

## ■ 논 단

# 상장회사 M&A 거래에서 주주 보호의 법적 과제\*

## - 의무공개매수 규제를 중심으로 -

김 순 석

전남대학교 법학전문대학원 교수 / 법학박사

### 요 약 문

우리나라 상장회사 M&A 거래는 합병이나 영업양도 방식보다는 지배주주가 장외거래를 통해 지배권 프리미엄을 독점하면서 주식양도를 함으로써 이루어지는 방식이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 이러한 주식양도 방식에 의한 M&A의 경우 대상회사의 소수주주를 보호하는 문제가 해결되지 않고 있는데, 이 논문은 이러한 소수주주 보호의 일환으로 논의되고 있는 의무공개매수 제도의 도입을 둘러싼 법적 쟁점을 다루었다.

의무공개매수의 발동요건으로는 2022년 금융위원회가 제시한 발행주식총수의 25% 취득을 30% 취득으로 상향시키기는 것이 타당하다. 상장회사의 경우 최대주주의 평균지분율이 41.2%로 높고, 30% 기준은 유럽 각국에서도 가장 많이 채택하고 있어서 글로벌 스탠더드 측면에서도 적절하다고 본다.

의무공개매수 매수 수량에 대해서는 M&A 억제효과를 완화하기 위하여 부분매수 제도를 채택하되, 소수주주의 실질적인 매도 기회를 보장할 필요가 있다. 이를 위하여 발행주식총수의 30% 이상 취득하는 경우 공개매수의무를 부과하고, 나머지 70% 주식의 1/2인 35%를 추가로 공개매수하도록 하여 소수주주가 매도할 수 있는 기회를 최소한 1/2로 보장할 필요가 있을 것이다.

공개매수가격에 대해서는 사후규제 방식을 취하면서 공개매수신고서 제출 이전 1년간 최고거래가격 이상으로 하는 것이 타당하다. 의무공개매수의 주된 목적이 대상회사의 주주에게 퇴출기회를 보장하기 위한 것이므로, 그 취득은 장내외 거래와 제3자 배정에 의한 취득 등을 모두 포함하여야 한다.

대상회사 이사회의 중립성을 요구하는 조항과 M&A에 대한 방어수단을 무력화하는 조항은 EU에서도 그 채택 여부가 회원국의 재량사항이고, 거의 채택하지 아니하고 있는 점을 감안하여 우리나라의 경우에도 도입할 필요는 없을 것이다.

의무공개매수 후의 소수주주 축출에 관한 조항을 도입할 필요가 있다. 소수주주에 대한 보호조치를 강구하는 것을 전제로, 90% 이상의 의결권을 취득하는 경우 일정한 기간 내

\* 이 논문은 전남대학교 연구년교수 연구비(과제번호: 2019-3950) 지원에 의하여 연구되었음.

## 2 선진상사법률연구 통권 제102호 (2023.4.)

에 매수자가 의무공개매수가격으로 매도청구를 할 수 있고, 소수주주도 매수자에게 매수 청구를 할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.

주제어 : 공개매수, 의무공개매수, 상장회사, 인수합병, 합병, 영업양도, 주식양도, 이사회, 중립의무, 방어조치무력화 조항

### 〈目 次〉

|                                           |                                       |
|-------------------------------------------|---------------------------------------|
| I. 서 설                                    | 6. 미국                                 |
|                                           | 7. 유럽과 일본의 의무공개매수 제도<br>(3분의 1 룰)의 비교 |
| II. 우리나라 상장회사 M&A 제도의 특징 및<br>주주 보호상의 문제점 |                                       |
| 1. 우리나라 주요기업의 M&A 추진 현황                   | IV. 우리나라의 의무공개매수 제도 도입방안에<br>관한 검토    |
| 2. 우리나라 M&A의 특징                           | 1. 1997년 개정 증권거래법상 의무공개매수<br>제도       |
| 3. 주식양도 방식에 의한 M&A의 문제점                   | 2. 21대 국회 제출 입법안                      |
| III. 주요국의 의무공개매수 규제                       | 3. 2022년 금융위원회의 의무공개매수 제도<br>도입 안     |
| 1. 의무공개매수의 개념 및 유형                        | 4. 우리나라의 의무공개매수 제도 도입방안               |
| 2. 유럽                                     |                                       |
| 3. 영국                                     |                                       |
| 4. 독일                                     |                                       |
| 5. 일본                                     | V. 결 어                                |

## I. 서 설

일반적으로 기업인수 규제의 중요한 쟁점은 대상회사 내부의 대리 문제와 대상회사 주주 사이의 이해를 조정하는 문제이다. 이는 대상회사의 소유구조가 지배주주가 존재하는지 아니면 분산되어 있는지에 따라 다르게 나타나며, 이러한 차이를 반영하여 기업인수 규제도 국가별로 처한 상황에 따라 다양한 형태를 취하고 있다.<sup>1)</sup>

우리나라 M&A는 주식양수도 방식이 가장 높은 비중을 차지하고 있는데, 합병이나 영업양

1) Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., Oxford University Press, 2017, p. 207.

도에 비해 피인수회사 주주에 대한 권리 보호장치가 미흡하다는 비판이 제기된다. 특히 M&A 과정에서 일반주주들에게 자금회수 기회가 보장되지 않으며, 경영권 프리미엄이 주주 간에 공유되지 못하고 지배주주에 의해 독점되는 문제가 지난 25년간 지속되어 왔다. M&A 과정에서 발생하는 대상회사의 주주 보호 문제는 다양한 측면에서 검토가 필요하지만, 이 논문은 의무공개매수 제도의 도입방안을 중심으로 검토한다.

국내에서 아직 의무공개매수 제도가 도입되지 않았음에도 불구하고 이와 유사하게 공개매수를 추진하는 사례가 등장하여 주목된다. 2023년 1월 25일 텐티스트리인베스트먼트 주식회사<sup>2)</sup>는 오스템임플란트(주)를 대상으로 금융감독원에 공개매수신고서를 제출하였다.<sup>3)</sup> 공개매수 목적은 M&A이며 대상회사의 전체 잠재적 발행주식총수(15,576,505주) 중 최대주주 지분과 자기주식을 제외한 잔여주식(71.8%) '전부'를 취득하고, 관련 법령에 따른 절차를 충족하는 경우 자발적인 상장폐지를 신청하기 위한 것이다. 특히 최대주주의 지분 18.9% 중 9.3%를 1주당 19만 원에 매수하기로 공개매수 이전에 매매계약을 체결하고, 일반 주주에 대해서도 매수가격을 동일하게 1주당 19만 원으로 책정함으로써 프리미엄을 공유하게 하였다. 매수할 예정 수량은 최소 15.4%에서 최대 71.8%이었으며, 공개매수결과 잠재적 발행주식총수의 61.1%인 9,522,070주가 응모하였으며, 이를 전부 취득하였다. 매수자는 1차 공개매수 후 83.34% 지분을 확보한 다음 상장폐지를 위하여 자기주식을 제외한 나머지 10.62% 주식에 대하여 2차 공개매수를 실시하고 있다(매수가격은 1차 매수 때와 동일한 19만원이며 매수기간은 3월 22일부터 4월 11일까지이다). 의무공개매수 제도가 도입되지 않은 국내 실정에서 자발적으로 경영권 프리미엄을 소수주주에게도 지배주주와 동일하게 적용하고 잔여주식 전체를 대상으로 공개매수를 한 후, 응모한 주식을 전부 매수했다는 점에서 의의가 있다.<sup>4)</sup>

1997년 증권거래법 개정으로 의무공개매수 제도가 도입되었지만, 그해 IMF 구제금융을 지원받는 경제위기가 도래함에 따라 기업의 구조조정을 촉진한다는 명목으로 1998년 1년 만에 폐지되었다. 당시 IMF는 주로 미국 제도를 도입하도록 권유하였는데, 자신들에게 익숙하지 않고 M&A 추진에 걸림돌이 된다는 이유로 의무공개매수 제도의 폐지를 요구하였다. 그러나 미국은 의무공개매수 제도가 아니더라도 대상회사의 경영진과 소수주주 간의 이해충돌은 주회사법과 판례법리에 의하여 해결하고 있어서 우리나라 법제와는 근본적으로 다른 측면이 있다. 경제위기를 극복한 이후 4반세기가 지났음에도 불구하고 지배주식의 이전을 통한 M&A 추진 과정에서 대상회사의 소수주주 보호 문제가 개선되지 않고 있다. 즉, M&A 과정에서 지배주주가 장외에서 주식을 양도하면서 프리미엄을 독점하는 거래방식이 보편화됨에 따라 소수주주

2) 동사는 국내 사모펀드 운용사인 유니슨캐피털코리아(UCK)와 MBK파트너스가 오스템임플란트(주)의 공개매수를 위하여 설립한 특수목적법인이다.

3) 금융감독원, DART, <<https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20230125000001>>(2023.1.26. 방문).

4) 김채연·이동훈, “소액주주도 경영권 프리미엄 준다 오스템 ‘과격 공개매수’ 성공할까”, 한국경제신문 2023. 1. 26.자 A2면.

#### 4 선진상사법률연구 통권 제102호 (2023.4.)

보호 문제가 방지되었다. 2022년부터 정부는 이러한 문제를 개선하기 위하여 의무공개매수 제도 도입을 추진하고 있다.<sup>5)</sup>

이에 따라 이 논문은 상장회사 M&A 거래에 관련된 주주 보호 방안 중 의무공개매수 제도를 중심으로 다룬다. 우리나라에서는 거의 발생하지 않는 적대적 M&A를 제외하고, 주식양도 방식에 의한 우호적인 M&A를 대상으로 인수 측면에서의 법적 쟁점을 논의한다. 우선 우리나라 상장회사 M&A 제도의 특징 및 주주 보호의 문제점을 검토하고, 주요국의 의무공개매수 제도에 대한 비교법적 고찰을 한 후, 우리나라에서 의무공개매수 제도를 도입하는 방안을 논의한다.

## II. 우리나라 상장회사 M&A 제도의 특징 및 주주 보호상의 문제점

### 1. 우리나라 주요기업의 M&A 추진 현황

가. 최근 5년간(2017년~2021년) M&A 추진 건수 추이

한국M&A거래소에서 최근 5년(2017년~2021년) 간 전자공시시스템<sup>6)</sup>을 통하여 우리나라 기업의 인수합병(M&A) 추진이 공시되는 주요기업<sup>7)</sup>을 대상으로 조사한 결과에 따르면, 최근 5년간 M&A 추진 건수는 2017년에 634건에서 2018년에 841건으로 급증했다가 2019년과 2020년에 감소세 보인 후 2021년에는 939건으로 최고치를 기록하였다. M&A 건수는 2017년 634건에서 2021년 939건으로 48.1% 증가하였고 최근 5년간 M&A 건수는 총 3,863건으로 연평균 773건을 기록하였다.

〈최근 5년간 연도별 주요기업 M&A 추진 건수 현황〉 8)

(단위 : 건, %)

| 구분          | 2017년(A)      | 2018년         | 2019년         | 2020년         | 2021년(B)      | 합계              | 평균<br>(연간) | 증감(B-A)/A  |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|------------|------------|
| 주권상장회사      | 299<br>(47.2) | 337<br>(40.1) | 313<br>(42.8) | 322<br>(44.8) | 356<br>(37.9) | 1,627<br>(42.1) | 325        | +57(19.1)  |
| 비상장<br>주요기업 | 335<br>(52.8) | 504<br>(59.9) | 418<br>(57.2) | 396<br>(55.2) | 583<br>(62.1) | 2,236<br>(57.9) | 447        | +248(74.0) |
| 합계          | 634<br>(100)  | 841<br>(100)  | 731<br>(100)  | 718<br>(100)  | 939<br>(100)  | 3,863<br>(100)  | 773        | +305(48.1) |

5) 금융위원회, “「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」 개최 및 방안 발표 — 경영권 변경시 일반주주 권익 제고를 위해 의무공개매수제도 도입을 추진하겠습니다 —”, 2022. 12. 21. 보도자료, 2면.

6) 전자공시시스템이란 금융감독원의 DART와 한국거래소의 KIND를 말한다.

7) 여기서 주요기업이란 주권상장회사(유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장) 및 K-OTC시장 등록회사, 외부감사 대상회사 등 비상장 주요기업을 말한다.

8) 한국M&A거래소, “최근 5년간 국내 주요기업 M&A 동향 분석”, 2022. 1., 2면.

주요기업들이 최근 5년간 추진한 M&A 유형별 건수를 살펴보면 주식양수도가 1,623건(연평균 325건)으로 전체의 42.0%를 차지하여 건수 비중 가장 높고, 합병 1,314건(연평균 263건)으로 34.0%, 제3자배정 유상증자 563건(연평균 113건)으로 14.6%를 차지하였다. M&A 건수 기준으로 볼 때 주요기업들이 선호하는 M&A 방식은 주식양수도, 합병, 제3자배정 유상증자 순인 것으로 나타났다.<sup>9)</sup>

〈최근 5년간 M&A유형별 주요기업 M&A 추진 건수 현황〉<sup>10)</sup>

(단위 : 건, %)

| M&A유형         | ‘17년<br>(A)   | ‘18년          | ‘19년          | ‘20년          | ‘21년<br>(B)   | 합계              | 평균<br>(연간) | 증감(B-A)/A  |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|------------|------------|
| 주식양수도         | 277<br>(43.7) | 345<br>(41.0) | 311<br>(42.5) | 299<br>(41.6) | 391<br>(41.6) | 1,623<br>(42.0) | 325        | +114(41.2) |
| 합병            | 192<br>(30.3) | 285<br>(33.9) | 246<br>(33.7) | 263<br>(36.6) | 328<br>(34.9) | 1,314<br>(34.0) | 263        | +136(70.8) |
| 제3자배정<br>유상증자 | 88<br>(13.9)  | 122<br>(14.5) | 113<br>(15.5) | 103<br>(14.3) | 137<br>(14.6) | 563<br>(14.6)   | 113        | +49(55.7)  |
| 중요 영업<br>양수도  | 40(6.3)       | 57(6.8)       | 38(5.2)       | 37(5.2)       | 49(5.2)       | 221(5.7)        | 44         | +9(22.5)   |
| 공개매수          | 22(3.5)       | 19(2.3)       | 5(0.7)        | 7(1.0)        | 13(1.4)       | 66(1.7)         | 13         | -9(40.9)   |
| 주식교환          | 15(2.4)       | 13(1.5)       | 18(2.5)       | 9(1.3)        | 21(2.2)       | 76(2.0)         | 15         | +6(40.0)   |
| 합계            | 634<br>(100)  | 841<br>(100)  | 731<br>(100)  | 718<br>(100)  | 939<br>(100)  | 3,863<br>(100)  | 773        | +305(48.1) |

#### 나. 최근 5년간(2017년~2021년) M&A 추진 금액 추이

주요기업의 M&A 유형별 거래금액은 주식양수도가 104조 5,508억 원(연평균 20조 9,102억 원)으로 44.8%를 차지하여 거래금액 비중이 가장 높고, 합병은 52조 881억원(연평균 10조 4,176억원)으로 22.3%, 중요 영업양수도 24조3,595억원(연평균 4조8,719억원)으로 10.4%를 차지하였다. 거래금액 기준으로 볼 때 주요기업들은 주식양수도, 합병, 중요 영업양수도 순으로 M&A를 선호한 것으로 나타났다. 이는 M&A 건수 기준으로 주식양수도, 합병, 제3자배정 유상증자 순서인 것과는 양상이 다른데, 2020년에 주권상장회사에서 초대형 중요 영업 양수도가 추진되었기 때문이다.<sup>11)</sup>

9) 한국M&A거래소, 전계자료, 2면.

10) 한국M&A거래소, 전계자료, 2~3면.

11) 한국M&A거래소, 전계자료, 4면.

〈최근 5년간 M&A유형별 주요기업 M&A 거래금액 현황〉<sup>12)</sup>

(단위 : 억원, %)

| M&A유형         | 2017년(A)          | 2018년             | 2019년             | 2020년             | 2021년(B)          | 합계                  | 평균<br>(연간) | 증감(B-A)/A           |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|------------|---------------------|
| 주식양수도         | 122,945<br>(37.0) | 171,496<br>(32.6) | 244,388<br>(59.1) | 189,809<br>(39.5) | 316,870<br>(54.5) | 1,045,508<br>(44.8) | 209,102    | +193,925<br>(157.7) |
| 합병            | 71,226<br>(21.5)  | 142,513<br>(27.1) | 60,060<br>(14.5)  | 97,894<br>(20.4)  | 149,188<br>(25.7) | 520,881<br>(22.3)   | 104,176    | +77,962<br>(109.5)  |
| 제3자배정<br>유상증자 | 13,362<br>(4.0)   | 41,226<br>(7.8)   | 43,515<br>(10.5)  | 30,212<br>(6.3)   | 38,570<br>(6.6)   | 166,885<br>(7.2)    | 33,377     | +25,208<br>(188.7)  |
| 중요<br>영업양수도   | 33,937<br>(10.2)  | 24,171<br>(4.6)   | 16,656<br>(4.0)   | 149,886<br>(31.2) | 18,945<br>(3.3)   | 243,595<br>(10.4)   | 48,719     | -14,992<br>(44.2)   |
| 공개매수          | 48,138<br>(14.5)  | 26,114<br>(5.0)   | 1,441<br>(0.3)    | 8,171<br>(1.7)    | 26,781<br>(4.6)   | 110,645<br>(4.7)    | 22,129     | -21,357<br>(44.4)   |
| 주식교환          | 42,273<br>(12.7)  | 120,673<br>(22.9) | 47,738<br>(11.5)  | 4,812<br>(1.0)    | 30,583<br>(5.3)   | 246,079<br>(10.5)   | 49,216     | -11,690<br>(27.7)   |
| 합 계           | 331,881<br>(100)  | 526,193<br>(100)  | 413,798<br>(100)  | 480,784<br>(100)  | 580,937<br>(100)  | 2,333,593<br>(100)  | 466,719    | +243,056<br>(75.0)  |

이처럼 최근 5년간 우리나라 M&A 추진 현황을 분석한 결과 주식양수도 유형이 전체 M&A 건수의 42%, 전체 금액의 44.8%를 차지하여 합병(전체 건수의 34%, 전체 금액의 22.3%)에 비하여 압도적인 것으로 나타났다.

## 2. 우리나라 M&A의 특징

공정거래위원회의 기업결합에 관한 자료를 바탕으로 2012년부터 2016년까지 5년간 국내 주요 M&A를 분석한 연구에서도 주식양수도 방식이 80.5%에 달하는 것으로 나타나고 있다.<sup>13)</sup> 거래방식으로 합병이나 공개매수는 거의 활용되지 않으며 지배주주로부터 주식을 장외에서 매수하는 방식이 가장 많이 활용되고 있다. 또한 그 과정에서 높은 경영권 프리미엄이 대주주에게 지급되며, 계약과정에서 국제적 관행과는 달리 예비적 합의의 구속력이 강조되어 양해각서에도 구속력을 인정하는 경향이 있다.<sup>14)</sup>

12) 한국M&A거래소, 전제자료, 4면.

13) 정준혁, “M&A에서 주주 보호에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 법학박사학위논문, 2017, 51면.

14) 천경훈, “한국 M&A의 특성과 그 법적 시사점에 관한 시론”, 「선진상사법률연구」 제56호(법무부, 2011)(이하

이러한 우리나라에 고유한 M&A의 특성이 나타나는 근본적 요인은 바로 막강한 지배주주가 존재하기 때문으로 보인다. 우선 적대적 M&A가 적은 이유는 i) 대규모 지분을 보유한 대주주가 많기 때문이다. 주식소유구조가 집중되면 적대적 M&A가 발생하기 어렵고 지배권의 변동은 매수자와 지배주주 간의 우호적 M&A를 통해 이루어지게 된다.<sup>15)</sup> 순환출자 등을 통해 대규모 기업집단 계열의 상장회사들은 총수일가와 그 특수관계인이 회사 경영을 좌우할 정도의 지분율을 확보하고 있다. ii) 적대적 M&A에 대한 부정적 인식으로 기관투자자들이 적대적 M&A에 호응하지 않는 경향이 있다.<sup>16)</sup>

또한 주식양수도 방식이 압도적으로 많이 활용되는 원인은 지배주주가 존재하고, 지배주주가 높은 수준의 사적 이익을 독점하며, 주식양수도에 대한 회사법적 통제가 이루어지지 않는 점 등이 상호작용하기 때문이다.<sup>17)</sup> 의무공개매수 제도가 있으면 1주당 매수가격은 동일하므로 지배주주가 경영권 프리미엄을 독점할 수 없다. 그러나 의무공개매수 제도가 없으므로 매수인은 지배주주의 지분만 경영권 프리미엄을 주고 매수하게 되므로 대상회사의 지배주주만 경영권 프리미엄을 독식하게 된다. 합병의 경우에도 소멸회사의 주주는 1주당 동일한 대가를 받아야 하므로 지배주주가 경영권 프리미엄을 독식하지 못한다. 따라서 우호적 M&A의 경우 공개매수와 합병은 지배주주가 경영권 프리미엄을 독점할 수 없으므로 선호도가 낮아진다.<sup>18)</sup>

한편 장외의 구주거래가 지배적인 원인은 시장에서 매출에 의하지 않고 공개입찰을 통해 선정한 매수자에게 장외거래 방식으로 대량의 지분을 양도함으로써 매도자인 지배주주가 막대한 경영권 프리미엄을 독점할 수 있기 때문이다.<sup>19)</sup>

### 3. 주식양도 방식에 의한 M&A의 문제점

#### 가. 지배주주의 사적 이익 독점

M&A는 우호적이든 적대적이든 대상회사, 인수회사의 주주, 채권자 등 이해관계자들 상호간에 부의 이전 효과가 발생한다. 우리나라에서 가장 빈도가 높은 지배주식의 양도에 의한 M&A의 경우 지배주식을 양도할 때 인수인이 지급하는 지배권 프리미엄(control premium)이 지배주주인 양도인에게 전부 귀속되고, 대상회사의 소수주주는 중대한 이해관계자임에도 불구

“전계논문 I”이라 한다), 140~150면.

15) Luca Enriques, Ronald J. Gilson & Alessio M. Paces, “The Case for an Unbiased Takeover Law (With an Application to the European Union)”, 4 Harv. Bus. L. Rev. 85, 90 (2014).

16) 천경훈, 전계논문 I, 155~156면.

17) 정준혁, 전계학위논문, 75면; 천경훈, “기업인수에 관한 법리와 실무”, 「BFL」 제100호(서울대학교 금융법센터, 2020)(이하 “전계논문 II”라 한다), 109면.

18) 천경훈, 전계논문 II, 110면.

19) 천경훈, 전계논문 I, 158~159면.

하고 프리미엄을 받을 수 없다. 지배권 프리미엄을 향유할 수 있는 권리가 반드시 소수주주에게도 부여되어야 하는지에 대해서는 논란이 있을 수 있다. 미국, 영국 등과는 달리 우리나라는 지배주주의 사적 이익(private interest)을 통제할 수 있는 규범체계가 미비한데, 이는 지배권 이전에서 소수주주가 향유해야 할 몫이 지배주주에게 이전하는 것을 방지하는 것과 마찬가지로 이다.<sup>20)</sup> 이에 따라 지배권거래 시 발생하는 지배권 프리미엄에 대한 주주 간 이해의 조정을 위하여 현행 공개매수제도를 개혁하는 문제가 제기된다.<sup>21)</sup>

#### 나. 합병, 영업양도 방식과의 규제 차이

합병, 영업양도처럼 단체법적 행위로 지배권을 이전하는 경우에는 소수주주들도 주주총회 특별결의를 통한 승인절차에 참여하고, 반대하는 경우 주식매수청구권(상법 제374조의2)을 행사할 수 있다. 그러나 주식양도 방식에 의해 M&A를 추진하는 경우 거래법적 문제로 보아 우리 상법은 전혀 규제하지 않고 있다. 주식양도 방식이나 합병은 모두 지배권의 이전을 가져온다는 경제적 실질은 동일하므로 주식양도 방식에 대해서도 관련 당사자의 이해관계 조정을 위한 합리적인 규제가 필요하다.<sup>22)</sup>

#### 다. 규제 방치로 인한 문제점

주식양도 방식에 의한 지배권 이전에 대해 규제를 하지 않음에 따라 대상회사의 지배주주만이 경영권 프리미엄을 독점하게 되어 주주평등의 원칙에 반하며, M&A에 반대하는 주주에 대해 자금회수에 대한 기회가 보장되지 않는다는 지적을 받아 왔다. 이는 지배권 거래에 관한 국제적 관행과도 일치하지 않을 뿐만 아니라 소수주주의 보호에도 미흡하다는 비판을 받고 있으며, 우리 기업에 대한 코리아 디스카운트의 한 요인으로도 작용하고 있는 것으로 보인다.

### III. 주요국의 의무공개매수 규제

#### 1. 의무공개매수의 개념 및 유형

의무공개매수의 제도는 두 가지 개념으로 구분할 수 있다. 첫째, 일정한 수 이상의 주식을

20) 송중준, “M&A에 있어서 부의 부당한 이전의 합리적 통제방안”, 『서울법학』 제29권 제4호(서울시립대학교 법학연구소, 2022)(이하 “전개논문 I”라 한다), 219~220면.

21) 송중준, “엘리트 사태에서 본 M&A 방어법제의 규범론적 과제 — 부의 이전과 통제의 관점에서 —”, 『경영법률』 제26집 제2호(한국경영법률학회, 2016)(이하 “전개논문 II”이라 한다), 37면.

22) 송중준, 전개논문 I, 220면.



매입할 때 반드시 공개매수 절차에 의해 취득하는 것을 의미하는 것이다. 예컨대, 우리나라 자본시장법은 과거 6개월간 증권시장 밖에서 10인 이상의 자로부터 주식등을 매수하고자 하는 자는 그 매수를 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 총수의 100분의 5 이상이 되는 경우에는 공개매수를 하도록 규정하고 있다(자본시장법 제133조 제3항, 동법시행령 제140조 제1항, 제2항). 이는 첫째 의미의 의무공개매수를 규정한 것이다.

둘째, 일정한 수 이상의 주식을 매입할 때 나머지 '일정한 양'을 추가적으로 공개매수로 취득하는 것을 의미한다. 1997년 도입되어 1998년 폐지된 25% 의무공개매수 제도, 즉 매수자가 25% 이상의 주식을 보유하게 되는 경우 50%+1주에서 기 보유주식을 공제한 주식 수 이상을 공개매수하는 제도(1998. 2. 24. 개정 전 증권거래법 제21조 제2항)는 둘째 의미의 의무공개매수이다. 의무공개매수는 일반적으로 후자의 의미로 사용되며, 이 논문에서도 후자의 의미로 사용한다.<sup>23)</sup>

의무공개매수 규제의 유형은 크게 유럽형, 미국형, 중간형 등 세 가지로 구분할 수 있다.<sup>24)</sup> 첫째, 유럽형은 의무공개매수 제도를 채택하고 있는데, EU의 공개매수에 관한 지침<sup>25)</sup>을 입법화한 영국, 독일, 프랑스 등 EU 회원국이 대표적이다. 둘째, 완화된 의미의 의무공개매수 제도를 채택한 경우로서 공개매수에 응한 '모든' 주식에 대한 매수의무는 부과하지 않지만, 일정한 지분 이상을 취득하려면 공개매수를 강제하는 유형이다. 일본의 금융상품거래법, 우리나라의 1997년~1998년 증권거래법이 여기에 해당한다. 셋째, 의무공개매수 제도를 채택하지 않고 일부 주주로부터 상대거래에 의한 지배지분의 취득을 허용하는 유형으로서 미국이 대표적이다. 양수인이 회사를 약탈하는 경우, 회사기회를 유용하는 경우, 이사의 지위를 매도하는 경우 등에 해당하지 않는 한 법원은 지배주식의 매각에 간섭하지 않고 경영권 프리미엄은 양도인에게 귀속한다. 지배권 거래는 이처럼 사적 거래를 금지하고 의무공개매수 제도를 취하는 다수 법제와 사적 지배권 거래를 허용하면서 소수주주들의 이익이 심각하게 훼손되는 경우 이를 제한하는 입법례로 구분할 수 있다.<sup>26)</sup>

우리나라는 1998년 의무공개매수 제도를 폐지함으로써 미국처럼 사적인 지배권 거래를 허

23) 노혁준, "경영권 이전에 관한 몇 가지 쟁점: 공개매수에 관한 EU의 제13지침과 그 시사점", 「서울대학교 법학」, 제48권 제4호(2007), 265~266면.

24) 영국과 미국의 법제도의 특징 및 독일이 영국형을, 일본이 미국형을 도입한 것에 대해 Harold Baum, "Takeover Defenses in Japan: Corporate Value Reports and Guidelines", 21 Journal of Japanese Law 132-134 (2006) 및 Harold Baum, "Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model", 3 University of Tokyo Journal of Law and Politics 3, 60-75 (2006). 일본을 영국과 미국의 중간형으로 분류하는 것으로서 John Armour, Jack B. Jacobs, and Curtis J. Milhaupt, "The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework", 52 Harv. Int'l L.J. 219, 271 (2011); Harold Baum(久保寛展譯), "ドイツと日本の企業買収法における共通点と相違点", 「ドイツ會社法・資本市場法研究」(早川勝・正井章彦・新作裕之・高橋英治 編), 中央經濟社, 2016, 506면 참조.

25) Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids.

26) 천경훈, 전계논문 I, 162~163면.

용하고 있다. 그러나 미국과는 달리 공개매수가 허용되지 않는 예외적인 경우를 규정하지 않고 있다. 지배권의 사적 거래에 대해 비교법적으로 이를 금지하는 것이 일반적이라는 점에서 우리나라 제도는 개선의 필요가 있다.<sup>27)</sup>

지배주주가 경영권 프리미엄을 독식하는 형태의 현재의 기업인수 관행은 비교법적으로도 이례적이고 자본시장의 신뢰 저하와 저평가를 가져올 수 있으므로 재검토될 필요가 있다고 본다.<sup>28)</sup>

## 2. 유럽

### 가. 의무공개매수

유럽의 공개매수에 관한 지침<sup>29)</sup>은 버밍햄대학교의 Pennington 교수가 1974년 공개매수에 관한 보고서<sup>30)</sup>를 제출한 이후 약 30년간의 논의를 거쳐 2004년 제정되었다. 동 지침은 유럽 상장회사의 주주 이익의 보호, 공개매수에 관한 법적 쟁점에 관한 명확성과 투명성의 확보를 목표로 하고 있다.<sup>31)</sup>

유럽형의 공개매수규제에서는 i) 일정한 비율의 의결권 주식을 취득한 자는 공개매수를 하는 것이 의무이다(의무적 공개매수. 동지침 제5조 제1항 제1문). 즉, 자연인 또는 법인, 직접 또는 공동행위자(persons acting in concert)에 의한 취득의 결과, 대상회사의 증권을 자신 또는 공동행위자의 기존 보유분에 더하여 보유하게 됨으로써 직접 또는 간접적으로 특정한 비율의 의결권을 부여받아 지배권(control)을 취득한 경우 회원국은 당해 회사의 소액주주를 보호하기 위한 수단으로서 매수자에게 매수제안(bid)을 하도록 하여야 한다. 의무공개매수 발동요건으로 25%를 취한 국가는 이탈리아<sup>32)</sup>와 헝가리이며, 30% 비율을 취한 국가는 영국, 독일, 프랑스 등 11개 국가이고, 33%를 취한 국가는 그리스, 포르투갈 등 7개 국가이다.<sup>33)</sup>

또한 ii) 의무적 공개매수·임의적 공개매수 어느 것에 대해서도 ‘모든’ 주식에 대한 권유의 무가 부과된다(매수에정주식 수에 상한을 두는 것은 원칙적으로 인정되지 않는다. 동지침 제5

27) 천경훈, 전계논문 I, 163면.

28) 천경훈, 전계논문 II, 120면.

29) Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142/12, April 30, 2004, pp. 12 - 23. 동 지침에 대한 소개는 노혁준, 전계논문, 260면 이하; 박건도, “EU의 공개매수 규율에 관한 법리”, 『한양법학』 제33권 제2집(한양법학회, 2022), 162면 이하; 이현오, “EU의 의무공개매수제안제도: 도입 양태와 도입 시 고려사항”, 『ERRI 이슈&분석』 제2016-02호, 경제개혁연구소, 2016 참조.

30) Robert R. Pennington, Report on Takeover and Other Bids, 1974, EC-Comm. Doc. XI/56/74.

31) Directive 2004/25/EC, para. (2), (3).

32) 이탈리아는 당초 30%를 채택하였으나 2014년부터 25%로 인하하였다(Consolidated Act on Financial Intermediation, art. 106, para. 1-bis)(Luca Enriques & Matteo Gatti, “Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to be Better Safe than Sorry”, 15 J. Corp. L. Stud. 55, 77 (2015).

33) Marccus Partners, The Takeover Bids Directive Assessment Report, July 2, 2012, p. 129.

조 제1항 제2문).

iii) 의무적 공개매수·임의적 공개매수 모두 매수가격의 하한이 규제된다(최저가격규제. 동지침 제5조 제4항). 즉, 공개매수 전 6개월 이상 12개월을 초과하지 않은 범위 내에서 회원국이 정한 기간 동안 동일한 증권에 대하여 매수제안자 또는 공동행위자가 지불한 최고가격이 공정 가격으로 간주되어야 한다.

또한 전술한 i)~iii)에 대해서 일정한 예외가 설정되어 있지만, 그 예외사유에 해당하는지 여부의 인정은 각국의 규제당국(영국은 Takeover Panel, 독일은 BaFin)이 담당하고, 당국이 일정한 범위에서는 재량적인 판단을 할 수 있는 것도 유럽형 공개매수규제의 특징이다.<sup>34)</sup>

의무공개매수의 면제사유로서 지침은 매수자가 자발적으로 대상회사의 모든 주주가 보유하고 있는 주식 전부에 대해 공개매수(임의공개매수)를 하여 대상회사의 지배권을 취득한 경우에는 잔여주식에 대한 의무공개매수의무는 발생하지 않는다고 규정한다(동지침 제5조 제2항). 이는 의무공개매수와 임의공개매수에 대해 가능한 한 동일한 규제가 적용되어야 한다는 인식에 근거한 것이며, 임의공개매수에 의해 대상회사의 지배권을 취득하였음에도 불구하고 그 후 다시 공개매수의무가 부과되는 때에는 매수자에게 과도한 시간적, 경제적 부담을 주게 되어 타당하지 않기 때문이다.<sup>35)</sup>

#### 나. 이사의 중립의무

EU 공개매수지침은 대상회사의 경영진이 공개매수에 대한 방어조치를 취하는 것을 제한하고 있다. 즉, 대상회사의 이사회는 주주총회의 사전승인을 받지 않으면 늦어도 공개매수가 공표된 때로부터 공개매수의 결과가 공표되거나 공개매수가 실패로 종결된 때까지, 다른 매수자를 구하는 행위 이외에 공개매수를 방해하는 행위 및 특히 지배권 취득에 계속 방해가 되는 주식의 발행을 할 수 없다(동지침 제9조 제2항). 이러한 이사회의 중립의무 조항의 채택은 회원국의 재량인데, 영국과 프랑스는 채택하고 있지만 독일은 채택하지 않고 있다.<sup>36)</sup> 공개매수의 대항 조치에 대한 결정이 전술한 기간 이전에 이미 이루어졌지만 그 일부 또는 전부가 아직 시행되지 않은 경우에는, 그것이 회사의 통상 업무과정의 일부를 구성하지 않고 또한 공개매수를 방해하는 결과를 초래하는 경우에는 주주총회의 승인 또는 추인이 필요하다(동지침 제9조 제3항). 또한 방어조치에 관한 주주총회의 사전 승인, 승인 또는 추인을 받기 위하여 회원국은 주주총회가 통지 후 2주간 이내에 개최되지 않는 경우에는 소집통지 기간을 단축할 수 있는 규정을 둘 수 있다(동지침 제9조 제4항).

34) 大杉謙一, “M&A取引における株主保護法制の各國比較[上]”, 「商事法務」 第2202号(2019), 9면.

35) 野田輝久, “EUにおける企業買収 — EU公開買付指令”, 「法律時報」 第79卷 第5号(2007), 59면.

36) Marcus Partners, op. cit., pp. 64-66.

이사의 증립의무는 지배주주가 존재하는 회사의 경우에는 효과적이지 않다는 비판이 제기된다. 지배주주가 존재하는 회사에서는 이사의 방어조치보다는 지배주주의 존재 자체가 적대적 M&A에 대한 주요 장애물이다. 또한 방어조치를 승인하는 주주총회에서 지배주주의 의사대로 결정되기 때문이다.<sup>37)</sup>

#### 다. 방어조치 무력화(Breakthrough)

공개매수가 현실화 되기 이전에 의결권제한주식, 복수의결권주식, 거부권부주식, 주식양도 제한에 관한 종류주식 등이 허용된 국가에서는 이러한 제도가 기업인수에 대한 방어조치로 기능할 수 있다. 이러한 제도는 국가별로 역사적 배경 아래 탄생한 것이기 때문에 차이가 있었다. 기업인수의 공격·방어에 사용되는 수단에 차이가 없는 대등한 경기장(level playing field)으로서 기업인수시장을 구축하기 위하여 이러한 방어조치를 일정한 범위에서 제한할 필요가 있었다.<sup>38)</sup> 방어조치 무력화 조항이란 공개매수를 저해하는 주식구조가 있는 경우 매수자가 이러한 주식구조를 돌파(breakthrough)하는 것을 인정하는 규범을 말한다.

이 조항은 2단계로 적용된다. 우선 지침에 따르면 정관 또는 지침의 비준 후에 체결된(회사와 주주간 또는 주주간) 계약에 근거한 대상회사의 '주식양도의 제한'은 공개매수 중에는 매수자에게 적용되지 않아야 한다(동지침 제11조 제2항). 정관 또는 지침의 비준 후에 체결된 계약에 근거한 '의결권 제한'은 공개매수에 대한 방어조치를 수권·승인·추인하는 주주총회(동지침 제9조)에서 효력을 갖지 않아야 하며, 복수의결권주식은 그러한 주주총회에서 1주당 1의결권만을 가져야 한다(동지침 제11조 제3항).

제2단계로서 공개매수의 결과 매수자가 의결권을 가지는 자본금의 75% 이상을 보유하게 된 경우에는 전술한 주식양도 또는 의결권에 관한 제한이나 대상회사의 정관에서 정한 이사의 선·해임에 관한 주주의 특수한 권리는 효력을 상실한다. 이 경우에는 매수자가 정관변경 또는 이사의 선·해임을 위하여 공개매수 종결 후에 처음 소집하는 주주총회에서 복수의결권주식은 1주당 1의결권만 가져야 한다(동조 제4항). 다만 의결권 제한이 특별한 금전상 이익에 의해 보상되는 증권(우선주식 등)의 경우에는 전술한 제11조 제3항과 제4항은 적용되지 않는다(동조 제6항). 또한 이러한 규범의 적용에 의해 그 권리가 박탈되는 주주는 공평한 보상이 이루어져야 한다(동조 제5항).

방어조치 무력화 조항은 공개매수가 현실화한 경우에만 적용되며 그렇지 아니한 경우에는 당해 주식구조는 영향을 받지 않는다. 이를 통해 각 회원국에서 인정된 주식구조의 차이를 용

37) Sergio Gilotta, "EU Takeover Law and the Powerful Anti-takeover Force of Supermajority", 26 Colum. J. Eur. L. 1, 19-20 (2019).

38) The High Level Group of Company Law Experts, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 10 Jan. 2002, p. 29.

인하면서 공개매수가 원활하게 이루어지는 증권시장의 창설을 촉진한다는 두 가지 요청 간에 균형을 취하고자 한 것이다.<sup>39)</sup> 이 조항의 채택은 회원국의 재량사항이며, 에스토니아만 채택하고 프랑스와 이탈리아가 일부 채택한데 불과하여,<sup>40)</sup> 규범으로서의 의미가 크지 않다.

#### 라. 평가

EU의 의무공개매수 제도에 대해서는 M&A 활성화를 저해하여 경제적으로 효율적이지 않다는 비판이 제기된다.<sup>41)</sup> 즉, 기업인수 비용을 증가시켜 회사의 가치를 낮추는 정도가 아니라 회사의 가치를 높이는 기업인수도 필연적으로 감소시키게 된다는 비판이다. 또한 회사 지배권 시장의 기능 저하를 초래하여 대리인 비용의 증가나 환경변화에 대한 기업내 시스템(기업지배 구조 체제 등)의 적응력 저하를 초래할 우려가 있다고 한다.<sup>42)</sup>

반면 EU 공개매수지침이나 유럽 회사법 아래에서는 대상회사의 이사가 행사할 수 있는 방어조치가 미국과 비교하면 매우 제한되어 있어서 회사가 기업인수에 노출될 우려가 상대적으로 높기 때문에 의무적 공개매수제도는 이와 균형을 맞추기 위한 것이라는 견해도 있다.<sup>43)</sup> 또한 지배주식의 취득에 의한 기업인수로 인하여 발생하는 대상회사의 지배주주와 소수주주 간 및 대상회사의 주주와 인수회사 간의 부의 부당한 이전문제(경영권 프리미엄의 귀속 문제 등)가 해결되는 효과가 있다고 한다.<sup>44)</sup> 또한 지배주주에 의한 소수주주의 축출 또는 소수주식의 저가매수 등이 수반되는 2단계 합병에서 지배주주가 소수주주의 부를 탈취하는 것을 방지하는 효과도 있다는 것이다.<sup>45)</sup>

### 3. 영국

영국의 공개매수 제도는 독립기관인 인수합병위원회(The Panel on Takeovers and Mergers)가 제정하는 The Takeover Code에서 규정하고 있으며,<sup>46)</sup> 1968년 이래 오랫동안 영국 M&A

39) 北村雅史, “EUにおける公開買付規制”, 「商事法務」 第1732号(2005), 9면.

40) 프랑스의 경우 매수자가 독자적으로 또는 공동행위자와 함께 대상회사의 자본금이나 의결권의 3분의 2를 초과하여 보유한 경우 정관에서 정한 의결권의 제한은 공개매수 종료 후 첫 주주총회에서 그 효력이 정지된다. 이탈리아는 과거 국가가 소유하였던 회사에 적용되는 의결권에 대한 제한은 특정한 경우 공개매수 이후에는 정지되며, 주주간 계약도 제한된다(Marccus Partners, op. cit., p. 42, 195).

41) L. Enriques, The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent-Seeking? Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford, 2004, pp. 776 et al.

42) Ferrarini, Hopt, Winter & Wymeersch, ed., Reforming Company and Takeover Law in Europe, 2004, p. 785.

43) Gower & Davis, Principles of Modern Company Law, 7<sup>th</sup> ed., 2003, pp. 731-732.

44) 송중준, 전개논문 I, 230~231면.

45) Len Sealy & Sarah Worthington, Sealy's Cases and Materials in Company Law, 9<sup>th</sup> ed., Oxford, 2010, p. 717.

46) The Panel on Takeovers and Mergers, The City Code on Takeovers and Mergers, 13th ed., 5 July 2021.

실무자들의 자율규제로서 존속하고 있었다. 2004년 EU 공개매수지침에 의해 법적 근거가 요구됨에 따라 「2006년 영국회사법」에서 코드 및 패널에 관한 규정<sup>47)</sup>을 설치하였지만, 그 내용이나 자율규제적 성격의 본질적 부분이 변경된 것은 아니다.

영국의 코드에 따르면 특정 개인이 공동행위자와 더불어 의결권 있는 주식의 30% 이상을 취득하거나, 이미 대상회사의 의결권 있는 주식을 30% 이상 50% 이하를 보유하고 있는 상태에서 추가적으로 취득하는 경우에는 모든 주주에 대하여 청약을 하고, 그 청약에 응모한 모든 주식을 취득하여야 한다(의무공개매수, Rule 9.1). 공개매수자는 50% 이상의 의결권을 취득하여야 한다(Rule 9.3). 공개매수 가격은 공개매수 청약 발표 전 12개월 동안 지불하였던 최고가격 이상이어야 한다(Rule 9.5(a)).

한편 의무공개매수 규정의 적용이 면제되는 사유로서 i) 기업인수의 대가 등으로 신주를 발행하는 경우 주주총회의 결의가 있거나, ii) 담보권의 실행으로 취득하는 경우, iii) 심각한 재정 위기를 타개하기 위한 긴급한 규제 조치를 위한 경우, iv) 부주의한 실수로 지분율이 상승한 경우, v) 50% 이상의 주식을 보유한 경우, vi) 의결권 없는 주식에 대해 의결권 있는 주식을 부여한 경우 등이다.<sup>48)</sup>

한편 '임의'공개매수를 한 결과 지배권을 취득하게 되는 경우에는 의무공개매수가 적용되지 않는다(Rule 9.1). 다만 임의공개매수를 할 때에도 의무공개매수와 마찬가지로 모든 주주에 대하여 청약을 하고 응모한 모든 주식을 취득하여야 한다.

의무공개매수는 임의공개매수에 비하여 제약이 크기 때문에 매우 제한적으로 활용되며,<sup>49)</sup> 실제 매수자는 30% 이상의 의결권을 취득하려는 경우 의무공개매수의 적용을 피하기 위하여 임의공개매수를 채택한다. 통상적으로는 매수자가 30% 이하의 지분을 유지하다가 그 이상을 취득하고자 하는 때에는 임의공개매수를 활용하는 것이 대부분의 사례이다.<sup>50)</sup>

영국 코드에 대한 소개는 박건도, “영국의 공개매수 규율에 관한 법리”, 「법과 정책연구」 제22집 제2호(한국법정책학회, 2022), 209면 이하; 이경미, “상장회사지배권 거래에 대한 합리적 통제를 위한 공개매수제도의 연구”, 이화여자대학교 대학원 법학박사학위논문, 2019, 84~99면; 박준선, “의무공개매수제도와 소수주주의 권리 보호”, 「법학연구」 제20집 제4호(인하대학교 법학연구소, 2017), 43면 이하 참조.

47) Company Act 2006, Part 28 Takeover etc §§ 942~992.

48) The City Code on Takeovers and Mergers, Notes on Dispensations from Rule 9, §§ 1~6, 13<sup>th</sup> ed., 5 July 2021.

49) 의무공개매수와 임의공개매수의 차이점은 i) 의무공개매수의 경우 매수조건은 50%를 초과하는 의결권을 취득할 정도의 응모가 없는 경우 매수할 수 없다는 조건밖에 없는데 비하여, 임의공개매수에는 보다 상세한 조건을 부과할 수 있다. ii) 의무공개매수는 반드시 현금을 대가로 하고 또한 원칙적으로 과거 12개월간 또는 매수기간 중에 대상회사의 주식취득에 지불하였던 최고가격을 매수가격으로 해야 한다(Rule 9.5). 반면 임의공개매수에서는 매수기간 및 과거 12개월간에 현금을 대가로 하여 10% 이상의 의결권을 취득한 경우 또는 매수기간 중에 현금을 대가로 하여 주식을 취득한 경우 또는 패널이 필요하다고 판단한 경우에는, 원칙적으로 당해 취득에 있어서 지불한 최고가격을 대가로 할 것이 요구된다(Rule 11.1, 11.3)(英國M&A制度研究會, “英國M&A制度研究會報告書”, 財団法人 日本証券經濟研究所, 2009, 3면 주) 9).

50) Paul L. Davies & Sarah Worthington, Gower's Principles of Modern Company Law, 10<sup>th</sup> ed., Sweet &

임의공개매수와 의무공개매수 모두 매수청약에 의해 50%를 초과하는 의결권을 취득하는 것으로 되는 응모가 아닌 한, 당해 청약에 근거하여 주식취득을 할 수 없다(Rule 9.3). 따라서 두 방식 모두 30% 이상의 의결권을 취득하고자 하는 경우 모든 주주에게 청약을 하고 응모한 모든 주식을 취득하여야 하며, 50%를 초과한 의결권을 취득하지 않는 한 1주도 취득할 수 없게 된다.

코드 Rule 21에 규정된 방어행위 금지규칙(non-frustration rule)에 따르면 대상회사의 경영진은 대상회사 주주의 명시적인 동의 없이 매수를 방해하는 행위<sup>51)</sup>를 해서는 아니 된다. 실제 매수국면에서 대상회사의 이사가 매수방어수단을 채택하는 것은 원칙적으로 금지된다(중립의무). 이는 주주에게 매수제안의 타당성을 판단할 기회를 박탈해서는 아니 된다는 코드의 일반 원칙 3을 구체화한 규정이며, 이사에 의한 매수방어행위를 비교적 광범위하게 인정하는 미국형 M&A와는 대조적인 영국형 규제의 특징이다. 이에 따라 지배권 변동에 관한 결정은 잔존위험 부담자로서 주주에 달려있다. 대체로 영국의 이러한 제도가 EU 회원국에 채택됨으로써 유럽의 공개매수제도를 형성하고 있다.<sup>52)</sup>

Rule 21.1에 따르면 주주의 사전승인을 받아 매수방어수단을 도입·발동할 수 있지만, 소위 rights plan<sup>53)</sup>과 같은 신주발행을 수반하는 방어수단이 영국에서 도입된 사례는 없다. 그 배경으로는 ① 투자자의 이익은 주로 코드의 규정 및 그 운용을 통하여 두텁게 보호되며, 각 기업이 매수방어수단을 도입·발동을 검토할 현실적인 필요가 없다는 것, ② 영국의 경우 기관투자자가 주요 주주인데, 기관투자자들이 매수방어책 도입을 승인할 가능성이 낮다는 것 등이다.

의무적 공개매수의 목적은 지배권의 이전이 있는 경우에 소수주주에게 탈퇴권을 부여하고, 모든 주주를 금전적으로 평등하게 취급하는데 있다. 의무공개매수는 인수비용을 증가시킴으로써 적대적 M&A에 직면한 경영진에게 어느 정도 도움이 된다. 그러나 이러한 장점은 실질적으로 경영진을 구속하는 엄격한 중립원칙의 도입에 따라 부분적으로 상쇄된다.<sup>54)</sup>

영국의 공개매수 제도는 EU 공개매수지침을 제정하는데 있어서 그 모델이 되었으며 유럽에서 그 영향력이 가장 크다고 할 수 있다. 또한 일본이 1990년 의무적 공개매수 제도를 도입할 때도 참고로 되었다.<sup>55)</sup>

Maxwell, 2016, p. 963

51) 매수를 방어하는 행위에는 신주발행 또는 자기주식의 취득이나 처분, 옵션의 발행, 전환사채의 발행, 대규모 중요자산의 매각이나 매입, 기타 일상 업무에 속하지 않는 계약의 체결 등이 해당한다(Rule 21.1(a)).

52) Harold Baum, "Takeover Defenses in Japan: Corporate Value Reports and Guidelines", 21 Journal of Japanese Law 131, 133 (2006).

53) 통상 포이즌필로 불리며, 1982년 Martin Lipton 변호사가 개발한 공개매수에 대한 이사회의 방어수단의 하나이다. 특정한 매수인이 일정한 비율(예컨대, 20%)의 주식을 보유하게 되는 경우 그를 제외한 다른 주주들에게 할인된 가격으로 주식을 매수할 수 있는 권리를 부여하는 것을 말한다. 기존 주식에 대해 미리 옵션이나 워런트의 형태로 부여된다.

54) Harold Baum, op. cit., p. 133.

55) 内藤純一, "株式公開買付制度の改正", 「商事法務」 第1208号(1990), 5면; 飯田秀總, 「公開買付の基礎理論」,

#### 4. 독일

##### 가. 공개매수의 유형

독일은 전통적으로 시장메카니즘에 의해 대규모 회사의 경영을 규율한다는 사고방식은 그다지 없고 은행이나 공동결정법의 구조 등에 그 규율을 위임하였다.<sup>56)</sup> 이에 따라 독일은 미국이나 영국에 비해 공개매수가 활발하게 이루어지지 않았으며, 공개매수에 관해서는 2001년 「유가증권취득 및 기업인수법률」(Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz : WpÜG)<sup>57)</sup>이 제정되어 연방증권감독청(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin)이 관장하고 있다.

독일 공개매수는 공개매수의 성립조건으로서 매수할 수 있는 주식의 상한과 하한을 둘 수 있는지 여부에 따라 의무공개매수, 임의공개매수, 단순공개매수의 세 가지 유형으로 구분된다.

첫째, 의무공개매수란 상장회사의 30% 이상의 의결권을 상대거래 또는 시장에서 취득한 경우에 곧바로 그 상장회사의 모든 주식을 대상으로 해야 하는 공개매수를 말한다(동법 제35조 제2항, 제29조 제2항).

둘째, 임의공개매수란 의무공개매수의 요건을 충족하지 않지만 임의로 상장회사의 모든 주식을 대상으로 하는 공개매수를 말한다. 의무공개매수와 비교해서 장점으로서는 최저 응모주식수(하한)를 제한할 수 있다는 점이다. 또한 임의공개매수를 통해 30% 이상의 주식을 취득하면 의무공개매수 요건의 예외로 인정되기 때문에 임의공개매수 후에 다시 의무공개매수를 할 필요가 없다(동법 제35조 제3항). 이러한 장점으로 인해 임의공개매수를 선택한 사례가 많다.

셋째, 단순공개매수란 전술한 의무 또는 임의공개매수 어느 것에도 해당하지 않는 공개매수를 말한다. 즉, i) 이미 30% 이상의 의결권을 보유한 주주로서 의무공개매수를 부담하지 않는 자(의무공개매수 또는 임의공개매수를 이미 실시한 자)가 주식을 추가로 취득하기 위하여 하는 공개매수 또는 ii) 30% 의결권에 미치지 않는 주식을 상한으로 하는 공개매수 등을 말한다. 대상회사의 모든 주식을 대상으로 하지 않는(즉, 상한선을 부가한) 부분적 공개매수는 단순공개매수의 경우에만 가능하다.

##### 나. 의무공개매수

의무공개매수 제도의 목적은 공개매수를 거치지 않고 대상회사의 지배가 획득되는 경우에 소수주주에게 보유지분을 상당한 가격으로 매각할 기회를 부여함으로써 공개매수법의 일반목

---

商事法務, 2015, 38면.

56) Theodor Baums, "The Regulation of Takeovers under German Law", 14 Euro. Bus. L. Rev. 1453 (2004).

57) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822).



적을 실현하기 위한 것이다.<sup>58)</sup>

의무공개매수의 발동요건은 직접 또는 간접적으로 의결권의 30% 이상에 해당하는 주식<sup>59)</sup>을 취득하여 지배(Kontrolle)를 취득한 경우이다(동법 제35조 제1항). 여기서 지배라 함은 대상회사의 의결권을 적어도 30%를 보유하는 것을 의미한다(동법 제29조 제2항). 30%가 기준으로 된 것은 독일에서 주주총회 출석률이 대략 60% 이하였기 때문이다. 공개매수의무는 지배를 취득한 이후에 발생하므로 지배를 취득하는 매수 그 자체는 공개매수의 대상이 아니다.

의무공개매수는 다음 두 가지 경우에는 면제된다. 첫째, 임의공개매수에 의해 30% 이상의 의결권을 취득하여 지배를 취득한 경우이다(동법 제35조 제3항).<sup>60)</sup> 둘째, 상속, 증여, 대상회사의 구조조정에 관한 경우, 채권담보의 목적인 경우, 대상회사의 의결권총수의 감소에 의한 경우, 의도하지 않은 지배를 획득한 후 바로 30%를 하회한 경우, 제3자가 보다 많은 의결권을 보유하고 있는 경우, 대상회사의 과거 3회 주주총회 실적에 비추어 실제로 주주총회에서 50% 이상의 의결권을 획득하는 것을 기대하기 어려운 경우, 인수회사가 특정 회사에 대한 지배를 획득함으로써 대상회사에 대한 지배를 간접적으로 획득한 때에 대상회사에 대한 인수회사 지분의 장부가격이 인수회사의 장부상 자산의 20% 미만인 경우 등이다(동법시행령 제9조).<sup>61)</sup> 이 중 어느 하나에 해당하면 매수자의 신청에 따라 연방금융감독청이 의무공개매수를 면제할 수 있다(동법 제37조).

임의공개매수 및 의무공개매수는 모든 종류의 주식을 대상으로 하고, 응모한 모든 주식을 매수하여야 한다(동법 제32조, 제39조). 따라서 대상회사의 지배를 획득하고자 할 때에는 모든 주주에 대하여 청약을 하고 응모한 모든 주식을 취득하여야 한다. 그러나 영국과는 달리 50%를 초과하는 의결권을 취득하지 않으면 공개매수에 의한 주식을 취득할 수 없다는 규제는 없으므로, 공개매수의 결과로서 30%~50% 범위에서 의결권을 보유하게 될 수도 있다.

#### 다. 공개매수가격

의무공개매수와 임의공개매수의 경우 다음 중 가장 높은 가격과 동액 이상의 가격으로 공개매수를 하여야 한다(동법 제31조). 즉, ① 공개매수신청서 공시 전 6개월 이내에 공개매수자 또

58) Berg. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 30.

59) 공개매수의 대상이 되는 유가증권(Werpapiere)이란 주식, 주식에 유사한 유가증권 및 주식을 대신하는 증서와 이러한 것들을 취득하는 것을 목적으로 하는 유가증권을 말하는데(동법 제2조 제항), 편의상 주식이라 칭한다.

60) 또한 임의공개매수에 의해 지배를 획득한 자나 의무공개매수를 한 자 혹은 의무공개매수를 면제받은 자가 추가적으로 주식을 취득하는 경우에도 의무공개매수의 대상으로 되지 않는다.

61) 공개매수문서의 내용, 매수신청과 의무적 매수신청에서 반대급부 및 매수신청 공표의무와 표명의무의 면제에 관한 명령(Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung)).

는 그 공동행위자가 대상회사의 주식을 취득한 금액 또는 취득하기로 합의한 금액(2회 이상의 취득 또는 그 합의가 있는 경우에는 가장 높은 가격), ② 임의적 공개매수의 경우에는 공개매수 개시의 공표 전 3개월 간, 의무공개매수의 경우에는 30% 이상의 의결권 취득 공표 전 3개월 간의 대상주식의 가중평균시장가격(동법시행령 제4조, 제5조)이다.

공개매수기간 중에 공개매수자 또는 그 공동행위자가 공개매수가격보다도 더 높은 가격으로 대상회사의 주식을 취득한 경우에는 공개매수가격은 자동적으로 그 가격까지 인상된다(동법 제31조 제4항). 또한 공개매수 완료 후 1년 이내에 공개매수자 또는 그 공동행위자가 공개매수가격보다도 더 높은 가격으로 대상회사의 주식을 취득한 경우에는 시장에서 취득하는 등 일정한 예외를 제외하고 공개매수자는 그 차액을 공개매수에 응모하였던 원래 주주 전원에 대하여 지불하여야 한다(동법 제31조 제5항).

소수주주 축출에 필요한 의결권 수<sup>62)</sup>를 한 번의 공개매수에서 취득하지 못한 경우, 그 후 주식의 추가매수에 의해 소수주주 축출에 필요한 의결권 수를 취득하고자 하는 경우가 많지만, 전술한 규제의 적용을 피하면서 소수주주로부터 시장 외에서 직접 추가로 취득하기 위해서는 공개매수로부터 1년간 기다릴 필요가 있다. 그러므로 이 규제는 독일의 소수주주 축출을 장기화시키는 하나의 요인으로 되고 있다.<sup>63)</sup> 일본은 이러한 규제가 없다.<sup>64)</sup>

#### 라. 이사회 의 중립원칙

독일은 이사회 의 중립원칙을 대상회사가 정관으로 선택할 수 있도록 하는데 그치고 있다. 공개매수자가 공개매수 개시를 공표한 후부터 공개매수 결과가 공표될 때까지 원칙적으로 대상회사의 이사회는 공개매수를 방해하는 행위를 하지 못한다(동법 제33a조). 그러나 그 예외로서 즉, 적대적 매수에 대한 방어대책으로 다음의 행위가 허용된다. 즉, i) 공개매수 의사결정이 공표된 후에 주주총회가 이사 또는 감사회에 승인한 행위, ii) 정상적인 영업 범위 내의 행위, iii) 공개매수 의사결정 공표 전에 결정되어 부분적으로 실행된 결정사항을 실현하기 위한 행위, iv) 공개매수의 대항매수자(white knight)를 유치하는 행위 등이다(동법 제33a조 제2항). 독일에서 적대적 M&A는 별로 발생하지 않고 있다.<sup>65)</sup>

62) 소수주주 축출을 위해서는 의무공개매수의 경우 95%(공개매수법 제39a조), 주식법의 경우 95%(독일주식법 제327a조), 합병의 경우 90%(조직재편법 제62조 제5항)가 필요하다. 소수주주 축출은 합병의 경우가 의결권 보유요건이 가장 낮으므로 제일 많이 활용된다.

63) 소수주주를 축출하는 데 필요한 90% 주식을 한 번의 공개매수로 취득하기 어렵기 때문에 매수자는 공개매수 후에 추가로 주식을 매수하여야 한다. 이때 헤지펀드나 행동주의 펀드가 소수주주 축출을 저지하기 위해 공개매수를 개시할 때 주식을 매집한 다음 공개매수 종료 후에 공개매수가격보다 더 높은 가격으로 매수하도록 요구하는 때도 있어서 소수주주 축출에 어려움이 발생하기도 한다(玉井裕子・大沼眞・ミヒャエル ブリアン・アドリアン・빈겔, “ドイツにおける上場會社のM&A - 公開買付制度と實務上の諸問題 -”, 「商事法務」第2131号(2017), 43면.)

64) 玉井裕子・大沼眞・ミヒャエル ブリアン・アドリアン・빈겔, 前掲論文, 40면.

독일은 이사회와 중립의무 및 방어조치 무력화 조항의 채택을 대상회사가 정관으로 선택할 수 있도록 규정하고 있는데, 실제로 이를 선택한 회사는 거의 없는 실정이다.<sup>66)</sup>

## 5. 일본

### 가. 일본 공개매수 제도의 연혁

일본의 공개매수제도는 1971년 증권거래법의 개정으로 도입되었으며, 그 내용은 미국의 윌리엄즈법(Williams Act)<sup>67)</sup>을 모방하여 정보공시와 공개매수 절차를 규제하는 것이었다.<sup>68)</sup> 일본의 공개매수 제도는 1990년 증권거래법 개정에서 크게 변화하였다. 당초 모델이었던 미국 법에서 벗어나 영국의 의무공개매수 제도를 참고로 하여 3분의 1 의무공개매수 제도를 도입하였지만, 그 내용은 영국 제도와도 크게 다른 성격이었다.<sup>69)</sup> 동 개정은 i) 61일 이내에 10명을 초과한 자로부터 매수하는 때에 매수 후 주권 등 보유비율이 5%를 초과하는 경우(5% 룰) 및 ii) 61일 이내에 10명 이하의 자로부터 매수하는 때에 매수 후 주권 등 보유비율이 3분의 1을 초과하는 경우(3분의 1 룰)에는 원칙적으로 공개매수에 의하도록 규정하고 있었다(1990年 改正 証券取引法 第27條의2 第1項; 금융상품거래법 제27조의2 제1항, 동법시행령 제6조의2 제3항, 他社株買付府令<sup>70)</sup> 제3조 제3항).<sup>71)</sup>

65) 독일 상장회사의 지배구조는 감사회와 경영이사회로 구성되는데 감사회가 이사를 선임·해임한다. 감사회의 구성원은 주주총회에서 선임하며 그 3분의 1 내지 2분의 1은 종업원에 의해 선임되는 종업원 대표로 구성된다. 감사의 임기는 통상 3년에서 5년이며, 감사를 해임하기 위해서는 해임에 중요한 사유가 있거나, 주주총회에서 75% 이상의 특별다수결에 의한 결의가 필요하다. 따라서 상장회사의 과반수의 의결권을 취득하더라도 주주를 대표하는 감사를 곧바로 교체시킬 수 없으며, 이사회에 대한 영향력은 주주를 대표하는 감사에 의해 간접적이고 한정적인 성격을 가진다. 공개매수에 의해 75%의 의결권을 취득한 경우 지배계약이나 손익공동계약을 통하여 대상회사를 지배할 수 있으나, 지배주주는 소수주주의 주식매수청구에 응해야 하고, 주주총회에서 정한 배당이 이루어지지 않으면 소수주주에게 이를 지급해야 하는 의무까지 부담하게 되어 사용하는데 제약이 있다. 따라서 90%의 지분을 확보하여 소수주주를 축출하려고 하지만, 전술한 바와 같이 헤지펀드나 행동주의펀드의 주식매집으로 인해 어려움을 겪게 되는 경우가 생긴다(玉井裕子・大沼眞・ミハエル ブリアン・アドリアン ビンゲル, 前掲論文, 36~37, 42~45면).

66) ヨーロッパM&A制度研究會, “ヨーロッパM&A制度研究會報告書”, 公益財団法人 日本証券經濟研究所, 2010, 9면.

67) 윌리엄즈법은 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 공개매수에 관한 개정법률로서 1968년 제정되었으며, Harrison A. Williams 상원의원이 제안하였다.

68) 藤田友敬, “支配株式の取得と強制公開買付 — 強制公開買付制度の機能”, 「會社・金融・法[下卷](岩原神作外 編)」, 商事法務, 2013, 35면.

69) 1990년 개정 내용은 영국 법보다는 1960대 미국 학계에서 주장된 기회균등론에 가까운 것이었다. 기회균등론에 대해서는 William D. Andrew, “The Shareholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”, 78 Harv. L. Rev. 505 (1965) 참조.

70) 發行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に關する内閣府令(平成二年大藏省令 第三十八号).

71) 藤田友敬, 前掲論文, 35~36면.

i)의 규제는 10명 이하의 상대방으로부터의 취득이나 5%를 초과하지 않는 취득을 공개매수로 다루지 않고 순수하게 상대거래로서 규제의 범위 밖에 있다는 것을 명확히 한 것이다. ii)의 규제는 상대거래에 의해서 지배주식을 취득하는 것을 금지하는 취지이다. 이러한 두 가지 규제는 상대거래지만 그 귀결이 정반대이며 그 성격도 크게 다르다. 지배주식 취득과의 관계에서는 ii)의 규제가 중요하다.<sup>72)</sup>

2006년 개정에서는 3분의 1 룰의 탈법적 형태의 거래를 방지하기 위한 개정이 이루어졌다. 동 개정에서 ① 거래를 결합한 급속한 매수(금융상품거래법 제27조의2 제1항 제4호), ② 매수자에 대한 정보공시의 충실(동법 제27조의3), ③ 공개매수 규제의 유연화(동법 제27조의10 제3항, 동법시행령 제14조 제1항), ④ 전부권유(동법 제27조의2 제5항, 동법시행령 제8조 제5항 제3호)·전부매수의무(동법 제27조의13 제4항, 동법시행령 제14조의2의2)가 도입되었다.

2006년 개정은 매수 후에 주권등 소유비율이 3분의 2 이상으로 되는 때에는<sup>73)</sup> 발행회사가 발행한 '모든' 내용의 주권등에 대하여 매수를 권유할 의무를 부과하고, 또한 부분적 매수를 인정하지 않고 옹호한 주식 전체를 매수할 의무(전부매수의무)(동법시행령 제8조 제5항 제3호)를 부과하였다(동법 제27조의13 제4항).<sup>74)</sup>

#### 나. 의무공개매수 제도의 유형별 주요 내용

일본의 의무공개매수 제도는 2006년 개정 이래 세부적인 사항은 일부 개정되었지만 그 기본 구조는 유지되고 있으며 그 주요 내용은 다음과 같다.<sup>75)</sup>

##### (1) 3분의 1 룰

시장 외에서 유가증권신고서 제출회사의 주권등을 매수하고 그 매수 후 주권등의 소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우에는 (61일 이내에 10인 이하의 자로부터 취득하더라도) 공개매수가 강제된다(동법 제27조의2 제1항 제2호). 공개매수 규제에서 의결권이 3분의 1을 초과하는 경우를 지배권 이전의 기준으로 보며, 의무공개매수에 관한 기준 중에서 가장 중요한 구분점이다.<sup>76)</sup>

72) 藤田友敬, 前掲論文, 37면.

73) 주권등 보유비율의 계산에 대해서는 금융상품거래법 제27조의13 제4항, 제27조의2 제8항, 동법시행령 제14조의2의2 참조.

74) 藤田友敬, 前掲論文, 37~38면.

75) 일본의 의무공개매수 제도에 대해서는 송중준, "일본 금융상품거래법상 강제공개매수제도의 제유형과 그 법적 시사점", 「상사판례연구」 제26집 제2권(한국상사판례학회, 2013)(이하 "전계논문Ⅲ"라 한다), 143면 이하; 강희주, "일본의 의무적 공개매수제도", 「증권법연구」 제18권 제1호(한국증권법학회, 2017), 43면 이하; 이경미, 전계학위논문, 112~134면 참조.

회사 지배권 이동을 수반하는 거래의 기준으로서 3분이 1이 채택된 것은 상법상 특별결의(과반수 출석에 출석 주주의 3분의 2)를 저지할 수 있는 비율이 발행주식총수의 3분의 1이기 때문이다. 그렇지만 공개매수에는 기간과 비용이 소요되어, 3분의 1 물은 기업가치를 높이는 거래를 저해하고, 2006년 5월 시행된 회사법에서 특별결의 요건을 정관으로 변경할 수 있도록 함에 따라 이를 개정해야 한다는 논의도 제기되고 있다.<sup>76)</sup>

공개매수자는 응모주권 등의 수의 합계가 매수에정주권 등의 수를 초과한 때는 그 초과하는 부분의 전부 또는 일부를 매수하지 않는다는 것을 공개매수조건으로 할 수 있다(동법 제27조의13 제4항 제2호). 이러한 부분매수 조건을 통하여 매수자금에 한계가 있는 매수자가 공개매수 결제에 필요한 자금의 상한을 설정할 수 있다.<sup>78)</sup>

주권등의 소유비율이 50%를 초과(1년 이상 형식적 특별관계에 있었던 자의 보유비율 합산)한 자가 시장 외에서 유가증권신고서 제출회사의 주권등을 매수하여 소유비율이 3분의 2 미만으로 되는 경우, 61일 이내에 10인 이내로부터 취득한 때를 제외하고 공개매수가 강제된다(50% 초과기준; 동법 제27조의2 제1항 단서, 동법시행령 제6조의2 제1항 제4호).

## (2) 거래소의 금융상품시장 내에서 시간 외 거래에 의해 3분의 1을 초과하는 경우

거래소 금융상품시장에서 경쟁매매 이외의 방법에 따른 유가증권의 매매 등으로서 내각총리대신이 정하는 것(“특정매매 등”이라 한다)에 의한 매수에 의하여 주권 등을 매수한 후 매수자의 소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우에는 당해 특정매매 등에 의한 주권의 매수는 공개매수에 의해야 한다(동법 제27조의2 제1항 제3호). 특정매매 등으로서는 동경증권거래소의 ToSTNeT 등 전국 거래소의 시간 외 거래가 지정되어 있다(2005년 금융청고시 제53호, 2007년 금융청고시 제8호).

## (3) 거래를 결합한 급속한 매수

6개월을 초과하지 않는 범위 내에서 정령에서 정한 기간에 정령에서 정한 비율을 초과하는 주권등의 취득을 주권등의 매수 또는 신규발행에 의해 취득한 경우 그 매수 또는 신규취득 후에 소유비율이 3분의 1을 초과하는 때에는 공개매수에 의해야 한다(동법 제27조의2 제1항 제4호).

그 구체적 내용은 ① 3개월 이내에(동법시행령 제7조 제2항), ② 주권등의 매수(시장 내외를 불문) 또는 신규발행취득<sup>79)</sup>에 의해 전체로서 10%를 초과하는 주권등을 취득하고(동법시행령

76) 長島・大野・常松法律事務所 編, 「アドバンス金融商品取引法」, 商事法務, 2009, 60면.

77) 日野正晴, 「註解 金融商品取引法[第3版]」, 中央經濟社, 2011, 337면.

78) 岸田雅雄 監修, 「注釋金融商品取引法[第1卷] 定義・情報開示」, 金融財政事情研究会, 2011, 885~886면.

79) 신규발행취득이란 주권등의 발행자가 신규로 발행하는 주권등의 취득을 말하며, 공개매수규제의 직접적인

제7조 제3항), ③ 그 취득 중 장외거래 또는 장내 시간 외 거래에 의한 매수(공개매수에 의한 것 및 적용면제 매수 등을 제외)가 합계 5%를 초과하고(동법시행령 제7조 제4항), ④ 취득 후 주권소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우에는 당해 취득에 포함된 매수에 대해 공개매수에 의해야 한다.<sup>80)</sup> 이 규정은 일정한 기간 내에 이루어진 거래소 시장 내외의 거래를 결합하여 급속하게 주권을 취득하는 것을 일련의 거래로서 규제하는 것이다.<sup>81)</sup>

#### (4) 다른 자의 공개매수기간 중의 의무공개매수

다른 자가 공개매수를 하는 경우에 그 주권을 이미 3분의 1을 초과하여 소유하고 있는 자가 공개매수기간 중에 5%를 초과하여 추가로 매수하는 때에는 '시장 내'에서 거래가 이루어지더라도 공개매수가 강제된다(동법 제27조의2 제1항 제5호, 동법시행령 제7조 제5항·제6항).<sup>82)</sup> 이는 회사 지배권에 영향을 미치는 주식매수가 경합하는 경우 매수자 간에 기회균등을 도모하고, 주주에게 충분한 정보를 제공하기 위한 것이다.<sup>83)</sup>

#### (5) 전부권유·전부매수의무

시장 외에서 유가증권신고서 제출회사의 주권등을 매수하여 매수 후의 소유비율이 3분의 2 이상으로 되는 경우에는 공개매수가 강제된다. 또한 '모든' 종류의 주권등의 소유자에 대하여 권유해야 하고(전부권유의무; 동법 제27조의2 제5항, 동법시행령 제8조 제5항 제3호), 응모한 주권등을 '전부' 결제해야 할 의무(전부매수의무; 동법 제27조의2 제4항, 동법시행령 제14조의2의2)가 부과된다(3분의 2 기준).

그러나 전부매수의무 제도는 소수주주 보호를 의도하고 있음에도 불구하고 보호대상은 공개매수에 응모한 주주에 한정되어 공개매수에 응모하지 않은 주주를 보호대상에서 제외하고 있다. 이에 따라 주주가 공개매수에 반대하고 또한 공개매수가격에 불만이 있더라도 다른 주주가 응모하면 자신이 소수주주로 남게 되는 최악의 경우를 피하기 위하여 공개매수에 응할 수밖에 없는 강압성(매도압력)의 문제가 발생한다.<sup>84)</sup> 공개매수가격보다 더 낮은 가격으로 2단계의 소수주주 축출이 될 것이라는 우려도 강압성의 요인이 된다.<sup>85)</sup>

---

대상은 아니지만, 10% 초과분을 산정할 때는 산입된다(神田秀樹·黒沼悦郎·松尾直彦 編, 「金融商品取引法 コメント」第1巻 定義・開示制度, 商事法務, 2016, 689면).

80) 長島・大野・常松法律事務所 編, 前掲書, 63~64면; 岸田雅雄 監修, 前掲書, 666, 675면.

81) 日野正晴, 前掲書, 340면.

82) 太田 洋, "公開買付規制の現在と課題 — 岐路に立つわが國の強制公開買付規制", 「ジュリスト」 第1444号 (2012), 48~49면.

83) 日野正晴, 前掲書, 341면.

84) 飯田秀總, "公開買付規制・大量保有報告規制の課題", 「ジュリスト」 第1512号(2017), 47면.

강압성의 문제가 발생하는 원인은 공개매수가격과 공개매수 후의 주식가치 사이에 격차가 있기 때문인데(공개매수 후의 주식가치가 공개매수가격에 비해 낮아지게 된다), 대상회사의 주주는 공개매수에 응하지 않으면 불리하게 된다.<sup>86)</sup> 이러한 격차는 공개매수 후에 소주주주 축출이 이루어지는지 여부에 관계없이 존재하며, 매수주식 수의 상한을 설정하는 부분매수뿐만 아니라 상한이 없는 전부매수의 경우에도 발생한다.<sup>87)</sup>

전부매수·전부권유 의무는 지배권이 변동할 때 소수주주에게 회사로부터 퇴출할 수 있는 권리를 부여하는 유럽 제도와 같은 성격을 가진 것임에도 불구하고 2006년 개정은 시장거래나 신주발행에 의해 3분의 2 이상의 의결권을 취득한 경우를 유럽과 달리 규제대상에 포함하지 않았기 때문에 규제의 정합성 측면에서 비판이 제기된다.<sup>88)</sup> 즉, 공개매수에 응모하여 잔여주식이 발생한 주주만 보호하고, 응모하지 않은 그 이외의 소수주주는 보호하지 않는 것은 소수주주 보호의 관점에서 논리적으로 일관되게 설명할 수 없다는 것이다.<sup>89)</sup>

## 6. 미국

미국은 유럽이나 일본에서 도입하고 있는 의무공개매수 제도를 운용하지 않고 있다. 미국의 공개매수 제도는 1968년 제정된 Williams Act에서 비롯되었는데, 순수하게 절차적인 내용으로 공시에 중점을 두고 있다. 즉, i) 1934년법상 등록회사가 발행한 주식의 5% 초과하여 실질적으로 보유하게 되는 자는 그 취득일로부터 10일 이내에 매수자와 매수목적 등 일정한 사항<sup>90)</sup>을 대상회사와 SEC에 공시하여야 한다(제13조 (d)항). 이는 대량주식취득 신고제도로서 매수자에 관한 정보를 내용으로 하는 사전경고 시스템이다.<sup>91)</sup> ii) 5% 이상을 초과하여 공개매수를 하는 자는 공개매수를 시작함과 동시에 일정한 사항을 즉시 공시하여야 한다(제14조 (d)항 1)호). 공시사항은 제14조 (d)항의 위임에 따라 SEC가 제정한 Schedule TO에 따르며, 지분증권 소유자의 보고의무에 관한 Schedule D와 거의 유사하고, 공개매수를 위한 서류가 추가된다. iii) 공개매수의 기간은 최소 20 영업일 이상이며,<sup>92)</sup> 주주간의 평등대우 등 실체적 측면에 대한

85) 강압성이 문제가 되는 것은 강압성의 문제를 방지하면 효율성이 낮은 공개매수도 성공하게 되기 때문이다. 주식소유가 분산되어 있는 회사에서는 주주들이 서로 공동으로 행동하기 어렵기 때문에 비효율적인 공개매수를 저지할 수 없다(飯田秀總, 「公開買付規制の基礎理論」, 商事法務, 2015, 195~196면).

86) 강압성에 대해서는 Lucian A. Bebchuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers", 98 Harv. L. Rev. 1695 (1985); Lucian A. Bebchuk, "The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy", 12 Del. J. Corp. L. 911, 917, 926 (1987) 참조.

87) 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), 37면.

88) 藤田友敬, 前掲論文, 45~46면.

89) 黒沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, 2016, 282~283면.

90) 구체적 내용은 Schedule 13D에서 규정하고 있다.

91) 김건식·송옥렬, 「미국의 증권규제」, 홍문사, 2001, 268면; 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009, 270면.

92) SEC Rule 14e-1(a).

규제이다(제14조 (d)항 (5)호 내지 (7)호, Regulation D). iv) 공개매수와 관련된 사기금지규정을 두고 있다(제14조 (e)항).<sup>93)</sup>

이처럼 미국은 공개매수에 대해 매수자의 인수행위에 관해서는 증권법에서 정보공시와 공개매수 절차에 관해서만 규정하고 있다. 대상회사 경영진과 주주간의 이해관계 조정은 주회사법 및 판례법에 의해 규율하고 있다.<sup>94)</sup> 미국법의 목적은 정보에 관해 모든 주주를 평등하게 대우하고, 소수주주가 낮은 가격으로 조기에 매도하는 것을 방지하기 위한 절차를 마련하는데 있다. 미국 제도는 소수주주가 대상회사로부터 탈출이 아니라 대상회사에 머무르는 것을 장려하는 것이다.<sup>95)</sup>

## 7. 유럽과 일본의 의무공개매수 제도(3분의 1 룰)의 비교

### 가. 지배주식의 취득시기 및 취득가격 규제

유럽의 의무공개매수 제도는 지배주식의 취득·이전이 이루어진 이후 모든 주주에 대하여 공개매수를 할 것을 요구하며(사후규제), 매수가격은 과거 일정한 기간(영국과 프랑스는 1년간, 독일은 6개월) 최고거래가격 이상이어야 한다(최저가격규제, EU 공개매수지침 제5조 제1항, 제4항). 일본의 의무공개매수 제도는 3분의 1을 초과하여 취득하고자 하는 경우 그 취득 자체를 공개매수에 의하도록 한다(사전규제).

예컨대, 甲(대상회사의 의결권을 20% 보유)이 乙(15% 보유)로부터 대상회사 주식을 전부 매수하는 경우 유럽제도에서는 공개매수에 의할 필요가 없지만, 일본에서는 당해 매수 자체를 공개매수하여야 한다.

유럽에서는 일정한 비율에 도달한 주식취득이 이루어진 경우에도 일정한 요건을 충족하고 또한 매수자가 신속하게 일정비율 미만으로 되는 조치를 강구한 경우에는 의무공개매수 규제의 적용이 면제된다.<sup>96)</sup> 반면 일본에서는 일정비율에 달한 주식취득을 한 후에 사후적인 면제는 인정되지 않는다.<sup>97)</sup>

93) 김건식·송옥렬, 전계서, 268면; 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009, 632면.

94) 김건식·송옥렬, 전계서, 260면; 김지평·김성진, “의무공개매수제도 도입 및 관련 제도 개선 방안에 대한 소고”, 「BFL」 제117호(서울대학교 금융법센터, 2023), 10~13면.

95) Harold Baum, “Takeover Defenses in Japan: Corporate Value Reports and Guidelines”, 21 Journal of Japanese Law 133-134 (2006).

96) 예컨대, 영국은 부주의에 의해 오해로 취득하여 취득한 후 일정한 기간 내에 30% 미만으로 되는 처분이 이루어진 경우(Notes on Dispensation from Rule 9), 독일에서는 매수자의 의도에 의하지 않은 지배를 취득하고 곧바로 30%를 하회하도록 한 경우(매수법 제37조), 프랑스에서는 의결권 보유비율이 3분의 1을 초과한 비율이 3% 미만이고 또한 3분의 1을 초과하는 기간이 6개월 이내인 경우(일반규칙 제2344조), 규제당국은 의무를 면제할 수 있다(三井秀範, 前掲論文, 23면 주) 18).

97) 三井秀範, 三井秀範, “欧州型の公開買付制度 — わが國公開買付制度との比較の観点から —”, 「商事法務」



공개매수가격에 대해서 일본은 사후적인 인하를 금지하고(동법 제27조의6 제1항 제1호), 가격의 균일성을 요구하는 것(동법 제27조의2 제3항, 동법시행령 제8조 제3항) 등을 제외하면 최저가격 등 가격에 관한 규제는 하지 않는다.<sup>98)</sup> 너무 낮은 가격일 경우 공개매수가 실패하여 지배주식의 취득 자체가 될 수 없기 때문이다.<sup>99)</sup>

그 외에 유럽에서는 강압성의 문제에 대한 대응으로서 공개매수 결과의 공표 후 일정기간 동일한 가격으로 응모를 인정하는 추가응모제도<sup>100)</sup>가 설치되어 있지만, 일본에는 그러한 제도는 없다.<sup>101)</sup>

유럽제도에서는 지배권 이전 후에 의무공개매수를 하므로 일정비율에 도달한 주식취득 자체에 대해서 당해 취득형태가 규제의 대상으로 되는지 여부라는 논점(일본에서는 '주권등의 매수등'에 해당하는지 여부라는 형태로 문제된다)이 생기지 않는다. 또한 어떠한 사정에 의해 반드시 의도하지 않고 일정비율에 도달한 주식을 취득한 경우에도 일정한 요건을 충족하고, 또한 당해 매수자가 신속하게 일정비율 미만으로 되도록 조치를 강구한 때에는 규제당국이 공개매수를 면제할 수 있다. 이처럼 유럽제도 아래에서는 더욱 실태에 따른 대응<sup>102)</sup>이 될 것으로 보인다.<sup>103)</sup>

#### 나. 지배주식의 취득 범위(전부매수 대 부분매수)

유럽의 의무공개매수 제도는 지배주식의 취득시 모든 주주에 대하여 공개매수를 해야 하며 부분매수는 허용되지 않는다(EU 공개매수지침 제5조 제1항). 반면 일본은 지배주식의 취득은 공개매수에 의하여야 하지만 전부매수의무는 없다. 2006년 개정에 의해 전부권유·전부매수의 무가 도입된 이후에도 그 발동기준은 3분의 2의 취득이므로 3분의 2 미만을 취득하여 지배권을 확보하는 데는 그러한 의무가 생기지 않는다.<sup>104)</sup>

第1910号(2010), 19면.

98) 太田 洋, 前掲論文, 49면.

99) 藤田友敬, 前掲論文, 40~41면.

100) 공개매수 결과 공표 후 일정기간, 동일가격으로 응모를 인정한다. 독일에서는 지배권 획득을 위한 공개매수(대상회사의 의결권 30%를 보유하여 지배를 획득하기에 이른 것) 및 단순공개매수(지배권 획득을 위한 공개매수와 의무공개매수 이외의 것)에 대해서는 추가응모기간(2주간)이 마련되어 있지만, 의무적 공개매수(지배권 획득 후의 의무적인 공개매수)에는 추가응모기간이 없다. 영국과 프랑스는 의무공개매수·임의공개매수 모두 추가응모기간(영국 14일, 프랑스 10 거래일)이 마련되어 있다.

101) 三井秀範, 前掲論文, 19~20면.

102) 유럽에서는 공개매수규제를 위반하면 의결권 동결 등의 조치가 강구된다. 예컨대, 독일은 의무공개매수 규정을 위반하여 공개매수가 실시되지 아니한 경우, 공개매수를 실시할 때까지 매수자 등에 속하는 주식에 관한 권리는 존재하지 않는 것으로 된다(기업매수법 제59조). 프랑스는 의무공개매수를 위반하여 기준을 초과한 의결권을 취득한 때에는 매수자는 공개매수안을 제출할 때까지 초과분의 의결권을 가지지 못한다(통화금융법 전 L433-3조 I).

103) 三井秀範, 前掲論文, 20~21면.

다. 지배주식의 취득방식(상대거래, 시장거래·제3자배정에 의한 취득)

유럽규제에서는 시장거래나 신주발행 등 지배주식의 취득방법을 불문하고 지배주식을 보유하게 되면 공개매수의무가 발생한다.<sup>105)</sup> 반면 일본에서는 매수자가 시장거래나 제3자배정에 의해 3분의 1을 초과하는 의결권을 취득한 경우에는 공개매수가 적용되지 않는다. 즉, 상대거래에 의한 지배주식의 취득을 제한하는 제도이다.<sup>106)</sup> 기본적으로 시장 외에서의 매수만을 규제대상으로 하며,<sup>107)</sup> 시장 내에서의 거래는 의무공개매수의 규제대상에서 제외된다.<sup>108)</sup> 상장회사의 주식을 시장에서 대규모로 매수하는 것은 문제가 있다는 점을 인정하고 유럽이나 영국은 규제에 의해 이를 금지하고, 규제를 하지 않는 미국은 대상회사의 이사회가 방어수단에 의해 대항하는 것을 허용하고 있다(특히 델라웨어주). 일본은 아무런 조치도 취하고 있지 않은데 이는 선진국의 법제도로서는 특이한 것으로 평가된다.<sup>109)</sup>

라. 규제목적의 차이로 인한 규제내용의 차이

유럽 공개매수 규제의 목적은 지배권의 변동이 기업가치에 중대한 영향을 미칠 수 있으므로 지배주식의 취득·이전이 발생하는 경우 주주가 공정한 가격으로 퇴출할 수 있는 권리를 보장하는 것이다.<sup>110)</sup> 반면 상대거래에 의한 지배주식의 취득을 금지하여 일반주주에게도 주식매각 기회를 제공하는 일본 제도는 지배권거래의 투명성을 확보하고, 지배권 프리미엄을 분배시키는 것을 목적으로 한다.<sup>111)</sup> 지배권거래의 투명성의 견지에서는 불투명한 거래(상대거래)를 해서는 안 되기 때문에 사전규제가 필요하다. 또한 지배주식의 취득을 투명한 방법으로 하면 전 부권유·전부매수는 필요하지 않으며, 시장거래의 경우 거래가 투명하고 제3자배정 방식에 의한 취득은 발행공시에 의해 투명성이 확보되므로 공개매수 적용대상에서 제외된다.

104) 藤田友敬, 前掲論文, 41면.

105) 시장매수에 대한 의무적공개매수 규범에 관해서는 Luca Enriques & Matteo Gatti, "Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to be Better Safe than Sorry", 15 Journal of Corporate Studies 55, 75-80 (2015).

106) 藤田友敬, 前掲論文, 41~42면.

107) 다른 자가 공개매수를 하고 있는 경우에 이미 3분의 1을 초과하여 취득한 자가 공개매수기간 중에 5%를 초과하여 매수하는 때는 '시장거래'라도 하더라도 공개매수가 강제된다(금융상품거래법 제27조의2 제1항 제5호, 동법시행령 제7조 제5항). 이는 지배주식 매수가 경합하는 경우 매수자 간에 균등한 기회를 제공하고, 투자자(주주)에게 충분한 정보를 제공하기 위한 것이다(長島・大野・常松法律事務所 編, 「公開買付けの理論と實務[第3版]」, 商事法務, 2018, 72면).

108) 太田 洋, 前掲論文, 49면.

109) 田中亘, "防衛策と買収法制の將來[上] — 東京機械製作所事件の法的検討 —", 「商事法務」 第2286号(2022), 8면.

110) 우리나라와 일본의 회사법상 주식매수청구권과 유사한 기능이다.

111) 藤田友敬, 前掲論文, 42~43면.

지배권 프리미엄의 분배 견지에서는 지배주주만 이익을 독점하는 것을 방지하면 되므로 다른 주주에게도 동일한 조건으로 주식을 매각할 기회가 제공되면 충분하며, 전부권유·전부매수의무까지는 불필요하다고 한다. 부분매수를 용인하면서 주식매각기회를 평등하게 제공하려면 사전규제를 하지 않을 수 없다. 또한 매도할 때 지배주주만이 프리미엄을 독점하는 것을 방지하는 것이라면 상대거래에 의한 취득만을 규제하면 된다. 시장거래나 제3자배정에 의한 취득은 특정한 매도인이 지배권 프리미엄을 독점할 수 없기 때문이다.<sup>112)</sup>

#### 마. 전부권유·전부매수의무의 비교

1990년 도입된 일본의 의무공개매수 제도는 도입할 때 참고로 하였던 영국법과는 그 성질이 크게 다르고 규제목적도 다르지만, 규제내용은 대체로 정합적이라고 설명할 수 있었다. 그러나 2006년 의결권의 3분의 2를 취득하는 경우에 전부권유·전부매수의무가 도입되면서 일본의 의무공개매수 제도는 일관되게 설명하기 어렵게 되었다. 전부권유·전부매수의무 제도는 의결권이 3분의 1 미만으로 되는 소수주주가 공정한 가격으로 퇴출하는 것을 보증하는 것이며, 유럽규제와 동일한 성격이다.

일본의 전부권유·전부매수의무는 1990년 도입된 3분의 1 룰을 토대로 더 추가된 형태로 작동된다. 그러나 일본의 3분의 1 룰은 유럽형 규제와 규제목적이 다른 것을 반영하여 적용범위나 규제수단이 다르며, 간단히 결합할 수 없는 제도이다. 가장 뚜렷한 부조화는 시장거래와 제3자배정에 의해 의결권의 3분의 2 이상을 취득한 경우에는 전부권유·전부매수의무가 부과되지 않는다는 점에서 나타난다. 소수주주에게 공정한 가격으로 퇴출할 기회를 보증하는 것이 제도의 취지라면 유럽형 규제와 마찬가지로 의결권의 3분의 2 이상의 주식이 취득된 경우에는 그 취득원인을 불문하고 규제를 해야 할 것이다. 2006년 개정에서 전부권유·전부매수의무의 도입방식은 일본에서 의무공개매수 제도의 취지·목적에 관한 이해가 혼란되고 있음을 나타내고 있다.<sup>113)</sup>

#### 바. 매수방어수단과의 관계

공개매수제도와 매수방어수단과의 관계가 문제된다. 첫째, EU 공개매수지침에서는 i) 이사의 중립의무, ii) 방어수단 무력화 조항(breakthrough 조항)이 규정되어 있지만, 각국의 재량에 따라 배제할 수 있다(opt-out). i)은 영국과 프랑스가 채택하고 있으며 독일은 의무로 하지 않지만 정관에서 선택적으로 채택할 수 있다. ii)는 영국, 독일, 프랑스 모두 의무가 아니지만 정

112) 藤田友敬, 前掲論文, 42~45면.

113) 藤田友敬, 前掲論文, 45~46면.

관에서 선택적으로 채택할 수 있다. 반면 미국과 일본은 이러한 제도가 존재하지 않는다.

둘째, 미국 및 일본에서는 차별적 행사 조건부 rights plan(포이즌필)의 도입사례가 있는데 비해 영국, 독일, 프랑스에서는 rights plan의 도입이 주식법상 곤란하거나(독일), rights plan이 도입된 사례에서도 차별적 행사조건을 수반하지 않는다(프랑스). 더욱이 이러한 방어수단을 마련하기 위한 주주총회결의의 필요 여부에 대해서도 국가별로 다르다.<sup>114)</sup>

#### IV. 우리나라의 의무공개매수 제도 도입방안에 관한 검토

공개매수제도는 자본제휴, 업무제휴의 필요성이나 관행, 금융·자본시장이나 기업사회의 실정에 관련된다.<sup>115)</sup> 자본시장법상 공개매수 규제는 공개매수를 시도하는 자와 대상회사의 경영진 사이에 중립을 유지하면서 대상회사 주주들의 이익을 보호하는 방향으로 구성하는 것이 타당할 것이다.<sup>116)</sup>

##### 1. 1997년 개정 증권거래법상 의무공개매수 제도

의무공개매수 제도는 상장법인 주식의 대량소유제한제도(증권거래법 제200조)<sup>117)</sup>가 1997년 1월 폐지됨에 따라 EU 공개매수지침을 토대로 유럽 각국의 의무공개매수 제도를 모델로 하여 1997년 개정 증권거래법(법률 제5254호, 1997. 1. 13. 일부개정, 1997. 4. 1. 시행)을 통해 도입되었다. 이는 공정한 매수·합병절차를 확립하고 경영권 보호 그리고 소수주주에게도 M&A시 수반되는 경영권 프리미엄을 균점할 수 있는 기회를 제공함으로써 주주평등의 원칙을 실현하고 반복적인 부분매수로 인한 폐해<sup>118)</sup>를 시정하기 위한 것이다.<sup>119)</sup>

즉, 주식등의 매수등을 하고자 하는 자는 당해 매수등을 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 25 이상이 되는 경우(본인과 그 특별관계자가 보유하는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 25이상인

114) 三井秀範, “歐州型の公開買付制度 — わが國公開買付制度との比較の観点から —”, 「商事法務」 第1910号 (2010), 20면.

115) 三井秀範, 前掲論文, 20~21면.

116) 김건식, “개정 증권거래법상의 공개매수제도”, 「인권과 정의」 제248호(대한변호사협회, 1997), 27면.

117) 1994년 개정증권거래법(법률 제4701호, 1994. 1. 5. 개정, 1994. 4. 1. 시행) 부칙 제1조에 따라 제200조의 폐지 효력은 1997년 1월 1일부터 발생하였다.

118) 반복적인 부분매수가 계속되면 대상회사의 주주와 경영진에 대한 압력과 수급에 의한 증권시장의 자동조정기능의 혼란 야기된다(이준섭, “공개매수법에 관한 고찰 — 개정 M&A법의 성찰 —”, 「상사법연구」 제18권 제2호(한국상사법학회, 1999), 349면).

119) 국회 재정경제위원회, “증권거래법중개정법률안 심사보고서”, 1996. 12, 82~84면.

자가 당해 주식등의 매수등을 하는 경우를 포함한다)에는 대통령령이 정하는 수 이상의 주식등을 공개매수하여야 한다. 다만, 그 유형 기타 사정을 감안하여 대통령령이 정하는 매수등<sup>120)</sup>에 관하여는 그러하지 아니하다(동법 제21조 제2항).

여기서 “대통령령이 정하는 수”라 함은 주식등의 총수의 100분의 50에 1주를 더한 수에서 기보유 주식등의 수를 공제한 수를 말한다(동법시행령 제11조의2; 대통령령 제15312호, 1997. 3. 22. 일부개정, 1997. 4. 1. 시행). 비율이 낮을수록 소수주주 보호에는 유리해지지만 매수자의 부담은 커지게 되다.<sup>121)</sup> 의무공개매수 제도는 5% 룰과는 달리 장내거래와 장외거래 모두에 적용되며, 매도당사자의 숫자를 불문하고 적용된다.<sup>122)</sup>

공개매수가격은 균일하여야 하며, 의무공개매수의 경우 공개매수가격은 대통령령이 정하는 가격 이상이어야 한다(동법 제25조의2 제2항). 여기서 “대통령령이 정하는 가격”이라 함은 다음의 가격을 말한다. 즉, i) 공개매수신고서를 제출하는 날부터 과거 1년간 공개매수자가 당해 공개매수대상 주식등의 매수등을 한 최고거래가격과 공개매수신고서를 제출하는 날의 전일에 증권시장에서 성립한 가격(종가 기준) 중 높은 가격, ii) 공개매수자가 i)의 기간 동안 공개매수대상 주식등의 매수등을 하지 아니한 경우에는 공개매수신고서를 제출하는 날의 전일에 증권시장에서 성립한 가격(종가 기준) 중 높은 가격이다(동법시행령 제13조의3).

의무공개매수 제도가 1998년 개정 증권거래법(법률 제5521호, 1998. 2. 24. 일부개정, 1998. 4. 1. 시행)에서 시행 1년 만에 폐지된 것은 동 제도가 우호적 M&A에도 적용됨으로써 증권시장의 M&A 기능을 위축시켜 기업의 구조조정을 저해한다는 지적이 있었으며, 당시 경제위기 상황에서 IMF가 지원의 전제조건으로서 적대적 M&A 허용과 함께 의무공개매수 제도의 폐지를 요구하였기 때문이다.<sup>123)</sup> 또한 지배권 거래시 대주주만이 장외거래에 의해 지배권 프리미엄을

120) 여기서 의무공개매수 면제사유로서 “대통령령이 정하는 매수등”이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 매수등을 말한다(동법시행령 제11조의3).

1. 증권거래법시행령 제11조 제1호 내지 제4호에 해당하는 주식등의 매수등(동조 제3호의 특수관계인이 주권상장법인 또는 협회등록법인인 경우에 당해 법인이 소유하는 주식등으로서 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(3월 이내의 기간에 한한다)에 대하여 상법 제434조의 규정에 의한 결의를 거쳐 유가증권시장 또는 협회중개시장을 통하여 행하는 매수
3. 합병 또는 영업의 전부양수로 인한 주식등의 매수등
4. 법 제189조의2의 규정에 의한 자기주식의 취득
5. 본인 및 그 특별관계자의 보유지분의 합계가 100분의 50인 이상인 경우 당해 본인 또는 그 특별관계자가 행하는 당해 법인의 주식등의 매수등
6. 제1호 내지 제5호 외에 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

121) 이문성, “개정 증권거래법 아래서의 의무공개매수제도와 소액주주의 보호”, 「상장협」 제35호(한국상장회사협의회, 1997), 49면.

122) 이문성, 전제논문, 48면.

123) 국회 재정경제위원회, “증권거래법중개정법률안 심사보고서”, 1998. 2. 5~6면.

독점하는 관행에 익숙한 기업 오너들의 강력한 저항이 있었고, 미국 측이 IBRD를 통해 외화지원의 전제조건으로 자신들에게 생소한 의무공개매수 제도에 대한 거부감과 적대적 M&A 추진 시 예상되는 높은 인수비용을 이유로 철폐를 요구한 것이다.<sup>124)</sup>

## 2. 21대 국회 제출 입법안

### 가. 이용우 의원안

이용우 의원이 대표발의한 「상장회사에 관한 특례법안」(의안번호 2725, 2020. 8. 5.)에 따르면 현행 상법과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」로 분산된 상장회사 관련 규정을 통합하여 「상장회사에 관한 특례법」을 제정하면서 현행 법률의 개편을 도모하고 있다.

동 법안은 소수주주들의 경영권 프리미엄 향유 및 주주가치 제고를 위하여 의무공개매수 제도의 도입을 규정하고 있다(개정안 제19조). 즉, 본인과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제133조 제3항에 따른 특별관계자가 매수, 신주인수권의 행사, 교환, 입찰, 그 밖의 취득 등(이하 “매수등”이라 한다)을 통해 보유하게 되는 의결권 있는 주식(의결권이 제한되는 주식을 포함한다)이 해당 상장회사의 의결권 있는 주식 총수의 100분의 25 이상인 경우, 해당 상장회사의 의결권 있는 주식 100분의 50 이상을 보유하도록 공개매수하여야 한다. 본인과 그 특별관계자가 보유하는 의결권 있는 주식 합계가 해당 상장회사의 의결권 있는 주식 총수의 100분의 25 이상인 자가 그 주식의 매수등을 하는 경우 또한 같다(개정안 제19조 제1항).

공개매수 규제에 대한 예외사유로서 i) 채권추심, 기업구조조정 등 일시적이고 불가피한 사유로 의결권 있는 주식을 보유하게 된 경우, ii) 본인과 특별관계자가 의결권 있는 주식 100분의 50 이상을 보유하면서 추가로 매수등을 통해 주식을 보유하게 되는 경우, iii) 그 밖에 i) 및 ii)에 준하는 사유로서 대통령령으로 정하는 사유가 있는 경우(해당 사유가 해소된 이후에는 공개매수를 하여야 한다)에는 공개매수 이외의 방법으로 매수등을 할 수 있다(개정안 제19조 제2항).

공개매수가액은 본인과 특별관계자가 최근 1년간 매수등을 한 주식의 최고가액 이상으로 하며, 공개매수에 청약한 주주의 주식을 모두 매수하여야 한다(개정안 제19조 제3항). 매수 기간, 매수 방법, 가격 등 공개매수에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다(개정안 제19조 제4항).

### 나. 배진교 의원안

배진교 의원이 대표발의한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(의안번호 13496, 2021.

---

124) 이준섭, 전계논문, 352면.

11. 23.)에 따르면 의무공개매수 제도를 도입하여 기업 인수과정에서 전량매입을 유도하고, 소액주주들에게도 경영권 프리미엄을 향유하도록 하여 주주평등의 원칙을 확립하고자 한다(개정안 제133조의2 신설). 또한 공개매수의 대상을 기존의 매수·교환·입찰, 그 밖의 유상취득에 추가하여 신주인수권의 행사와 전환권의 행사를 포함시켰다(개정안 제133조 제2항).

동 개정안은 본인과 제133조 제3항에 따른 특별관계자가 매수등을 통해 보유하게 되는 주식 이 해당 회사의 주식의 100분의 20 이상이 되는 경우(본인과 그 특별관계자가 보유하는 주식의 합계가 해당 회사의 주식의 100분의 20 이상인 자가 그 주식의 매수등을 하는 경우를 포함한다) 해당 회사 주식의 100분의 50 이상을 보유하도록 공개매수하여야 한다. 이 경우 주식은 발행주식총수에서 의결권 없는 주식을 제외한 주식만을 의미한다(개정안 제133조의2 제1항). 이용우 의원안은 100분의 25 이상(동법안 제19조 제1항)에서 100분의 20 이상으로 요건이 더 강화되었다.

공개매수 규제에 대한 예외사유로서 i) 채권추심, 기업구조조정 등 일시적이고 불가피한 사유로 의결권 있는 주식을 보유하게 된 경우, ii) 본인과 특별관계자가 의결권 있는 주식 100분의 50 이상을 보유하면서 추가로 매수등을 통해 주식을 보유하게 되는 경우, iii) 그 밖에 i) 및 ii)에 준하는 사유로서 대통령령으로 정하는 사유가 있는 경우(해당 사유가 해소된 이후에는 공개매수를 하여야 한다)에는 금융위원회의 승인을 받아 공개매수 이외의 방법으로 매수등을 할 수 있다(개정안 제133조의2 제2항). ‘금융위원회의 승인을 받아야 한다’는 점을 제외하고는 이용우 의원안 제19조 제2항과 동일하다.

공개매수가격은 본인과 특별관계자가 매수의 청약을 하기 전 1년 이내에 매수등을 한 주식의 최고가액 이상으로 하며, 공개매수에 청약한 주주 주식을 모두 매수하여야 한다(개정안 제133조의2 제3항, 이용우 의원안 제19조 제4항과 동일). 그 밖에 공개매수의 기간, 방법, 가격 등 필요한 사항은 대통령령으로 정한다(개정안 제133조의2 제4항, 이용우 의원안 제19조 제4항과 동일).

#### 다. 이용우 의원안과 배진교 의원안의 검토

배진교 의원안은 전술한 이용우 의원안과 비교할 때 의무공개매수 요건이 100분의 25가 아니라 100분의 20으로 축소되고, 공개매수 예외사유를 적용할 때 금융위원회의 승인을 받도록 한 점을 제외하고는 동일하다. 또한 공개매수의 대상에 신주인수권의 행사와 전환권의 행사를 포함시켜 적용 범위를 확대하였다.

#### 라. 개정안의 검토

제정안 중 의무공개매수가 적용되지 않는 예외사유가 채권추심 등 일시적·불가피한 사유 등 협소하게 한정되어(제정안 제19조 제2항), 다른 주주에 대한 권익침해가 없고 신주인수권 등 정당한 주주권 행사를 통한 주식보유도 의무공개매수를 강제(제정안 제19조제1항)하는 등 불합리를 초래하고 있다. 1997년 증권거래법 제21조 및 동법시행령 제11조에서 의무공개매수 적용 예외사유로서 신주인수권, 전환청구권 또는 교환청구권의 행사에 의한 주식등의 매수, 특수관계인으로부터의 주식 등의 매수 등을 열거하였고, 현행 자본시장법에서도 예외에 해당한다(동법시행령 제143조).

2020년 12월 전면 개정된 공정거래법에 따라 지주회사의 상장 자회사 또한 손자회사 의무보유 지분을 요건이 과거 20%에서 30%로 상향되었다(공정거래법 제18조 제2항 제2호, 제3항 제1호). 이에 따라 신규 설립·전환된 지주회사의 경우 제정안에 따른 25% 초과매수가 불가피하여, 결국 '50% 이상'까지 의무공개매수가 강제되는 불합리한 결과를 초래한다. 공개매수를 의무화하면 공정거래법 제18조 제2항에 따른 지주회사의 신규 설립이나 전환에 과다한 비용을 부담하게 됨으로써 지주회사제도를 도입하는 유인을 감축하는 등 부작용을 초래할 수 있으므로<sup>125)</sup> 이를 적용면제의 대상으로 하거나, 후술하는 바와 같이<sup>126)</sup> 의무공개매수의 발동요건을 30%로 높이는 방안이 타당할 것이다.

### 3. 2022년 금융위원회의 의무공개매수 제도 도입 안

2022년 12월 금융위원회는 “주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나”를 개최하여 1997년 도입되었다가 1998년 폐지된 의무공개매수 제도를 다시 도입할 계획임을 밝혔다. 동 제도가 폐지된 이후 4반세기 동안 방치되었던 지배권 변동시 소수주주 보호 문제가 신정부의 대선공약과 국정과제에 포함됨에 따라 이를 이행하기 위한 것이다.

이를 통해 경영권 변경과정에서 대상기업의 일반주주들이 보유한 지분을 인수자에게 매도할 기회를 제공하여 일반주주들도 지배주주와 같은 경영권 프리미엄을 공유할 수 있도록 함으로써 주주평등의 원칙을 실현하고자 한다. 또한 의무공개매수 제도 도입으로 약탈적인 M&A를 방지하는 반면 기업간 시너지를 창출하는 순기능 M&A가 위축되지 않도록 보완책을 마련하여 일반주주 보호와 M&A 시장 활성화라는 두 가지 가치 간에 균형을 추구할 예정이다.<sup>127)</sup>

125) 한국상장회사협의회, “「상장회사에 관한 특례법」 제정안에 대한 의견 - 이용우 의원 대표발의, 의안번호 제2102725호 -”, 2020. 9. 17~18면.

126) 후술하는 IV.4.가. 참조

127) 금융위원회, “「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」 개최 및 방안 발표 — 경영권 변경시 일반주주 권익 제고를 위해 의무공개매수제도 도입을 추진하겠습니다 —”, 2022. 12. 21. 보도자료



세부방안으로는 우선 적용대상은 자본시장법상 상장회사이다. 적용요건으로는 주식의 25% 이상을 보유한 최대주주가 되는 경우 잔여 주주를 대상으로 공개매수의무를 부과한다. M&A 계약을 통하여 새롭게 25% 이상을 보유하는 최대주주가 되는 경우뿐만 아니라 기존 25% 미만을 보유한 최대주주가 추가로 주식을 취득하여 25% 이상 되는 경우를 포함한다. 공개매수가격은 지배주주와 동일한 가격을 적용하여 경영권 프리미엄이 포함되도록 한다.

매수물량은 경영권 변경지분을 포함하여 총 50%+1주 이상의 매수 의무를 부과한다. 이는 일반주주 보유지분 전량을 매수할 경우 과도한 인수대금으로 인해 M&A가 위축되는 것을 방지하기 위한 것으로, 경영권 변경지분 확보 후 잔여지분의 일정 부분에 대해 공개매수 의무를 부과한다(전체주식 중 50%+1주 - 경영권 변경지분 취득분). 이때, 공개매수에 응한 주식의 ① 50%를 초과하는 경우, 비율대로 안분하고, ② 50%에 미달하는 경우에는 동 공개매수 청약 물량만을 매수하는 것으로 의무를 완료하게 된다. 예컨대, 25% 이상을 인수한 이후 의무공개매수를 실시하여 응모한 주식의 50%인 경우 50%를 2분의 1로 안분하여 25%+1주만 인수하면 총 50%+1주가 되므로 물량요건을 충족한다.

적용 예외사유로서 기업 구조조정 등과 같이 산업합리화를 위해 필요한 경우, 다른 법률에서 부과된 의무에 따라 지분을 취득하는 경우 등에 대해서는 자본시장법 개정 이후 시행령 등 하위법령 개정과정에서 이를 구체화할 예정이다.

제재조치로서는 잔여지분에 대한 공개매수 없이 경영권을 취득하면 의결권 제한, 주식 처분 명령 등의 조치를 취하고, 공개매수 허위공고 등에 대해서는 공개매수자의 배상책임, 공개매수의 정지·금지 등 행정조치, 형벌 등을 부과할 예정이다.

금융위원회는 의무공개매수에 대해 2023년에 자본시장법을 개정하여 입법을 추진하고, 시행 시기에 대해서는 개정안 통과 이후 1년 이상 유예기간을 부여할 계획이다.<sup>128)</sup> 금융위원회가 제시한 의무공개매수 도입방안은 1997년 증권거래법 개정시 도입되었던 의무공개매수 제도와 중요 내용이 거의 유사한 것으로 보인다.

#### 4. 우리나라의 의무공개매수 제도 도입방안

##### 가. 의무공개매수의 발동요건

2022년 금융위원회의 의무공개매수 제도 도입안에 따르면 주식의 25% 이상을 보유한 최대주주가 되는 경우, 잔여 주주를 대상으로 공개매수의무를 부과할 예정이다. M&A 계약을 통하여 새롭게 25% 이상을 보유하는 최대주주가 되는 경우뿐만 아니라 기존 25% 미만을 보유한

료, 2면.

128) 금융위원회, 전계보도자료, 7~8면.

최대주주가 추가로 주식을 취득하여 25% 이상 되는 경우를 포함한다.

여기서 최대주주라는 용어를 사용하는 입법례는 생소하므로, 지배권을 취득하는 경우로 수정하는 것이 타당하다고 본다. 취득비율이 낮을수록 소수주주 보호에는 유리하지만, 매수자의 부담이 커지게 되어 M&A를 저지하는 효과가 크게 된다.

유럽의 경우 직접 또는 간접적으로 특정한 비율의 의결권을 부여받아 지배권을 취득한 경우를 의무공개매수 제도 적용대상으로 규정하고 있다(EU 공개매수지침 제5조 제1항 제1문). 의무공개매수의 발동요건으로 25% 비율을 택한 국가는 이탈리아, 헝가리이며, 30%를 취한 국가는 영국, 독일, 프랑스 등 11개 국가, 33%를 선택한 국가는 그리스, 포르투갈 등 7개 국가이다. 영국의 경우 30% 이상을 보유하면 법적 지배권은 아니더라도 회사업무에 대한 유효한 지배권을 취득한다고 본다.<sup>129)</sup> 독일에서는 주주총회 참석률이 통상적으로 60%인 점을 감안하여 그 1/2인 30%로 설정하였다. 일본은 주주총회 특별결의를 저지할 수 있는 3분의 1로 정하였다.

우리나라에서도 일본의 1/3 강제공개매수제도 도입을 지지하는 견해가 제기된다. 즉, 상법상 주주총회 특별결의가 가능하면서도, 또한 특별결의를 저지할 수 있는 수준인 발행주식총수의 1/3 이상을 기준으로 삼는 것이 타당하며, 일본 금융상품거래법처럼 부분매수원칙을 도입할 것을 주장한다.<sup>130)</sup>

한편 영국식 의무공개매수 제도(30% 기준)의 도입을 지지하는 견해는 지배주주와 소수주주 간의 이해상충 문제를 완화하고, 매수자로 하여금 공개매수를 보다 신중하게 선택할 수 있도록 유도하는 영국식 제도의 도입을 주장한다. 즉, 대상회사의 30% 이상의 의결권을 보유하게 되거나, 30% 이상 50% 이하의 의결권을 보유한 자가 추가적으로 취득하는 경우에는 잔여주식 '전부'에 대해 의무공개매수를 해야 한다는 것이다. 1998년 이후 국내 자본시장 발달로 의무공개매수 제도를 도입하더라도 인수자금 조달에 큰 문제가 없으며,<sup>131)</sup> 기업구조조정을 위한 M&A를 억제한다는 문제는 예외 사유를 규정함으로써 해결할 수 있다고 한다.<sup>132)</sup>

2022년 금융위원회의 도입안은 1997년 개정 증권거래법과 같은 25% 기준을 제시하고 있는데, 이는 국제적으로 낮은 수준으로 보인다. 2020년 4월 1일 현재 우리나라 상장회사 2,029개사의 '최대주주 등 특수관계인의 지분율'은 평균 41.2%이며, 지분율이 '25% 이상 50% 미만'에 해당하는 회사는 총 944개사로 45.5%에 달한다.<sup>133)</sup> 우리나라의 경우 상장회사 최대주주의 평균

129) Gibson, Dunn & Crutcher LLP, "The City Code on Takeovers and Mergers - An Introduction", June 2013, p. 15.

130) 송종준, 전계논문Ⅲ, 164면; 동, "지배권 프리미엄의 공유 문제와 의무공개매수제도", 「경제법연구」 제11권 제2호(한국경제법학회, 2012)(이하 "전계논문Ⅳ"라 한다), 34, 53~54면.

131) 김석봉, "경영권 프리미엄과 소수주주 보호", 「재무관리연구」 제32권 제3호(한국재무관리학회, 2015), 221면.

132) 박준선, "의무공개매수제도와 소수주주의 권리 보호", 「법학연구」 제20집 제4호(인하대학교 법학연구소, 2017), 66면; 김우찬·강정민, "영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립", 「경제개혁리포트」 2010-4호(경제개혁연구소, 2010), 33면.

133) 한국상장회사협의회, "「상장회사에 관한 특례법」 제정안에 대한 의견 - 이용우 의원 대표발의, 의안번호

지분율이 41.2%로 높은 편이고, 자본시장의 글로벌 스탠더드 측면에서도 국제적으로 가장 많이 채택하고 있는 30% 기준이 적절하다고 본다.

#### 나. 의무공개매수의 매수 수량

유럽에서 의무공개매수의 규제목적은 지배권 변동이 기업가치에 중대한 영향을 미치므로 지배권 변동 시 주주에게 공정한 가격으로 퇴출할 수 있는 권리를 부여하는데 있다. 따라서 전부권유·전부매수의무를 원칙으로 한다. 반면 일본은 상대거래에 의한 지배주식의 취득을 금지하여 지배권거래의 투명성을 확보하고 지배권 프리미엄을 분배시키는 것을 목적으로 한다. 따라서 불투명한 거래(상대거래)를 방지하기 위해 사전규제가 필요하고, 지배주식의 취득을 투명한 방법으로 하면 전부권유·전부매수의무를 요하지 아니하고 부분매수를 허용한다.<sup>134)</sup> 또한 부분매수로 인해 발생하는 매도압력 등의 약점을 보완하기 위하여 3분의 2 이상을 취득하는 때에는 전부매수의무를 부과하고 있으나, 그것도 장외의 상대거래에 한정하고, 장내거래나 신주의 제3자배정에 의해 취득하는 때에는 적용되지 않아 전부매수의무가 제한적으로 운용된다. 전부매수에 대해서는 매수자의 자금부담으로 인해 효율적인 M&A를 저해한다는 비판이 있는 반면, 부분매수 제도는 대상회사 소수주주가 매도압력(강압성)을 피할 수 없어서 소수주주의 퇴출권 보장이 제대로 이루어지지 않는다는 문제점이 제기된다.

2022년 금융위원회 도입안에 따르면 50%+1주라는 부분매수의무 제도를 채택하여 공개매수에 의하지 않고 취득할 수 있는 기존 보유주식 25%를 제외한 나머지 25%+1주에 대해서만 공개매수를 통해 취득하면 의무공개매수 요건을 충족한다. 이는 세계적으로 공개매수에 의해 실질적으로 취득해야 하는 비율이 가장 낮은 경우에 해당한다. 유럽은 25%~33.3%를 임의매매로 취득한 후 그 이상을 취득하려면 '모든' 주식을 대상으로 공개매수를 하여야 한다. 일본은 사전규제를 채택하고 있으므로 3분의 1 이상을 취득하는 경우 바로 그 취득분부터 공개매수를 하여야 하므로, 공개매수 요건이 발동될 경우 최소 매수물량이 '3분의 1'이고, 3분의 2 이상 취득하려면 모든 주식을 대상으로 매수청약을 하여야 한다.

우리나라에서도 전부매수 제도의 도입을 지지하는 견해<sup>135)</sup>와 부분매수 제도를 지지하는 견해가 대립한다.<sup>136)</sup> 2022년 금융위원회 도입안에 따르면 50%+1주만 매수하면 요건을 충족하므로 공개매수 전 취득한 25%를 제외한 나머지 75% 주식 중 25% 이상만 공개매수하면 됨에 따라 잔여 소수주주들이 매도할 수 있는 기회는 1/3로 축소된다. 이 경우 소수주주가 상당한 매도압력을 받게 되어 의무공개매수를 도입하는 취지가 반감될 것이다. 따라서 30% 이상의 주식

제2102725호 -", 2020. 9., 18면.

134) 전술한 III.7.나. 참조.

135) 박준선, 전계논문, 66면.

136) 송중준, 전계논문III, 163면; 동, 전계논문IV, 54면; 2022년 금융위원회 도입안.

을 취득하는 경우 공개매수의무를 부과하고, 이미 취득한 30%를 제외한 나머지 70% 주식 중 35%를 공개매수하도록 하여 65%+1주를 취득함으로써 소수주주가 매도할 수 있는 기회를 최소한 1/2로 보장할 필요가 있을 것이다.

#### 다. 대상회사 이사회의 중립성 및 방어수단 무력화 조항

EU 공개매수지침에 따르면 공개매수가 공표된 때 대상회사의 이사회는 주주총회의 사전승인을 받지 않으면 공개매수가 종결될 때까지 다른 매수자를 구하는 행위 이외에 공개매수를 방해하는 행위를 할 수 없다(동지침 제9조 제2항). 이러한 이사회의 중립의무 조항의 채택 여부는 회원국의 재량사항인데, 영국과 프랑스는 채택하고 있지만 독일은 채택하지 않고 있다. 이처럼 유럽은 매수자에게 전부매수를 의무화하고, 대상회사의 이사에게는 공개매수에 대해 중립의무를 부과하면서 중립의무의 채택 여부는 회원국의 재량에 맡기고 있다.

반면 일본은 의무공개매수를 할 때 부분매수를 허용하면서 이사회에 중립의무를 부과하지 않고 있다. 오히려 기업가치 향상을 위하여 필요한 경우 방어수단으로 포이즌필의 일종인 rights plan을 허용하고 있다. 이는 의무공개매수를 통하여 소수주주를 보호하면서도 약탈적 M&A 등에 대응하기 위한 방어조치를 허용하고 있는 것으로 보인다.

2022년 금융위원회 의무공개매수 도입방안은 일본처럼 부분매수를 허용하면서 이사회의 중립의무에 관한 조항을 포함하고 있지 않다. 우리 상법은 일본과 같은 적극적인 방어수단을 도입하고 있지 않으므로 이사회의 방어수단에 대해서는 유럽과 일본의 중간적인 입장을 취하고 있다. 우리나라는 현실적으로 적대적 M&A가 발생하기 쉽지 않은 환경이므로 공개매수에 대한 방어수단에 관하여는 유럽의 이사회 중립의무나, 일본의 rights plan 등을 도입하지 않고 일단 현행대로 운영해보고 대응해 나가는 것이 바람직하다고 본다.

공개매수를 저해하는 주식구조가 있는 경우 공개매수자가 이러한 주식구조를 돌파하는 것을 허용하는 EU의 방어조치 무력화(breakthrough) 조항은 그 채택 여부가 회원국의 재량사항이고, 유럽에서도 에스토니아만 채택하고 프랑스와 이탈리아가 그 일부를 채택한데 불과하여 규범으로서 의미가 크지 않다. 일본도 도입하지 않고 있으며, 우리나라의 경우에도 도입할 필요는 없다고 본다.

#### 라. 사전·사후규제와 최저가격규제

유럽은 의무공개매수와 임의공개매수 모두에 대해 매수가격의 하한을 규제하고 있다(최저가격규제, 동지침 제5조 제4항). 즉, 매수자가 취득한 보유비율이 일정한 수준을 초과한 이후에 사후적으로 나머지 주식에 대하여 공개매수를 하고, 그 경우 공개매수가격도 매수 전 6개월 이

상 12개월을 초과하지 않은 범위 내에서 최고가격 이상이어야 한다.

반면 일본은 의무공개매수에 대해 최저가격을 규제하지 않으며 단지 사후적인 인하를 금지하고(동법 제27조의6 제1항 제1호) 가격의 균일성을 요구할 뿐이다(동법 제27조의2 제3항, 동법시행령 제8조 제3항). 사전규제를 하고 있기 때문에 가격이 너무 낮을 경우 공개매수가 실패하여 지배주식을 취득할 수 없다고 보기 때문이다.

2022년 금융위원회의 도입안에 따르면 사후규제 방식을 취하면서 공개매수가격은 지배주주와 동일한 가격으로 정하여 지배주주의 경영권 프리미엄이 포함되도록 할 예정이다. 이는 유럽형의 최저가격규제와 유사하고, 1997년 개정 증권거래법에서 공개매수신고서 제출 이전 1년간 최고거래가격 이상으로 규정하였던 것(동법 제25조의2 제2항, 동법시행령 제13조의3)과 유사한 방안으로 의무공개매수 도입 취지에 비추어 타당하다고 본다.

#### 마. 규제목적과 지배주식의 취득방식(시장거래, 장외거래, 상대거래)

유럽은 의무공개매수의 목적이 지배권 거래시 주주에게 대상회사로부터 퇴출기회를 보장하기 위한 것이므로 그 취득은 장내외 거래와 제3자배정에 의한 취득 등을 모두 포함한다. 반면 일본은 장외에서 상대거래를 방지하여 거래의 투명성을 확보하기 위한 것이므로 거래의 투명성이 확보되는 시장거래나 발행시장에 의한 공시가 이루어지는 신주의 제3자배정에 의한 취득은 포함하지 않는다.

시장거래를 통한 매매는 먼저 매매한 자가 유리한 성격이 있으므로 공개매수 이상으로 주주에 대한 매각압력이 생기기 쉽고, 기업가치를 하락시키는 매수를 실현시킬 위험성이 있다고 지적된다.<sup>137)</sup> 또한 제3자배정을 통한 지배권 이전은 새로운 지배주주가 커다란 사적 이익을 향유하고 그 원천이 다른 주주로부터의 이익 이전에 의한 것이라면 전체로서 기업가치를 감소시킬 수 있어서 문제시된다.<sup>138)</sup>

1997년 개정 증권거래법상 의무공개매수 제도는 주식의 취득방식에 관련된 규정이 없었지만 해석상 시장거래도 포함된다고 보았다.<sup>139)</sup> 2022년 금융위원회 도입안에서는 이에 관한 특별한 언급은 없지만, 장내외 거래 및 제3자배정에 의한 취득을 포함하는 것이 타당하다고 본다.

#### 바. 의무공개매수시 소수주주 축출제도 도입

EU 공개매수지침은 의무공개매수 완료 후에 일정한 요건을 충족하는 경우 매수자(지배주

137) 飯田秀總, “公開買付規制の改革 — 欧州型の義務的公開買付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), 19~20면; 田中亘, 「企業買収と防衛策」, 商事法務, 2013, 411~412면.

138) 森本滋, “新株の發行と株主の地位”, 「法學論叢」 第104卷 第1号(1978), 1, 20면 이하,

139) 김건식, 전계논문, 35면; 이문성, 전계논문, 48면.

주)에게 대상회사에 잔존하는 소수주주를 공정한 가격(fair price)으로 축출할 수 있는 권리를 인정하고(동지침 제15조 매도청구권 : right of squeeze-out), 소수주주에게도 매수자에게 주식의 매수를 청구할 수 있는 권리는 인정하고 있다(동지침 제16조 소수주주의 매수청구권 : right of sell-out). 즉, i) 공개매수자가 대상회사의 의결권을 가진 자본금의 90% 및 의결권의 90% 이상의 증권을 보유한 경우(회원국의 재량에 따라 95%까지 인상 가능), 또는 ii) 공개매수청약의 승낙 후, 공개매수자가 대상회사의 의결권을 가진 자본금의 90% 및 의결권의 90% 이상의 증권을 취득하였거나 취득하기로 확정계약을 체결한 경우 등이다. 공개매수가격은 공정한 가격으로 추정되며(동지침 제15조 제5항), 매도청구권과 매수청구권은 공개매수 승낙기간 종료 후 3개월 이내에 행사하여야 한다(동지침 제15조 제4항).

매도청구권은 공개매수자가 소수주주의 지분을 강제로 취득하게 되므로 소수주주의 재산권 보호 측면에서 문제된다. 매도청구권은 구조조정의 효율성을 높이고 유동적인 유가증권시장의 형성이라는 공공의 목적에 기여한다는 점이 강조된다. 소수주주가 적고 적절한 보상이 제공된 경우에만 인정된다는 점에서 목적과 수단이 비례한다고 보아 그 정당성을 인정하고 있다.<sup>140)</sup> 소수주주의 매수청구권은 지배주주에게 매도청구권을 인정하는 것과의 공평성의 견지에서 그 리고 주주가 공개매수의 매도압력에 대응할 수 있는 적절한 수단이라는 점에서 인정된 것이다.<sup>141)</sup>

영국은 회사법에서 90% 의결권을 취득하는 경우 이를 도입하고 있고(매도청구권은 제979조~제982조, 매수청구권은 제983조~제985조), 독일은 '유가증권취득 및 기업인수법률(WpÜG)'에서 95% 의결권을 취득하는 경우 채택하고 있다(동법 제39a조 및 제39c조).

일본의 경우 공개매수와 연계된 소수주주 축출제도는 규정하고 있지 않으며, 특별지배주주의 주식매도청구권이나 주식병합 등의 방법이 활용되고 있다. 대상회사의 90% 이상의 주식을 가진 특별지배주주에게 대상회사의 주주 전원에 대하여 주식 전부의 매도를 청구할 수 있는 권리를 부여하고 있다(일본회사법 제179조 제1항).<sup>142)</sup>

우리나라도 공개매수와 연계된 소수주주 축출제도를 규정하지 않고 있다. 발행주식총수의 95% 이상을 보유한 지배주주에게 인정되는 매도청구권(상법 제360조의24)과 소수주주의 매수청구권(상법 제360조의25)을 두고 있을 뿐이다. 상법상 소수주주 축출제도는 매수가격을 둘러

140) The High Level Group of Company Law Experts, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids, 10 January 2002, pp. 61- 62

141) The High Level Group of Company Law Experts, op. cit., p. 62.

142) 소수주주 축출방법으로 활용되어 온 전부취득조항부종류주식의 경우 매수자가 대상회사의 주식을 90% 이상 보유하고 있음에도 불구하고 주주총회를 개최해야 하므로 시간적·절차적 비용이 높아지고, 기간이 장기화되면 공개매수에 응하지 않은 주주가 불안정한 지위에 놓이게 되어 공개매수의 강압성이 높아진다는 지적이 있었다(岩原紳作 編, 「會社法コンメンタル補卷 — 平成26年改正」, 商事法務, 2019, 191면). 이러한 문제를 해결하기 위하여 2014년 개정회사법에서 특별지배주주의 매도청구권이 도입되었으며, 이는 회사에 대한 청구권이 아니라 다른 주주에 대한 권리라는 점에서 특수한 소수주주권이다(江頭憲治郎, 「株式會社法[第8版]」, 有斐閣, 2021, 279면). 대상회사가 거래당사자가 되는 것이 아니며 일종의 형성권 행사이므로 조직재판과는 법적 성질이 다르다(坂本三郎 編, 「一問一答平成26年改正會社法[第2版]」, 商事法務, 2015, 254면).

싼 분쟁이 발생하는 경우가 많고, 주주총회 결의를 거쳐야 한다.

2022년 금융위원회 의무공개매수 제도 도입안에서도 공개매수 후의 소수주주 축출에 관한 규정은 구비되지 않고 있다. 우리나라의 경우에도 기업구조조정의 효율성을 높이기 위하여 소수주주의 재산권을 보장하는 것을 전제로 공개매수 종료 후의 소수주주 축출제도를 도입할 필요가 있다.

영국은 90% 의결권을 취득하는 경우 공개매수시 소수주주 축출을 허용한다. 독일은 공개매수법에서 95%를 취득하면 허용하고 있으나, 합병의 소수주주 축출을 규정한 조직재편법의 경우 90%를 취득하면 허용되어, 합병을 통한 소수주주 축출이 가장 많이 활용된다.<sup>143)</sup> 일본은 공개매수시 소수주주 축출제도는 없지만, 90% 이상 취득한 특별지배주주에 대해 매도청구권이 인정된다.

따라서 우리나라의 경우에도 소수주주에 대한 보호조치를 강구하는 것을 전제로 하여 유럽처럼 90% 이상 의결권을 취득하면 공개매수 종료 후 3개월 이내에 매수자가 ‘의무공개매수 가격’으로 소수주주에게 매도청구권을 할 수 있도록 하고, 소수주주도 매수자에게 매수청구권을 행사할 수 있도록 규정하는 것이 타당하다.<sup>144)</sup> 이를 통하여 매수자 측면에서는 구조조정 작업을 효율적으로 할 수 있고, 소수주주가 공개매수가격 등에 대한 불만으로 당초 공개매수에 응하지 않았더라도, 추후 매수자에게 공개매수가격으로 매도할 수 있게 되어 공개매수의 매도압력이 완화될 것이다.

## V. 결 어

우리나라 상장회사 M&A 거래는 합병이나 영업양도 방식보다는 지배주주가 장외거래를 통해 지배권 프리미엄을 독점하면서 주식양도를 함으로써 이루어지는 방식이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 이러한 주식양도 방식에 의한 M&A의 경우 대상회사의 소수주주를 보호하는 문제가 해결되지 않고 있는데, 이 논문은 이러한 소수주주 보호의 일환으로 논의되고 있는 의무공개매수 제도의 도입을 둘러싼 법적 쟁점을 다루었다.

의무공개매수의 발동요건으로는 2022년 금융위원회가 제시한 발행주식총수의 25% 취득을 30% 취득으로 상향시키기는 것이 타당하다. 상장회사의 경우 최대주주의 평균지분율이 41.2%

143) 전술한 III.4.다. 주) 62 참조

144) 지배주식의 양도에 의해 지배주주가 변경되면 소수주주에게 시장가격으로 매도할 기회를 보장하는 방안이 제기되지만(정준혁, “의무공개매수 제도의 기능과 도입 가능성에 대한 검토”, 「증권법연구」 제20권 제2호(한국증권법학회, 2019), 117면), 이 방안은 시장가격이 공개매수가격보다 낮을 가능성이 크므로 소수주주에게 매도압력이 존재하고, 소수주주가 경영권 프리미엄을 공유할 수 없다는 문제점이 있다.

로 높고, 30% 기준은 유럽 각국에서도 가장 많이 채택하고 있어서 글로벌 스탠더드 측면에서도 적절하다고 본다.

의무공개매수 매수수량에 대해서는 M&A 억제효과를 완화하기 위하여 부분매수 제도를 채택하되, 소수주주의 실질적인 매도 기회를 보장할 필요가 있다. 이를 위하여 발행주식총수의 30% 이상 취득하는 경우 공개매수의무를 부과하고, 나머지 70% 주식의 1/2인 35%를 추가로 공개매수하도록 하여 소수주주가 매도할 수 있는 기회를 최소한 1/2로 보장할 필요가 있을 것이다.

공개매수가격에 대해서는 사후규제 방식을 취하면서 공개매수신고서 제출 이전 1년간 최고 거래가격 이상으로 하는 것이 타당하다. 의무공개매수의 주된 목적이 대상회사의 주주에게 퇴출기회를 보장하기 위한 것이므로, 그 취득은 장내외 거래와 제3자 배정에 의한 취득 등을 모두 포함하여야 한다.

대상회사 이사회의 중립성을 요구하는 조항과 M&A에 대한 방어수단을 무력화하는 조항은 EU에서도 그 채택 여부가 회원국의 재량사항이고, 거의 채택하지 아니하고 있는 점을 감안하여 우리나라의 경우에도 도입할 필요는 없을 것이다.

의무공개매수 후의 소수주주 축출에 관한 조항을 도입할 필요가 있다. 소수주주에 대한 보호조치를 강구하는 것을 전제로, 90% 이상의 의결권을 취득하는 경우 일정한 기간 내에 매수자가 의무공개매수가격으로 매도청구를 할 수 있고, 소수주주도 매수자에게 매수청구를 할 수 있도록 하는 것이 바람직하다. ☐



## 참 고 문 헌

### 1. 국내문헌

- 국회 재정경제위원회, “증권거래법중개정법률안(의안번호 제150967호) 검토보고서”, 1998. 2.
- 금융위원회, “「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」 개최 및 방안 발표 — ”, 2022. 12. 21.
- 김건식·송옥렬, 「미국의 증권규제」, 홍문사, 2001.
- 김건식, “개정 증권거래법상의 공개매수제도”, 「인권과 정의」 제248호(대한변호사협회, 1997).
- 김석봉, “경영권 프리미엄과 소수주주 보호”, 「재무관리연구」 제32권 제3호(한국재무관리학회, 2015).
- 김우찬·강정민, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립”, 「경제개혁리포트」 2010-4호(경제개혁연구소, 2010).
- 김지평·김성진, “의무공개매수제도 도입 및 관련 제도 개선 방안에 대한 소고”, 「BFL」 제117호(서울대학교 금융법센터, 2023).
- 노혁준, “경영권 이전에 관한 몇 가지 쟁점: 공개매수에 관한 EU의 제13지침과 그 시사점”, 「서울대학교 법학」, 제48권 제4호(2007).
- 박건도, “EU의 공개매수 규율에 관한 법리”, 「한양법학」 제33권 제2집(한양법학회, 2022).
- \_\_\_\_\_, “영국의 공개매수 규율에 관한 법리”, 「법과 정책연구」 제22집 제2호(한국법정책학회, 2022).
- 박준선, “의무공개매수제도와 소수주주의 권리 보호”, 「법학연구」 제20집 제4호(인하대학교 법학연구소, 2017).
- 송종준, “M&A에 있어서 부의 부당한 이전의 합리적 통제방안”, 「서울법학」 제29권 제4호(서울시립대학교 법학연구소, 2022).
- \_\_\_\_\_, “엘리엇 사태에서 본 M&A 방어법제의 규범론적 과제 — 부의 이전과 통제의 관점에서 —”, 「경영법률」 제26집 제2호(한국경영법률학회, 2016).
- 이경미, “상장회사지배권 거래에 대한 합리적 통제를 위한 공개매수제도의 연구”, 이화여자대학교 대학원 법학박사학위논문, 2019.
- 이문성, “개정 증권거래법 아래의 의무공개매수제도와 소액주주의 보호”, 「상장협」 제35호(한국상장회사협의회, 1997).
- 이준섭, “공개매수법에 관한 고찰 — 개정 M&A법의 성찰 —”, 「상사법연구」 제18권 제2호(한국상사법학회, 1999).

#### 42 선진상사법률연구 통권 제102호 (2023.4.)

- 이현오, “EU의 의무공개매수제안제도: 도입 양태와 도입 시 고려사항”, 「ERRI 이슈&분석」 제2016-02호, 경제개혁연구소, 2016.
- 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009.
- 정준혁, “M&A에서 주주 보호에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 법학박사학위논문, 2017.
- \_\_\_\_\_, “의무공개매수 제도의 기능과 도입 가능성에 대한 검토”, 「증권법연구」 제20권 제2호(한국증권법학회, 2019).
- 전경훈, “한국 M&A의 특성과 그 법적 시사점에 관한 시론”, 「선진상사법률연구」 제56호 (법무부, 2011).
- \_\_\_\_\_, “기업인수에 관한 법리와 실무”, 「BFL」 제100호(서울대학교 금융법센터, 2020).
- 한국M&A거래소, “최근 5년간 국내 주요기업 M&A 동향 분석”, 2022. 1.
- 한국상장회사협의회, “「상장회사에 관한 특례법」 제정안에 대한 의견 - 이용우 의원 대표발의, 의안번호 제2102725호 -”, 2020. 9.

## 2. 일본문헌

- 江頭憲治郎, 「株式會社法[第8版]」, 有斐閣, 2021.
- 内藤純一, “株式公開買付制度の改正”, 「商事法務」 第1208号(1990).
- 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”, 公益財団法人 日本証券經濟研究所, 2010.
- 大杉謙一, “M&A取引における株主保護法制の各國比較[上]”, 「商事法務」 第2202号(2019)
- 東京高決平成17年3月23日 判例時報 第1899号(2005).
- 藤田友敬, “支配株式の取得と強制公開買付 — 強制公開買付制度の機能”, 「會社・金融・法 [下卷](岩原神作 外 編)」, 商事法務, 2013.
- 飯田秀總, “公開買付規制・大量保有報告規制の課題”, 「ジュリスト」 第1512号(2017).
- \_\_\_\_\_, 「公開買付規制の基礎理論」, 商事法務, 2015.
- \_\_\_\_\_, “公開買付規制の改革 — 欧州型の義務的公開買付制度の退出權の考え方を導入すべきか — ”, 「商事法務」 第1933号(2011).
- 北村雅史, “EUにおける公開買付規制”, 「商事法務」 第1732号(2005).
- 森本滋, “新株の發行と株主の地位”, 「法學論叢」 第104卷 第1号(1978).
- 三井秀範, 三井秀範, “欧州型の公開買付制度 — わが國公開買付制度との比較の観点から — ”, 「商事法務」 第1910号(2010).
- 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦 編, 「金融商品取引法コンメンタール第1巻 定義・開示制度」, 商事法務, 2016.

- 岸田雅雄 監修, 「注釋金融商品取引法[第1卷] 定義・情報開示」, 金融財政事情研究會, 2011.
- 岩原紳作 編, 「會社法コンメンタル補卷 — 平成26年改正」, 商事法務, 2019.
- 野田輝久, “EUにおける企業買収 — EU公開買付指令”, 「法律時報」 第79卷5号(2007).
- 英國M&A制度研究會, “英國M&A制度研究會報告書”, 財団法人 日本証券經濟研究所, 2009.
- 玉井裕子・大沼眞・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會社のM&A — 公開買付制度と實務上の諸問題 —”, 「商事法務」 第2131号(2017).
- 日野正晴, 「註解 金融商品取引法[第3版]」, 中央經濟社, 2011.
- 長島・大野・常松法律事務所 編, 「アドバンス金融商品取引法」, 商事法務, 2009.
- 長島・大野・常松法律事務所 編, 「公開買付けの理論と實務[第3版]」, 商事法務, 2018.
- 井上光太郎, “TOB(公開買付け)と少數株主利益”, 「商事法務」 第1874号(2009).
- 田中亘, “防衛策と買収法制の將來[上] — 東京機械製作所事件の法的検討 —”, 「商事法務」 第2286号(2022).
- \_\_\_\_\_, 「企業買収と防衛策」, 商事法務, 2013.
- 太田 洋, “公開買付規制の現在と課題 — 岐路に立つわが國の強制公開買付規制”, 「ジュリスト」 第1444号(2012).
- 坂本三郎 編, 「一問一答平成26年改正會社法[第2版]」, 商事法務, 2015.
- 黒沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, 2016.
- Harold Baum(久保寛展譯), “ドイツと日本の企業買収法における共通点と相違点”, 「ドイツ會社法・資本市場法研究」(早川勝・正井章箴・新作裕之・高橋英治 編), 中央經濟社, 2016.
- Michael Burian・渡辺宏之, “ドイツ企業買収法の解釋と運用 - 買付條件等のテクニカルな論点を中心にして - ”, 「早稻田法學」 第86卷 第4号(2011).

### 3. 영미문헌

- William D. Andrew, “The Shareholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”, 78 Harv. L. Rev. 505 (1965).
- John Armour, Jack B. Jacobs, and Curtis J. Milhaupt, “The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework”, 52 Harv. Int’l L.J. 219 (2011).
- Harold Baum, “Takeover Defenses in Japan: Corporate Value Reports and Guidelines”, 21 Journal of Japanese Law 131 (2006).
- \_\_\_\_\_, “Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a

- Regulatory Model”, 3 University of Tokyo Journal of Law and Politics (2006).
- Theodor Baums, “The Regulation of Takeovers under German Law”, 14 Euro. Bus. L. Rev. 1453 (2004).
- Lucian A. Bebchuk, “Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers”, 98 Harv. L. Rev. 1695 (1985).
- \_\_\_\_\_, “The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy”, 12 Del. J. Corp. L. 911 (1987).
- Paul L. Davies, Sarah Worthington, Gower’s Principles of Modern Company Law, 10th ed., Sweet & Maxwell, 2016.
- Gower & Davis, Principles of Modern Company Law, 7th ed., 2003.
- Luca Enriques & Matteo Gatti, “Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to be Better Safe than Sorry”, 15 Journal of Corporate Studies 55 (2015).
- Luca Enriques, Ronald J. Gilson & Alessio M. Paces, “The Case for an Unbiased Takeover Law(With an Application to the European Union)”, 4 Harv. Bus. L. Rev. 85 (2014).
- Sergio Gilotta, “EU Takeover Law and the Powerful Anti-takeover Force of Supermajority”, 26 Colum. J. Eur. L. 1 (2019).
- Ferrarini, Hopt, Winter & Wymeersch, ed., Reforming Company and Takeover Law in Europe, 2004.
- Gibson, Dunn & Crutcher LLP, “The City Code on Takeovers and Mergers - An Introduction”, June 2013.
- Jeffrey N. Gordon, “An American Perspective on the New German Anti-takeover Law”, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, Working Paper No. 209, 2002.
- Marccus Partners, The Takeover Bids Directive Assessment Report, July 2, 2012.
- The Panel on Takeovers and Mergers, The City Code on Takeovers and Mergers, 13th ed., 5 July 2021.
- Len Sealy & Sarah Worthington, Sealy’s Cases and Materials in Company Law, 9th ed., Oxford, 2010.
- The High Level Group of Company Law Experts, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids, 10 January 2002.

## Abstract

# Legal Tasks of Protecting Shareholders Under Merger and Acquisition Transactions of Listed Companies - Mainly Focusing on the Regulation of Mandatory Takeover Bids -

Kim, Soon-Suk

The stock transfer method for M&A transactions which enables controlling shareholder to monopoly control premium through over-the-counter transactions accounts for the highest proportion of M&A transactions of listed companies in Korea and surpasses mergers or business transfers. In the case of M&A through this stock transfer method, the problem of protecting minority shareholders of the target company has not been solved, and this article deals with legal issues surrounding the introduction of the mandatory takeover bids system to Korea, which is being discussed as part of the protection of minority shareholders.

As a requirement for invoking mandatory takeover bids, it is reasonable to raise the requirement of purchasing 25% of the total number of issued shares proposed by the Financial Services Commission of Korea in 2022 to purchasing 30%. In the case of listed companies, the average shareholding ratio of the largest shareholder is high enough to reach 41.2%, and the 30% standard is the most widely adopted in European countries, so it would be appropriate in terms of global standards.

For the number of stocks purchased under mandatory takeover bids, a partial purchase system shall be adopted to alleviate the effect of suppressing M&A, but it needs to provide minority shareholders actual selling opportunities. To this end, if more than 30% of the total number of issued shares is acquired, it will be necessary to impose the acquirer the obligation of mandatory takeover bids and to purchase an additional 35% of the remaining 70% shares, allowing at least an half of the opportunity for minority shareholders to sell.

As for the price of mandatory takeover bids, it is reasonable to take a post-regulation method and to set above the highest transaction price during one year before submitting

mandatory takeover bids report. Since the main purpose of mandatory takeover bids is to guarantee the shareholders of the target company an opportunity to exit, the acquisition should include both off-the-shelf transactions and acquisitions by allocation to third parties.

It would not be necessary to introduce provisions requiring neutrality of the target company's board of directors and provisions that breakthrough defense measures against M&A in Korea, considering that it is the discretion of member states and rarely adopted in the EU.

This thesis suggests to introduce provisions for the freezeout of minority shareholders in Korea after mandatory takeover bids. On the condition that protective measures for minority shareholders should be taken in advance, it is desirable that if more than 90% of voting rights are acquired, the acquirer can claim minority shareholders to sell remaining stocks at the mandatory tender price within three months of the end of the time allowed for acceptance of the bid, and minority shareholders can also claim the acquirer to purchase from them.

Key Words : Takeover Bids(Tender Offer), Mandatory Takeover Bids, Listed Companies, Mergers and Acquisitions, Mergers, Business Transfer, Stock Transfer, Neutral Obligation of Board of Directors, Breakthrough Provisions