공개매수를 하고 싶으면 자본시장법 제133조 제1항의 임의공개매수를 실시하면 된다.

#### (2) 추가취득 문제

5% 강제공개매수제도에서 두드러지는 문제점은 5% 이상을 보유한 자가 추가로 주식등을 취득하는 경우이다(추가취득 문제). 법문상 1주라도 추가취득하면 공개매수해야 하는 것처럼 해석될 수 있어서 매우 불합리한 결과를 초래할 수 있기 때문이다. 이에 대해 5% 주주의 추가매수의 경우에도 공개매수가 강제되어야 하는 것에는 이견이 없지만, (i) 5% 주주의 추가매수도 5% 강제공

622) 안상현/유석호(2012), 17-18면에서는 신고서제출 면제 이외에 자본시장법시행령 제43조에서 공개매수 면제사유로 되어 있는 “1. 소각을 목적으로 하는 주식등의 매수등과 2. 주식매수청구권에 응한 주식의 매수”는 성질상 공개매수신고서 제출면제사유에 해당하는 것이므로, 공개매수 면제사유와 공개매수신고서 제출면제 사유를 별도로 규정하자고 제안한다.

623) 해당 공개매수에 대한 정보의 부재로 인해 복수의 주주 서로 간에도 불평등한 대우를 받을 지도 모른다는 불안감은 소수의 지분에 대한 공개매수에도 존재할 것이다.

개매수제도의 요건을 적용하자는 견해<sup>624)</sup>와 (ii) 5% 미만의 수량을 장외에서 매수하는 경우에는 공개매수규제가 적용되지 않는다는 견해<sup>625)</sup>가 있다. 5% 강제공개매수제도는 실질적으로 지배권거래에 대한 규제보다는 정보공시를 통한 투자자 보호라는 취지가 강하다고 생각하므로 전자의 견해가 적절하다고 생각한다.

#### 다. 30% 기준 의무공개매수제도(C구간)

(1) 현행법에 따르면 C구간(30% 이상 50% 미만)의 지배권거래는 5% 강제공개매수 요건에 해당하지 않는 한 아무런 규제가 없다. 이에 대해 30% 부분공개매수제도를 도입하여 지배권의 일대일거래를 규제할 것을 제안한다. 즉 장내외에서의 매수등으로 30% 이상의 주식등을 보유하게 되는 경우에는 공개매수의 방법에 의하여야 한다. 30% 부분공개매수제도의 구체적인 틀을 아래에서 살펴보도록 하겠다.

##### (2) 사실상 지배권

의무공개매수제도의 적용기준이 되는 지배권의 개념을 “사실상의 영향력” 등의 추상적·정성적인 개념으로 정하면 법적 안정성이 확보되지 않으므로, 객관적·정량적인 기준인 지분율로 지배권의 개념을 확정할 필요가 있다. 지배권은 기본적으로 이사선임권을 통해 회사의 의사결정에 영향을 줄 수 있는 권한인 점을 고려하여, 이사를 선임할 수 있는 50%를 초과하는 지분율은 법적 지배권으로<sup>626)</sup>, 의결권 위임 등으로 회사의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 지분율 보유를 사실상 지배권으로<sup>627)</sup> 설정하는 것이 적절하다고 생각된다.<sup>628)</sup> 사실상

624) 김건식/정순섭(2013), 347면; 안상현/유석호(2012), 22면.

625) 김정수(2011), 774면.

626) 영국의 City Code와 일본의 금상법도 의결권의 50% 이상 보유는 법적 지배권의 취득으로 규정한다.

627) 영국의 City Code과 독일의 기업인수법은 30% 이상의 의결권 보유, 일본의 금상법은 1/3 초과하는 의결권 보유를 사실상 지배권의 취득으로 규정한다.

628) 일본의 1/3 강제공개매수제도의 경우 주주총회 특별결의의 의결정족수 2/3를 저지하



지배권의 기준은 추후 우리나라 상장기업의 주주 분포 및 의결권 행사에 관한 적절한 실증조사에 의하여 보다 합리적인 주식보유비율을 찾는 노력이 필요하다.<sup>629)</sup> 공정거래법상 “동일인”의 범위를 확정하는 지분율 기준(공정거래법 제2조 제2호, 동법시행령 제3조)<sup>630)</sup>과 상법상 특수관계인(상법 제542조의8 제2항 제5호, 동법 시행령 제34조 제4항)의 범위를 확정하는 지분율이 모두 “30%”임을 고려하여, 본 논문이 제안하는 공개매수제도 개선안에서는 “의결권의 30% 이상” 보유를 사실상 지배권의 취득으로 본다.

### (3) 사전적 규제와 사후적 규제

유럽은 거래형식에 상관없이 일정 수준의 의결권을 취득한 후 사후적으로

는 1/3을 기준으로 지배권 취득여부를 판단하였다고 설명하는 견해(森濱田松本法律事務所(2017), 71면)가 있는데, 이와 같은 시각은 해당 의안을 저지하는 거부권의 성질이라고 보는 것이 타당하고, 회사의 중요한 변경에 영향을 주는 적극적인 의미의 지배권을 취득했다고는 보기 어렵다.

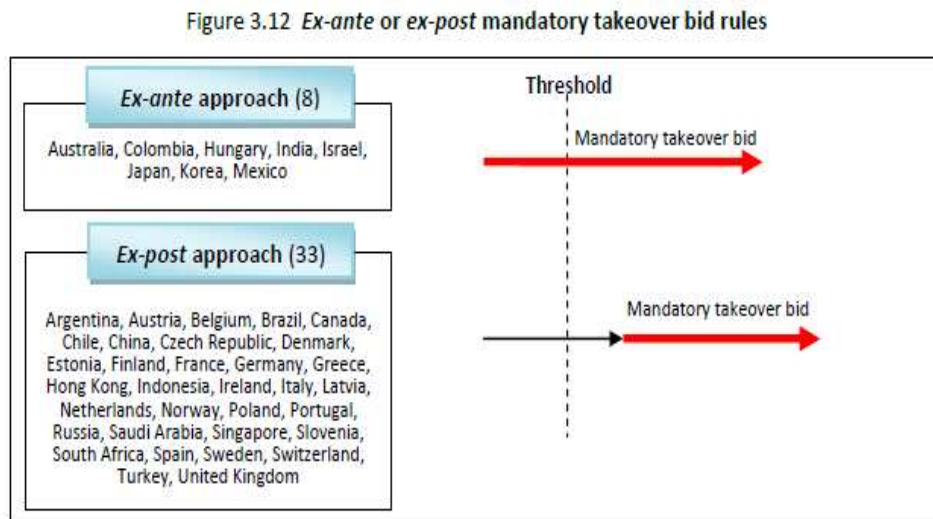
629) 제2장에서 살펴보았던 KB 금융지주의 현대증권 지분 매입의 경우, KB 금융지주가 일대일거래로 취득한 현대증권의 지분율은 특별관계자를 포함하여 총 29.64%이기 때문에 30% 기준 의무공개매수제도가 적용되지 않는다. 따라서 사실상 지배권에 대한 실효적인 지분비율을 산정하는 것은 중요한 문제이다. 또한 공개매수로 지배권 변동된 이후 단기간에 행해지는 기업구조개편 등에 대한 정보를 공개매수신고서에 기재하도록 의무화하여 모든 주주가 매도판단을 하도록 하는 것이 타당하다

630) 공정거래법 시행령 제3조(기업집단의 범위) 법 제2조제2호 각 목 외의 부분에서 "대통령령이 정하는 기준에 의하여 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 회사를 말한다.

1. 동일인이 단독으로 또는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자(이하 "동일인관련자"라 한다)와 합하여 해당 회사의 발행주식(「상법」 제344조의3제1항에 따른 의결권 없는 주식을 제외한다. 이하 이 조, 제3조의2, 제17조의5, 제17조의8 및 제18조에서 같다) 총수의 100분의 30이상을 소유하는 경우로서 최대출자자인 회사
  - 가. 배우자, 6촌 이내의 혈족, 4촌이내의 인척(이하 "친족"이라 한다)
  - 나. 동일인이 단독으로 또는 동일인관련자와 합하여 총출연금액의 100분의 30이상을 출연한 경우로서 최대출연자가 되거나 동일인 및 동일인관련자중 1인이 설립자인 비영리법인 또는 단체(법인격이 없는 사단 또는 재단을 말한다. 이하 같다)
  - 다. 동일인이 직접 또는 동일인관련자를 통하여 임원의 구성이나 사업운동 등에 대하여 지배적인 영향력을 행사하고 있는 비영리법인 또는 단체
  - 라. 동일인이 이 호 또는 제2호의 규정에 의하여 사실상 사업내용을 지배하는 회사
  - 마. 동일인 및 동일인과 나목 내지 라목의 관계에 해당하는 자의 사용인(법인인 경우에는 임원, 개인인 경우에는 상업사용인 및 고용계약에 의한 피용인을 말한다)

대상회사의 주주 전부에게 공개매수할 의무가 발생하고, 일본은 공개매수 이후 일정기준 이상의 의결권을 취득하게 될 것으로 예상되면 미리 공개매수에 의하여 해당 주식등을 취득하는 사전적 규제형식으로 입법되어 있다. 아래 그림을 보면 OECD 46개국 중 33개국이 사후적 규제를, 8개국이 사전적 규제로 공개매수제도를 설계하고 있다.<sup>631)</sup> 사후적 규제가 사전적 규제보다 월등히 많은 이유는 유럽의 많은 국가가 OECD 국가이기 때문인 것으로 보인다.

[ 그림 5-2 ] OECD 국가의 사전적/사후적 공개매수제도



[출처: OECD, OECD Corporate Governance Factbook 2017, p. 80]

특히 전부공개매수가 원칙인 경우에는 사후적으로 공개매수를 실시하도록 하는 것이 제도의 취지에 더 부합한다. 지배권프리미엄을 지급하고 지배권을

631) OECD(2017) 자료에 따르면 46개국 중 2개국(미국, 뉴질랜드)은 의무공개매수제도가 없다. 그러나 우리나라의 5% 기준 강제공개매수제도를 의무공개매수제도(mandatory takeover bid rules)라고 분류한 것은 잘못된 분석으로 보인다. 5% 기준 강제공개매수제도는 공개매수의 정의를 판례법에 맡기는 미국의 Williams Act를 우리법제에 도입하기 위해 규정한 것이기 때문이다. 일본의 경우도 5% 공개매수제도는 미국형 공개매수제도를 모델로, 1990년에 입법한 1/3 기준 강제공개매수제도는 영국의 의무공개매수제도를 모델로 한 것으로 설명하고 있으므로, 우리나라와 일본의 공개매수의무 발동요건이 5%라는 분석(자료 78면 하단)은 수정이 필요한 것으로 여겨진다.

취득한 매수인이 사후에 공개매수를 실시하면서 부분매수를 한다면, 해당 공개매수 이전에 주식을 매도한 주주는 프리미엄을 지급받은 반면, 이후에 공개매수에 응모한 주주들은 본인 소유의 주식 일부를 매도하게 되므로 평등취급의 원칙에 어긋나게 된다. 만약 공개매수에 의해 지배권을 취득하는 사전적 규제를 하게 되면, 해당 공개매수에 응모하지 않고서는 본인의 주식을 매도할 수 없으므로 부분공개매수를 실시하더라도 모든 주주는 공개매수 절차 내에서는 평등하게 취급받게 된다. 따라서 사후적 공개매수제도는 전부매수를 엄격하게 요구하게 되고, 사전적 공개매수제도는 전부매수나 부분매수를 선택할 수 있는 여지가 생긴다.<sup>632)</sup>

전부공개매수제도를 채택한다면 모든 주주가 완전한 탈퇴권을 갖게 되는 이익이 있지만, 매수인의 인수비용 부담으로 인수거래가 저지될 것이라는 우려도 있고, 이러한 경우 주주 입장에서는 프리미엄을 받고 탈퇴할 기회조차 얻지 못하게 될 수 있다. 또한 소유가 집중되어 인수거래가 저해될 것이라는 단점도 앞에서 살펴본 바와 같다. 따라서 부분공개매수를 선택하여 의무공개매수의 도입으로 인해 발생하는 부작용을 최소화하는 것이 우리나라 상황에 적합하다고 생각한다. 다만, 후술하는 바와 같이 상장폐지 등의 목적으로 다량의 주식을 단시간에 매수하기 원하는 매수인은(E구간) 사전적으로 전부공개매수를 실시하도록 할 필요가 있다.

#### (4) 부분공개매수

유럽형 의무공개매수제도는 전부공개매수를 원칙으로 하여 높은 인수비용이라는 부담을 주지만, 실무에서 많이 이용되는 것은 임의공개매수이므로 전부공개매수가 기업인수에 부담이 되는 것은 간접적으로 입증되었다고 할 수 있다. 전부공개매수가 주주에게 새로운 지배주주하의 회사에서 탈퇴할 권리를 부여한 것이라면 부분공개매수는 본인의 주식 일부만 매도하게 되므로 탈퇴권이 인정된 것으로 보기는 힘들고, 지분 일부에 대해서는 공정한 가격으로 투자금

632) 사후적 규제인 유럽의 경우, 이러한 이유로 부분공개매수에 대하여 영국에서는 독립주주의 과반수 승인과 함께 Panel의 엄격한 승인을 요구하고, 독일의 경우 단순공개매수 이외의 공개매수는 모두 전부공개매수에 의하여야 하는 것으로 여겨진다.

을 회수하게 되어 지배권 프리미엄 일부를 얻게 되지만, 나머지 지분은 대상회사에 잔존하게 되므로 그에 대한 투자자의 의사가 반영될 필요가 있다. 따라서 이 문제점에 대한 대안으로 영국에서 운영하는 부분공개매수의 조건을 살펴볼 필요가 있다.

영국에서는 매수인이 전부공개매수가 아닌 부분공개매수를 하고자 하는 경우 대상회사의 매수인 등과 이해관계 없는 독립주주에게 공개매수 응모와 별도로 공개매수 자체에 대한 찬반의 의사표시를 하도록 하고, 독립주주 의결권 과반수의 승인과 Panel의 승인을 얻어야 부분공개매수를 실시할 수 있다(Code 36.5). 그러나 제3장에서 살펴본 것과 같이 Panel은 의결권 30% 이상을 취득하기 위한 부분공개매수는 쉽게 승인하지 않아 지배권거래에서 부분공개매수가 실시되는 경우는 드물다.<sup>633)</sup>

하지만 대상회사의 독립주주 과반수가 해당 공개매수와 그 조건에 대해 찬성하였다면, 굳이 담당기관이 해당 부분공개매수를 저지할 필요는 없다고 생각한다. 즉 공개매수공고 후 실시되기 전에<sup>634)</sup>, 대상회사의 모든 주주는 매도압력 없이 공개매수 자체에 대한 찬성을 표명할 수 있으며, 그러한 상황에서 주주 다수가 부분매수에 찬성한 이상 법이 부분매수를 금지하는 것은 시장을 과하게 규제하는 것으로 적절하지 않다고 생각한다.<sup>635)</sup> 또한 독립주주의 찬반투표는 새로운 지배주주에 대한 거부권을 행사하는 의미도 갖는 바, 합병 등의 기업구조개편제도와와의 정합성 측면에서도 의미가 있다. 따라서 우리의 경우 감독기관의 승인없이 독립주주 과반수의 찬성만으로 부분공개매수를 실시하게

633) 이는 영국의 소수주주가 보유주식을 완전하게 매각하도록 보장하는 것을 중요하게 여기는 정책적인 경향으로 인한 것이다(田中亘(2012), 401면; 英国M&A制度研究会(2009), 4-5면}.

634) 일반적으로 기업인수 정보가 시장에 알려지면 대상회사의 주가는 상승하게 되는데, 매수인이 상승한 주가 이상의 가격으로 공개매수를 청약하여야 주주들이 응모할 것이므로 인수비용이 증가하게 되고 이로 인해 해당 인수를 포기할 가능성이 크다는 우려가 있을 수 있다. 부분공개매수에 대한 독립주주의 사전투표도 동일한 문제를 발생시키는데, 공개매수가격을 공개매수공고일 전 1년 동안 매수인등이 지급한 최고가격 이상으로 정한다면 주가의 상승으로 인한 부담은 어느 정도 줄일 수 있을 것이다.

635) 田中亘(2012), 409면에서는 전부매수를 항상 의무화할 것인지, 부분매수를 허용할지를 대상회사 주주 자신에 의한 선택 즉 정관자치에 위임하는 것도 고려할 만하다고 제안한다.

하는 것이 바람직하다.<sup>636)</sup> 이에 따라 부분공개매수를 독립주주 과반수의 동의를 조건으로 실시하게 된다면 주주에게는 아래와 같은 선택지가 있다.

[ 표 5-2 ] 공개매수 응모 선택지

	공개매수 자체	
	찬성	반대
공개매수 응모	a	c
공개매수 비용모	b	d

만약 공개매수가 성공한다면, 각각의 주주는 선택에 따라 다음과 같은 결과를 얻게 된다. a 주주는 지배주주가 변경된 이후보다 현재의 공개매수가격에 만족하기 때문에 공개매수를 찬성하는 동시에 응모하여 공개매수가격에 의해 본인의 주식의 전부 혹은 일부를 매도하게 된다. b 주주는 지배권이 변경된 이후 대상회사에 잔존함으로써 얻는 이익이 크다고 판단하여 지배주주 변경을 찬성하고 공개매수를 응모하지 않은 선택을 한 것이다. c 주주는 지배주주가 변경되는 것을 반대하기 때문에 공개매수 자체는 반대하고, 공개매수가 성공할 경우 회사를 탈퇴하기로 선택한 것이다. d 주주는 지배주주가 변경되는 것을 반대하여 공개매수 자체는 반대하였지만 공개매수가 성공할 경우 대상회사에 잔존하는 것이 경제적 이익에 부합한다고 판단하여 선택한 것이라 할 수 있다.

만약 공개매수가 실패한다면, 독립주주 과반수가 해당 공개매수를 반대한 것이고, 모든 주주의 지위에 변함이 없이 현 상태를 유지하게 된다. 이러한 선택은 자신의 지위가 불안해질 것을 염려하지 않은 매도압력이 배제된 선택이므로 각 주주의 이익이 반영되는 적절한 수단이 된다. 또한 주주 과반수가 반대하는 해당 공개매수는 기업의 가치를 상승시키는 거래가 아니었다는 것을 증명한 것이기도 하다.<sup>637)</sup>

636) 제3장 제3절 2. 가. (1)에서 소개한 Bebchuk(1985) 교수의 견해와 제3장 제3절 2. 다. (1)에서 소개한 田中亘(2012) 교수의 견해도 이와 같은 입장을 취하고 있다.

637) Bebchuk(1985) 교수는 공개매수가 실패할 경우 주식을 매도할 것인지 여부도 공개매수 응모서식에 표시하도록 제안하는데, 공개매수 실패로 인해 공개매수 실시 비용을 지급한 매수인에게도 비지배지분을 취득하게 한다는 이점과 주주의 매도압력을 완화하는 데

물론 매수인이 원하면 전부공개매수를 실시하는 것도 가능하지만, 독립주주 과반수의 찬성을 얻을 경우에는 부분공개매수를 할 수 있도록 하는 것이 주주와 매수인 모두에게 유익하다. 주주 입장에서는 공개매수의 성부에 따른 자신의 지위 변화에 대한 불안감없이 공개매수에 대한 본인의 의사표시를 하고 그에 따른 결과를 취득하게 된다. 매수인 입장에서는 인수비용의 부담을 덜게 되는 장점과 함께 실패할 수도 있었던 공개매수가 성공하게 되는 점, 공개매수를 실시하기 전에 해당 공개매수의 성공을 예측하고 공개매수를 진행할 수 있다는 효용이 있다. 제도의 취지 측면에서 보았을 때에도 의무공개매수제도로 인해 지배권거래에 주주가 일단 참여할 기회를 얻은 후에 추구해야 하는 지점은 매도압력의 완화와 평등취급인데, 부분공개매수의 독립주주 과반수 승인 조건은 해당 목적들도 달성하는 유용한 수단이 된다.

부분공개매수의 독립주주 과반수 승인조건의 또 다른 큰 장점은 유럽에서 발생하는 임의 공개매수를 이용한 잠행매수의 문제가 차단된다는 점이다. 앞서 살펴본 바와 같이 지배권에 가까운 지분(예: 29.9%)을 취득한 공개매수자는 아주 적은 양의 지분(예: 0.2%)을 임의공개매수<sup>638)</sup>에 의해 아주 낮은 가격으로 매수하여 지배권을 취득하는 잠행매수를 시도하게 된다. 그러나 부분공개매수의 조건으로 독립주주 과반수의 승인을 요구하게 되면, 주주들이 낮은 가격의 공개매수에 대해 찬성할 가능성이 없으므로 해당 공개매수는 실패하게 되고 공개매수자는 지배권을 취득할 수 없다. 이에 더하여 사전적 규제를 취하는 30% 기준 부분의무공개매수의 경우 임의 공개매수에 의한 지배권 취득에 대하여 공개매수의무를 면제하지 않기 때문에(사전적 규제는 공개매수에 의해 지배권을 취득해야 하므로), 유럽에서 발생하는 임의공개매수의 남용으로 인한 잠행매수 문제를 차단하게 된다.

#### (5) 시장매수에 의한 지배권취득 금지

30%의 지분보유는 장외취득 뿐만 아니라 장내에서 취득하는 경우도 포함하

조금 더 도움이 되겠지만, 실제 운용하기에는 너무 복잡한 제안이 아닐까 생각한다.

638) 영국의 임의공개매수는 전부매수가 원칙이고, 임의공개매수에 해당하는 독일의 단순 공개매수는 부분매수도 가능하다.



여야 한다. 시장에서의 거래는 모든 주주에게 동일한 기회와 정보를 제공하기 때문에 시장매수에 대해서는 특별한 보호가 필요없다는 견해<sup>639)</sup>가 있지만, 시장매수 역시 ‘선착순’이라는 성질로 인해 주주들은 성급한 결정을 내릴 수 있는 매도압력이 충분히 있으므로 시장매수에 인한 지배권취득의 경우에도 공개매수의무를 부과하는 것이 바람직하다.<sup>640)</sup>

유럽의 경우 시장매수에 의한 지배권취득을 금지하는 반면, 일본의 경우 1/3 기준 강제공개매수에서 시장매수를 규제의 대상에서 제외하였다. 이로 인해 발생한 탈법행위, 즉 32%를 장외에서 매수하고 2%를 시장에서 매수하여(또는 제3자배정으로 신주를 인수하거나) 의무공개매수의 적용을 회피하는 것에 대응하고자 2006년 금상법 개정으로 급속매수규정을 신설하였다. 그러나 애초에 시장매수에 대해서도 규제를 하였다면 이러한 문제는 발생하지 않기 때문에 이 부분을 개정하자는 논의도<sup>641)</sup> 있음은 앞서 살펴본 바와 같다.

#### (6) 최고가격 원칙

공개매수공고일 전 1년간 대상회사의 주식등을 매수인등이 매수한 경우 그 매수가격 중 최고가격 이상으로 공개매수가격을 정하도록 해야 한다. 최고가격 규정이 없다면 매수인은 29%의 지분에 대해 프리미엄을 지급하여 사적으로 매수한 후(5% 기준 강제공개매수 적용 안 됨), 공개매수를 실시하는 시점의 주가만을 반영한 공개매수가격으로 공개매수를 실시할 수 있게 된다. 이것은 본 제도의 적용을 회피하는 것으로 소수주주의 평등취급 원칙에 어긋나고 지배권의 일대일거래를 방지하고자 하는 본 제도의 취지에도 부합하지 않는다.

#### (7) 사실상 지배권자의 추가취득

C구간에서 30% 이상의 지분을 보유한 자가 추가로 지분을 취득하여 90% 미만을 보유하는 경우에도 30% 부분공개매수규제는 동일하게 적용되어야 한

639) 김건식/정순섭(2013), 300면.

640) 田中亘(2012), 411면.

641) 田中亘(2012), 411면.



다. 매수인이 법적 지배권을 가지기 전까지는 일반주주들의 지분에도 지배권 프리미엄이 부분적으로 남아있고 새로운 지배주주에 대한 의사결정권한이 있기 때문이다.

그러나 30% 이상 지분보유자가 지배권을 강화하고자 하는 경우, 지배권이 없던 상태(B구간)에서 사실상 지배권이 있는 상태(C구간)로 이동할 때와 동일한 공개매수가 강제되는 것은 지배권거래에 대한 규제 취지에 비추어 부적절한 면이 있다. 따라서 30% 이상의 지분을 보유한 자가 1년간 낮은 비율로 일정 지분(예: 2% 미만)을 추가로 보유하는 경우에는 공개매수의무가 면제되도록 하는 규정도 마련할 필요가 있다.<sup>642)</sup> 이 경우 1년이라는 시간동안 시장에 관련 정보가 충분히 반영될 수 있으므로 지배권을 강화시키는 거래에 대해 투자자판단을 압박하지는 않을 것이다.

#### (8) 대상회사의 의견표명 의무화

현행 5% 기준 강제공개매수제도에서는 공개매수에 대한 대상회사의 의견표명이 재량으로 되어 있다. 30% 기준 의무공개매수제도는 지배권의 변동이 발생하는 경우에 적용되므로, 새로운 지배주주나 지배권 변동 후의 기업가치 변화 등의 정보가 주주에게 제공될 필요성이 더욱 증가한다. 따라서 미국의 SEC 규칙처럼<sup>643)</sup> 대상회사의 해당 공개매수에 대한 의견표명을 회사의 재량이 아닌 의무화하는 것이 주주보호 측면에서 바람직하다.

#### (9) 적용면제

---

642) 그리스와 이탈리아는 1년 동안 3% 미만, 아일랜드는 1년 동안 0.05% 미만의 지분을 취득하는 경우 공개매수의무가 면제된다{Marcuss/CEPS(2013), p. 127}. 프랑스의 경우 최근에 법(Loi Florange)을 개정하여, 영국과 같이 50% 최저응모조건을 입법하였다고 한다{西村あさひ法律事務所(2019), 713-714면}.

643) SEC 규칙에 의해 공개매수의 대상회사도 공시의무를 부담한다(Rule 14e-2(a)). 즉 공개매수의 대상회사는 공개매수가 실시된 날로부터 10일 이내에 (i) 공개매수에 대한 의견(찬성, 반대, 중립, 현재로서는 의견 없음 등) 및 (ii) 의견에 대한 구체적인 근거와 (iii) 대상회사의 정보도 함께 기재한 Schedule 14D-9을 SEC와 주주들에게 제공하여야 한다.

C구간에서 현행 5% 기준 공개매수제도의 면제사유 이외에 추가로 적용이 배제될 경우를 고려할 필요가 있다. 30% 기준 부분공개매수제도는 지배권의 변동을 통제하기 위한 제도이므로, 지배권이 변동되지 않거나 지배권을 행사할 목적이 없는 주식의 보유는 공개매수 의무를 면제하는 것이 타당하다. 즉 공개매수 의무를 면제하는 방법은 (i) 지배권의 지분비율 산정시 제외되어야 할 종류주식이나 공동보유자의 범위를 정하는 것과 (ii) 주식의 보유가 지배권 행사의 목적이 없는 경우를 정하는 것이 모두 고려되어야 한다.

(i)에 대해 참고할 것으로는 유럽에서는 주주의 적극적인 활동(shareholder activism)이 공개매수의무를 발동시키지 않도록 공동보유자의 범위를 확정하여야 한다고 개선의견이 있다.<sup>644)</sup> 영국의 Panel은 이에 대해 공동보유자로 인정되는 지배권 취득 관련 주주 활동과 공동행위로 인정되지 않는 행위의 예를 발표하였다.<sup>645)</sup> 우리나라의 경우에도 기관투자자들의 주주활동을 저해하지 않도록 금융위원회가 마련한 ‘스튜어드십 코드 관련 법령해석집’이 참고자료가 될 수 있을 것으로 생각한다.<sup>646)</sup>

(ii)에 해당하는 경우로 참고할 만한 입법례로, 주주가 지배권을 행사할 목적이 지분을 취득한 경우 의무공개매수를 면제하는 독일(WpÜG §37)과 회사법상 기업구조개편을 강제공개매수 면제대상으로 규정한 일본(금상법시행령 제6조의2 제1항 9호)이 있다. 이러한 입법례를 참고하여 의무공개매수의 적용 면제 사유를 합리적인 범위로 적절히 규정할 필요가 있다.

644) European Company Law Experts(2014), pp. 6-7.

645) 의무공개매수가 발동하는 주주의 활동(shareholder activism): ① ‘이사회 통제’ 관련 의안을 다루는 주주총회 소집요청 ② ‘이사회 통제’ 의안이 제안되거나 이사회를 위협하여야 한다는 합의 또는 이해에 도달한 후, 그 주주들과 이해관계자들과 보유한 대상회사의 의결권 30% 이상을 취득한 경우(또는 그들이 이미 30% 이상의 지분을 보유하고 있는 경우에는 추가로 의결권을 취득한 경우)

공동행위로 간주되지 않는 주주의 활동: ① 이사회에서 제기될 수 있는 문제에 대한 주주들간의 토론, ② 이사회에 대한 주주 공동대표, ③ 주주총회서 특정 의안에 대해 같은 방향으로 투표하기로 한 합의{Marccus/CEPS(2013), pp. 135-136}.

646) 해당 법령해석집에서는 (i) 기관투자자의 포럼 형성시 주식 공동보유 해당 여부, (ii) 동일 자문기관 이용시 주식 공동보유 해당 여부, (iii) 기관투자자와 자문계약 등을 맺은 제3자의 주주활동, (iv) 기관투자자간 협의시 의결권 공동행사 해당 여부 등에 대해 해석 기준을 제시하고 있다{금융위원회, 스튜어드십 코드 관련 법령해석집(2017. 6)}.

## 라. 법적 지배권자가 있는 경우(D구간)

### (1) 법적 지배권자의 추가취득

D구간에서는 50% 초과 보유자가 법적 지배권을 보유한 상태에서 90% 미만의 지분을 추가로 매수하는 경우에는 공개매수의무를 면제하는 것이 타당하다.<sup>647)</sup> 이미 법적 지배권을 갖는 지배주주가 있는 경우에는 일반주주들이 보유하는 지분에 의사결정권이나 프리미엄이 있다고 보기 어렵기 때문이다. 따라서 D구간에서의 50% 초과 보유자의 주식거래는 지배권거래가 아닌 일반 주식거래라고 보는 것이 타당하므로 30% 기준 의무공개매수를 적용하지 않는 것이 바람직하다.

(2) 마찬가지로 50% 지분을 초과보유하는 지배주주가 있는 경우, 매수자가 해당 법적 지배권자가 아닌 다른 주주로부터 주식을 취득하여 30% 이상의 지분을 취득하게 되는 경우에는 30% 기준 의무공개매수는 면제하는 것이 타당하다. 매수자가 30% 이상의 지분을 취득하더라도 법적 지배권자의 존재로 인해 지배주주가 되는 경우에 해당하지 않아 지배권이 변동되지 않기 때문이다. 이로 인해 30% 기준 의무공개매수제도는 지배권 변동에 대한 규제임을 명확히 할 수 있다.

(3) 한편 50% 초과 보유자가 해당 지배주식 전체를 이전하는 경우, 30% 이상의 주식을 보유하게 되는 새로운 지배주주가 생기는 지배권거래에 해당하므로 30% 기준 의무공개매수를 적용하게 된다. 40% 지분 보유자가 매수 등으로 50%를 초과하는 지분을 보유하게 되는 경우에는 30% 이상의 지분을 보유하게 되는 경우에 해당하여 30% 부분공개매수제도가 적용된다.

647) 영국의 City Code(Notes on Rule 9.3)와 일본의 금상법(시행령 제6조의2 제1항 제4호)도 동일한 규정을 마련하고 있다. 독일은 공개매수로 추가취득하려는 경우 단순공개매수를 실시하면 된다. 여기에서 지분비율 산정에 유의미한 부분은 일본의 형식적 특별관계자의 범위이다. 일본은 1년 이상 계속 매수자와 형식적 특별관계를 유지하는 자의 지분만을 50% 초과 지분율에 포함하도록 하고 있다(長島/大野/常松法律事務所(2018), 83면).

(4) 50% 초과 보유자가 상장폐지 등의 목적을 위해 단시간에 대량주식을 매수하기 위하여 공개매수를 실시하고자 한다면, 이 경우 공개매수는 5% 기준 강제공개매수규제 또는 후술하는 90% 기준 의무공개매수규제가 적용될 것이다.

#### 마. 90% 기준 전부공개매수(E구간)

(1) E구간에서는 대상회사에 90% 이상의 지분을 보유한 지배주주가 존재하여 대상회사가 관리종목으로 지정되거나 상장폐지의 위험이 가시화된 상황이다.<sup>648)</sup> 상법상 소수주주들은 주식보유비율이 95% 이상인 지배주주에 대하여 주식매수청구권을 행사할 수 있으나, 상장주식을 보유한 소수주주는 상법상의 주식매수청구권 행사 요건이 충족되기 전에 관리종목 지정 등으로 시장에서 주식을 팔 기회가 감소하는 유동성문제에 봉착하게 된다. 따라서 소수주주의 충실한 보호를 위해서는 E구간의 소수주주에게 탈퇴권을 보장하기 위하여 지배주주가 90% 이상의 지분을 보유하게 될 경우 잔존 주식을 전부 취득하는 ‘90% 기준 전부공개매수제도’를 채택할 필요가 있다.

(2) 의결권의 50%를 초과하는 법적 지배권을 가진 주주가 90% 기준 전부 공개매수를 실시할 경우, 공개매수가격은 30% 부분공개매수제도의 최고가격이 아닌 5% 강제공개매수제도의 균일한 가격으로 한다. 이는 법적 지배권이 있는 상태에서의 소수주주의 지위를 고려한 것이다.

(3) 전부공개매수의 경우에도 부분공개매수나 시장매수 정도는 아니지만 매도압력은 존재하므로, 이를 완화하기 위하여 공개매수기간의 연장을 강제하여

---

648) 한국거래소 유가증권시장 상장규정에 따르면 소액주주 지분을 10% 미만인 경우 관리종목으로 지정되고, 2년 연속 소액주주 지분율이 10% 미만이면 상장이 폐지된다(유가증권시장 상장규정 제47조 제1항 제4호, 제48조 제1항 제4항). 참고로 2019년 4월 29일부터 개정된 상장규정이 시행되어 상장폐지의 경우 회사가 보유하는 자기주식은 그 보유비율에서 제외하게 되어 자기주식을 공개매수하여 상장폐지하는 사례는 사라지게 되었다.

야 한다. 전부공개매수가 실시된 경우 해당 공개매수조건이 불만족스럽지만, 다른 주주들은 응모한다면 잔존주주는 이후에 공개매수가격보다 더 낮은 가격에 주식을 매도하게 될지도 모른다는 매도압력이 존재한다. 따라서 공개매수 종료 후, 다른 주주들의 결정을 확인한 후 동일한 조건으로 주식을 매도할 기회를 제공하면 매도압력을 완화할 수 있다. 참고로 상법상 95% 지배주주가 있는 경우 소수주주는 매수청구권을 행사할 수 있지만, 이는 소수주주가 별도로 청구권을 행사해야 하는 번거로움이 있고 지배주주 입장에서도 마찬가지이다. 이에 비해 공개매수기간의 연장은 소수주주와 지배주주 모두에게 비용 측면에서 이익이 된다.

#### 바. 의무공개매수제도의 적용배제에 관한 선택권 부여 방안

의무공개매수제도 도입의 부정적 효과에 대한 우려와 긍정적인 효과에 대한 불안감을 완화하기 위해서, 스위스와 같이 회사의 정관으로 의무공개매수제도를 배제할 수 있는 선택권(opt-out)을 부여하는 것도 대안이 될 수 있다.<sup>649)</sup> 이 경우 정관의 규정으로 의무공개매수제의 적용을 배제한 회사는 주주들의 집단적 의사결정으로 이를 선택한 것이고, 새로운 주주들은 해당 정보를 알고도 그 회사에 투자한 것이므로 주주들이 지배권 변동에 대해 참가할 기회를 제공하지 않는 것이 주주 보호에 미흡하다거나 주주의 신뢰를 저해하는 것이라고 하기는 어렵다.

#### 사. 소결

이상에서 살펴본 바와 같이 지배권거래에 직접적인 영향이 없는 공개매수에 대해서는 현행 자본시장법상 임의 공개매수제도와 5% 기준 강제공개매수제도를 통해 정보공시 수준의 규제를 통해 주식거래를 보호하고, 지배권거래를 실질적으로 규제하기 위해서는 30% 기준 의무공개매수제도와 90% 기준 전부의 무공개매수제도를 신설하는 것이 타당하다. 해당 강제공개매수제도들은 거래의

649) Kershaw(2016), pp. 255-256.

다양한 순간에 대상회사 일반주주의 매도압력을 완화시키고 평등하게 취급한다. 또한 부분공개매수 실시로 인해 공개매수자에게는 인수비용의 부담을 감소시키고, 공개매수의 성공여부에 대한 불안감을 제거해준다.

지배권거래는 회사의 근본적인 변경에 준하는 변화임에도 불구하고, 너무 오랫동안 비공개된 곳에서 특정인에 의한 일대일거래로 이루어졌다. 이제 지배권거래가 투명하고 공정하게 이루어져서 소수주주의 보호와 사회적 후생이 강화·증대될 수 있도록 해당 제도의 도입을 고민할 시점이라고 생각한다.

## 2. 기대효과

### 가. 의무공개매수제도의 부정적인 효과에 대한 검토

의무공개매수제도가 도입될 경우 가장 우려되던 요소인 인수거래 감소는 부분공개매수의 적극적인 활용으로 해결할 수 있다고 생각한다.<sup>650)</sup> 부분공개매수는 대상회사 주주 입장에서는 투자금의 일부를 회수하는 것이지만 공개매수자 입장에서는 기업인수비용의 감소를 의미하므로 인수비용으로 인한 기업인수에 대한 부담은 덜어줄 수 있다. 전부공개매수가 원칙인 유럽에서도 의무공개매수로 인해 인수거래가 감소했다는 근거는 발견되지 않았고,<sup>651)</sup> 인수거래가 가장 활발한 국가인 미국에서 주식거래의 평균 취득 지분율이 90%을 초과<sup>652)</sup>하는 것을 고려하면, 인수비용의 증가가 기업인수거래를 저지하는 주된 요인은 아니라고 판단할 수 있다.

### 나. 소수주주의 이익 보호

#### (1) 지배권거래에서 참여기회 제공

---

650) 의무공개매수의 부정적인 효과에 대한 검토는 제5장 제2절 2. 의무공개매수제도 도입의 부정적 기능을 참고.

651) Marccus/CEPS(2013). p. 30.

652) 김석봉(2015), 217-218면.

지배주주의 장외구주매도에 대한 규제가 전혀 없는 우리나라에 의무공개매수제도가 도입되면, 지배권거래에서 배제되었던 일반주주들이 해당 거래로부터 발생하는 이익에 참여할 수 있을 뿐만 아니라 회사의 중요한 변경에 대해 그들의 의견을 반영할 수 있게 된다. 전부공개매수가 실시되면 일반주주는 탈퇴권과 지배권 프리미엄을 보장받고, 부분공개매수가 실시되면 거부권의 효과가 발생하여 지배권거래에 대해 의견을 표명할 수 있을 뿐만 아니라, 지배권 프리미엄의 일부를 균등하게 보장받게 된다.

## (2) 매도압력 완화 및 평등취급

의무공개매수가 도입된 이후 공개매수 청약에 대해 주식을 매도할 기회가 생긴 주주에게 발생할 수 있는 문제는 해당 공개매수에 대한 불안감으로 인해 왜곡된 선택을 하는 문제이다. 즉 공개매수 종류 후 잔존주주들은 2가지 불안함을 갖게 되는데, 하나는 본인들의 주식을 매도할 기회를 상실할 것에 대한 유동성에 대한 우려와 유동성의 감소가 주식의 가치를 낮출 수 있다고 우려할 수 있다. 또한 주주들은 새로운 지배주주가 대상회사로부터 이익을 편취하여 대상회사의 기업가치가 낮아질 것을 걱정하게 될 수 있다.<sup>653)</sup> 이러한 불안감으로 인해 본인의 주식가치가 낮게 평가된 공개매수가격에 응모하는 경우를 매도압력에 의한 왜곡된 선택을 할 수 있다.

그러나 30% 부분공개매수의 조건으로 독립주주 과반수의 승인을 요구하는 것은 공개매수가 실시되어 주식을 매도할 기회가 생긴 주주를 매도압력과 불평등취급으로부터 보호한다. 즉 부분공개매수를 실시하기 원하는 매수인은 독립주주 과반수의 승인을 얻어야 전부공개매수의 경우보다 낮은 인수비용으로 지배권을 취득할 수 있으므로 주주들이 해당 공개매수를 찬성할 만한 매력적인 공개매수가격등의 조건을 설정하게 되고, 주주는 공개매수에 응모하는 것과 별개로 공개매수 자체에 대해 찬반의사를 표현할 수 있으므로 다른 주주 혹은 새로운 주주로부터 불리한 취급을 받을 것이라는 불안감없이 선택을 할 수 있다. 또한 이러한 공개매수조건은 모든 주주에게 동일하게 적용되므로 평등취급

653) Marccus/CEPS(2013), p. 73.



의 원칙도 실현된다.

#### 다. 경영권 방어 효과

외국자본에 의한 적대적 기업인수에 대처하기 위해<sup>654)</sup> 2000년대 초반부터 후반까지 미국식 포이즌필이나 거부권부주식 등 다양한 경영권 방어수단의 입법논의가 있었다. 그러나 현재 우리나라에서 적대적 기업인수에 대해 대상회사가 행사할 수 있는 주된 방어수단은 자기주식을 우호적인 제3자에게 처분하거나 현 경영진에게 우호적인 백기사(white knight)를 확보하는 방법에 한정되어 있다고 할 수 있다. 이는 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로 차등의결권, 황금주, 포이즌필, 이사의 교차임기제 등이 가능한 미국<sup>655)</sup>과 의무공개매수제도를 통해 적대적 기업인수를 어렵게 하고 있는 유럽의 제도와 비교했을 때 상당히 경영권 방어수단이 상당히 제한적인 경영권 방어수단이다.

특히 일본은 포이즌필과 유럽의 의무공개매수제도를 일본 상황에 맞게 도입하여 운영하고 있다. 현재 일본의 많은 회사들은 사전경고형 방어수단<sup>656)</sup>이나

654) 2003년에 소버린(Sovereign Asset Management)의 SK(주)지분 매집과 2004년 SK(주) 경영진과 소버린 간에 벌어진 위임장 대결(proxy fight)을 계기로 인해, 외국자본이 우리나라 기업의 지배권을 취득하는 것에 대한 사회적 거부감으로 인해 여러 차례 경영권 방어수단을 도입하기 위한 입법시도가 있었다. 2006년과 2008년에 의결권제한주식, 거부권부주식, 임원 선·해임권부 주식, 양도제한주식의 발행을 허용하는 상법개정안을 법무부가 입법예고하였고, 미국의 포이즌필에 해당하는 신주인수선택권을 도입하는 상법개정안이 2009년에도 제출되었지만 모두 국회 임기 만료로 자동 폐기되었다.

655) 미국의 법원은 이사의 방어수단 행사의 적법성 기준으로 다양한 심사기준을 발전시켜 왔다. 즉 이사의 재량이 가장 넓은 경영판단의 원칙(business judgement rule), 이사회에 방어의 동기와 방어정도의 합리성을 판단하는 비례성기준(proportionality test)인 Unocal 심사기준(Unocal test), 회사의 매각상황에서는 주주가치극대화기준(value maximizing test)을 적용하는 Revlon 심사기준(Revlon test), 이들의 중간 형태인 중간심사기준(intermediate standard)이 있다{송중준(2012a), 417-426면}.

656) 일본에서 가장 많이 활용되고 있는 방어수단인 사전경고형 방어수단은 의결권의 일정 비율 이상을 취득한 매수자가 출현했을 경우, 매수자에게 매수제안에 필요한 정보의 제공을 요구하는 방어수단이다{村田英幸(2009), 259면}. 전형적인 형태는 다음과 같다. (i) 의결권의 일정 비율 이상(보통 15-20%)을 취득한 매수자에 대해서, (ii) 매수제안에 필요한 정보(인수의 목적, 인수 이후의 계획 등)의 제공을 요구하고, (iii) 매수자의 매수목적에 그린 메일(green mail) 등 이외의 정당한 목적일 경우, 회사측의 경영방침과의 차이를 비교하는 기간을 요구하고, (iv) 매수자가 이들의 절차에 따르지 않을 경우 또는 매수

신탁 또는 그와 비슷한 구조를 이용하여 신주예약권을 발행하는 일본식 포이즌필에 의한 방어수단을 주된 사전적 방어수단으로 채택하고 있다.<sup>657)</sup> 뿐만 아니라 경제산업성과 법무성은 ‘기업가치·주주공동이익의 확보·향상을 위한 방어수단에 관한 지침’<sup>658)</sup>을 발표하였고, 경제산업성에 설치된 기업가치연구회는 위 지침을 근거로 하여 2008년에 ‘최근의 제반 여건의 변화를 밝은 인수 방어책의 본연의 자세’라고 제목을 붙인 보고서<sup>659)</sup>를 공표하였다. 집권여당인 자민당은 ‘공정한 기업매수·합병 물에 관한 제언’을, 법원은 방어수단의 적법성 판단기준 제시<sup>660)</sup> 등 입법, 사법, 행정부에 의해 다양한 방어수단의 제공과 함께

제안을 받아들이지 않다고 판단했을 경우, 회사는 신주발행, 신주예약권의 발행, 주식분할 등의 방어수단을 행사한다. 해당 방어수단의 행사에 대한 판단은 주주총회에서 결정하는 형태, 이사회에 맡기는 형태, 독립된 위원회(사외이사, 사외감사등)에 맡기는 형태로 구분된다{村田英幸(2009), 259-260면}. 일본방송 사건에 대한 판결과 경제산업성과 법무성의 지침이 주주의 의사를 강조하기 때문에, 실제로 대부분의 회사들은 사전경고형 방어수단의 도입과 그 행사에 대한 판단을 주주총회에서 결정하는 형식을 채택하고 있다 {Kanda(2010), p. 6}.

657) 西村あさひ法律事務所(2019), 612-614면; Kanda(2010), p. 5; 송옥렬(2005a), 47면.

658) 經濟産業省/法務省, 企業價值・株主共同の利益の確保又は向上のための買受防禦策に関する指針(2005), 別冊 商事法務 第287号(2005). 법적인 구속력은 없지만, 경영권 방어수단의 적법성이 문제될 경우 이 지침이 그 판단기준이 될 것이기 때문에, 그 영향력은 상당히 있다고 평가받는다{Marccus/CEPS(2013), p. 207}.

659) 企業価値研究會, 近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方, 經濟産業省(2008. 6). 이 보고서는 경영권 방어수단의 목적과 방식은 주주의 이익을 지키기 위한 것이 전제이며 경영진의 보호하는 것을 목적으로 이용되는 것은 결코 용납되지 않는다는 것을 명시하며 방어수단의 방향을 제시하고 있다.

660) 동경고등재판소는 라이브도어가 일본방송에 대해 적대적 인수를 시도한 사건에서 일본방송이 후지TV에게 발행한 신주예약권이 ‘현저히 불공정한 방법’에 의한 발행이라고 판단하였다{東京高等裁判所 第16民事部 平成17年(ラ) 第429号}. 법원의 주요 판시 내용을 요약하면 (i) 회사에 현실적으로 경영권의 다툼이 발생한 경우에, (ii) 경영권을 다투는 특정 주주의 지주비율은 저하시키는 반면 ‘현 경영자 또는 현 경영자를 지지하고 그에게 사실상 영향력을 미치는 특정 주주’의 지배권을 유지·확보할 목적으로 신주예약권이 발행된 경우에는 (iii) 원칙적으로 ‘불공정한 방법에 의한 발행’에 해당하여 이러한 신주예약권의 발행은 허용되지 않지만, (iv) 예외적으로 신주예약권 발행을 ‘정당화할 특단의 사정이 있으면’ 지배권의 유지·확보를 목적으로 하는 신주예약권의 발행도 가능하며, (v) 이 특단의 사정의 존재에 관해서는 채무자(후지TV)가 소명·입증책임을 부담한다는 것이다. 신주예약권 발행을 정당화 하는 특단의 사정에 대해서, 원심결정과 이의결정은 ‘회사 나아가 주주전체의 이익 보호의 관점에서 정당화되는지’를 기준으로 삼고 있고, 항고결정은 특히 적대적 매수자에게 네 가지 유형의 ‘대상회사를 이용할 목적이 있는 경우’를 특단의 사정으로 제시하였고, 일본방송의 신주예약권 발행은 이 경우에 해당하지 않아 불공정한 발행이라고 판단하였다. 이 사건의 쟁점에 대한 자세한 설명으로 최문희(2005),

방어수단의 남용을 방지하기 위한 노력이 이루어졌다.<sup>661)</sup>

이에 비해 우리나라의 경우, 지배주주의 존재 등의 이유로 적대적 기업인수의 위험이 낮다는 이유로 경영권 방어수단 마련이 등한시된다면 이는 법제도의 사전적 보호기능에 어긋난다고 할 수 있다. 따라서 30% 기준 부분공개매수 제도를 도입하여 사실상 지배권 취득의 기준이 될 수 있는 30%부터 법적 지배권 취득의 기준이 될 수 있는 50% 지분까지의 지배권 취득이 이루어질 경우, 일반주주의 다수결 찬성에 의해 부분공개매수가 실시된다면, 주주들의 이익에 반하는 가치감소형 인수거래를 저지할 수 있을 뿐만 아니라 적대적 M&A를 합리적으로 저지하는 경영권방어 장치를 제공하는 효과도 얻을 수 있다.

## 라. 사회적 후생 증가

### (1) 기업가치의 증가

의무공개매수제도가 시행되면 지배주주의 사익추구를 위해 실시된 무분별한 주식거래가 통제되어 가치감소형 기업인수를 저지할 수 있고, 이는 회사와 주주의 이익으로 돌아간다. 즉 지배권거래가 공개된 시장에서 투명하게 거래됨으로써 공정성 심사를 시장에서 받게 되므로, 평판 관리 및 기업의 긍정적 이미지 창출로 인해 기업가치가 상승할 유인이 증가하게 되어 회사 이익에 부합한 지배권거래가 성사될 확률이 크고, 이후 기업의 가치평가 상승으로 회사의 장기적인 이익에 부합하게 될 것이다.

또한 공개매수의 기능에 대한 법경제학적 분석에 따르면 공개매수의 효용을 긍정하는 견해<sup>662)</sup>와 부정하는 견해<sup>663)</sup>가 존재하였지만, 공개매수가 주주와 경

---

19-39면.

661) 村田英幸(2009), 213면; 권종호(2006), 109면; 김홍식(2007), 40면.

662) Lowenstein(1983); Bradford(1990); Gordon/Kornhauser(1986); Bebchuk(1982); Easterbrook/Fischel(1991){(i) 시장메카니즘에 의하여 보다 효율적인 경영진으로 대체될 수 있고, (ii) 실제로 경영진이 바뀌지 않더라도 경영진은 지배권시장의 감시효과로 인해 이익 극대화를 위해 더욱 노력하게 되어 더 나은 자원배분으로 인해 사회적 부가 증가하게 되고, (iii) 회사의 시장 가치를 더 정확하게 평가하게 되고, (iv) 그에 기초한

영진과의 대리인 문제로 발생하는 비용을 감소시키는 역할을 한다는 긍정설이 미국에서는 주류를 이루고 있고,<sup>664)</sup> 유럽에서도 공개매수는 매수자가 대상회사를 더 효율적으로 경영할 수 있다는 판단에서 실시하게 되므로 공개매수를 촉진하는 것은 회사와 주주의 부를 창출하는 것이라고 받아들여지고 있다.<sup>665)</sup> 따라서 의무공개매수제도에 의한 공개매수의 활성화는 효율적인 자원배분과 지배권거래의 공정성 확보 등을 통해 기업의 가치를 증가시킬 것이다.

## (2) 자본시장에 대한 기여

의무공개매수제도는 자본시장의 발달에 기여할 수 있다. 의무공개매수제도를 통해 투자자인 일반주주 보호 제도가 마련되고, 지배권이 사적으로 거래되는 것을 방지하여 지배권거래의 공정성이 확보되면 그로 인해 투자자들의 시장에 대한 신뢰가 상승하게 되고 이는 자본시장 활성화로 이어지게 될 것이다.<sup>666)</sup> 자본시장의 발달은 결국 기업의 직접금융 조달비율을 높일 수 있게 되는 환경이 되므로,<sup>667)</sup> 장기적으로 기업의 자본구조를 안정적으로 만들어 줄 수 있다.

---

회사 간의 결합으로 인해 시너지가 창출되는 등의 최소한 4가지 이점을 제공한다고 한다고 주장한다}.

663) Lipton(1987); Rosenblum(1991); Reich(1983){(i) 공개매수가 대상회사들의 부채를 증가시키고, (ii) 경영진들이 자신들의 자리 보전을 위해 단기 실적에 집중하여 장기적인 투자를 방해하고 (iii) 그로 인해 사회적인 부도 감소시킨다고 한다}.

664) 김건식/송옥렬(2001), 259면.

665) Marccus/CEPS(2013), pp. 325-327.

666) 김건식(2010), 246면.

667) 박경서/정찬식/김선민(2017), 12면.

## 제6장 결론

공개매수는 매수자 입장에서 대량의 주식을 단기간에 취득할 수 있는 유력한 주식매수 방법의 하나이지만, 매도인인 주주 입장에서는 모든 주주가 본인의 주식을 공평하게 매도할 수 있는 기회를 제공받는 수단이 된다. 그런데 다른 나라들에 비하여 일대일거래에 의한 지배권 이전을 매우 넓게 허용하고 있는 우리나라의 현행 공개매수제도에서는 가치감소형 인수거래가 조장될 우려가 있을 뿐만 아니라, 일반주주는 지배권 변동에 대한 의사결정에 관여하지 못하고 지배권프리미엄도 공유하지 못함으로써 일반주주의 보호가 매우 취약한 상태이다. 일대일거래에 의한 지배주주의 지배권 이전이 기업인수 거래의 대부분을 차지하는 우리나라에서 지배권 거래에 대해 공개매수라는 주식매수 수단이 원칙적으로 의무화되면, 일반주주도 지배권거래에서 발생하는 지배권 프리미엄이라는 이익에 참여할 수 있을 뿐만 아니라 무엇보다 회사의 지배주주의 출현 또는 변동에 대해 그들의 의견을 반영할 수 있게 된다. 이는 합병 등 상법상 기업구조개편제도에서 제공되고 있는 소수주주 보호 수준과의 정합성 측면에서도 타당할 뿐만 아니라 지배주주의 사익추구를 위해 진행되는 가치감소형 기업인수를 저지할 수 있다는 장점도 있다.

지배주주의 사익추구를 방지하기 위하여 미국의 회사법 판례에 의해 형성되어 있는 ‘지배주주의 신인의무’를 도입하는 것도 고려할 수 있지만, 외국의 판례 법리를 제정법으로 반영하는 데에서 생길 수 있는 법적 불확실성, 소수주주의 이익 보호를 위한 구체적 구체수단의 마련 및 분쟁해결 비용의 증가 등의 부담이 발생할 수 있다. 지배주주의 신인의무를 도입할 것인지의 문제는 향후 심층적·종합적인 연구가 더 필요한 과제라고 생각된다. 그런데, 지배주주의 신인의무 제도를 도입하더라도, 지배권 변동 후에는 소수주주는 불공정한 방법으로 축출되거나 주식의 유동성이 현저히 낮아져 투자금의 회수에 어려움을 겪는 등 법적·경제적 지위가 취약해지게 된다는 문제점은 해결되지 않는다. 바로 이러한 이유로, 미국의 델라웨어주 등 많은 주에서는 지배권 변동 이후의 단계에서 소수주주 보호를 위한 추가적인 장치(예컨대, 지배지분 취득 후 일정 기

간 내에서는 원칙적으로 주식의 추가 취득이나 합병 등 기업구조개편을 금지하는 법률의 제정)를 두고 있고, 이러한 소수주주 보호 장치는 공개매수에 의한 지배권 취득 단계에서 소수주주가 받는 매도압력을 해소해 주는 기능도 한다. 따라서, 지배권 변동 시 원칙적으로 공개매수를 의무화하는 강제공개매수 제도를 도입하여 일원화된 제도에 의하여 소수주주를 보호하는 방안이 우리 법제와 제도 운용 측면에서 훨씬 더 실효성이 클 것이라고 생각된다.

이와 관련하여, 영국 등 유럽의 전부의무공개매수제도를 도입할 경우 인수비용이 증가하여 기업인수 거래를 위축시키고, 특히 가치증가형 기업인수마저 억제될 우려가 있으므로 이를 그대로 수용하는 것은 바람직하지 않다고 본다. 따라서 본 논문에서 절충적인 방안으로서 제안하는 ‘부분 강제공개매수제도’를 통해 인수자금에 대한 부담을 완화하고 인수거래의 성부를 시장의 판단(즉, 일반주주의 다수결 의사)에 맡김으로써 일반주주의 이익을 보호할 수 있다. 영국식 전부의무공개매수제도는 지배권의 형성 및 이전을 억제하는 부작용이 있기는 하나, 일단 지배주주가 등장할 경우, 주식 소유와 지배권이 일치된 지배구조를 만들어 소유구조를 단순화할 수 있는 수단이 될 수는 있다고 본다. 또한, 영국식 전부의무공개매수제도의 긍정적인 기능, 즉 일반주주들의 탈퇴권 보장, 평등취급, 매도압력이 완화된 왜곡되지 않은 선택을 보장하여 소수주주를 보호할 수 있다는 점, 가치감소형 기업인수는 확실하게 저지되고, 투자자인 일반주주의 자본시장에 대한 신뢰로 인한 자본시장의 활성화가 기대된다는 점, 뿐만 아니라 적대적 기업인수에 대한 방어수단이 된다는 점 등의 긍정적 기능에는 여전히 주목할 필요가 있다. 따라서, 이러한 긍정적 기능을 우리나라의 현행 제도와 시장의 상황에 적합한 범위 내에서 수용하여 한국형 공개매수제도의 틀을 마련함으로써 지배주주의 일대일거래로 이루어지던 지배권거래가 공개된 시장에서 투명하고 공정하게 이루어질 수 있도록 하는 것이 바람직한 방안이라고 여겨진다.

바람직한 한국형 공개매수제도에서는, 지배권거래를 유의미하게 규제하기 위해서 강제공개매수제도를 도입하여 일반주주가 해당 지배권거래에 참여할 수 있는 기회를 제공하고, 현행 5% 공개매수제도가 지배권거래에 대한 실질적인 규제가 되지 못한다는 점을 고려하여 30% 이상의 지분율을 사실상의 지배권,



50%를 초과하는 지분율은 법적 지배권으로 인식하여, 각 보유예정 지분비율 구간마다 지배권의 성격에 따라 적절한 내용으로 공개매수를 강제하는 것이 바람직하다고 생각된다. 현행 5% 기준 강제공개매수제도는 유지하되, 기업인수 비용에 대한 부담을 고려하여 (i) 30% 이상 지분율로 ‘사실상 지배권’을 보유하게 되는 경우에는 공개매수의 방법을 강제하고, 매수예정자를 제외한 나머지 주주들에게 주주 전체의 집단적 의사표시를 통한 실질적인 거부권(veto right)을 인정하는 ‘부분강제공개매수제도’를 도입하고, (ii) 상장폐지가 예견되고 관리종목지정 등에 의해 주식의 유동성이 현저히 낮아지게 되는 절대적 지분보유율에 이를 경우(현행 상장제도 하에서는 매수예정자가 90% 이상 지분율을 보유하게 될 경우)에는 소수주주에게 탈퇴권(exit right)을 부여하는 ‘전부강제공개매수제도’를 도입하는 것이 바람직한 한국형 의무공개매수제도의 모습이 될 것이라 생각한다. 이러한 강제공개매수제도에 의해 일반주주의 지배권 거래 참여기회가 보장되고, 공개매수 단계에서 주주의 매도압력의 완화를 통해 왜곡되지 않은 선택을 할 수 있도록 하며, 공평한 가격으로 주식을 매도할 수 있도록 하여 일반주주에 대한 공정·평등한 취급의 원칙이 실현될 수 있다고 본다.

구체적으로 보면, ① 사실상 지배권(30% 이상)과 법적 지배권(50% 이상)이 인정되는 지분율을 명확히 하여 지배권 개념을 명문화하고, ② 실질적으로 지배권변동이 없는 0%~30% 미만의 구간에서는 매수인에게 현행 임의공개매수제도와 5% 기준 강제공개매수제도를 적용하며, ③ 30% 이상 50% 이하의 지분율을 보유하고자 하는 경우(30% 이상 50% 이하의 지분을 보유하는 자가 추가취득하는 경우 포함) 매수자에게는 인수비용증가로 인해 지배권거래가 위축되지 않도록 부분 강제공개매수제도를 새로 도입하며, ④ 위에서 본 바와 같이 90% 이상의 지분을 보유하고자 할 경우에는 매수자에게 전부공개매수의무를 부과하는 방안이다.

위 30% 이상 50% 이하의 지분율 구간에서의 부분강제공개매수제도에서는, (i) 일반주주가 받는 의 매도압력을 완화하기 위하여 매수자와 이해관계가 없는 일반주주의 과반수 승인을 공개매수 성립의 조건으로 설정하고, (ii) 공개시장에서 매수한 지분도 포함하여 시장매수에서 발생하는 매도압력도 해소하고,



(iii) 공개매수공고일 전 1년간 매수가격 중 최고가격 이상으로 공개매수가격을 정하여 모든 주주가 공평한 가격에 주식을 매각할 수 있도록 보장하여 주주의 평등취급을 실현하고, (iv) 해당 구간에서 1년간 2% 미만 지분을 추가로 보유하게 되는 경우에는 강제공개매수가 면제되는 규정도 마련할 필요가 있다. 위 ‘전부 강제공개매수제도’에서는 소수주주의 매도압력을 완화하기 위하여 공개매수기간 종료 후 공개매수기간의 연장을 강제하는 것이 필요하다고 생각된다.

한편, 50%를 초과하는 지분율을 보유한 법적 지배권자가 90% 미만의 지분율을 보유할 때까지 추가로 매수하는 경우에는 일반주주에게 법률상 의사결정권이 없다는 것을 고려해 공개매수의무를 면제하는 것이 타당하고, 만약 법적 지배권자가 공개매수를 실시하고자 한다면 임의 공개매수규제를 적용하여 정보공시의무를 부과하면 될 것이다.

위와 같이 한국형 강제공개매수제도의 핵심은 사실상 지배권 취득의 기준이 될 수 있는 30% 이상 지분율로 ‘사실상 지배권’을 보유하게 되는 경우에는 공개매수의 방법을 강제하고, 부분매수인 경우에는 일반주주의 다수결에 의한 승인을 받도록 함으로써 가치감소형 인수거래를 저지할 수 있을 뿐만 아니라 적대적 M&A를 합리적으로 저지하는 경영권방어 장치도 제공하는 효과를 얻는 것이다. 미국, 유럽, 일본 등 주요 국가들에 비하여 적대적 기업인수에 대한 경영권방어 장치가 충분하지 아니한 우리나라의 법제 현실을 고려해 볼 때, 공개매수제도의 개선을 통한 합리적인 경영권방어 기능의 강화 효과는 중요한 의미를 갖는다고 생각한다.

결론적으로, 자본시장법에 현행 공개매수제도와 더불어 위와 같은 추가적인 강제공개매수제도가 도입된다면, 실질적으로 지배권이 이전되는 거래에 대해 정보공시 및 평등한 매각기회 부여 차원의 투자자 보호 뿐만 아니라 기업지배구조 차원에서도 일반주주의 권리를 보호하게 되고, 투명한 지배권거래를 통해 공정성이 담보되는 것으로 인해 사회·경제적으로도 유익하게 될 것이라 기대한다.

## 참고문헌

### I. 국내문헌

#### 1. 단행본 및 학위논문

- 김건식, 증권거래법, 두성사, 2006 [김건식(2006)]
- \_\_\_\_\_, 회사법 연구 I, 소화, 2010 [김건식(2010)]
- 김건식 외 6인, 신체계회사법 (제6판), 박영사, 2016 [김건식 외(2016)]
- 김건식 외 7인 역, 회사법의 해부, 소화, 2014 [김건식 외 역(2014)]
- 김건식·정순섭, 자본시장법 (제3판), 두성사, 2013 [김건식/정순섭(2013)]
- 김건식·송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, 2001 [김건식/송옥렬(2001)]
- 김수현, 기업공시 완전정복, 어바웃어북, 2015 [김수현(2015)]
- 김정수, 자본시장법원론, SFL그룹, 2011 [김정수(2011)]
- 김홍식, “적대적 M&A에 있어서 대상회사의 방어수단에 관한 법적연구”, 고려대학교 법학과 박사학위논문, 2007 [김홍식(2007)]
- 김화진, M&A와 경영권, 박영사, 1998 [김화진(1998)]
- \_\_\_\_\_, 투자은행-이론·정책·전략 (제2판), 머니투데이 더벨, 2015 [김화진(2015)]
- 박준·한민, 금융거래와 법, 박영사, 2018 [박준/한민(2018)]
- 손진화, “회사지배권매매에 관한 연구-미국법상 지배권 프리미엄의 규제를 중심으로”, 고려대학교 법학과 석사학위논문, 1984 [손진화(1984)]
- 송옥렬, 상법강의 (제6판), 홍문사, 2016 [송옥렬(2016)]
- 송종준, 유가증권 공개매수에 관한 연구, 고려대학교 법학과 박사학위논문, 1989 [송종준(1989)]
- \_\_\_\_\_, 적대적 M&A의 법리, 개신, 2008 [송종준(2008)]
- \_\_\_\_\_, M&A판례노트, 충북대학교 법학전문대학원 총서 7, 진원사, 2012 [송종준(2012a)]
- 오수근, 기업경영과 법, 경성문화사, 2018 [오수근(2018)]

- 유영일, “주식공개매수에 관한 연구-방어수단의 적법성에 관한 미국 회사법상의 논의를 중심으로-”, 서울대학교 법학과 박사학위논문, 1993 [**유영일(1993)**]
- 윤승한, 미국증권법 강의, 삼일인포마인, 2004 [**윤승한(2004)**]
- 임재연, 미국기업법, 박영사, 2009 [**임재연(2009a)**]
- \_\_\_\_\_, 미국증권법, 박영사, 2009 [**임재연(2009b)**]
- \_\_\_\_\_, 자본시장법, 박영사, 2015 [**임재연(2015)**]
- 정준혁, “M&A에서 주주 보호에 관한 연구”, 서울대학교 법학과 박사학위논문, 2017 [**정준혁(2017a)**]
- 홍복기, EU회사법, 법문사, 1999 [**홍복기(1999)**]

## 2. 논문 및 발표문

- 강희철·김성진·강권도, “주식 등의 대량보유 보고의무 위반과 관련된 법적 쟁점-실무상 제기된 몇 가지 문제의 검토-”, BFL 제6호 (서울대학교 금융법센터, 2004) [**강희철/김성진/강권도(2004)**]
- 강희주, “일본의 의무적 공개매수제도”, 증권법연구 제18권 제1호 (한국증권법학회, 2017) [**강희주(2017)**]
- 고창현·허영만, “개정 증권거래법 검토”, 인권과 정의 제248호 (대한변호사협회, 1997) [**고창현/허영만(1997)**]
- 권윤구·성해경·최희준, “공개매수자의 별도매수”, BFL 제55호 (서울대학교 금융법센터, 2012) [**권윤구/성해경/최희준(2012)**]
- 권중호, “일본의 적대적 M&A현황과 방어수단에 관한 최근 동향”, 상장협 제52호 (한국상장회사협의회, 2005) [**권중호(2005)**]
- \_\_\_\_\_, “적대적 M&A에 대한 방어수단의 국제비교와 시사점”, 기업법연구 제20권 제1호 (한국기업법학회, 2006) [**권중호(2006)**]
- 김건식, “개정 증권거래법상의 공개매수제도”, 인권과 정의 제248호 (대한변호사협회, 1997) [**김건식(1997)**]

- 김경일, “소수주주추출에 관한 영국의 법리 연구”, 상사법연구 제36권 제2호 (한국상사법학회, 2017) [김경일(2017)]
- 김병태, “주식 등의 대량보유상황 보고제도의 개선을 위한 비교법적 고찰”, 선진상사법률연구 통권 제73호 (법무부, 2016) [김병태(2016)]
- 김석봉, “경영권 프리미엄과 소수주주보호”, 재무관리연구 제32권 제3호 (한국재무관리학회, 2015) [김석봉(2015)]
- 김진오, “M&A의 기초”, 회사법연구-M&A 실무-, (사법연수원, 2010) [김진오(2010)]
- 김태형, “공개매수의 현황”, BFL 제55호 (서울대학교 금융법센터, 2012) [김태형(2012)]
- 김홍기, “미국형 및 유럽형 M&A 규제제도와 우리나라의 M&A 입법에 대한 시사점”, 상사판례연구 제20집 제3권 (한국상사판례학회, 2007) [김홍기(2007)]
- 김현태·이승환, “공개매수자의 의무 및 특수한 형태의 공개매수”, BFL 제55호 (서울대학교 금융법센터, 2012) [김현태/이승환(2012)]
- 김화진, “M&A 법제의 현황과 과제 발표문”, 저스티스 통권 제101호, 한국법학원(2007) [김화진(2007)]
- \_\_\_\_\_, “경영권 이전과 주식가액 프리미엄”, 인권과 정의 제427호 (대한변호사협회, 2012) [김화진(2012)]
- 노혁준, “경영권 이전에 관한 몇 가지 쟁점: 공개매수에 관한 EU의 제13지침과 그 시사점”, 서울대학교 법학 제48권 제4호 (서울대학교 법학연구소, 2007) [노혁준(2007)]
- \_\_\_\_\_, “2015년 개정상법의 주요 내용”, BFL 제76호 (서울대학교 금융법센터, 2016) [노혁준(2016)]
- 박경서·정찬식·김선민, “국내 M&A제도현황과 개선방안: 소수주주권 강화를 중심으로”, 한국증권학회지 제46권 제1호 (한국증권학회, 2017) [박경서/정찬식/김선민(2017)]
- 박준선, “의무공개매수제도와 소수주주의 권리 보호”, 인하대학교 법학연구 제20권 제4호 (인하대학교 법학연구소, 2017) [박준선(2017)]

- 박진표, “공개매수규제의 개선에 대한 제언”, BFL 제55호 (서울대학교 금융법센터, 2012) [박진표(2012)]
- 서완석, “상법상의 소수주주 축출제도-소수주식 강제매수제도와 교부금 합병 제도를 중심으로”, 상사법연구 제30권 제2호 (한국상사법학회, 2011) [서완석(2011)]
- 송옥렬, “포이즌필의 도입 가능성-일본에서의 논의를 중심으로-”, BFL 제12호 (서울대학교 금융법센터, 2005) [송옥렬(2005a)]
- \_\_\_\_\_, “지배주주 소유구조와 경영권 방어법제”, 연태훈(편), 기업경영권에 대한 연구-실증분석과 제도 정비방안을 중심으로, 연구보고서 2005-07, (한국개발연구원, 2005) [송옥렬(2005b)]
- \_\_\_\_\_, “경영권방어와 의무공개매수”, 고학수·허성욱(편), 경제적 효율성과 법의 지배, 서울대학교 법학연구소 법의 지배 센터 연구시리즈 2009-1 (박영사, 2009) [송옥렬(2009)]
- 송종준, “의무공개매수의 법정책적 함의와 그 도입 가능성”, BFL 제12호 (서울대학교 금융법센터, 2005) [송종준(2005a)]
- \_\_\_\_\_, “M&A법제의 현황과 보완과제”, 한국상장회사협의회 연구보고서 (한국상장회사협의회, 2005) [송종준(2005b)]
- \_\_\_\_\_, “소수주식 전부취득제의 입법의도와 해석방향”, 기업법연구 제26권 제1호 (한국기업법학회, 2012) [송종준(2012b)]
- \_\_\_\_\_, “지배권 프리미엄의 공유 문제와 의무공개매수제도”, 경제법연구 제11권 제2호 (한국경제법학회, 2012) [송종준(2012c)]
- \_\_\_\_\_, “일본 금융상품거래법상 강제공개매수제도의 제유형과 그 법적 시사점”, 상사판례연구 제26권 제2권 (한국상사판례학회, 2013) [송종준(2013)]
- 송창현, “적대적 인수와 방어수단”, 서울대 금융법무과정 「M&A의 이론과 실무」 (서울대학교 금융법센터, 2017) (미간행) [송창현(2017)]
- 신동찬·유호범·문병순, “상장폐지목적의 공개매수와 소수주주보호”. BFL 제55호 (서울대학교 금융법센터, 2012) [신동찬/유호범/문병순(2012)]
- 안상현·유석호, “공개매수규제의 적용범위”, BFL 제55호 (서울대학교 금융법센터, 2012)

- 터, 2012) [안상현/유석호(2012)]
- 유영일, “국내공개매수의 실태와 법제개선방안에 관한 연구”, 사회과학논집 제 8권 제2호 (울산대학교, 1998) [유영일(1998)]
- \_\_\_\_\_, “적대적 공개매수에 대한 일본 방어법제의 최근 동향 : 2007년 불독소스 결정을 중심으로”, 상사판례연구 제21권 제3호 (한국상사판례학회, 2008) [유영일(2008)]
- 유진희, “독일법상 기업인수의 규제”, 서강법학 제6권 (서강대학교 법학연구소, 2004) [유진희(2004)]
- \_\_\_\_\_, “유럽연합의 기업인수 규제-공개매수처침을 중심으로-”, 기업법연구 제19권 제3호 (한국기업법학회, 2005) [유진희(2005)]
- 윤광균, “상장회사의 공개매수와 방어전략에 관한 고찰”, 인권과 정의 제393호 (대한변호사협회, 2009) [윤광균(2009)]
- 이상훈, “‘합병비율 불공정’과 구제수단-비판과 대안: ‘불공정’의 재정의(再定義)와 신주의 추가발행”, 증권법연구 제18권 제3호 (한국증권법학회, 2017) [이상훈(2017)]
- 이승태, “우리나라 대규모기업집단의 기업지배권 특성에 관한 연구”, 기업경영연구 제17권 제2호 (한국기업경영학회, 2010) [이승태(2010)]
- 이준섭, “공개매수법에 관한 고찰-개정 M&A의 성찰”, 상사법연구 제18권 제2호 (한국상사법학회, 1999) [이준섭(1999)]
- 이중기, “‘지배권 프리미엄’의 표현으로서 ‘다수지배원칙’과 통제장치로서의 ‘지배주주의 충실의무’”, 상사법연구 제32권 제1호 (한국상사법학회, 2013) [이중기(2013)]
- 임재연, “지배주식의 양도와 관련한 법적 쟁점-미국의 회사법과 증권법을 중심으로-”, 성균관법학 제19권 제2호 (성균관대학교 비교법연구소, 2007) [임재연(2007)]
- 정동윤·송종준·이문성, 적대적 M&A와 법적 대응 (전국경제인연합회, 1996) [정동윤/송종준/이문성(1996)]
- 정순섭, “적대적 M&A와 기업방어전략 - 포이즌필의 현행법상 가능성과 타당성을 중심으로”, 연태훈(편), 기업경영권에 대한 연구-실증분석과 제

- 도정비방안을 중심으로, 연구보고서 2005-07 (한국개발연구원, 2005) [정순섭(2005)]
- 정준혁, “M&A법제의 개선방안-지배주식거래를 중심으로”, 한국증권법학회 정기학술대회 발표문 (한국증권법학회, 2017) [정준혁(2017b)]
- \_\_\_\_\_, “의무공개매수제도의 법기능과 도입 가능성”, 한국금융법학회 2018년 동계학술대회: M&A와 자본시장법의 현안 (한국금융법학회, 2018) [정준혁(2018)]
- 정채영, “공개매수제도에 관한 고찰 : 적대적 M&A에 대한 방어를 중심으로”, 상사법연구 제24권 제3호 (한국상사법학회, 2005) [정채영(2005)]
- 천경훈, “한국 M&A의 특성과 그 법적 시사점에 관한 試論”, 선진상사법률연구 통권 제56호 (법무부, 2011) [천경훈(2011)]
- \_\_\_\_\_, “회사에서의 이익충돌”, 저스티스 통권 제159호 (한국법학원, 2017) [천경훈(2017)]
- 최문희, “신주예약권의 제3자 배정에 의한 경영권 방어의 적법성-일본방송 사건에 비추어 본 일본 판례의 분석을 중심으로-”, BFL 제12호 (서울대학교 금융법센터, 2005) [최문희(2005)]
- 한상국, “유가증권의 공개매수제도 개선방안”, 상장협 제32호 (한국상장회사협의회, 1995) [한상국(1995)]
- 홍복기, “外國에서의 M&A 의防禦에 관한 立法例”, 상사법연구 제14권 제1호 (한국상사법학회, 1995) [홍복기(1995)]
- \_\_\_\_\_, “공개매수에 관한 현행 증권거래법령에 있어서 몇 가지 문제점”, 비교사법 제8권 제2호 (한국비교사법학회, 2001) [홍복기(2001)]

### 3. 기타

- 김우찬·강정민, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립”, 경제개혁리포트 2010-4호 (경제개혁연구소, 2010) [김우찬/강정민(2010)]
- 금융감독원, “기업공시 실무안내” (2018)



금융위원회, “스튜어드십 코드 관련 법령해석집”(2017)

송은해, “자진상장폐지 목적의 주식공개매수 현황”, CGS Report 제8권 제1호  
(기업지배구조연구원, 2018) [송은해(2018)]

이은정, “의무공개매수제안제도 도입에 따른 소수주주들의 부 증대효과(사례분석)”, 경제개혁연구소(2017) [이은정(2017)]

이현오, “EU의 의무공개매수제안제도: 도입 양태와 도입시 고려사항”, 이슈&분석 (경제개혁연구소, 2016) [이현오(2016)]

임자영, “기업인수 과정의 경영권 프리미엄 지급 동향”, ESG동향 제8권 5호, 기업지배구조연구원(2018) [임자영(2018)]

재정경제위원회, 증권거래법중개정법률안 심사보고서 (1996. 12.)

재정경제위원회, 증권거래법중개정법률안 심사보고서 (1998. 2.)

## II. 외국문헌

### 1. 미국·유럽

#### 가. 단행본

Bainbridge, Stephen M., *Mergers and Acquisitions*, Foundation Press  
(2003) [Bainbridge(2003)]

Charlesworth, John / Morse, Geoffrey / Marshall, Enid A. / Crabb, Letitia / Morris, Richard Colin, *Charlesworth & Morse Company Law (15th ed.)*, Sweet & Maxwell (1995)  
[Charlesworth/Morse/Marshall/Crabb/Morris(1995)]

Choper, Jesse H. / Coffee, JC. / Gilson, Ronald J., *Cases and Materials on Corporations (6th ed.)*, Aspen Publishers (2004)  
[Choper/Coffee/Gilson(2004)]

Clark, Robert Chales, *Corporate Law*, Aspen Law & Business (1986)

**[Clark(1986)]**

Cox, James D. and Hazen, Thomas Lee, *Business Organizations Law (4th ed.)*, West Academic Publishing (2016) **[Cox/Hazen(2016)]**

Davies, Paul L. (ed.), *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell (2008) **[Gower/Davies(2008)]**

Easterbrook, Frank H. and Fischel, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press (1991)

**[Easterbrook/Fischel(1991)]**

Farrar, J. H. and Hannigan, B. M., *Farrar's Company Law (4th ed.)*, Butterworths London (1998) **[Farrar/Hannigan(1998)]**

Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation (6th ed.)*, Thomson Reuters (2009) **[Hazen(2009)]**

Kershaw, David, *Principles of Takeover Regulation*, Oxford (2016) **[Kershaw(2016)]**

Lindsay, Simon, *A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers 2018/2019*, Thomson Reuters (2018)

**[Lindsay(2018)]**

Lipton, Martin and Steinberger, Erica H., *Takeovers and Freezeouts*, Law Journal Press (1989) **[Lipton/Steinberger(1989)]**

Loss, Louis and Seligman, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation*, ASPEN (2004) **[Loss/Seligman(2004)]**

Reich, Robert B., *The Next American Frontier*, Times Books (1983) **[Reich(1983)]**

Smith, Craig B., *The Takeover Law of Delaware*, The Bureau of National Affairs, Inc. (2011) **[Smith(2011)]**

Stedman, Graham, *Takeovers*, Longman (1993) **[Stedman(1993)]**

Stephen Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK Law and Practice*, Oxford University Press (2004) **[Stephen(2004)]**

Stohlmeier, Thomas, *German Public Takeover Law (3rd ed.)*, Wolters

나. 논문

- Andre, Thomas J., "A Preliminary Inquiry into the Utility of Vote Buying in the Market for Corporate Control", 63 S. Cal. L. Rev. 533 (1990) [Andre(1990)]
- Andrews, W. D., "The Stockholders Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", 78 Harv. L. Rev. 506 (1965) [Andrews(1965)]
- Bayne, D. C., "A Philosophy of Corporate Control", 112 U. Pa. L. Rev. (1963) [Bayne(1963)]
- Bebchuk, Lucian A., "The case for Facilitating Competing Tender Offers", 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982) [Bebchuk(1982)]
- \_\_\_\_\_, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment Corporate Takeovers", 98 Harv. L. Rev. 1695 (1985) [Bebchuk(1985)]
- \_\_\_\_\_, "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", 109 Quarterly Journal of Economics 957 (1994) [Bebchuk(1994)]
- Bebchuk, Lucian A. and Ferrell, Allen, "Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers", 99 Colum. L. Rev. 1168 (1999) [Bebchuk/Ferrell(1999)]
- Berle, Adolph, "Control in Corporate Law", 58 Colum. L. Rev. (1958) [Berle(1958)]
- Bradford, C. Steven, "Stampeding Shareholders and Other Myths: Target Shareholders and Hostile Tender Offers", 15 J. Corp. L. 417 (1990) [Bradford(1990)]
- Brudney, Victor and Chirelstein, Marvin A., "Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers", 88 Harv. L. Rev. 297 (1974)

**[Brudney(1974)]**

- Cain, Matthew / Fisch, Jill / Solomon, Steven Davidoff / Thomas, Randall, "The Shifting Tides of Merger Litigation", Penn Law: Legal Scholarship Repository (2017) **[Cain/Fisch/Solomon/Thomas(2017)]**
- Carney, William J., "Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties", AM. B. Found. Research J. (1988) **[Carney(1988)]**
- Coffee, JC., "Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance", 84 Colum. L. Rev. 1145 (1984) **[Coffee(1984)]**
- Davies, Paul L. / Schuster, Edmund-Philipp / Emilie Van de Walle de Ghelcke, "The Takeover Directive as a Protectionist Tool?", ECGI - Law Working Paper No. 141/2010 (February 17, 2010) **[Davies/Schuster/Emilie(2010)]**
- Easterbrook, Frank H. and Fischel, Daniel R., "Corporate Control Transactions", 91 Yale L. J. 698 (1982) **[Easterbrook/Fischel(1982)]**
- Enriques. L. and Gatti, M., "Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry," 15 Journal of Corporate Law Studies 55 (2015) **[Enriques/Gatti(2015)]**
- European Company Law Experts(Böckli, Peter / Davies, Paul / Ferran, Eilis / Ferrarini, Guido / Garcia, José Garrido / Hopt, Klaus / Pietrancosta, Alain / Pistor, Katharina / Skog, Rolf / Soltysinski, Stanislaw / Winter, Jaap / Wymeersch, Eddy), "Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive", The University of Cambridge Faculty of Law (2014) **[European Company Law Experts(2014)]**
- Faccio, Mara and Lang, Larry H. P., "The Ultimate Ownership of Western European Corporation", 65 Journal of Financial Economics 365, 379 (2002) **[Faccio/Lang(2002)]**

- Fan, J. and Wong, T. J., "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics* (2002) **[Fan/Wong(2002)]**
- Fischel, Daniel R., "The Appraisal Remedy in Corporate Law", 1983 AM. B. Found. Research J. 875 (1988) **[Fischel(1988)]**
- Gilson, Ronald J., "A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers", 33 *Stan. L. Rev.* (1981) **[Gilson(1981)]**
- Goshen, Zohar and Hamdani, Assaf, "Corporate Control and Idiosyncratic Vision", 125 *Yale L. J.* 560 (2016) **[Goshen/Hamdani(2016)]**
- Goshen, Zohar and Hamdani, Assaf, "Majority Control and Minority Protection", Gordon, Jeffrey N. and Ringe Wolf-Georg (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford University Press (2018) **[Goshen/Hamdani(2018)]**
- Gordon, Jeffrey N. and Kornhauser, Lexis A., "Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models", 96 *Yale L. J.* (1986) **[Gordon/Kornhauser(1986)]**
- Hill, A., "The Sale of Controlling Shares", 70 *Harv. L. Rev.* (1957) **[Hill(1957)]**
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3(4) (1976) **[Jensen/Meckling(1976)]**
- Kahan, Marcel and Catan, Emiliano, "The Law and Finance of Anti-Takeover Statutes", New York University School of Law (2016) **[Kahan/Catan(2016)]**
- Leech, N., "Transactions in Corporate Control", 104 *U. Pa. L. Rev.* 725 (1956) **[Leech(1956)]**
- Lipton, Martin, "Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism", 136 *U. Pa. L. Rev.* 20-21 (1987) **[Lipton(1987)]**

- Lowenstein, Louis, "Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation", 83 Colum. L. Rev. 249 (1983) **[Lowenstein(1983)]**
- Magnuson, William, "Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach", Pace University School of Law (2009) **[Magnuson(2009)]**
- Matheson, John H. and Olson, Brent A., "Shareholder rights and Legislative Wrongs: Toward Balanced Takeover Legislation", Geo. Wash. L. Rev. (1991) **[Matheson/Olson(1991)]**
- Möslein, Florian, "Rethinking European takeover law after Brexit: a German perspective", Mataczyński, Maciej (ed.), *The Takeover of Public Companies as a Mode of Exercising EU Treaty Freedoms*, PL Academic Research (2017) **[Möslein(2017)]**
- Rosenblum, Steven A., "Proxy Reform, Takeovers, and Corporate Control: The Need for a New Orientation", 17 J. Corp. L. (1991) **[Rosenblum(1991)]**
- Zingales, Luigi, "What determines the value of corporate votes?", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 110 No. 4 (1995) **[Zingales(1995)]**

#### 다. 기타

- Clerc, Christophe / Demarigny, Fabrice / Valiante, Diego / Mirzha de Manuel Aramendia, "A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation", Marccus Partners and Centre for European Policy Studies (2012) **[Clerc/Demarigny/Valiante/Aramendia(2012)]**
- EU Commission, Proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law Concerning Takeover Bids. COM (88) 823 final (16 February 1989)
- Ferrarini, Guido, "One Share—One Vote: A European Rule?", ECGI Working

- Paper Series in Law (2006)
- Freshfields Bruckhaus Deringer, “Update on the UK Implementation of the Takeover Directive” (2005)
- Herbert Smith Freehills, “Regulations of public mergers and acquisitions in Asia”, (April 2010)
- Hill, Jennifer G., “Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance”, Sydney Law School Research Paper No. 10/120; Vanderbilt Law School Research Paper No. 10-43; Vanderbilt Law & Economics Research Paper No. 10-33; ECGI–Law Working Paper No. 168/2010 (2010) [**Hill(2010)**]
- House Interstates and Foreign Commerce Committee, House Report, No. 1711, 90th Cong. 2d Sess. (July 12, 1968). Reprinted in 1968 U.S. Code Cong. & Admin. News Vol. 2
- Marccus Partners / The Centre for European Policy Studies (CEPS), “The Takeover Bids Directive Assessment Report”, European Commission (2013) [**Marccus/CEPS(2013)**]
- Nenova, Tatiana “Takeover Laws and Financial Development”, World Bank Policy Research Working Paper (2006) [**Nenova(2006)**]
- OECD, OECD Corporate Governance Factbook (2017)
- Smith, Craig B., “The Takeover Law of Delaware”, The Bureau of National Affairs, Inc. (2011) [**Smith(2011)**]
- The Takeover Panel, “Rule Changes” (1998/10)
- The Takeover Panel, “2017/2018 Annual Report And Accounts” (July 2018)
- U. S. SEC, Advisory Committee on Tender Offers, Report of Recommendations (1983)
- U. S. SEC, Commission Guidance on Mini–Tender Offers and Limited Partnership Tender Offer, Release No. 34–43069 (July 24, 2000)
- U. S. SEC, Amendments to The Tender Offer Best–Price Rule, Release No. 34–54684 (November 1, 2006)



Winter, Jaap W./ Schans Christensen, Jan/ Garrido Garcia, José Maria, Hopt, Klaus J./ Rickford, Jonathan/ Rossi, Guido and Simon, Joelle, “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union” (January 10, 2002)

## 2. 일본

### 가. 단행본

森・濱田松本法律事務所, M&A法大系, 有斐閣 (2015) [森・濱田松本法律事務所 (2015)]

森・濱田松本法律事務所, 金融商品取引法—公開買付制度と大量保有報告制度 編, 商事法務 (2017) [森・濱田松本法律事務所(2017)]

西村あさひ法律事務所(編), M&A法大全(下) (全訂版), 商事法務 (2019) [西村あさひ法律事務所(2019)]

松尾直彦, 金融商品取引法 (第5版), 商事法務 (2018) [松尾直彦(2018)]

松尾拓也/若林義人/西村美智子/中島礼子, スク イーズ・アウトの法務と税務 (第2版), 中央経済社 (2018) [松尾拓也/若林義人/西村美智子/中島礼子(2018)]

岩原紳作, 金融商品取引法セミナー, 有斐閣 (2010) [岩原紳作(2010)]

岩原紳作ほか(編), 会社・金融・法(下), 商事法務 (2013) [岩原紳作ほか(2013)]

鈴木竹雄=竹内昭夫, 会社法, 有斐閣 (1994) [鈴木竹雄/竹内昭夫(1994)]

田中亘, 企業買収と防衛策, 商事法務 (2012) [田中亘(2012)]

田中亘/森・濱田松本法律事務所(編), 日本の公開買付け—制度と実証—, 有斐閣 (2016) [田中亘/森・濱田松本法律事務所(2016)]

長島/大野/常松法律事務所(編), 公開買付けの理論と実務 (第3版), 商事法務 (2018) [長島/大野/常松法律事務所(2018)]

笹山幸嗣/村岡香奈子, M&Aファイナンス, 金融財政事情研究会 (2008) [笹山幸

嗣/村岡香奈子(2008)]

池田ほか, 金融商品取引法セミナー公開買付け・大量保有報告 編, 有斐閣 (2010)

[池田ほか(2010)]

川村正幸, 金融商品取引法, 中央経済社 (2008) [川村正幸(2008)]

清原健, 公開買付けの實務, 中央経済社 (2007) [清原健(2007)]

村田英幸, M&Aの法務-主要法制の完全整理 (第2版), 中央経済社 (2009) [村田英幸(2009)]

土岐敦司/辺見紀男, 企業再編の理論と實務, 商事法務 (2014) [土岐敦司/辺見紀男(2014)]

Nagashima Ohno and Tsunematsu, 公開買付の理論と實務 (第3版), 商事法務 (2016) [Ohno/Tsunematsu(2016)]

## 나. 논문

藤田友敬, “支配株式の取得と強制公開買付け・強制公開買付け制度の機能”, 岩原紳作ほか(編), 会社・金融・法(下), 商事法務 (2013) [藤田友敬(2013)]

田中亘, “ブルドックスソース事件の法的検討(上)과(下),” 商事法務 第1809 (2007. 9. 5.) [田中亘(2007a)]

\_\_\_\_\_, “ブルドックスソース事件の法的検討(上)(下),” 商事法務 第1810 (2007. 9. 15) [田中亘(2007b)]

飯田秀総, “公開買付け規制における対象会社株主の保護”, 法学協会雑誌 第123巻 第5号 (2006) [飯田秀総(2006)]

\_\_\_\_\_, “公開買付け規制の改革-欧州型の義務的公開買付け制度の退出権の考え方を導入すべきか”, 商事法務 第1933号 (2011) [飯田秀総(2011)]

\_\_\_\_\_, “公開買付けに関する行為規制”, 田中亘/森・濱田松本法律事務所, 日本の公開買付け-制度と実証-, 有斐閣 (2016) [飯田秀総(2016)]

\_\_\_\_\_, “公開買付け規制・大量保有報告規制の課題”, Jurist (2017) [飯田秀総(2017)]

井上光太郎, “TOB(公開買付け)と少数株主利益”, 商事法務 第1874号 (2009)

**[井上光太郎(2009)]**

玉井裕子/大沼/ミヒャエル/ブリアン/アドリアン/ビンゲル, “ドイツにおける上場会社のM&A-公開買付制度と実務上の諸問題”, 商事法務 第2131号 (2017) **[玉井裕子 外(2017)]**

Kanda, Hideki, “Takeover Defenses and the Role of Law in Japan”, UT Soft Law Review No.2, 2010, University of Tokyo (2010) **[Kanda(2010)]**

Fujita, Tomotaka, “The Takeover Regulation in Japan: Peculiar Developments in the Mandatory Offer Rule”, UT Soft Law Review No. 3, 2011, University of Tokyo (2011) **[Fujita(2011)]**

#### 다. 기타

江頭憲治郎, 「会社法制の現代化に関する要綱案の解説 (IV)」, 別冊商事法務 第288号 (2005)

経済産業省/法務省, 「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買受防禦策に関する指針」, 別冊 商事法務 第287号 (2005)

金融庁総務企画局, 「株券等の公開買付けに関するQ&A」 (2009), (最終追加 2012)

企業価値研究会, 「企業価値報告書-公正な企業社会のルール形成に向けた提案」, 経済産業省 (2005)

企業価値研究会, 「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」, 経済産業省 (2008)

坂本三郎 外 6, 「平成26年改正会社法の解説 (VIII)」, 商事法務 2048号 (2014) **[坂本三郎 外(2014)]**

英国M&A制度研究会, 「英国 M&A 制度研究会報告書」, 日本証券経済研究所 (2009) **[英国M&A制度研究会(2009)]**

ヨーロッパM&A制度研究会, 「ヨーロッパM&A制度研究会報告書」, 日本証券  
経済研究所 (2010) [ヨーロッパM&A制度研究会(2010)]

## ABSTRACT

### A Study on the Public Tender Offer Rules for the Adequate Regulation of the Control Transactions involving Listed Companies

Lee, Kyoung Mi  
Legal Department  
The Graduate School  
Ewha Womans University

In the Republic of Korea (“Korea”), legal regulation of a change of the corporate control is centered on the regulation of fundamental or structural changes under the Commercial Code, such as mergers, comprehensive stock exchanges, corporate divisions, corporate divisions combined with subsequent mergers and business transfers. In practice, however, changes of the corporate control are predominantly effected pursuant to private share purchase transactions, where the controlling block of shares are transferred to the purchaser from the controlling shareholder(s) of the target company.

In the event that the corporate control is transferred by a merger, a comprehensive stock exchange or any other fundamental change regulated under the Commercial Code, the minority shareholders are granted the right to participate in the collective decision-making by a special shareholders’ resolution. Further, the shareholders who oppose to such change of the corporate control are granted the appraisal right, namely the right to withdraw their shares from the company at the fair price which is ultimately determined by the court. Thus, in the case of the foregoing fundamental changes, it can be said that a significant level of protection is

provided to the minority shareholders under the current corporate law regime.

On the other hand, the Commercial Code and the listing regulations of the Korea Exchange guarantee 'freedom of share transfer' with respect to the transfer of the controlling shares through private transactions. Although the Act concerning the Capital Markets and the Financial Investment Services (the "Capital Market Act") provides for the so-called "5% public tender offer rules" with respect to the acquisition of 5% or more of the stocks and certain other securities which are convertible to or exchangeable with the stocks of a listed company (the "listed stocks, etc."), the effectiveness of such rules in regulating the transfer of the corporate control through the share purchase is very limited. Under the Capital Market Act, if a person intends to acquire listed stocks, etc. of a company from 10 or more holders within 6 months and if as a result of the acquisition, such person would hold 5% or more of the listed stocks, etc. of the same company, such person is obligated to purchase such listed stocks, etc. by a public tender offer which is regulated by the Capital Market Act. Such a mandatory public tender offer is also applicable if a person who holds 5% or more of the listed stocks, etc. intends to acquire additional listed stocks, etc. The foregoing 5% public tender offer rules, if triggered, would provide the shareholders of a listed company with an equal opportunity to participate in the sale of the substantial volume of listed stocks, etc. and, to some extent, reduce the so-called "pressure to sell" which may be imposed on the shareholders who consider participating in such sale.

The 5% public tender offer rules, however, are not applicable to the purchase of the controlling shares which are made outside of the exchange

pursuant to private transactions entered into with less than 10 persons. As most of Korean companies have one or very small number of the controlling shareholders, the controlling block of shares can be relatively easily acquired from them through off-exchange private transactions without using the public tender offer. In fact, since the 5% public tender offer rules were introduced for the first time in 1976, the public tender offer in Korea has rarely been made for the purpose of acquiring the controlling shares of listed companies.

As a result, the controlling shareholders have monopolized the control premium paid in such private transactions. The minority shareholders have not been given the opportunity to express their pros and cons of the control transactions nor have they been granted the right to share the control premium paid by the new controlling shareholder(s). In particular, it is shown in Korea that the level of the control premium paid in such private control transactions has been considerably higher than that of the countries having developed capital markets. The afore-mentioned situation shows the need to design an improved regulation of private control transactions in Korea for the protection of the minority shareholders.

For this purpose, this thesis performs a comparative study on the public tender offer rules launched by the United States, the EU member states (focusing on U.K. and Germany) and Japan. EU member states provide for the “mandatory bid rules”, by which all shareholders in principle are granted an equal opportunity to sell all of their shares at the best price determined under such rules at the time when the corporate control is transferred. As such, the minority shareholders are granted fair distribution of the control premium together with the exit right. In the United States, the Securities Exchange Act of 1934 provides for the



public tender offer rules which are similar to those of Korea. In the United States, however, a fiduciary duty is imposed on the controlling shareholder(s) and the control transactions are substantially regulated for the protection of the minority shareholders pursuant to the corporate laws (including the anti-takeover statutes) and the court precedents of the states. As such, it appears that there is no substantial difference between the U.S. and the EU regimes in the level of the protection of the minority shareholders. Like Korea, Japan originally designed their public tender offer rules merely based on the relevant provisions of the U.S. Securities Exchange Act of 1934 (namely, the Williams Act), but has recently improved the protection of minority shareholders by referring to the mandatory bid rules of the EU member states and introducing, to a limited extent, compromised mandatory bid rules which are applicable to the control transaction.

Based on the study and the analysis of such foreign regulatory systems in comparison with the situation of the Korean regulatory regime and control markets, this thesis concludes that for the protection of the minority shareholders, it would be desirable and effective to newly introduce public tender offer rules which are, in principle, mandatorily applicable to the control transactions (namely, acquisition and transfer of the control through the transfer of the controlling shares).

More specifically, while the current 5% public tender offer rule is to be maintained, if the purchaser is supposed to obtain 'de facto control' by acquiring 30% or more of the listed stocks, etc., the purchaser must purchase the listed stocks, etc. by a public tender offer; provided, however, that such public tender offer may be made with respect to a part of the remaining listed stocks, etc.; provided, further, that the

success of the public tender offer will be conditioned upon obtaining the consent to the public tender offer from the majority of all shareholders (other than the purchaser and its interested persons). By imposing the latter condition, the minority shareholders will be granted an opportunity to express pro and cons of the control transaction and the 'pressure to sell' which may be imposed on the minority shareholders will be removed or significantly reduced. Further, if the level of the shareholding by the acquirer would reach 90% or more, the acquirer must purchase the remaining listed stocks, etc. in their entirety in order to reduce or remove the disadvantages which may be suffered by the minority shareholders from de-listing or illiquidity of the stocks of the target company.

This thesis observes that by adopting such partial mandatory tender offer rules, the protection of the minority shareholders at the occasion of a control transaction will be substantially improved without unduly prejudicing the interests of the controlling shareholder(s) and without causing impediments to the control transactions which are desirable for the target company as well as the society. The minority shareholders will be entitled to share the control premium and to oppose to a control transaction which is not desirable for the target company. Further, such mandatory public tender offer rules would provide the management of the target company with a reasonably effective means to defend against improper hostile takeover. In sum, such mandatory public tender offer rules will strengthen the protection of the minority shareholders by enhancing fairness and transparency of the control transactions, which will also be helpful for the social and economic benefits.

Key Words: corporate control, control premium, controlling shareholder, share transfer, control transaction, public tender offer, mandatory public tender offer