成均館大學校 比較法硏究所
成均館法學 第17卷 第3號 2005年 12月
SungKyunKwan Law Review
The Institute for Comparative Legal Studies
Vol. 17 No. 3 December. 2005

공개매수의 정의와 범위에 관한 고찰

서 완 석*

Ⅰ. 서론
Ⅱ. 공개매수에 대한 법적 규제의 목적
Ⅲ. 공개매수의 정의
Ⅳ. 공개매수의 범위확장에 대한 논의
Ⅴ. 결론

Ⅰ. 서론

최근 미국을 비롯한 선진제국의 증권 규제에 있어 눈에 띄는 발전 들 중 하나는 일방 회사의 타방 회사에 대한 지배권 취득 또는 강화의 수단으로 공개매수제도가 자주 이용되고 있다는 점이다. 우리나라도 1976년 증권거래법 개정시 경영권안정화 조치의 일환으로 유가증권공개매수제도를 도입하였으나 1993년까지 공개매수신고서가 제출된 사례는 전무하였다. 그 이유는 우리나라에서 적대적 기업매수에 대한 반윤리적 풍토가 강하고, 주식분산도가 낮은 사기업이 많으며, 대기업이라 하더라도 지배주주들이 지배권 방어에 필요한 지분을 충분히 확보하고 있었던 점 등을 들 수 있다.[1)]

그러나 1994년 미국법인인 나이키사가 자신이 대주주인 삼나스포츠를 대상으로 상장폐지 목적의 우호적 공개매수를 행한 후, 공개매수건 수는 꾸준히 증가하고 있다. 최근 금융감독원의 발표에 따르면 2002년 1월부터 2005년 6월까지 32건의 공개매수

* 한국항공대학교 항공우주법학과 강사, 법학박사.

1) 서정항, "미국의 공개매수에 관한 연구", 법학연구 제2권 (경상대학교 법학연구소, 1990) 66-67쪽.

가 이루어졌으며 매수 목적은 상장폐지 18건, 경영권 안정 10건, 적대적 기업매수가 4건이었다.[2] 2002년에 이루어진 공개매수 건수가 단 한 건이었던 데 비하면 매년 크나큰 상승폭을 보이고 있는 것이다. 이제 우리나라 기업풍토도 기업매수를 더 이상 반윤리적으로만 보지 않고 경영정책의 한 기법으로 보는 분위기가 강해지고 있으며, 주식의 분산도가 높아질수록 기업매수는 활발하게 이루어질 것이고, 지배주주들도 전보다 훨씬 적은 지분으로 기업의 경영권을 가질 수 있다는 점은 역설적으로 쉽게 경영권침탈위협에 직면할 수 있음을 말해준다고 할 수 있을 것이다. 특히 외국인에 의한 공개매수 건수가 2002년에 단 한 건도 없다가 2003년에 2건, 2004년에는 4건으로 증가하고 있는 점이 눈에 띄는데[3] 경제의 개방화·국제화의 진전에 따라 인력난, 관세 및 기술 장벽들을 회피하고 원자재 및 시장 확보를 위한 수단으로 M&A가 국내외로 증가하고 있는 국제적인 추세에 따라 외국인들의 경영권 탈취 목적의 적대적 공개매수가 더욱 증가할 것으로 보인다.

미국의 경우, 회사인수 방법들 중에서 공개매수의 이용이 증가하면서 투자자보호의 문제가 대두되자 미 의회는 이에 대한 대응책을 마련하기 위해 1934년 법을 수정한 Williams Act를 통과시켰다. 그러나 동태적인 증권시장의 특성상 장래 다양한 형태의 거래가 등장할 것을 예상하여 '공개매수'에 관한 정의규정을 동 법에 두고 있지 않다.[4] 따라서 Williams Act[5] 하에서 이루어지는 대부분의 소송은 '공개매수'의 개념(meaning)을 둘러싸고 일어나고 있다고 해도 과언이 아닌 것 같다.[6] 그런데 주요국들 중에서 우리나라와 일본을 제외하고 공개매수에 관한 정의 규정을 두고 있는 나라는 거의 없는 것으로 보인다.

우리나라 증권거래법은 공개매수를 "불특정다수인에 대하여 주식 등의 매수(다른 유가증권과의 교환을 포함한다)의 청약을 하거나 매도(다른 유가증권과의 교환을 포

---

2) 금융감독원 보도자료, '2005년 상반기 경영권 관련 지분공시현황', 금융감독원 홈페이지/알림마당/보도자료(2005.8.30) 참조.

3) 주(2) 참조.

4) Edward R. Aranow, Hebert A. Einhorn & George Berlstein, "Development in Tender Offer for Corporate Control", Columbia Univ. Press, at 1 (1977).

5) Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454(codified as amended in 15 U. S. C. §§ 78m(d) (e) and 78n (d)-(f) (1982) (이는 1965년 상원의원 Harrisin A. Williams, Jr.가 입법적 미비점을 보완하기 위하여 1934년 법에 다섯 개의 규정을 추가 시켰고 이 중 §14(d) (e)두 개가 공개매수를 규율하는 규정이다).

6) Rusty A. Fleming, "A Case of "When" rather than "What:" Tender Offers under the Williams Act and the all holders and best Price Rules", Southern Illinois Univ. L.J., 263, 263-264 (2003).

함한다)의 청약을 권유하고 유가증권시장 및 코스닥시장 밖에서 당해 주식 등을 매수하는 것"이라고 정의 해놓고 있다.(증권거래법 제21조 제3항). 이는 일본 증권거래법을 본 따 만들어진 것이다. 일본의 증권거래법이 공개매수의 개념을 법정해놓고 있는 이유는 공개매수의 성립범위를 명확히 하여 공개매수를 통한 증권거래의 법적 안정성을 기하려는 데 있다고 할 수 있을 것이고, 우리나라 증권거래법의 입법취지 또한 그러하다 할 것이다.

공개매수에 관한 정의는 증권거래법이 요구하고 있는 복잡한 공시의무의 면제 여부, 그리고 구체적인 경우에 공개매수에 해당하는지의 여부를 결정하는 근거가 된다는 점에서 매우 중요하다. 미국의 1934년 법과 SEC Rule 등이 공개매수에 적용되는 여러 가지 제한을 규정해놓고 있지만 공개매수에 관한 정의 규정을 두지 않고 법원의 판단에 맡겨 놓고 있는 이유도 여기에 있는 것이다. 그런데 최근 미국의 학설과 판례는 전형적인 공개매수의 개념을 확장하려는 시도를 하고 있다. 뿐만 아니라 이러한 논의는 필연적으로 공개매수 성립범위의 확장과 맞물려서 이루어지게 되는데 공개매수를 둘러 싼 구체적인 법 규정들을 만드는 입법자에게 가이드라인을 제공하는 데 가장 중요한 기준이 될 것이다.

Ⅱ. 공개매수에 대한 법적 규제의 목적

공개매수가 국민경제에 이익이 되는 것인가에 관해서 이를 긍정적으로 보는 견해와 부정적으로 보는 견해가 대립하고 있다.

1. 부정론

부정론은 대상기업의 의사를 거스르는 적대적 공개매수는 주주와 경영진간의 불신을 조장하여 대립하게 하며, 투기를 조장하고 기업의 경영계획을 위태롭게 하며, 경영진이 방어적 자세를 취하려다 보니 회사 자금을 유용하게 되고, 오로지 주가인상을 위한 단기조치만을 강요하며, 기업이 생산적인 투자를 회피하고 부채 의존적 거래를 하도록 유도하여 기업의 부담을 증가시키고, 이로 인해 기업의 효율성과 경쟁력이 약화됨으로써 기업발전에 장애가 되며, 종업원의 대량해고를 불러오고, 지역사회 기타 주주 이외의 회사관계자의 이익을 크게 손상시키는 등 국민경제를 위협하게 된다고 주장한다. 따라서 적대적 공개매수의 대상이 된 기업의 경영진은 경영판단의 원칙에

따라 적극적으로 이를 방어하여야 한다는 방어행위 긍정론의 입장에 선다.[7]

2. 긍정론

긍정론은 공개매수가 국민경제 발전에 위협적 요소가 결코 아니며, 오히려 주주에게 시장 가격 이상의 프리미엄을 지급함으로써 주주의 부를 증대시키고, 무능한 경영진을 징계하여 자원이 보다 유능한 경영진에게로 이전함으로써 자원의 효율적 이용을 통한 사회적 부가 증대하는 등, 기업 및 국민경제 발전을 촉진할 것이므로 기업의 내부정보가 즉각적으로 주가에 반영되는 효율적 시장에서 특정 기업의 경영진의 경영실패로 주가가 하락할 경우, 공개매수의 대상이 되는 것은 당연하며, 이 경우에 기업을 매수하려는 자는 효율적 시장을 형성하는 데 대단히 중요한 역할을 한다고 주장한다.[8] 따라서 그들은 달리 대상회사의 경영진이 공개매수를 저지하기 위하여 방어 장치를 가동하는 것은 기업이나 주주들의 이익보다 자신들의 이익을 위한 것이므로 부정되어야 하며[9] 경쟁원리에 따라 경영진들에게 기업발전을 위해 적극적인 노력을 하도록 자극함으로써[10] 그들이 보다 바람직한 장기경영계획을 수립하고, 이것이

7) Martin Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardrom," 35 Bus. Law. 101 (1979); "Takeover Bids in the Target's Boardrom: An updateafter one year," 36 Bus. Law. 1017 (1981); Steven A. Rosenblum, "Proxy Reform, Takeovers, and Corporate Control : The Need for a New Orientation," 17 J.Corp.L. 185, 205-7 (1991); William Proximire, "What's Right and Wrong about Hostile Takeovers?," Wisconsin L.Rev. (1988), 353; 竝木俊守, 「アメリカの企業買收と企業防衛」, 「商法學における論爭と省察」(服部榮三先生 古稀紀念, (商事法務硏究會 1990), 720-2頁.

8) C. Steven Bradford, "Stampeding Shareholders and Other Myths : Target Shareholders and Hostile Tender Offers," J.Corp.L. 417, 428 (1990); Lyman Johnson & David Millon, " Misleading the Williams Act," 87 Mich.L.Rev. 1862, 1892 (1989).

9) EU 제13 지침안(EU 13th Directive)은 엄격한 "중립성 원칙(neutrality rule)"을 통해 공개매수 기간 동안 열리는 주주총회에서 승인을 받지 않는 한, 대상회사의 경영진이 신규 자본조달, 중요재산의 처분, 그리고 중요 재산의 인수 등 공개매수에 대한 거의 모든 방어조치를 취하는 것을 금함으로써 그 가능성을 광범위하게 제한하고 있다〔Proposed Thirteenth Directive, Article 8 (1) (a)〕. 이러한 승인과정은 주주들에 대한 통지와 준비 과정이 너무 길기 때문에 대부분 이용할 수 없다. 이 점이 어느 한 주에서도 대상회사 경영진에게 엄격한 중립성원칙을 부과하고 있지 않고, 많은 주 법원들도 이러한 방어조치들에 대해 관대한 미국과 매우 다른 점에서 많은 비판을 받고 있고 2001년 7월 4일에 열린 EU의회에서 가장 논란거리가 되었다가 가부동수로 기각된 바 있다〔Christian Kirchner & Richard W. Painter, "Takeover Defenses under Delaware Law, The Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations For Reform," 50 Am. J. Comp. L. 451, 456-57, 460 (2002)〕.

10) 龍田 節, 「證券取引法」, 悠々社, 231頁 (1994).

주가상승으로 연결되어 보다 효율적 경영을 할 수 있는 데 도움이 되며, 궁극적으로는 사회적 배분의 최적화에 기여할 것이라고 말한다.[11]

3. 사견

공개매수는 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 모두 가지고 있다고 본다. 따라서 공개매수를 규제할 때 공개매수를 하려는 자와 이를 방어하려는 자 간에 균형 있는 법원리가 요구된다고 할 수 있는 것일지도 모른다. 여하튼 주주의 대리인인 경영진이 주주이익의 극대화를 위하여 활동하여야 할 책무를 지고 있음에도 불구하고 부실한 경영으로 기업이익 창출에 실패한 책임을 지려하기 보다는 어떻게 해서든 현 위치를 항구적으로 보호받으려는 대주주들과 무능한 경영진들을 효과적으로 축출할 수 있는 가장 효율적인 방법은 공개매수라고 생각한다.

왜냐하면 기업매수 방법으로는 공개매수 이외에도 합병, 영업양도, 주식취득 그리고 위임장권유 방식 등이 이용되고 있으나 합병이나 영업양도의 경우에는 대상회사의 경영진이나 노조의 협조가 없으면 곤란하고, 주식취득을 통한 기업매수는 주식의 대량보유 공시제도(증권거래법 제200조의 2의 5% 룰) 때문에 대상회사에 쉽게 노출되어 실패할 가능성이 높으며, 주가상승으로 매수 비용의 부담이 크고, 위임장 권유 방식은 공시제도의 절차의 번거로움과 시간과 비용의 문제, 그리고 그것이 가진 유한성 때문에 안정적인 경영권을 확보하기 어려운 점 등이 있지만 공개매수는 위임장권유 방식보다 필요경비가 적게 들며, 증권시장을 통하지 않고 주주로부터 직접 주식을 취득할 수 있고, 짧은 시간 내에 신속한 거래를 통하여 지배권을 취득할 수 있으며, 설령 공개매수에 실패 하더라도 큰 손해를 보지 않고 대량의 주식처분이 용이하다는 이점이 있고, 증권시장을 통하지 않고 주주로부터 직접 주식을 취득 할 수 있으므로[12] 기업의 지배권 이전의 가장 대표적인 수단으로 인식되고 있고 실제 미국에서 이루어지는 M&A 방법 중 대부분이 공개매수 방법으로 이루어지고 있기 때문이다.

---

11) Manne, "Mergers and the Market for Corporate Control," 73 J.POLECON. 110, 112-4 (1965); Frank H. Easterbrook & Dnniel R. Fischel, "The Proper Role of a Target's Management in Responding in a Tender Offer," 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981): "Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholder's welfare," 36 Bus. Law. 1733 (1981); Gregory Anderson & Steven Augspurger, Defensive Tactics to Hostile Tender Offers: "An Examination of Their Legitimacy and Effectiveness," 11 J. Corp. L. 651, 655-657 (1986).

12) Louis Loss, 「Fundamentals of Securities Regulation」, Little, Brown & Company, at 568-68 (1983).

뿐만 아니라 기업은 국민경제를 구성하는 기본적 단위임과 동시에 국민재산의 관리자, 국민 다수의 노동의 장, 그리고 더 나아가 국민전체의 생산기관이라고도 말할 수 있을 것이므로 그것은 단지 몇몇 주주의 사적 이익추구의 수단에 더 이상 머무르지 않는다. 따라서 기업의 지배권을 주주들의 자유로운 선택에 맡겨 무능한 대주주 및 경영진을 축출하여 신규사업에의 과감한 진출과 사업규모 확대 등을 원활히 하고 기업의 경영효율성을 높이는 것이 좋을 것이라 생각한다. 물론 공개매수가 오직 비효율적이고 고답적인 경영에 대한 견제기능만을 하는 것은 아니고 기타 이유에 의해서도 행해진다는 점을 간과해서는 안 될 것이다. 무능한 경영진의 축출에만 초점을 맞춘다면 공개매수 자체를 규제할 필요가 없을지도 모르기 때문이다.

그러나 공개매수는 이를 실행하는 자가 회사의 지배권의 취득 또는 강화를 목적으로 대상회사의 주식을 단기간 내에 대량으로 취득하게 되므로 대상회사의 경영진이 미처 방어를 할 수 있는 충분한 여유를 가지기 어렵고, 투자자는 숙고의 시간 없이 매도 여부를 결정해야 하는 압력을 받게 된다. 특히 공개매수자의 신분과 과거의 이력, 공개매수의 가격, 공개매수의 목적과 그 기간, 공개매수에 사용되는 자금이 충분한지의 여부와 그 출처, 경영권 취득 후에 매수자의 대상회사에 대한 향후 계획, 주가상승이 증자나 이익배당의 호재료 때문인지, 아니면 비밀리에 주식매집이 이루어지고 있는지, 응모주권의 보관이나 매수대금 지불 등에 있어 공개매수자를 신뢰할 수 있는지 등은 기존주주에게 아주 중대한 문제가 될 수 있다.

왜냐하면 대상회사의 주주는 공개매수의 공표가 있은 후 일반적으로 상승하는 시장가격에 따라 공개시장에서 증권을 매각할지, 계속 보유할 것인지, 또는 공개매수에 응해야 할지에 대해 심각한 압박을 받게 될 것이기 때문이다. 즉 공개매수에 관한 정보가 없을 경우 대상회사의 주주들은 자기가 주식을 매입했을 때의 가격이나 공개매수가 또는 어제의 가격과 지금의 공개매수가의 비교라는 선택권 밖에 없으므로 할증된 공개매수가격은 강력한 유인이 될 것이기 때문이다.[13] 뿐만 아니라 경영권을 놓고 다투는 경쟁이므로 공정성 확보가 필요하므로[14] 공개매수가 갖는 은밀함(secrecy)과 불시에 허를 찌르는 기습(surprise)의 요인을 제거하여 공정한 기회를 갖게 하는 일이야말로 투자자들의 신뢰를 확보하여 증권시장의 건전한 발전을 도모할 수 있고 아울러 국민경제 발전에도 이바지할 수 있을 것이다.

---

13) Robert W. Hamilton, 「Corporation including Partnership and Limited Partnership」, West Publishing Co., at 785-86 (1986).

14) 이철송, 「회사법 강의」(제10판), (박영사, 2003), 379쪽.

따라서 공개매수를 규제하는 각국은 그들의 법에서 대상회사의 주주들의 이익을 보호하는데 초점을 맞추고 있으며, 이를 위하여 주주평등취급의 원칙, 강제공개매수의무, 공시제도를 통한 공개매수의 공개성과 투명성의 확보, 공개매수의 방법과 절차, 공개매수가 공표된 경우에 발생할 수 있는 대상회사 이사회의 방어수단의 제한, 감독기관의 권한 등을 정하여 규제하고 있다[15].

Ⅲ. 공개매수의 정의

공개매수제도를 처음으로 행한 영국과 가장 활발하게 이루어지고 있는 미국, 그리고 프랑스, 독일 등은 공개매수에 관한 정의규정을 두고 있지 않다. 다만 공개매수가 이루어지는 경우, 관련 이해 당사자가 준수하여야 할 일정한 의무와 실체적 규정을 두고 있을 뿐이다. EU의 공개매수에 관한 제13 지침 (Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on Company Law concerning Takeover Bids) 제2조는 공개매수에 관하여 "현금 또는 기타 유가증권과 교환하여 어느 회사의 유가증권의 일부 또는 전부를 취득하기 위하여 당해 회사의 증권보유자에 대하여 행하는 매수신청"이라고 정의하고 있으나 매우 추상적이고 유연하게 해석될 여지를 두고 있다.

공개매수를 어떻게 정의하느냐에 따라 공개매수를 행하는 자나 주주, 그리고 대상회사 간의 이해관계가 달라진다. 공개매수를 규제는 데 있어 중요한 것은 첫째로, 공개매수를 행하는 자와 이를 방어하는 대상회사를 여하히 평등하게 취급할 것인가의 문제이다. 공개매수의 개념과 범위를 너무 확장하여 엄격히 규제하면 공개매수나 다른 지배권취득을 억제하고, 도리어 공개매수를 피하여 비밀리에 주식취득이 진행되는 부작용이 발생할 수 있으며, 축소하면 주주보호와 건전한 기업의 경영권 방어라는 측면이 소홀 해질 수 있기 때문이다. 둘째, 주주의 이익문제이다. 주주가 공개매수에 응모하는 데 있어 평등의 기회를 부여받는 것이나 자신의 합리적인 투자판단으로 행동할 수 있도록 최적의 환경을 만들어 주는 일이야말로 무엇보다 중요하다 할 수 있다.[16] 이는 미국에서 Williams Act가 제정될 당시 처음에는 기존의 경영권을 보호하고 적대적 기업매수를 저지하고자 하는 데 초점이 맞추어져 있었으나 기업지배권 시장

15) 이러한 원칙은 EU 지침법 하에서도 그대로 찾아볼 수 있는데, 다만 미국의 경우와 다른 점은 대상회사를 떠나는 주주의 보호보다 공개매수가 이루어진 후, 대상회사에 남아 있는 잔존 소수 주주보호에 중심을 둔다는 점이다〔이준섭, 「EU은행·증권법」, (박영사, 1996), 216, 225쪽).

16) 近藤 光男·吉原 和志·黒沼 悦朗, 「證券取引法入門」, (商事法務研究會, 1995), 191頁.

이 시장원리에 의해 발전할 수 있도록 법이 중립을 지켜야 하는 쪽으로 선회한 점에서도 엿볼 수 있다.[17]

결국 공개매수 규제철학은 공개매수를 금지하거나 억제하기 위한 것이 아니라 비밀의 커튼 앞에서 매도 여부를 결정하지 못하고 머뭇거리는 투자자를 위해 커튼을 젖히고 공개매수자의 매수의도 및 자금의 출처, 지배권 장악 후의 계획 등을 보여줌으로써 투자자들이 적절한 판단을 내리는 데 도움을 주도록 하여야 하며 대상회사의 경영진들이 사태를 파악하여 적절히 대응할 여유를 주고 공개매수자도 그에 따른 적절한 전술을 펼칠 수 있는 민주적인 기회가 제공되도록 하여야 하는 것이다.

Ⅳ. 공개매수의 범위확장에 대한 논의

1. 미국에서의 입법 연혁

(1) williams Act의 제정

1960년대 미국에서는 공격적인 기업들이 현금 또는 교환으로 그들 자신의 주식을 발행하거나 양자를 혼합하는 방식으로 다른 공개회사들의 지배적인 주식지분을 취득하는 일이 점증하였다. 그들은 사적 교섭이나 공개시장에서 브로커를 통하여, 혹은 대상회사의 주주들에게 그들의 주식을 정해진 현금 가격이나 공개매수를 청약한 회사의 증권의 일괄 거래로 매도할 것을 공개적으로 청약함으로써 주식을 취득할 수 있었다. 이러한 공개매수는 종종 대상회사 경영진들의 격렬한 저항에 부딪쳤고, 그러한 경쟁은 화려한 공개적 선전 문구를 통한 상대방 비난, 시장교란의 시도, 또는 대상회사 주주들을 혼동시키거나 강하게 압박하는 형태로 이루어졌다.[18]

연방적인 차원에서 현금공개매수를 규제하려는 움직임은 1965년 8월에 뉴저지 출신의 상원의원인 Harrison Williams가 표면적으로는 '자부심을 갖고 있는 오래된 회사(proud old company)'를 무모하게 침탈하려는 '기업방해 행위(industrial sabotage)' 로부터 현 경영진들을 보호해야 한다는 이유로 입법안을 제출하면서 시작되었다. 동 입법안은 그 전까지는 드물게 이루어지던 현금공개매수가 1960년대 초반에 합병인수 매니아들에 의해 열광적으로 이루어지면서 자유방임 상태에 빠져, 급기야 우려할만한

17) Marc I. Steinberg, 「Securities Regulation」 (3rd ed. 2000), at 957-58 참조.

18) David L. Ratner & Thomas Lee Hazen, 「Securities Regulation」(Cases and Materials 4th ed.), West Publishing Co. St. Paul, Minn., at, 747 (1991).

지경에 이르자 투자자보다는 발행인의 이익을 도모할 목적으로 입안 되었다는 특징을 가지고 있었다.[19]

그러나 최초의 Williams 입법안은 1967년에 수정되어 제출되었는데 이 두 번 째 입법안은 공개매수에 직면한 투자자들에게 청약의 기간, 조건 그리고 자금조달 방법뿐만 아니라 청약자의 신분과 그와 관련된 기타 참고자료 등을 함께 완전 공시하도록 함으로써 그들을 보호할 수 있는 장치를 마련하고 있다. 이와 더불어 이 입법안은 어떤 경우에 공개매수는 고답적이고 비효율적인 경영권(entrenched and inefficient management)을 이동시키는 효과적인 장치를 제공함으로써 우리 사회에 최선의 이익을 가져다 줄 것이라는 인식에 바탕을 두고 있었다. 그럼에도 불구하고 동 입법안은 여전히 수많은 공개매수들의 숨은 동기가 회사의 경영능력을 개선하려는 의지를 반영하는 것이 아니라 단지 가장된 기업방해 행위의 유형들이라는 점을 고수하고 있었다.[20]

SEC는 동 입법안을 받아들였고 당시 현금공개매수에 대항하여 싸웠던 몇 몇 경영진들의 지지를 받았다. 반면에 이 입법안에 반대하는 자들도 만만치 않았다. 동 입법안에 대한 반대론자들의 주장은 주로 동 입법안이 현 경영진들이 현금공개매수에 대해 방어전술을 펴는 데 있어 부당하게 유리하도록 만들어져 있으므로 무능한 경영진에게 면죄부를 주는 데 도움이 된다는 것이었다. 더 나아가 동 입법안의 목적이 투자대중의 합법적인 이해를 증진하는 것이 아니라 SEC가 그의 권한을 확대하려고 하는 데 있다고 혹평을 하는 자도 있었다. 뿐만 아니라 공개매수는 본질적으로 공개시장 거래이고 전통적으로 정부의 통제를 받지 않고 개개인의 이해관계에 따라 자유롭게 시장 기능을 발휘하는 힘이 투자자들과 총체적으로는 기업조직의 이익을 증진시킨다고 주장하였다.[21]

이러한 반대에도 불구하고 두 번째 Williams 입법안의 최종안이 1934년 법을 일부 수정하는 형태로 제출되었고 1968년 7월 29일에 입법되었는데 표면적으로는 투자자들에게 완전한 공시를 제공하고, 공개매수자나 대상회사의 경영진 모두에게 호의적이지 않은 법률 구조 내에서 다른 실질적 보호책들을 제공하려는 목적을 가지고 있었다. 다시 말해 Williams Act는 지배권획득을 위한 증권매수과정에서 투자자보호를 위하여 투자결정에 필요한 충분하고 공정한 정보의 공시와 더불어 지배권을 획득하려

19) Id., at 747-48.

20) Id., at 748.

21) Id., at 748-49.

는 자에 대한 과도한 요구나 대상회사 경영진의 방어행위의 부당한 제한을 지양함으로써 공개매수자를 포함한 지배권을 획득하려는 자와 대상회사 경영진 간의 중립성을 확보하려고 하였던 것이다.[22]

또한 동 법은 적절한 공시뿐만 아니라 공개기업의 지배권에 영향을 주거나 지배권에 변동을 가져올 수 있는 증권매수와 관련하여 증권시장의 영속적인 보전을 담보하기 위해서 기업들이 자기 주식을 재매입하는 것을 규제하고 공개매수에 따른 것 이외에 보통주를 10% 이상 획득한 사람에 대해서 상세한 공시를 요구할 수 있는 권한을 SEC에게 부여하였다.

(2) Williams Act와 공개매수의 정의와 범위

1970년에 Williams Act는 주로 SEC의 규칙 제정권(Rule Making Authority)을 확대하고 동 법의 범위를 이전에는 규제 범위 밖에 있던 청약 유형들로 까지 확장하는 쪽으로 수정되었다. Williams Act는 1934년 법에 § 13(d)와 (e) 그리고 § 14(d), (e) 그리고 (f)를 추가하는 형식으로 개정되었는데 경영권 취득(takeover)과 공개매수를 규제하는 조항은 § 13(d), § 14(d), 그리고 § 14(e)이다.

Williams Act는 '공개매수'라는 용어에 대한 정의규정을 두고 있지 않다. 그러나 동 입법안에 대하여 청문회를 열었던 주와 외국 간 통상위원회의 보고서 (House Report of the Committee on Interstate and Foreign Commerce)는 전형적인 공개매수의 청약(offer)이 갖는 특징들에 대하여[23] "공개매수의 청약은 통상적으로 개인 또는 단체가 특정 회사의 주식을 현재의 시장가격이상의 가격으로 매수 하겠다는 매수주문을 함으로써 이루어지는데 청약을 승낙한 자들은 매수 대상이 된 소유 주식을 제공하여야 한다. 청약을 하는 자는 일정한 조건이 충족되면 매도청약이 이루어진 주식들 전부 또는 일부를 매입하여야 할 의무를 진다"고 기술함으로써 전통적인 공개매수의 특징은 어떤 특정한 조건을 가지고, 대상회사의 주주들에게 직접 이루어진 시장가격 이상의 프리미엄으로 주식을 매입하겠다는 공개적 발표, 청약기간의 제한, 대출조건부(financing contingency), 매수회사(bidder)가 인수하고자 하는 총 주식에 대한 양적 제한 등을 가지고 있는 것으로 파악하고 있다.[24]

---

22) Dan Childers, "The Federal Scheme of Tender Offer Regulation," 7 J.Corp. L.3. at 526 (1982).

23) H. R. Rep. No. 1711. 9th Cong., 2d Sess. 4, Reprinted in 1968 U.S. Code Cong & Ad. News 2811.

24) Hanson Trust PLC v. SCM Corporation, 774 F.2d 47, 54-55 (2d Cir. 1985).

⑶ 미국에서의 공개매수의 범위 확장에 관한 논의

전통적인 공개매수에 대한 위와 같은 정의는 미국의 몇몇 법원과 학자들도 사이에서 일반적으로 인정을 받아 왔다. 그러나 이러한 전통적인 공개매수의 개념만으로는 새로이 등장하는 변형된 공개매수의 형태를 반드시 포섭하기 어렵다. 정보를 제공하지 않고, 숙고의 시간도 없이 매도 결정을 내리도록 주주들에게 압력을 행사하는 다른 독특한 주식인수 방법 등도 제정법규의 목적을 위하여 공개매수로 다루어져야 하는 이유가 여기에 있다.

비록 1934년 법에 대한 광범위하고 치료적인 해석이 § 14의 세부조항인 (e)의 반사기규정에 대해서는 문제를 일으키지 않을지라도 세부조항인 (d)(5)-(d)(7)에 관해서는 그렇지 않다. 세부조항인 (d)(5)는 공개매수에 따라 예탁된 주식들은 공개매수의 주주들에게 인도 또는 발행한지 7일 이내에 혹은 최초의 공개매수일로부터 60일 후가 지난 일정한 날에 철회될 수 있다고 규정하고 있다. 세부조항인 (d)(6)은 청약자가 인수하려고 했거나 의무가 있는 것 이상으로 매도청약이 이루어진 경우에 청약자는 안분비례원칙(pro rata basis)에 따라 증권을 구입할 것을 요구 한다. 세부조항인 (d)(7)은 청약자가 그의 공개매수기간이 만료하기 전에 청약가격을 올린 경우 이미 공개매수에 응한 매도청약자들은 더 높은 가격을 받을 수 있는 자격을 갖게 된다고 규정하고 있다. 미 의회는 이러한 규정들이 아무 쓸모가 없을 정도로 '공개매수'에 대해 폭넓게 해석하려는 의도를 가지고 있지는 않았던 것으로 보인다.[25]

1974년에 미국의 SEC는 공개매수에 대한 공적사실조사(public fact-finding investigation) 과정에서 '공개매수'라는 용어에 대한 정의 규정 또는 면제되는 구체적인 거래유형을 채택하자는 수많은 제안을 받았다. 그러나 위원회는 1976년에 그 용어에 관한 정의는 적절치 않고 또 필요하지도 않으며, 공개매수거래가 갖는 동태적인(dynamic) 본질을 고려할 때 현존하고 있건 앞으로 생겨날 가능성이 있건 간에 그 용어 속에는 SEC가 어떤 종류의 거래인지를 결정함에 있어 유연성을 가질 필요성이 포함되어 있어야 한다는 이유를 들어 '공개매수'라는 용어에 대한 정의를 두자는 입장을 배척하였다.

SEC의 입장은 동 법이 소위 전통적인 공개매수에만 적용되는 것을 의미하는 것으로 해석되어서는 안 되고, 오히려 그 용어는 유연하게 해석되어야 하는데 예를 들어 우편, 전화, 그리고 사적인 방문의 수단에 의한 광범위한 권유에서 기인한 매수, 그리

25) Ratner & Hazen, supra note 15, at 760.

고 지배권을 취득하려는 자의 행위가 전통적인 공개매수에 응한 사람들과 비슷한 압력을 불러일으키는 거래 등에도 확대 적용되어야 한다고 하였다.[26]

물론 오늘날 전통적인 공개매수의 개념을 벗어난 비전통적인 공개매수는 드문 케이스이다. 왜냐하면 법원이 (1) 증권거래소나 장외거래시장 등의 공개시장 매수[27]뿐만 아니라 (2) 매수인과 노련한 투자자들 간의 사적교섭에 의한 거래[28]는 보통 공개매수를 구성하지 않는다는 판결을 내놓고 있기 때문이다. 법원은 공개매수 개념 속에 지배권 취득을 위한 목적이 있었는가에 관계없이 공개시장에서 이루어지는 거래는 포함되지 않는 것으로 판시한 적이 있다.[29] 그러나 법원은 비록 현 경영진의 의사에 반하는 적대적인 거래가 아니라 할지라도 공개매수의 개념 속에는 "어느 회사의 주주들이 소유하고 있는 주식을 매입하기 위한 공개적인 권유"의 의미를 함유하고 있는 것으로 판시한 바도 있다.[30]

(4) 미국에서의 판례 동향

한편 미국의 법원은 Wellman v. Dickinson 판결[31]에서 24명의 대주주들이 공동으로 특정 회사 주식의 35%를 동시에 아무런 공표도 없이 사적교섭에 의하여 승낙하느냐 않느냐의 양자택일 밖에 없는, 즉 교섭의 여지가 없는(take-it-or-leave-it) 거래를 한 경우에도 공개매수 규제가 적용될 여지가 있는 것으로 해석한 바 있다.[32] 동 법원은 동 거래가 일반주주들에 대한 광범위한 권유를 제외하고는 공개매수의 모든 특징들을 가지고 있다고 판시하였다.

왜냐하면 동 거래는 유통시장에서 동회사 유통주식의 상당부분에 대해 정해진 가격으로 광범위하게 이루어진 청약이었고, 정해진 기간 내에 일정한 양의 주식에 대한 공개매입을 조건으로 하고 있었으며, 피청약인들이 신속한 결정을 내려야 하는 압력

---

26) Sec. Act Rel. No. 5731 (Aug. 2, 1976).

27) 예를 들어 SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985).

28) 예를 들어 Brascan Ltd. v. Edper Equities, Ltd., 477 F. Supp. 773 (S. D. N. Y. 1979).

29) Kennecott v. Curtiss-Wright, 584 F.2d 1195 (2d Cir.1978).

30) Smallwood v. Pearl, 489 F.2d 579 (5th Cir.1974).

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

32) 이 사건은 청약자인 Sun Company가 대상회사인 Becton Dickinson & Company의 주식을 매수하기 위하여 신원을 숨긴 채 증권시장이 폐장된 주말에 개인 또는 기관투자자들과의 사적교섭을 통하여 프리미엄가격을 제시하고 수 시간 내에 대상회사 총 발행주식의 30%를 매수하는 데 성공한 사건이다.

을 받았기 때문이라고 한다. 이처럼 법원은 Wellman v. Dickinson 판결을 통해 최초로 공개매수에 대한 정의를 내렸는데 법원은 8가지 요소를(Eight Factor Test, Wellman Test) 공개매수 여부의 판단 기준으로 제시하고 있다. 그 8가지 요소는 (1) 일반 주주들에게 광범위하고 적극적인 권유가 있었는지, (2) 발행인의 주식의 상당한 부분에 대한 권유가 있었는지, (3) 우세한 시장가격 이상의 프리미엄이 제공되었는지, (4) 일정수의 공개매입을 조건을 한 청약이었는지, (6) 제한된 기간동안에만 공개된 청약이었는지, (7) 피청약인이 매도 압력을 받았는지, 그리고 (8) 주식의 신속한 매집에 따른 매입계획이 공개적으로 발표되었는지 등이다.

그러나 Wellman 판결은 공개매수 여부를 판단함에 있어 위에서 열거한 8가지 요소를 모두 요구하지는 않았다. 따라서 위에서 열거한 8 Factor Test가 유연성을 가지고 있다지만 그 적용에 있어서는 모호한 점이 있다. 어떤 경우에 8가지 요소 중 몇 가지가 충족되지 않았다 하더라도 권유(solicitation)가 공개매수를 구성할 수 있고, 역으로 8가지 요소 중 많은 수가 존재하더라도 공개매수가 존재하지 않을 수 있다. 그러므로 8 Factor Test는 다양한 요소들이 비교・검토 되는 특별한 목적의 balancing test(ad hoc balancing test)에 가깝다고 할 수 있겠다.[33]

이러한 요소들은 그 후 제9순회법원이 재매입 프로그램이 공개매수가 아니라는 판결을 내릴 때 적용되었다.[34] 그러나 제2순회법원은 이러한 기준을 적용하지 않았는데, Hanson Trust v. SCM사건[35]에서 제 2순회법원은 특정 회사 주식의 25%를 5건은 사적교섭에 의하여, 1건은 공개시장에서 매수한 것은 공개매수에 해당되지 않는다는 판결을 내렸다. 그 이유는 § 14(d)의 목적이 일반 주주들이 충분한 정보가 없는 상태에서 결정을 내리도록 압력을 받지 않도록 보호하기 위한 규정이라는 것이었다. 그것은 오직 피권유자들이 그들 앞에 놓여진 제안을 신중하게 고려하여 평가를 내리는데 필요한 정보가 부족할 상당한 위험성이 존재하는 경우에만 적용되어야 한다는 것이다. 그러므로 동 사건에서 Hanson Trust에게 주식을 매도한 SCM은 그러한 위험성을 충분히 인식할 수 있는 세련된 투자자이기 때문에 보호대상이 아니라는 것이었다.

공개매수 여부를 판단함에 있어 Hanson 사건을 다룬 법원은 8 Factor Test의 대안으로 주주동일성 테스트(Shareholder Identification Test)를[36] 채택하였는데 대상회사의

33) Marc I. Steinberg, 「Understanding Securities Law」, Matthew Bender & Co., Inc. (2nd ed. 2000), at 308,

34) SEC v. Carter, 760 F.2d 945(9th Cir.1985).

35) 774 F.2d 47 (2d Cir. 1985).

주식매입을 위한 청약이 공개매수가 되기 위해서는 오직 § 14(d)(1)의 공개요구 규정에 의하여 주주들이 투자결정을 하기 위하여 필요한 정보를 얻을 필요가 있을 경우로 한정된다는 것이다. 따라서 위에서 말한 6건 중 5건은 식견이 있는 세련된 기관투자자이므로 Williams Act가 보호하고자 하는 대상이 아니라고 하였다. Hanson 판결에서 법원은 사건에 따라 8 Factor Test 중 단지 상이한 요소 몇 개씩만을 가지고 있는 경우가 있을 수 있으므로 신뢰할 수 없다고 하면서 Hanson 사건은 8 Factor Test에 의하더라도 공개매수가 성립되지 않는다고 하였다.[37]

혹자는 Hanson 사건에서 제2순회법원이 내린 판결은 매수인이 Williams Act나 SEC의 규제를 피해나갈 수 있는 수단을 제공한다고 비판한다. Wall Street Journal은 그 사설에서 매수인들이 더 이상 비용과 증권규제의 유예(delays of securities regulation)에 관해 염려하지 않게 되어, 결과적으로 보다 더 간소화 되고 주주들에게 더 이익이 되는 "무규제의 새로운 공개매수시장"이 출현한다는 신호탄이라고 칭찬하였다.[38] 그러나 Williams Act의 중요한 목적은 분명히 완전공시라고 하지만 또 다른 목적은 식견이 부족하여 노련하지 못한(small, unsophisticated) 소액주주들을 포함한 모든 주주들에 대한 공평한 대우를 담보하려는 것이다.[39]

한편 Cattleman's Investment Co. v. Fears 사건[40]에서 법원은 청약자인 George Fears가 대상회사인 National Pioneer Insurance Co.의 주주들에게 우편이나 전화 또는 직접방문으로 매도를 권유하여 대상회사의 총 발행주식의 7%를 취득하면서 §14(d)의 규정을 위반하였다고 판결하였는데, 잠재적 지배권이동가능성은 주주의 투자결정에 중대한 영향을 줄 수 있는 사안이어서 Williams Act가 요구하는 대로 주주보호가 요구되므로 공개매수자는 주주들에게 필요한 정보를 제공하여야 하며, 최고가격원칙(best price rule) 즉 안분비례원칙(pro rata provision)에 따라 주주들이 자신들의 주식을 매도할 기회를 주어야 한다고 판결함으로써 지배권의 잠재적 이동가능성을 공개

---

36) Id. at 57: 이 테스트를 달리 8 Factor Test의 요건을 낱낱이 적용하여 판단하기 보다는 전체적인 거래 상황을 보고 판단하여야 한다는 의미에서 '전체적인 상황 테스트(Totality of the Circumstance Test)'라고도 한다〔김정수, 현대증권법원론, (박영사, 2002) 464-465쪽; 서정항, 미국 증권거래법에서의 공개매수의 개념에 관한 고찰, 경상대 논문집(사회계편) 제27편 제1호, (경남대 사회과학연구소, 1990) 44-46쪽 참조〕.

37) Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47, 57 (2d Cir. 1985).

38) Editorial, "A Happy Jig," (Wall Street Journal, October 7, 1985).

39) Steinberg, 「Understanding Securities Law」, at 309.

40) 343 F. Supp. 1248 (W. D. Okla. 1972).

매수의 여부를 판단하는 중요한 기준으로 제시하고 있다.

그리고 S-G Securities 사건[41]에서 법원은 지배권을 취득할 의도가 있음을 공표하고 공개시장과 사적교섭에 의하여 신속하게 대상기업 주식의 상당량을 취득한 경우[42]에도 매수의 공표가 즉각적으로 시장가격에 영향을 미치고, 또한 주주에게 Williams Act가 금지하고 있는 매도압력과 위험을 유발한다면 공개매수에 해당한다는 판결을 하였다. 요컨대 법원은 '공개적인 매수의사의 공표'와 '신속한 주식매입' 등의 두 가지 요소를 공개매수 여부의 기준으로 제시한 것이다.

Cattleman 판결과 S-G Securities 판결은 공개매수의 개념을 확장하는 기준을 제시한 판결로 대단히 의미 있는 판결이지만 그 후 미국 법원들이 위 두 판결을 모두 지지한 것은 아니고 § 14(d)는 전통적인 공개매수[43]에만 적용된다는 판결도 많았다.

학설상으로는 공개매수의 본질을 주주에게 심리적 압박을 가하여 불충분한 정보를 가지고 숙고할 시간 없이 매도결정을 하게 하는 것으로 파악하여 공개시장매수나 사적교섭에 의한 거래라 할지라도 주식의 취득방법이 주주에게 심리적 압박을 주어 성급하게 투자결정을 하도록 유도하는 경우는 공개매수 개념에 포함시켜야 한다고 주장하는 설과, 공개시장매수의 경우에는 공개매수의 성립을 부인하고 오직 사적교섭만으로 볼 때 그것이 진정으로 사적인지, 표면상으로만 사적인 것인지를 따져서 후자만 공개매수가 성립한다고 주장하는 설[44] 등이 있다.

---

41) S-G Securities, Inc. v. Fuqua Investment Co. 466 F. Supp. 1114 (D. Mass. 1978).

42) 이 사건에서 Fuqua Investment Co.는 애초에 흡수합병이나 공개매수에 의하여 대상회사인 S-G Securities, Inc.의 지배권을 취득할 목적으로 S-G 이사회와 접촉하였으나 거절당한 후, 지배권취득의 의사를 공표한 후, 14일 만에 증권시장과 사적교섭에 의하여 S-G 총 발행주식의 28%를 매수하였다.

43) 여기서 말하는 '전통적 공개매수'라 함은 실무상의 관행을 기초로 하여 "상당량의 증권매수 절차에 있어서 신문광고나 명부상의 전 주주에 대하여 우편에 의한 통지로 특정 기간 내에 증권소유자로부터 제공된 주권을 특정가격으로 특정 수량을 매수 청약하는 것"을 말한다〔Richard W. Kenning & Harold Marsh, 「Securities Regulation」, at 741 (1977)〕.

44) 이 학설을 송종준 교수는 각각 '주주압력설'과 '성질설'이라 부르는데, '주주압력설'은 주주에게 매도압력을 유발하는 요소로 주주의 인지, 프리미엄의 일시적 존재, 협상기회 결여, 소유주식의 대체성 과 같은 네 가지 요건이 모두 충족되어야 한다고 하고, '성질설'은 매수인이 접촉한 피권유자의 수, 피권유자가 소지한 사외보통주의 소유비율이 상당한 정도일 것, 매수인의 매수계획에 대한 공표, 피권유자의 노련성 정도, 권유자가 주식매도의 권유에 사용한 방법 등 다섯 가지 요건을 들고 있다(송종준, "유가증권공개매수에 관한 연구", 고려대학교 대학원 박사학위 논문 (1990), 51-52쪽).

2. 우리나라에서의 향후 입법태도에 대한 제언

우리나라 증권거래법 상의 공개매수에 관한 정의규정 중 특히 문제가 되는 것은 '불특정다수' 라는 문언과 '유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서의 매수'라는 문언이다.

(1) 사적교섭에 의한 거래

우리 증권거래법은 공개매수를 불특정다수인을 대상으로 공개시장 외에서 증권의 매도청약을 공개적으로 권유하는 행위라고 정하고 있는데, 여기서 공개매수의 청약의 상대방은 불특정하며 다수인이어야 한다는 것인데, 다수인의 범위에 대해서 법은 구체적으로 "당해 주식 등의 매수 등을 하는 상대방의 수"와 "당해 주식 등의 매수 등을 하는 날로부터 과거 6개월 간에 당해 주식 등의 매수 등의 상대방의 수"의 합계가 10인 이상이라고 정하고 있다(시행령 제10조의 2).

과거에는 강제공개매수제도가 없었기 때문에 불특정다수인에 대한 청약이 아닌 한 규제대상에서 벗어날 수 있었기에 위 요건은 중요한 의미를 지니고 있었다. 그러나 현행법 하에서 매수 후의 보유주식수가 5%에 달하는 경우에는 공개매수가 강제되므로 그 중요성이 매우 감소하였고 매우 애매한 개념이기도 하다.[45] 뿐만 아니라 공개매수를 하고자 하는 자는 2개 이상의 전국 일간신문이나 경제신문을 통하여 관련 중요 내용을 공고함으로써 청약과 권유를 할 수 있도록 하고 있는 이상 상대방은 당연히 불특정·다수로 되는 것이므로 '불특정다수인'을 정의에 포함시키는 것은 별 의미가 없다고 본다.[46]

그리고 주식을 대량보유하고 있는 자가 기업의 지배권을 취득할 목적으로 대상회사의 주주들이나 경영진에게는 어떠한 사전 경보도 없이 공개시장 밖에서 10인 이하의 특정인으로부터 주식을 매입하거나 10인 이상이더라도 5% 미만으로 주식을 매입하여 지배권의 변동을 노리는 경우도 충분히 예상해볼 수 있다. 이러한 경우는 현행 공개매수제도상 규제의 사각지대에 놓이게 된다.

한편 미국에서의 Wellman사건에서의 8 Factor test나 기타 학설에 의하더라도 권유대상의 광범위성을 1차적 요건으로 하므로 1인만을 상대로 한 사적 교섭은 공개매수가 성립될 수 없겠지만 다수의 자를 상대로 권유하고 1인하고만 사적 교섭에 의해

45) 김건식, 증권거래법, (두성사, 2004), 208쪽.

46) 龍田 節, 前揭書, 231頁(註 13) (1994).

거래가 성립된 경우에는 공개매수가 성립할 가능성이 있다고 본다.[47] 뿐만 아니라 투자자 보호에 더 큰 목적을 두고 있고 공개매수성립여부를 공고했는가보다 청약상대방에 대한 권유목적과 방법을 중시하여 결정해야 한다면 지배권취득의사를 밝힌 사적 교섭도 공개매수 규제로 포섭해야 할 것이다.

⑵ 공개시장 내에서의 거래

외국에서 공개매수의 성립범위를 명시적으로 공개시장 외의 거래로 한정한 입법례는 일본과 우리나라를 제외하고는 거의 없다. 우리나라 증권거래법에 따르면 공개시장 내에서의 거래에는 공개매수 규제가 적용되지 않는다. 이와 같이 공개매수의 규제대상을 공개시장 외의 거래로 한정한 것은 증권거래법 제105조 제2항 제1호(시세조종행위의 제한) 및 제107조(일임매매거래의 제한) 등의 규정에 의하여 시장 내의 거래에 대하여는 필요한 규제수단이 이미 존재하고 있고, 시세조종행위의 제한규정이나 일임매매거래의 제한규정에 저촉되지 않는 한, 경영권의 취득을 목적으로 하는 대량거래라 할지라도 시장 내의 거래는 자유로워야 하며,[48] 공개시장 거래에서 실체적 규제는 물론, 정보공시의 규제를 요구하는 것은 거의 불가능하고 이를 허용하면 극단적으로는 공개시장거래의 붕괴를 초래할 우려가 있으므로 법적 취급의 명료화 및 거래의 법적 안정성 측면에서 공개시장외의 거래로 한정하는 것이 바람직하기 때문이라고 한다.[49]

그러나 앞에서 본 바와 같이 미국에서는 증권소유자에게 충분한 정보를 제공하여 숙고할 기회를 주지 않고서 매도 압력을 가하는 경우에도 공개매수개념에 포함시키려고 하는 경향이 있다. 우리나라에서도 지배권취득을 목적으로 하는 주권 등의 거래의 실체를 조사하고 유가증권시장 거래에도 공개매수 규정을 적용할 필요가 있는지의 여부를 검토할 필요가 있다고 본다.[50] 경영권 내지 지배권의 쟁탈은 다양한 형태로 이루어진다. 예를 들어 일본에서 최근 큰 문제가 되었던 라이브도어 사건은[51] 그

47) 송종준, 앞의 박사학위 논문 (1990), 68-70쪽.

48) 안문택, 「증권거래법체계」, (육법사, 1985) 337쪽.

49) 송종준, 앞의 박사학위논문, 60, 63쪽 .

50) 동지; 森本 滋, 公開買付, 證券取引法大系, 社團法人商事法務研究會, 303頁 (1986).

51) 일본의 신흥 인터넷 기업인 라이브도어가 언론재벌인 후지-산케이그룹 산하 방송사인 후지TV의 최대 주주인 라디오 니혼방송의 주식을 주식시장 개장 전 시간 외 거래를 통하여 비밀리에 매집, 최대 주주로 떠오른 사건으로 일개 인터넷 기업인 라이브도어가 니혼방송을 지렛대로, 일본 최대 민영방송인 후지TV의 경영권까지 위협할 수 있는 전례 없는 언론계의 사건이다

한 예라고 할 수 있다. 이와 같이 사전에 지배권침탈을 목적으로 시간외 매매로서 공개시장 내에서 주식의 매집 또는 매각을 하는 경우, 현행 공개매수의 정의 규정으로는 규제할 방법이 없게 된다.

또한 공개매수 직전이나 직후에 공개매수 계획을 공표하지 않고 공개시장에서 주식을 매집하는 경우도 공개매수의 성립 범위에 포함시키는 것이 타당하다고 생각하는데 공개매수자에게는 유리하고 프리미엄의 기회 등을 박탈당하는 주주에게는 불리하기 때문이다.[52] 따라서 정의 규정을 보다 포괄적으로 정해 놓거나 아예 미국처럼 정의 규정을 두지 않고서 장래 변형된 형태로 등장할 수 있는 공개매수 유형에 대비하고, 당해 규정을 적용할 필요가 없는 것에 관해서는 재경부장관 등에게 그 적용을 제외할 수 있는 권한을 부여하는 것과 같은 탄력적인 처리를 하는 것이 더 좋은 방법이 아닐까 생각한다.

한편 미국에서와 같이 지배권 취득을 위하여 공개시장 밖에서 당해 주식을 대량으로 보유하고 있는 대량보유자 · 차익거래자(arbitrageur) · 기관투자자 등을 대상으로 사적 교섭을 통하여 단 시간 내에 상당한 양의 주식을 매집하는 'Street sweep'이나[53] 공개시장에서 대량의 주식을 순식간에 매집하는 open-market Purchase 등이 우리나라에서도 공개매수의 대상이 될 수 있는가 의문이다. 미국에서는 공개매수에 관한 정의 규정이 없으므로 위 두 가지를 공개매수로 볼 것인가를 놓고 논란의 소지가 있지만 우리나라는 정의규정에서 공개시장 밖의 거래로 제한하고 있으므로 open-market purchase는 공개매수로 해석될 여지가 없다.

그러나 sweet sweep의 경우에는 우리나라에서도 공개매수에 해당될 여지가 있다. 예를 들어 장외시장에서 위 기관투자자 등을 대상으로 사적 교섭을 통하여 5% 미만의 주식을 취득한 경우가 그렇다. 다시 말해 주식이 극도로 분산되어 있는 경우에 5%미만의 주식을 획득하더라도 지배권을 취득할 수 있기 때문이다.[54] 혹자는 일반형

(http://www.yonhapmidas.co.kr/05_03/nei/04_003.html).

52) 송종준, 앞의 박사학위논문, 67쪽.

53) sweet sweep의 경우에는 최고가격 규정이 적용되지 않으므로 공개매수자가 공개매수를 철회하고 이를 행하는 경우, 주식을 제공한 일반주주는 프리미엄을 실현할 수 없고, 대상회사가 적대적 공개매수에 대항하여 이를 행하는 경우, 공개매수가 실패로 돌아갈 수 있고, 대상회사 주주에 의한 공개매수에의 참가를 방해하게 된다〔석명철, 「미국증권관계법」,(박영사, 2001), 499쪽〕.

54) 우리나라 증권거래법이 5% 이상의 주식을 거래소시장이나 협회등록시장 밖에서 매입하는 경우에는 반드시 공개매수에 의하도록 규정하고 있기 때문에 'street sweep'이 금지되어 있다고 해석하는 견해가 있다(김정수, 앞의 책, 459쪽).

강제공개매수제도의 적용 요건 중 '5%'요건과 관련하여 발행주식 총수의 5% 정도의 취득은 우리나라 상장기업 등의 소유지배구조로 볼 때 현실로 지배권의 변동을 초래할 수 있는 정도는 아니고 오히려 5%의 의미는 대상회사에 대하여 지배권의 변화가능성을 알린다는 측면에서 찾아야 하므로 5%이상의 주식취득에 공개매수를 강제한 것은 주식취득방식의 선택권을 제한하는 과잉규제이며 규제 편의적 성격이 짙다고 한다.[55] 충분히 타당성이 있는 지적이라고 생각되지만 법은 일반적인 상황만을 염두에 두고 만들어 지는 것이 아니고 특수한 상황도 고려하여야 할 것이며 앞으로도 이러한 소유지배구조가 계속된다는 보장도 없다고 생각한다.

물론 무능한 경영진을 축출하는 방법으로 공개매수제도가 제격이지만 이것은 유능한 공개매수자가 공개매수를 행하는 경우이고, 단 시일 내에 대량의 지분을 은밀하게 매집하는 기업사냥꾼에게는 정반대의 이야기가 된다. 공개매수제도의 규제 목적은 공개매수자나 이를 방어하는 쪽 중 어느 한쪽을 편들려는 것은 아니고 오히려 공정한 경영권 경쟁을 유도하려는 데 있다고 생각한다. 그렇다면 공개매수의 범위를 확장한다고 하여 어느 한 쪽에 불리해지는 것이 아니고 오히려 정보가 완전히 공개된 상태에서 건전한 경쟁을 유도하도록 하는 편이 더 나을 것이고, 이는 경영권 방어긍정론이 대세를 이루고 있는 데서도 그 이유를 찾을 수 있을 것이다.

혹자는 공개시장 내의 거래에까지 공개매수의 범위를 확대함으로써 오히려 공개매수자로부터 공개매수 의욕을 빼앗아 무능한 경영진을 축출할 수 있는 길을 막지 않을까 염려할 수 있다. 그러나 그렇다고 해서 합병이나 영업양도 또는 위임장권유방식에 비해 공개매수가 갖고 있는 장점들이 몰각되지는 않을 것 같고, 프리미엄부 매수가격, 확정기한부 매수기간, 그리고 부합계약적 성질 때문에 공개매수자와 주주 간에 존재하는 어쩔 수 없는 불평등[56] 등 공개매수의 유인은 여전히 충분하다고 본다. 증권거래법이 추구하는 완전공시를 통한 투자자보호를 우선시 한다면 비밀리에 주식을 매집하여 경영권을 탈취하는 것에 법이 관대해야 할 이유도 없고, 도리어 완전 투명한 상태에서 정해진 기간 내에 프리미엄을 부여하여 주식을 매집하는 것만으로도 기존 주주에 대한 충분한 유인이 있을 수 있다고 생각한다.

---

55) 송종준, 강제공개매수의 적용요건과 위법한 주식취득의 효과, 현대 상사법의 제문제(일석 박상조 교수 화갑기념 논문집), (한올출판사, 1998), 34쪽.

56) 송종준, 앞의 박사학위논문, 26쪽.

Ⅴ. 결론

지배권이 누구에게 넘어가느냐의 문제는 기존 주주가 매도여부를 결정하는 데 매우 중요한 요소이다. 공개매수에 대한 규제를 완화하여 무능한 경영진을 축출하려다가 유능한 경영진까지 축출하는 일이 있어서는 안 될 것이고, 공개매수의 범위를 확장한다고 해서 저평가된 시장에서 당해 기업을 매수하여 무능한 경영진을 교체하고, 생산적 자산의 효용을 극대화함으로써 이를 주가상승으로 연결하여 보다 효율적 경영을 하며, 궁극적으로는 사회적 배분의 최적화에 기여하려는 자들의 공개매수에 대한 욕구를 제한하는 것은 아니라고 본다. 왜냐하면 현행법은 공개매수에 대한 규제를 완화, M&A 시도를 보다 쉽게 하고 있기 때문이다. 예를 들어 공개매수 기간 20일 이상 의무화 규정을 폐지하고 6개월 이내 반복 공개매수 금지도 삭제한 것 등이 그것이다. 따라서 공개매수의 적용범위를 유가증권 시장 및 협회중개시장 밖에서의 매수만으로 한정할 것이 아니라 지배권 취득이나 투자자에 대한 압력이 존재할 경우, 공개시장 내의 거래도 공개매수로 규제할 수 있게 하여야 한다고 본다.

결론적으로 우리나라 증권거래법상의 공개매수에 관한 정의 규정은 새로이 등장하는 변형된 형태의 공개매수까지 포섭할 정도로 넓지 않고, 공개매수의 성립범위를 명확히 하여 공개매수를 통한 증권거래의 법적 안정성을 기할 수 있을 만큼 충분히 명확하지도 않다. 따라서 아예 정의 규정을 없애버리거나 보다 포괄적인 정의 규정을 두는 편이 더 낫지 않을까 생각해본다.

서완석

공개매수(tender Offer), 공개매수의 개념(the legal definition of a tender offer), 공개매수의 성립범위(the extent of a tender offer), 사적교섭(private negotiation), 공개시장(open purchase market), 권유(solicitation), 압력(pressure), 투자자 보호(the protection of investor)

[Abstract]

The legal concept and applicable extent of Tender offer

Suh, Wan Suk

There could be a differing opinion as to formulating a legal concept of tender offer in codified form, however, Korea and Japan have chosen this method in the manner which exhaustively but not fully definitely designates the legal concept of tender offer in their regulating statutes.

The major reason for non-formulation of the legal definition of tender offer in the level of statute in major countries, such as United States of America, United Kingdom, was mainly due to the difficulty in embracing in the fixed jar the variegated and somewhat fluctuating character which is inherent in tender offer process in itself and also necessitated by the volatile situation of the market in which the takeover itself comes into play.

Especially as regards the extent to which the specific act is deemed as tender offer and in turn should be conformed to the rules provided for, there can be a lot of criticisms against the attitude of the present statute let alone the repugnance against the provision itself.

The purpose of regulation over the tender offer and its process is, whether the regulation itself is promulgated in the form of statute or not, obviously to enhance the transparency in the process and secure the interests of the related parties equally against external manipulation or maneuvers in addition to the administrative one.

In this note our concern should be focused upon the questions whether the present system is suitable and efficient to cope with the problems under the eye and furthermore it can be compatible to that of the global standard bearing in mind that our sound system of corporate governance should also be secured not to be swayed over by antagonistic capital.

In short, we are at the point in which we should reconsider the credibility of our present tender offer system especially in the perspective of extent of application.

In my opinion, the extent of application of tender offer under the present system should enlarged to embrace the substantial purported acts such as one derived from the motive of taking up the ownership of a company or one which entails undue influence over the investors or shareholders to be a real and equitable rules of game.