울산대학교 사회과학논집 제8권 2호 pp. 125~146, 1998.
Journal of Social Science Vol.8 No.2, pp. 125~146, 1998
University of Ulsan.

국내 공개매수의 실태와 법제개선방안에 관한 연구

劉 榮 --
사회과학부 법학전공

<요 약>

본 논문에서는 국내에서 현재까지 이루어진 22건의 공개매수에 대하여 몇 가지 기준을 가지고 그 실태를 분석하여 보았다. 그리고 여기서 드러난 문제점을 토대로 몇 가지 개선방안을 제시하였다. 공개매수의 역사가 일천한 관계로 국내 공개매수의 실태는 아직 초보적인 단계에 있다. 그리고 현재는 IMF 사태로 인하여 그마저 소강상태에 있으나, 지금이야말로 과거 국내 공개매수에서 드러난 문제점을 찾아내고, 이에 대한 법제개선방안을 마련할 수 있는 적기라고 생각한다. 결론적으로 공개매수와 관련하여 국내에서 만연된 불법행위를 방지하고 투자자를 보호하기 위해서는 공시제도의 강화, 방어행위에 대한 제한철폐 및 방어수단의 확충, 공개매수가격의 규제 및 공개매수대금 지급의 확보 등의 조치가 이루어져야 한다고 본다.

A Study on the Realities of Domestic Tender Offers and Legislative Reforms

You, Young-Ihl
Professor of Law

<Abstract>

This article analyzes the realities of 22 domestic tender offers announced during 1994-1998 with some standards, and suggests some legislative reforms on the basis of this analysis. Because of it's short history, the realities of domestic tender offers are still at the first stage, and even still the present economic crisis makes domestic tender offer activities come to a lull. But this article emphasizes the fact that present is most

opportune for identifying problems revealed from past domestic tender offers, and preparing for a legislative reforms. In conclusion, to prevent the spread of illegality with respect to domestic tender offers and to protect the interests of the investors, this article suggests such legislative reforms as the strengthening of disclosure system, deregulation regarding defensive actions, diversification of defensive tactics, restriction of tender offer price and the guaranty of tender offer payment.

I. 서 론

국내에서 1976년 공개매수제도 도입 이후 1993년까지 공개매수가 이루어진 사례는 한 건도 없었다. 그 이유는 공개매수제도에 대한 인식부족으로 공개매수가 생소한 기업활동으로 인식되었으며, 사회적, 윤리적 측면에서도 공개매수를 부도덕한 것으로 보는 시각이 많았기 때문이다. 또한 국내기업의 폐쇄적인 주식소유구조로 말미암아 공개매수에 의한 경영권취득도 쉽지 않았다. 구증권거래법 제200조상의 대량주식취득 제한과 정부의 경영권보호 위주의 경제정책도 국내에서 공개매수가 활성화되지 못하는데 기여했다. 그 후 기업의 소유와 경영의 분리현상의 진전과 경영권 과보호장치에 대한 비판 등 기업의 경영권도 시장경제원리에 입각하여 대주주 스스로 지켜야 한다는 인식이 확산되면서 1994년 들어 국내 증시 사상 최초로 공개매수가 이루어졌다. 그 후 1998년 9월 30일 현재까지 총 22건의 공개매수가 국내에서 이루어졌다.[1] 공개매수는 특히 1997년에 가장 활발하게 이루어졌다. 그 이유는 1997년 4월 1일 의무공개매수제도의 도입으로 공개매수가 어려워지기 이전에 공개매수를 하려는 데 있었다. 또한 증권거래법 제200조의 폐지를 앞두고 경영권에 위협을 느낀 많은 국내기업들이 경영권안정을 위하여 자기회사 주식을 공개매수하기도 하였다. 한편, 정부는 증권거래법 제200조 폐지에 따르는 국내기업의 혼란을 줄이기 위하여, 1997년 4월 증권거래법 개정을 통하여 의무공개매수제도를 도입하는 등 공개매수제도를 대대적으로 손질하였다.

새로이 도입된 의무공개매수제도는 소액주주들에게도 지배권 프리미엄의 분배에 참여할 수 있는 기회를 준다는 본래의 도입목적과 달리, 공개매수 등 M&A를 억제하는 요인으로 작용하였다. 동제도 아래에서 대상회사의 주식을 25% 이상 취득하기 위해서는 발행주식의 50%+1주까지, 그것도 공개매수자가 당해 주식에 대해 과거 1년간 지급한 최고가격으로 의무적으로 공개매수하여야 했기 때문에, 공개매수자는 막대한 자금부담을 지게 되었다. 이에 따라 IMF 체제 아래에서 기업간의 구조조정과 공개매수 등 M&A를 원활히 하기 위하여 의무공개매수제도는 1998년 4월 전격적으로 폐지되었다. 그러나 동제도의 폐지 이후에도 국내에서 공개매수는 전혀 이루어지지 않고 있다. 이는 IMF 사태로 인한 국내경기의 침체에 그 원인이 있다. 그 동안 차입경영에 크게 의존하여 부채비율이 매우 높은 국내기업들은 현재 부채비율을 낮추는 것이 지상의 과제로 되어 있으며, 이를 위해 경쟁력 없는 사업부문을 처분하고 있다. 과거 M&A를 통한 무분별한 사업확장이 국내기업의 부채비율

1) 다음의 문헌을 참조할 것. 한상국, 유가증권의 공개매수제도 개선방안, 상장협 1995 추계호(제32호), 82면; 안문택, 우리 나라의 M&A 현황 및 문제점, 상사법연구 제14집 제1호(1995), 166면; 정규재, 기업최후의 전쟁 M&A, 한국경제신문사, 1997, 303면.

을 높인 주요인이라고 할 수 있다. M&A를 통하여 신흥재벌로 급속히 부상한 기업들이 IMF 사태 아래에서 가장 먼저 무너진 것은 이를 반증한다. 현재는 이른바 M&A를 통한 외형확장 보다는 오히려 회사분할 내지 매각처분(divestiture)을 통한 재무구조 개선 등 내실을 다질 시대이다. 현재와 같은 상황 아래에서 국내기업들이 매수자금을 마련한다는 것은 매우 어려운 일이므로, 당분간 국내에서 공개매수 내지 적대적 M&A의 열풍을 기대하기는 어려울 것으로 보인다. 그러나 한편으로는 현 시점이 국내 공개매수의 실태를 분석하고 문제점을 파악할 수 있는 적기라고 판단된다. 이 글에서는 증권관리위원회와 증권거래소에 제출된 공개매수신고서와 공개매수결과보고서 등을 참고로, 국내 공개매수의 실태와 법제개선방안에 관하여 고찰하고자 한다.[2]

II. 국내 공개매수의 실태

1. 연도별 공개매수 발생건수

국내에서의 연도별 공개매수 발생건수는 [표 1]과 같다. 여기서 연도는 공개매수신고서의 제출일을 기준으로 하였다. 발생건수를 계산함에 있어서는 동일회사에 의한 복수의 공개매수 가운데 정정신고서 제출의 경우에는 독립한 발생건수로 계산하지 않은 반면,[3] 2차 공개매수와 대항공개매수는 독립한 발생건수로 계산하였다.[4]

[표 1] 연도별 공개매수 발생건수

연도	발생건수	공개매수 회사명
1994	3건	나이키, 한솔제지, 원진
1995	2건	쌍용그룹, 한국제지
1996	5건	나산종건, 큐닉스, 신무림제지, 효진 1차, 서륜
1997	12건	효진 2차, 태일정밀, 화성산업, 신춘호, 농심가, 한미은행, 이장한, 사보이호텔 1차, 사보이호텔 2차, 중원, P&G, 오리온전기
1998.9.30	0건	
계	22건	

국내 최초의 공개매수는 1994년 5월 31일 삼나스포츠 주식에 대한 나이키의 공개매수이다. 이처럼 국내 최초의 공개매수는 외국기업에 의해 이루어졌다. 그러나 나이키의 공개매

2) 증권관리위원회는 1997년 12월 31일 제정된 '금융감독기구의설치등에관한법률'에 의하여 금융감독위원회로 통합되었다.

3) 공개매수조건을 변경하고자 하는 경우에는 응모주주에게 불리한 경우를 제외하고 원칙적으로 공개매수기간이 종료하는 날까지 증권관리위원회가 정하는 정정신고서를 내고 변경할 수 있다(증권거래법 제23조의 2).

4) 증권거래법에서는 1년 이내의 반복공개매수를 금지하고 있으나(동법 제23조 3항), 대항공개매수가 있는 경우에는 예외가 인정된다(동법시행령 제12조의 4).

수는 대상회사의 경영권을 빼앗기 위한 본래 목적의 공개매수가 아니고, 국내기업과의 합작관계가 종료되고 대상회사의 상장이 폐지되는 과정에서 소액주주를 보호하기 위한 목적으로 이루어졌다. 그럼에도 불구하고 나이키의 공개매수는 공개매수의 조건과 방법에 관한 구체적 기준을 최초로 제시하여 이후 공개매수의 하나의 모델이 되었다는 점에서 매우 중요한 의미를 갖는다. 한솔제지의 공개매수는 국내 최초의 적대적 공개매수임과 동시에, 실질적 의미에서의 최초의 공개매수이다. 또한 종금사를 대상으로 하는 향후 공개매수의 출발점이 되었다. 원진의 공개매수는 국내 최초의 실패한 공개매수로써, 이를 통하여 국내에서도 방어수단이 본격적으로 활용되는 계기가 되었다. 한국제지와 신무림제지, 그리고 효진과 서륭의 공개매수는 각각 동해펄프와 항도종금이라고 하는 1개의 회사를 대상으로 한 경쟁공개매수이다.

특히 눈에 띄는 점은 1997년에 공개매수가 집중적으로 발생하였다는 점이다. 총 22건 가운데 무려 12건이(54.5%) 이 기간 동안에 발생하였다. 그 이유는 1997년 4월 1일 의무공개매수제도의 시행을 앞두고 공개매수요건이 까다로워지기 전에 서둘러 공개매수를 마치려는 기업이 많았기 때문이다. 8건이 이에 해당한다. 1997년 4월 1일 의무공개매수 제도의 시행 이후에는 1998년 9월 30일 현재까지 총 4건의 공개매수가 발생하는데 그쳤다. 이 가운데 2건의 우호적 공개매수(P&G와 오리온전기)는 성공한 반면, 2건의 적대적 공개매수는 1건은 많은 문제점을 발생시킨 채 실패로 끝났고(중원), 다른 1건은 공개매수자들이 모두 검찰에 고발되는 등 우여곡절 끝에 결국 성공하였다(사보이호텔).[5] 1998년에 들어서는 공개매수가 1건도 발생하지 않고 있으며, 1998년 4월 1일에는 종래 공개매수 등 M&A 활성화에 걸림돌로 작용해 온 의무공개매수제도가 도입 1년만에 폐지되었다.[6] 그러나 그 이후에도 공개매수가 전혀 일어나지 않고 있는데, 이는 IMF 사태에 따른 금융 및 외환위기와 이로 인한 공개매수대금의 부족 등이 그 원인이라고 할 수 있다. 국내기업들은 현재 M&A를 통한 과거의 무분별한 사업다각화를 반성하고 사업부문 매각 등 구조조정 과정을 거치고 있다.

2. 공개매수의 목적

공개매수의 목적은 대상회사에 대한 경영권취득이 가장 일반적이지만, 그 밖에 경영권강화나 상장폐지 등 여러 가지가 있을 수 있다. 국내에서 이루어진 공개매수를 목적에 따라 분류하면 [표 2]와 같다. 여기서 경영권취득은 공개매수자가 공개매수를 통하여 새로이 경영권을 취득한 경우를 의미하고, 경영권강화는 공개매수 이전에도 이미 단독 또는 공동으로 경영권을 가지고 있던 자가 공개매수한 경우를 의미한다. 이에 따라 원진과 한국제지의 공개매수의 경우에는 이들 회사가 경남에너지와 동해펄프에 대하여 공개매수 이전에도 각각 가원 및 신무림제지와 이미 공동경영을 해 왔기 때문에 모두 경영권강화 목적으로 분류하였다.

---

5) 사보이호텔의 공개매수는 최초의 의무공개매수이다. 사보이호텔의 공개매수는 1차와 2차로 나누어진다. 증권거래법상 1년 이내의 반복공개매수가 금지됨에도 불구하고, 1차 공개매수 직후 사보이호텔의 2차 공개매수가 가능했던 이유는 증권관리위원회가 이와 같은 제한규정을 적용하지 않기로 방침을 정했기 때문이다.

6) 의무공개매수제도가 M&A의 걸림돌로 작용해 왔던 이유에 대해서는, 정규재, 앞의 책, 333면 이하 참조.

[표 2] 공개매수의 목적

공개매수목적	건수	회사명
경영권취득	14건	한솔제지, 쌍용그룹, 나산종건, 큐닉스, 효진 1차, 서륭, 효진 2차, 태일정밀, 화성산업, 사보이호텔 1차, 사보이호텔 2차, 중원, P&G, 오리온전기
경영권강화	7건	원진, 한국제지, 신무림제지, 신춘호, 농심가, 한미은행, 이장한
기타	1건	나이키
계	22건	

* 기타는 상장폐지를 목적으로 한 것임.

경영권강화 목적의 공개매수는 특히 1997년 4월 1일 의무공개매수 제도의 시행을 앞두고, 1997년 3월 중에만 4건이 집중적으로 발생하였다. 이들 공개매수는 모두 대상회사의 기존 대주주가 의무공개매수제도가 시행되면 지분률을 증가시키기가 어려울 것을 예상해 동제도의 시행 이전에 서둘러 실시한 것이다. 즉, 장래의 적대적 M&A 가능성에 대비해 경영권강화 내지 안정을 위하여 자기회사 주식을 공개매수한 것이다. 이처럼 국내에서는 기존 대주주에 의한 공개매수가 많다. 나머지 3건은 앞에서 본 바와 같이 종래 대상회사를 공동경영 해 오던 기업들이 경영권강화 목적으로 한 것이다. 예컨대, 한국제지와 신무림제지의 공개매수는 동해펄프에 대한 제1, 제2 대주주간의 공개매수로써, 원료공급자인 동해펄프의 경영권을 강화할 목적으로 경영권의 변동 없이 양 회사가 서로 합의해 공개매수를 용인했다.

경영권취득 목적의 공개매수는 모두 14건이 발생하였는데, 대부분이 사업영역의 확정 내지 사업다각화를 위한 것으로써 특히 금융업에의 진출이 두드러진다.

3. 공개매수의 경제적 분류

공개매수는 경제적으로 수평적, 수직적, 그리고 복합적 공개매수로 분류할 수 있다. 수평적 공개매수란 경쟁관계에 있는 동일업종의 다른 기업을 인수하는 것을 말하고, 수직적 공개매수란 동일업종의 원료회사와 생산회사, 그리고 판매회사와 같은 생산공정의 전후단계에 있는 기업 상호간의 인수를 말한다. 그리고 복합적 공개매수란 사업다각화를 위한 공개매수로서 관련분야나 또는 전혀 다른 업종에의 진출을 목적으로 하는 것을 말한다. 국내에서 이루어진 14건의 경영권취득 목적의 공개매수를 대상으로 이를 경제적으로 분류하면 [표 3]과 같다.[7]

7) 경영권강화 목적의 공개매수는 공개매수자가 이미 대상회사에 대하여 경영권을 가지고 있는 경우이므로 여기서 제외하였다.

[표 3] 공개매수의 경제적 분류

구분	건수	회사명
수평적	1건	P&G
수직적	1건	오리온전기
복합적	12건	한솔제지, 쌍용그룹, 나산종건, 큐닉스, 효진 1차, 서흥, 효진 2차, 태일정밀, 화성산업, 사보이호텔 1차, 사보이호텔 2차, 중원
계	14건	

[표 3]에서 보는 바와 같이 국내에서 이루어진 공개매수는 대부분이 복합적 공개매수이다. 총 14건 가운데 12건(85.7%)이 새로운 사업부문으로의 진출 내지 사업다각화를 목적으로 한 것이다. 새로운 진출대상 업종으로는 단연 금융업(종금업)이 압도적으로 많다. 복합적 공개매수 12건 가운데 8건(66.7%)이 이에 해당한다. 이는 국내기업들이 특히 금융업 진출을 선호하고 있음을 단적으로 보여주는 좋은 예이다. 특히 지방 단자사가 공개매수의 주요 대상이 된 이유는, ① 이들의 경우 대부분 특별한 대주주가 없어 경쟁공개매수의 출현 등으로 공개매수가 실패할 위험이 작고, ② 자본금 규모가 작기 때문에 공개매수에 따른 자금부담이 상대적으로 적을 뿐만 아니라 ③ 종금사로의 전환 등의 이점이 있었기 때문이다.[8] 이로 인해 뚜렷한 자금조달 창구가 없는 일부 대기업들이 이들 회사에 관심을 보인 것이다. 수평 및 수직적 공개매수는 각각 1건씩이 이루어졌는데, 모두 가장 최근의 우호적인 공개매수에서 이루어졌다.

4. 우호적, 적대적 공개매수의 비율

공개매수가 우호적인가, 적대적인가의 구별은 일반적으로 공개매수에 대한 대상회사 경영진의 최초의 반응을 기준으로 한다. 우호적 공개매수는 대상회사 경영진의 최초의 반응이 우호적인 경우를 말하고, 적대적 공개매수는 최초의 반응이 적대적인 경우를 말한다.[9] 최초의 반응을 기준으로 하는 것은, 공개매수 가운데에는 처음에는 적대적으로 시작했다가 나중에는 우호적으로 바뀌는 경우도 있기 때문이다.[10] 한편, 우리 나라에서는 공개매수가 대주주간의 경영권 다툼 과정에서 발생하는 경우가 많기 때문에, 적대적인가, 우호적인가의 구별은 경영진이 아닌 제1 대주주의 반응을 기준으로 하기도 한다.[11] 여기서는 경영진 및 대주주의 반응 양자를 모두 기준으로 하기로 한다.

8) 한상국, 앞의 논문, 85면.

9) 대상회사는 광고, 서신 기타 문서에 의하여 그 공개매수에 관한 의견을 표시할 수 있으며, 이 경우에는 그 내용을 기재한 문서를 지체없이 증권관리위원회와 증권거래소 또는 협회에 제출하여야 한다(증권거래법 제25조).

10) 예컨대, 사보이호텔의 공개매수가 이에 해당한다.

11) 같정웅/최도성, M&A 사례집 I, 창해, 1998, 416면.

[표 4] 우호적, 적대적 공개매수의 비율

구분	건수	회사명
우호적	10건	나이키, 한국제지, 나산종건, 신무림제지, 신춘호, 농심가, 한미은행, 이장한, P&G, 오리온전기
적대적	12건	한솔제지, 원진, 쌍용그룹, 효진 1차, 서륭, 큐넉스, 효진 2차, 태일정밀, 화성산업, 사보이호텔 1차, 사보이호텔 2차, 중원
계	22건	

[표 4]에서 보는 바와 같이, 국내에서 우호적 공개매수와 적대적 공개매수의 발생건수는 각각 10건(45.5%)과 12건(54.5%)으로 적대적 공개매수가 약간 많다. 국내에서 이처럼 적대적 공개매수가 많이 이루어지고 있는 현상은 우리의 전통적인 소유지배 및 기업관념에서 보면 획기적인 변화라고 할 수 있다. 또한 원래 공개매수는 적대적인 M&A 수단으로 많이 이용됨에도 불구하고, 국내에서 우호적 공개매수의 비율이 비교적 높은 이유는 1997년 4월 1일 이전에는 경영권안정을 위해 대주주에 의한 우호적 공개매수가 많이 이루어졌고, 그 이후에는 의무공개매수제도의 도입으로 우호적 M&A의 경우에도 25% 이상의 주식취득시에는 공개매수가 강제되었기 때문이다. 이에 대하여 뚜렷한 지배주주가 없거나 대주주의 지분률이 낮은 기업을 상대로 한 공개매수는 적대적인 것이 많다. 한솔제지(동해종금), 쌍용그룹(인천투금), 효진과 서륭(항도종금) 및 태일정밀과 화성산업(대구종금)의 공개매수가 이에 속한다.

한편, 국내에서는 제1, 제2 대주주간의 경쟁공개매수가 많다. 즉, 기존 대주주간의 경영권다툼에 제3자가 개입하여 공개매수를 하는 경우이다. 이는 기존 대주주들이 동업을 하고 있는 경우에는 유동주식수가 제한되어 있어 공개매수의 성공이 어렵기 때문에, 제3자가 경영에서 소외된 대주주 중 1인과 개별협상에 의해 경영권을 인수하는 것이 효과적이기 때문이다.[12]

5. 적대적 공개매수의 성공률

공개매수의 성공여부는 대상회사에 대한 지배권취득 여부로 결정할 수 있다. 그러나 공개매수에는 경영권강화 목적의 공개매수도 있으므로 여기서는 공개매수신고서에 기재된 공개매수예정 주식수를 100% 매수한 경우에는 성공으로, 그리고 이에 1주라도 미달한 경우에는 모두 실패로 처리하였다. 효진 1차, 태일정밀, 화성산업의 경우가 후자에 해당한다.

12) 정동윤외 2인, 적대적 M&A와 법적대응(보고서), 전국경제인연합회, 1996, 8면.

[표 5] 적대적 공개매수의 성공률

구분	건수	회사명
성공	5건	한솔제지, 쌍용그룹, 서륭, 효진 2차, 사보이호텔 2차
실패	7건	원진, 큐닉스, 효진 1차, 태일정밀, 화성산업, 사보이호텔 1차, 중원
계	12건	

[표 5]에서 보는 바와 같이 12건의 적대적 공개매수 가운데 성공한 경우가 5건(41.7%)이고, 실패한 경우가 7건(58.3%)으로써, 국내에서는 실패율이 조금 높은 것으로 나타났다. 참고로 미국에서 1985년 - 1994년 동안에 상장회사에 대한 공개매수의 성공률은 81%에 달한다. 이처럼 높은 성공률을 보인 까닭은 이 기간 동안에 발생한 공개매수의 90%가 단독공개매수였기 때문이다. 같은 기간 동안 경쟁공개매수의 성공률은 52%에 불과하다.[13] 국내에서의 실패원인을 보면, 대상회사측의 강력한 방어행위(원진, 큐닉스), 경쟁공개매수의 등장(효진 1차, 태일정밀, 화성산업), 관련법규 위반(사보이호텔 1차, 중원) 등이다. 관련법규 위반의 주된 내용은 사보이호텔 1차의 경우에는 주식파킹 행위이고, 중원의 경우에는 공개매수대금을 지급하지 못했다.

6. 방어수단의 주요유형

적대적 공개매수의 경우에는 대상회사의 경영진이 다양한 방어수단을 사용하여 방어행위를 하게 된다. 국내에서 이루어진 12건의 적대적 공개매수에서 사용된 방어수단의 주요유형은 [표 6]과 같다.[14]

[표 6] 방어수단의 주요유형

공개매수 회사명	방어수단의 주요유형
원진	White Knight
큐닉스	Pac-Man Defence, 자사주 취득, 자사주펀드
효진, 서륭	Pac-Man Defence, Lock-Up Option[15]
사보이호텔	무상증자, 자사주 취득
중원	상호주 취득전략, 보유주식 처분

13) 선우석호, M&A, 법문사, 1997, 346면.

14) 방어수단의 종류와 내용에 대해서는, 유영일, 주식공개매수에 관한 연구 - 방어행위의 적법성에 관한 미국 회사법상의 논의를 중심으로, 법학박사학위논문(서울대), 1994, 32면 이하 참조.

15) 항도종금은 보유중인 동화상호신용금고 지분 45.4% 중 35.9%를 약 45억원에 홍서산업 등 5개 서륭관계사에게 넘기기로 이사회에서 결의하였다. 이에 대해 효진은 동화상호신용금고는 항도종금의 주요한 자회사로 이를 처분할 경우 항도종금의 자산가치에 막대한 손실이 올 수 있다는 이유로 법원에 처분금지 가처분신청을 제기하였다. 부산지방법원은 결정문에서, '주요주주간에 경영권분쟁이 일고 있는 가운데 항도종금이 주요 자회사를 분쟁당사자 일방에게 매각하는 것은 돌이킬 수 없는 손실을 초래할 위험이 있다'면서 효진의 주장을 받아들였다.

[표 6]에서 보는 바와 같이 국내 공개매수에서는 미국에서와 달리 방어수단이 다양하게 사용되고 있지 않다.[16] 특히 사전 방어수단이 미흡하다. 이는 우리 상법상 활용 가능한 방어수단의 종류가 한정되어 있고, 공개매수의 역사가 일천하여 다양한 방어수단이 개발되지 않았기 때문이다. 뿐만 아니라, 증권거래법과 상장법인재무관리규정에서 대상회사의 일정한 방어행위를 제한하고 있는 것도 이유가 될 수 있다. 우선, 대상회사는 공개매수기간 동안 의결권 있는 주식에 관계되는 유가증권의 발행과 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의를 할 수 없다. 다만, 공개매수신고서 제출 전에 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의가 있었던 경우에는 예외이다(증권거래법 제23조 4항, 동법시행령 제12조의 5). 또한 대상회사는 경영권분쟁 기간 중에는 전환사채와 신주인수권부사채를 사모형식으로 발행할 수 없으며, 전환기간도 발행 후 1년 이후로 제한된다(상장법인재무관리규정 제14조 2항, 제18조). 이와 같은 방어행위 제한은 공개매수의 직접당사자가 아닌 대상회사의 이사가 그 권한을 이용하여 기존 주주에게 유리한 행위를 함으로써 지배권거래의 공정한 경쟁을 해치는 것을 막기 위한 것이다. 과거에는 국내에서 적대적 공개매수 사례가 없었고, 또한 의무공개매수제도의 도입 이후에는 이로 말미암아 공개매수 자체가 어려웠으므로 다양한 방어수단이 불필요했다고도 할 수 있다. 그러나 이제 국내에서도 적대적 공개매수가 빈번하게 이루어지고 있고, 또한 의무공개매수제도도 폐지됨으로써 공개매수가 수월해졌으므로, 이제 국내에서도 다양한 방어수단을 개발함과 동시에 방어행위의 적법성도 폭넓게 인정할 필요가 있다.[17] 비상장회사는 방어수단에 이와 같은 제한이 없다.

국내에서 비교적 많이 사용된 방어수단은 Pac-Man Defence(역공개매수)와 대주주에 의한 자사주취득 정도이다. 그 밖에 관계기관에 대한 고발과 진정 등이 공통적으로 많이 이용되고 있다. 대주주에 의한 자사주취득이 방어수단으로 많이 활용되고 있는 것은 상법상 회사의 자기주식취득이 엄격히 금지되기 때문이다(상법 제341조 참조). 다만, 상장회사의 경우에는 현재 상법 제462조 제1항의 규정에 의한 이익배당을 할 수 있는 한도안에서 대통령령이 정하는 금액 범위 이하에서는 유가증권시장을 통하여 수량제한 없이 자기주식의 취득이 허용된다(증권거래법 제189조의 2 참조). 한편, 대상회사에 지배주주가 존재하지 않는 경우에는 방어행위가 이루어지기 어렵다. 즉, 소유경영자가 존재하지 않고 다수인의 공동보유 형식을 취하고 있는 경우에는 소유경영자가 존재하는 기업보다 방어행위를 할 만한 동기가 약하다. 예컨대 한솔제지와 쌍용그룹의 공개매수의 경우가 이에 해당한다.

7. 공개매수가격, 공개매수예정 주식수 및 공개매수대금

국내 공개매수의 공개매수가격, 공개매수예정 주식수 및 공개매수대금의 현황은 [표 7]과 같다. [표 7]에서 프리미엄률은 공개매수가격의 기준가격에 대한 백분율을 나타낸다. 여기서 기준가격은 1997년 4월 1일 의무공개매수제도가 시행되기 이전에는 과거 2달간 구주의 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 한 종가 산술평균가격 또는 신고서 제출일 전일 종가 중 높은 가격을 말한다. 이는 특별히 증권거래법에 규정이 있는 것은 아니고, 국내 최초의 공개매수인 나이키의 공개매수에서의 공개매수가격 산정방식을 그대로 무비판적으

16) 영국에서의 방어수단의 유형화에 대해서는, Tim Jenkinson/Colin Mayer, Hostile Takeovers - Defence, attack and corporate governance, McGRAW-HILL BOOK COMPANY, 1994, p.30 이하 참조.

17) 국내에서 의무공개매수제도 폐지후에 예상되는 문제점과 그 대책에 대해서는, 유영일, 의무공개매수에 관한 연구, 울산대 사회과학논집 제8권 1호(1998), 80면 이하 참조.

로 모방한 것에 지나지 않는다. 나이키의 공개매수에서 공개매수가격을 산정함에 있어서 상장폐지 목적의 공개매수는 실질적으로 상법상의 영업양수와 유사하다는 이유로 증권거래법 제191조에 의한 주식매수청구권 행사시의 매수가격 산정방식을 준용하였던 것이다. 이에 대하여 의무공개매수제도 도입 이후에는 증권거래법에서 최저매수가격을 제한하였으므로, 기준가격이 다음과 같이 산출되었다. 즉, 의무공개매수시의 공개매수가격은 공개매수신고서를 제출하는 날부터 과거 1년간 공개매수자가 당해 공개매수대상 주식 등을 매수한 최고거래가격과 공개매수신고서를 제출하는 날 전일에 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 성립한 가격(종가기준) 중 높은 가격으로 하는 것을 원칙으로 하고, 과거 1년간 공개매수자가 당해 공개매수대상 주식 등을 매수하지 않은 경우에는 공개매수신고서를 제출한 날의 전일에 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 성립한 가격(종가기준) 이상으로 하여야 한다(동법시행령 제13조의 3).[18]

한편, 공개매수예정 주식수는 공개매수자가 공개매수신고서에 기재한 매수예정 주식수를 말하며, 실제로 매수된 주식수와는 다르다. 공개매수대금은 공개매수예정 주식수를 100% 모두 매수하는 경우를 가정한 금액으로써, 공개매수가격에 공개매수예정 주식수를 곱하여 산출된 금액이다.

[표 7] 공개매수가격, 공개매수예정 주식수 및 공개매수대금

순서	공개매수자	공개매수가격 (프리미엄률)	공개매수예정 주식수	공개매수대금
1	나이키	56,349원(100.9 %)	195,000주	110억원
2	한솔제지	38,000원(116.2 %)	450,000주	171억원
3	원진	49,500원(107.1 %)	180,000주	89억원
4	쌍용그룹	43,000원(130.3 %)	600,000주	258억원
5	한국제지	30,000원(109.1 %)	954,610주	286억원
6	나산종건	20,000원(137.3 %)	230,000주	46억원
7	큐닉스	32,000원(133.9 %)	100,000주	32억원
8	신무림제지	14,500원(111.0 %)	920,610주	133억원
9	효진 1차	31,000원(117.0 %)	640,000주	198억원
10	서륭	32,000원(101.3 %)	680,000주	218억원
11	효진 2차	37,000원(103.1 %)	280,000주	104억원
12	태일정밀	48,000원(115.9 %)	700,000주	336억원
13	화성산업	41,000원(102.5 %)	600,000주	246억원
14	신춘호	30,000원(105.3 %)	407,000주	122억원
15	농심가	59,000원(117.3 %)	450,000주	266억원
16	한미은행	12,000원(111.1 %)	2,176,000주	261억원
17	이장한	80,000원(122.6 %)	155,000주	124억원
18	사보이호텔 1차	62,500원(100.6 %)	122,100주	75억원
19	사보이호텔 2차	65,500원(109.2%)	148,592주	97억원
20	중원	80,000원(129.0 %)	468,000주	374억원
21	P&G	31,750원(100.0 %)	2,065,956주	1,710억원
22	오리온전기	10,400원(100.0 %)	1,714,001주	178억원

18) 이처럼 최저매수가격을 제한한 것은 의무공개매수가 강제되는 자가 시가보다 낮은 공개매수가격을 제시해 공개매수를 유명무실하게 하는 것을 막기 위해서였다. 그러나 이는 1998년 의무공개매수제도와 함께 폐지되었다.

(1) 공개매수가격과 프리미엄률

증권거래법상 공개매수가격은 균일하기만 하면 되고, 그 밖에 특별한 가격제한은 없다(동법 제25조의 2 제2항 참조). 그러나 다수주주의 매도청약을 유인하기 위하여 공개매수가격에는 시가에 상당한 프리미엄이 얹혀지는 것이 일반적이다. 또한 과거 의무공개매수제도 아래에서는 매수최저가격에 대한 제한이 있었으나, 1998년 2월 24일 의무공개매수제도의 폐지와 함께 폐지되었다.

[표 7]에서 보는 바와 같이 국내 공개매수에서의 평균 프리미엄률은 112.8%로써 외국에 비해 낮은 편이다. 최고 프리미엄률은 나산종건의 137.3%이고, 다음이 큐닉스 133.9%, 그리고 쌍용그룹 130.3 %의 순이다. 국내 공개매수의 평균 프리미엄률이 낮은 이유는 공개매수자가 사전에 대상회사 대주주의 지배권 프리미엄을 보전해주기 위해 미리 공개매수계획을 흘려 주가상승을 유도함으로써 주식을 고가로 팔 수 있는 기회를 제공하기 때문이다. 주식파킹이 만연되어 있는 것도 이와 관련이 있다. 공개매수자는 공개매수 개시 이전에 이미 제3자 명의로 상당수의 주식을 확보해 놓고 있기 때문에, 일반 소액주주의 주식을 매입하기 위하여 높은 프리미엄을 제공할 필요가 없기 때문이다. 결국 소액주주는 공개매수로 인한 프리미엄 취득기회를 빼앗기고 만다.

[표 7-1] 우호적, 적대적 공개매수별 프리미엄률

우호적	평균		111.5 %
	최고	나산종건	137.3 %
	최소	P&G, 오리온전기	100.0 %
적대적	평균		113.8 %
	최고	큐닉스	133.9 %
	최소	서흥	101.3 %

[표 7-1]에서 보는 바와 같이 평균 프리미엄률은 적대적 공개매수의 경우가 113.8%이고, 우호적 공개매수의 경우가 111.5%로써 적대적 공개매수의 경우가 약간 높은 것으로 나타났다. 우호적 공개매수 가운데 P&G와 오리온전기의 공개매수에서는 프리미엄률이 100%로 가장 낮은 프리미엄률을 적용한 것으로 나타났다. 이는 의무공개매수제도 아래에서의 최저매수가격 제한에 따른 것으로써 법적인 하자는 없으나, 일반적인 공개매수의 개념과는 맞지 않는다. 이것이 가능한 이유는 이들 경우는 우호적인 공개매수로서, 사전에 대주주로부터 상당량의 주식이 이미 매수되었기 때문이다.

(2) 공개매수예정 주식수

공개매수예정 주식수는 최대가 한미은행의 2,176,000주이고, 최소가 큐닉스의 100,000주이다. 평균 공개매수예정 주식수는 647,130주이다. 한편, 국내 공개매수에서는 전부 기명식 보통주를 대상으로 하고 있다. 공개매수는 주식취득을 통하여 대상회사의 지배권을 획득하거나 이를 강화하기 위한 것이므로, 의결권이 없는 우선주를 공개매수의 대상으로 하지 않

는 것은 당연하다(상법 제370조 참조). 그러나 무의결권 우선주도 의결권이 부활하는 경우에는 공개매수의 적용대상 유가증권에 포함된다.[19] 구주와 신주간에는 차별을 두지 않고 동일한 가격으로 공개매수하고 있으며, 안분배정에 있어서도 동일한 비율로 매수하고 있다.

(3) 공개매수대금

금액기준으로 국내최대 규모의 공개매수는 1997년 P&G에 의한 1,710억원의 공개매수이고, 최소규모는 1996년 큐닉스에 의한 32억원의 공개매수이다.[20] 평균 공개매수대금은 247억원으로 나타났다. [표 7-2]에서 보는 바와 같이 평균 공개매수대금을 우호적 공개매수와 적대적 공개매수로 나누어 살펴보면, 우호적 공개매수의 경우가 324억원, 그리고 적대적 공개매수의 경우가 183억원으로 각각 나타나, 우호적 공개매수의 경우 공개매수대금이 더 많이 든 것으로 나타났다.

[표 7-2] 우호적, 적대적 공개매수별 공개매수대금

우호적	평균		324억원
	최고	P&G	1,710억원
	최소	나산종건	46억원
적대적	평균		183억원
	최고	중원	374억원
	최소	큐닉스	32억원

한편, 국내에서 이루어진 공개매수는 전부 현금공개매수이고, 교환공개매수는 전무하다. 교환공개매수(exchange offer)란 매수자가 공개매수에 대한 대가로 현금 대신에 다른 유가증권과 교환해 주는 공개매수이다(증권거래법 제21조 3항 참조). 국내공개매수가 전부 현금공개매수의 형태를 취하고 있는 것은 절차의 간이성 때문으로 풀이된다. 교환공개매수의 경우에는 사전에 발행했거나 매수한 증권이 있어야 하므로 시간적으로 현금공개매수보다 지체되기 쉬우며, 특히 증권을 발행하기 위하여 사전에 유가증권신고서를 제출해야 하는 등 비밀유지가 어렵게 된다. 반면 현금공개매수의 경우에는 언제 공개매수를 개시할 것인가에 대하여 신축성을 가질 수 있고, 대상회사가 방어조치를 취할 시간적 여유를 주지 않고 공개매수를 실시할 수 있다. 한편, 국내에서는 상장주식의 매각에는 자본이득세가 과세되지 않기 때문에 현금공개매수나 교환공개매수나 주주의 세금부담에는 차이가 없다.[21] 교환공개매수를 할 경우에는 공개매수자가 교환의 대가로 인도할 유가증권을 소유하고 있음을 증명하여야 하며(증권거래법시행령 제11조의 4 제3항 5호), 발행회사의 상황을 공개매수신고서에 기재하여야 한다(동항 8호). 교환공개매수의 경우에는 한 종류의 증권만이 아

19) 전홍렬, '97개정 증권거래법 해설, 넥서스, 1997, 471면. 공개매수의 적용대상 유가증권은 주권상장법인과 협회등록법인이 발행한 의결권 있는 주식에 관계되는 주권, 신주인수권증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권 및 교환사채권이다(증권거래법시행령 제10조).

20) 큐닉스의 범한정기에 대한 공개매수는 상장회사에 대한 비상장회사의 공개매수라는 점에서도 주목을 끌었다.

21) 선우석호, 앞의 책, 347-348면.

너라 회사채, 우선주, 보통주 등 다양한 증권의 조합으로 교환해 줄 수도 있다. 그 밖에 공개매수자는 공개매수에 대한 대가로 주주에게 현금과 주식을 섞어서 주거나, 현금 또는 주식 가운데 선택하여 교환할 수 있는 옵션을 부여함으로써 주주의 선택의 폭을 넓혀줄 수도 있다.[22]

8. 공개매수기간

공개매수기간은 공개매수신고서 제출후 10일이 경과한 날부터 최단 20일 이상 최장 60일 이내의 기간으로 정하여야 한다. 다만, 동 기간 중 대항공개매수가 발생하는 경우에는 대항공개매수 종료일까지 그 기간을 연장할 수 있다(증권거래법 제21조의 2 제2항, 동법시행령 제11조의 5). 공개매수기간과 관련하여 최단기간 설정은 주주가 공개매수에 응할 것인지를 깊이 생각할 수 있는 기간을 충분히 확보한다는 의미를 갖고, 대상회사에게는 방어기간을 부여하기 위한 것이다. 공개매수자에게는 원하는 주식확보에 필요한 기간을 제공하는 의미도 있다.[23] 반면, 최장기간 설정은 매수기간이 장기화될 경우 공개매수에 응한 주주들이 불안한 지위에 서게 되는 것을 방지함과 동시에, 당해 주권의 원활한 유통과 공정한 가격형성의 저해요인을 신속히 제거하는 기능을 한다.[24]

[표 8] 공개매수기간

기간	건수	회사명
20일	14 건	나이키, 한솔제지, 쌍용그룹, 나산종건, 신무림제지, 효진 1차, 서룡, 효진 2차, 태일정밀, 한미은행, 사보이호텔 2차, 중원, P&G, 오리온전기
21일	6 건	큐닉스, 화성산업, 신춘호, 농심가, 이장한, 사보이호텔 1차
22일	1 건	한국제지
23일	1 건	원진
계	22 건	

[표 8]에서 보는 바와 같이 국내에서 이루어진 공개매수는 대부분 공개매수기간이 20일(14건: 63.6%)이고, 나머지도 최장 23일에 불과하여 비교적 단기이다. 그 이유는 단기간으로 할수록 주주에게 가해지는 매도압력이 클 뿐만 아니라 대상회사의 방어기회도 줄일 수 있고, 나아가 공개매수의 결과가 신속하게 확정되는 등 공개매수자에게 유리하기 때문이다.

9. 단독 및 공동공개매수의 비율

공개매수는 개인 또는 회사가 단독 또는 공동으로 할 수 있다. 공동공개매수의 경우에는

22) 위의 책, 352면.
23) 한상국, 앞의 논문, 94면.
24) 김건식, 개정증권거래법상의 공개매수제도, 인권과 정의 제248호(1997.4), 42면.

공개매수대금의 부담을 분산시킴으로써 보다 규모가 큰 회사에 대한 공개매수를 가능하게 한다. 특히 국내에서는 공개매수자금의 조달수단이 미국에서처럼 다양하지 못하므로 공동공개매수의 필요성이 보다 크다고 할 수 있다.

[표 9] 단독 및 공동공개매수의 비율

구분	건수	회사명
단독	14 건	나이키, 한솔제지, 한국제지, 나산종건, 큐닉스, 신무림제지, 효진 1차, 효진 2차, 화성산업, 농심가, 한미은행, 이장한, P&G, 오리온전기
공동	8 건	원진(울산에너지), 쌍용그룹(쌍용투자증권 등 4개사), 서륭(서륭산업, 원덕제지, 장상돈), 태일정밀(동호), 신춘호(신동원, 신동윤, 신동익), 사보이호텔 1차(사보이건설), 사보이호텔 2차(사보이건설), 중원(두양산업, 대성주유기)
계	22 건	

* ( )은 공동공개매수자

국내에서는 단독공개매수가 14건(63.6%)으로 공동공개매수 8건(36.4%)보다 많지만, 상대적으로 공동공개매수의 비율이 높다고 할 수 있다. 이를 다시 적대적 공개매수와 우호적 공개매수별로 나누어 보면 [표 9-1]과 같다. 우호적 공개매수의 경우에는 단독형태가 압도적으로 많은 반면, 적대적 공개매수의 경우에는 반대로 공동형태를 많이 취하고 있음을 알 수 있다. 이는 적대적 공개매수의 경우에는 대상회사의 거센 방어행위로 말미암아 공개매수가 쉽지 않을 것이 예상되기 때문에, 다른 자와의 공동협력이 필요하다고 판단하기 때문이다.[25]

[표 9-1] 우호적, 적대적 공개매수별 단독 및 공동공개매수의 비율

	우호적	적대적	계
단 독	9건	5건	14건
공 동	1건	7건	8건
계	10건	12건	22건

25) 한편, 국내에서 하나의 회사를 놓고 복수의 공개매수자가 경쟁한 경쟁공개매수는 항도종금과 대구종금을 대상으로 한 2건에 불과하다.

10. 공개매수조건 및 방식

국내 공개매수의 공개매수조건 및 방식은 [표 10]과 같다.

[표 10] 공개매수조건 및 방식

구분	건수	회사명
전량/비례	20 건	한솔제지, 원진, 쌍용그룹, 한국제지, 나산종건, 신무림제지, 효진 1차, 서흥, 효진 2차, 태일정밀, 화성산업, 신춘호, 농심가, 한미은행, 이장한, 사보이호텔 1차, 사보이호텔 2차, 중원, P&G, 오리온전기
조건부/전량	1 건	나이키
조건부/전량/비례	1 건	큐닉스
계	22 건	

[표 10]에서 보는 바와 같이 국내 공개매수의 매수조건 및 방식으로는 전량/비례 매수방식이 총 20건(90.9%)으로써 압도적으로 많다. 나머지 2건 가운데 나이키의 경우에는 조건부/전량 매수방식을, 그리고 큐닉스의 경우에는 조건부/진량/비례 매수방식을 각각 채택했다. 전량/비례 매수방식이란 공개매수에 청약한 청약주권의 총수가 공개매수예정 주식수 이하일 때에는 청약주권 전부를 매수하고, 청약주권의 총수가 공개매수예정 주식수를 초과할 경우에는 청약주식수에 비례한 안분비례방식에 의하여 공개매수예정 주식수만을 매수하는 것을 말한다.[26] 이에 대하여 조건부 매수방식(conditional tender offer)은 공개매수기간 동안에 일정한 조건이 충족되었을 때 청약주권을 매수하겠다는 조건으로 공개매수하는 것을 말한다. 가장 전형적인 조건부 매수방식은 청약주권의 총수가 공개매수자가 미리 정한 주식수(예컨대 51%) 이상일 경우에만 매수하는 방식이다. 조건부 매수방식은 지배권확보에 필요한 주식수의 매수를 조건으로 하므로, 청약주권의 총수가 이에 미달함으로 인하여 공개매수가 실패할 경우에는 공개매수자는 주식매수를 취소할 수 있어서 손해를 입지 않는다는 장점이 있다. 공개매수가 다른 M&A 수단에 대하여 가지는 장점 가운데 하나가 바로 이와 같은 점에 있음에 비추어 볼 때, 조건부 매수방식이 공개매수에 있어서 본래적인 것이라고 할 수 있다. 그러나 국내에서는 나이키와 큐닉스의 공개매수 2건에서만 조건부 매수방식이 이용되었다. 조건부 매수방식은 대상회사 경영진으로 하여금 방어조치를 철회하도록 압력을 넣는 수단으로써 방어조치의 철회를 조건으로 하기도 한다.[27] 끝으로 조건부/전량/비례 매수방식이란 청약주권의 총수가 매수기업이 정한 최저매수 예정주식수 미

26) 증권거래법에서는 전량매수가 원칙이다. 즉, 공개매수자는 공개매수기간 중 응모한 주식 전량을 공개매수기간이 종료하면 신고서에 기재된 조건과 방법에 따라 지체없이 매수하여야 한다. 다만, 공개매수신고서에, ① 응모주식 등의 총수가 매수예정주식 등의 수에 미달할 경우에는 응모주식 등의 전부 또는 일부를 매수하지 않는다는 조건과 ② 응모주식 등의 총수가 매수예정주식 등의 수를 초과하는 때에는 매수예정주식 등의 수의 범위 안에서 안분비례하여 매수하고 그 초과분의 전부 또는 일부를 매수하지 않을 것이라는 조건을 기재하고 이를 공고한 경우에는 전량매수의 예외가 인정된다(동법시행령 제13조의 2).

27) 선우석호, 앞의 책, 352-353면.

만일 때에는 청약주권 전부를 매수하지 않으며, 청약주권의 총수가 최저매수 예정주식수 이상일 경우에는 공개매수예정 주식수까지 전량매수하고, 청약주권의 총수가 공개매수예정 주식수를 초과하는 때에는 청약주식수에 비례하여 안분배정하여 공개매수예정 주식수만을 매수하는 것을 말한다.[28]

한편, 국내 공개매수는 모두 부분공개매수이고 전부공개매수는 한 차례도 이루어진 적이 없다. 전부공개매수(any and all offer)란 대상회사의 주식 전부에 대한 취득을 목적으로 하는 공개매수를 말한다.[29] 전부공개매수의 경우에는 주주들이 얼마의 가격에 얼마의 주식을 매도할 수 있는지 사전에 확실하게 알 수 있고, 또한 주주들에 대한 주식매도 압력이 존재하지 않으므로 주주들에게 유리하다. 이런 이유로 전부공개매수에 대해서는 대상회사의 경영진이 방어행위를 할 명분이 약화되고, 미국법원에서도 이 경우의 방어행위에 대해서는 일반적으로 엄격한 태도를 취하고 있다. 이에 대하여 부분공개매수(partial offer)란 대상회사의 주식 가운데 일부만의 취득을 목적으로 하는 공개매수로써, 매도청약 주식수가 매수예정 주식수를 초과하는 경우에는 안분비례 원칙에 의하여 매수하게 된다. 따라서 주주들은 매도하고자 하는 모든 주식에 대해 프리미엄을 지급받지는 못한다. 국내에서 전부공개매수가 이루어지지 않는 것은, 공개매수자가 구태여 대상회사를 100% 자회사 형태로 만들 필요성을 느끼지 못하며, 또한 공개매수대금의 부담이라는 측면에서도 대상회사의 지배권취득에 필요한 만큼의 주식취득만으로 만족하기 때문이다.[30]

11. 공개매수자의 기업형태

증권거래법상 공개매수자의 자격에 특별한 제한은 없다. 그러므로 법인은 물론 개인도 공개매수자가 될 수 있으며, 법인의 경우 내국법인과 외국법인, 회사의 종류, 그리고 상장회사와 비상장회사를 불문한다. 경영진이나 종업원이 자기회사 주식을 공개매수하는 것도 가능하다. 다만, 주식회사는 자기회사 주식은 공개매수하지 못한다(상법 제341조 참조). 국내 공개매수에서 공개매수자의 기업형태를 보면 [표 11]과 같다.[31]

28) 예컨대, 큐닉스의 공개매수조건은 다음과 같다. '청약주권의 총수가 최저매수 예정주식수인 80,000주 미만일 때에는 청약주권 전부를 매수하지 않습니다. 청약주권의 총수가 80,000주 이상일 경우에는 공개매수예정 주식수(100,000주)까지 전량매수하며, 청약주권수가 100,000주를 초과하는 때에는 청약주식수에 비례하여 안분배정하여 100,000주만 매수합니다'

29) 이 글에서는 전부공개매수는 대상회사의 주식 전부에 대한 취득을 목적으로 하는 공개매수로, 그리고 전량공개매수는 공개매수청약에 응모한 주식 전량을 매수하는 공개매수로 각각 용어를 구분하여 사용하였다.

30) 영국에서는 부분공개매수는 원칙적으로 허용되지 않는다(City Code, rule 36). Palmer's Company Law, Sweet & Maxwell, Vol. 5, 1995, [D]-0098.

31) 그 밖에 공개매수자 및 대상회사의 자본금규모, 업종, 주주구성, 공개매수를 전후한 주가의 추이와 손익상황 등에 대한 분석도 중요한 의미를 가질 것이나, 본 연구에서는 미처 다루지 못했다.

[표 11] 공개매수자의 기업형태

구분	건수	회사명
개인	2 건	신춘호, 이장한
법인 내국법인	18 건	한솔제지, 원진, 쌍용그룹, 한국제지, 나산종건, 큐닉스, 신무림제지, 효진 1차, 서륭, 효진 2차, 태일정밀, 화성산업, 농심가, 한미은행, 사보이호텔 1차, 사보이호텔 2차, 중원, 오리온전기
외국법인	2 건	나이키, P&G
계	22 건	

[표 11]에서 보는 바와 같이 국내에서 공개매수자의 기업형태는 내국법인이 18건(81.8%)으로 압도적으로 많고, 개인과 외국법인이 각각 2건씩(9.1%)이다. 개인에 의한 공개매수 2건은 모두 종래의 개인 대주주들이 1997년 4월 증권거래법 제200조의 폐지와 의무공개매수제도의 새로운 시행을 앞두고 경영권강화를 위하여 동년 3월 서둘러 실시한 것이다. 외국법인에 의한 2건의 공개매수는 각각 국내 최초의 공개매수(나이키)와 금액기준으로 국내 최대규모의 공개매수(P&G)라는 점에서 중요한 의미를 갖는다.

12. 공개매수대리인

공개매수신고서를 제출하는 경우에는 증권회사를 대리인(공개매수사무취급자)으로 지정하여 제출하여야 하며, 증권회사는 매수주식 등의 보관, 매수대금 또는 교환대상 유가증권의 지급, 기타 공개매수관련 사무를 취급한다(증권거래법시행령 제11조의 4 제1항). 공개매수대리인 제도를 둔 것은 공개매수가 첨예한 이해대립을 초래하므로 전문가인 대리인의 도움이 필요하고, 또한 청약한 다수투자자의 보호나 주식거래의 안전을 위하여 대금지급, 주식보관 및 반환 등을 제3의 기관에게 대리하게 하는 것이 필요하기 때문이다.[32] 국내 공개매수에서의 공개매수대리인의 현황은 [표 12]와 같다.

[표 12] 공개매수대리인 현황

공개매수대리인	건수	회사명
대우	12건	나이키, 한솔제지, 원진, 한국제지, 큐닉스, 신무림제지, 효진 1차, 효진 2차, 화성산업, 중원, P&G, 오리온전기
쌍용	3건	서륭, 사보이호텔 1차, 사보이호텔 2차
한화	2건	태일정밀, 이장한
한진	2건	신춘호, 농심가
동아	1건	쌍용그룹
대신	1건	나산종건
삼성	1건	한미은행
계	22건	

32) 전홍렬, 앞의 책, 480-481면.

[표 12]에서 보는 바와 같이 공개매수대리인으로는 대우증권이 총12건으로(54.5%) 압도적으로 많다. 다음이 쌍용투자증권 3건, 한화증권과 한진증권이 각각 2건씩이고, 동아, 대신, 삼성증권은 각각 1건씩을 차지하고 있다.

13. 공개매수 이후의 변화

공개매수자는 여러 가지 목적을 가지고 공개매수를 실시한다. 그러나 공개매수의 결과를 장기적으로 보면 공개매수자가 원래 의도했던 소기의 목적을 달성하는 경우도 있지만, 그렇지 못한 경우도 많다. 참고로 현재까지 공개매수자의 공개매수 이후의 변화 가운데 특기할 만한 사항을 보면 [표 13]과 같다. 여기서 보는 바와 같이 국내에서의 공개매수는 장기적으로 공개매수자에게 있어서 대체로 실패한 경우가 더 많은 것을 알 수 있다.

[표 13] 공개매수 이후의 변화

공개매수자	공개매수 이후의 변화
나이키	공개매수에 성공하여 삼나스포츠 상장폐지
한솔제지	동해종금 인수후 한솔종금으로 상호변경. 그 후 한솔종금 인가취소
원진	경남에너지의 경영권은 그 후 대웅제약을 거쳐 1998년 7월 대양산업으로 넘어감
쌍용그룹	인천투금 인수후 쌍용종금으로 상호변경. 그 후 쌍용종금 인가취소
한국제지/신무림제지	1998년 4월 동해펄프 최종 부도처리
나산종건	한길종금은 그 후 경영권이 성원으로 넘어갔다가 인가취소
큐닉스컴퓨터	범한정기의 경영권은 그 후 엔케이텔레콤으로 넘어감
효진/서륭	양측이 협력해서 항도종금 경영하다가, 그 후 항도종금 인가취소
태일정밀/화성산업	대구종금의 경영권은 그 후 성원그룹인 대한종금으로 넘어갔다가 인가취소. 대표적인 유망 벤처기업이던 태일정밀은 공개매수로 인한 자금난으로 부도발생. 화성산업도 그 후 협조융자를 받음
사보이호텔	1997년 11월 신성무역 임시주주총회에서 3인의 사보이호텔측 이사를 선임함으로써 결국 공개매수에 성공
중원	중원 부도발생

III. 문제점과 법제개선방안

1. 문제점

국내에서도 공개매수가 비교적 짧은 역사에도 불구하고 경영권취득 내지 경영권강화 수단으로써 어느 정도 정착된 것으로 보인다. 그러나 공개매수를 둘러싸고 각종 불법행위가 만연되어 있는 것은 문제가 아닐 수 없다. 가장 흔한 것이 주식파킹(parking) 행위이다.[33]

33) 주식파킹 행위가 드러나 증권당국의 제재를 받은 예는 공식적으로는 1997년까지 2건에 불과하나, 적발되지 않는 파킹행위는 훨씬 많으리라는 분석이다. 국내에서 주식파킹 행위는 태일정밀의 공개매수에서 처음 문제되었다. 태일정밀은 1997년 1월 대구종금에 대한 공개매수에 앞서 코오롱상사, 갑을그룹 등과

주식파킹이란 공개매수자가 우호적인 제3자에게 대상회사의 주식을 매입해서 일정기간 동안 보유하게 하는 것을 말한다. 공개매수자는 나중에 공개매수를 선언하고 주식파킹을 통하여 제3자에게 맡겨 놓은 지분을 자신의 지분으로 공식화하는 방법을 사용한다. 주식파킹이 가능한 경우에는 공개매수가 위장지분을 양성화시키는 수단에 불과하게 된다. 주식파킹을 하는 이유는, 첫째, 대상회사의 주식을 공개적으로 매수할 경우에는 주가가 높아져 인수비용이 많이 들뿐만 아니라, 둘째, 매수의도가 외부에 노출되지 않아 안전하게 주식을 확보할 수 있기 때문이다. 그러나 주식파킹 행위는 공개매수 과정의 투명성을 해치고 공개매수 관련 공시규정을 무력화시킨다. 또한 다수의 투자자에게 청약기회를 주도록 한 공개매수제도의 취지에 반해서 소액주주의 이익을 해칠 뿐만 아니라, 청약분위기에 영향을 미치는 시세조종행위도 가능하게 한다. 주식파킹의 경우 대상회사는 방어행위가 불가능하고 일반투자자들도 손해를 볼 가능성이 크다.[34] 증권거래법에서는 주식파킹의 방지책으로 1997년 특수관계인 및 공동보유자 개념을 도입하였으나, 그 이후 사보이호텔의 공개매수에서 또 다시 주식파킹이 적발되었다.[35] 공개매수와 관련한 불법행위로는 이 밖에도 공개매수를 성사시키기 위해 주가를 인위적으로 끌어내리거나, 이를 막기 위해 주가를 끌어올리는 등의 시세조종행위, 공개매수관련 내부정보를 이용하여 이득을 취하는 내부자거래행위, 그리고 공개매수를 위협하여 대주주에게 프리미엄을 붙여 주식을 되파는 Greenmail 등이 있다. 특히 증원의 공개매수에서는 공개매수신고서의 허위기재와 허위공시, 시세조종, 그리고 대금미지급 등 온갖 불법행위가 이루어짐으로써 피해자만도 1,000여명에 달하는 등 엄청난 피해를 가져왔다.

2. 법제개선방안

(1) 공시제도의 강화

주식파킹 등 불법행위를 방지하기 위해서는 공시제도를 대폭 강화하여야 한다. 현재 금융감독위원회는 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 때에는 공개매수자 및 그 관계자와 당해 유가증권의 발행인에 대하여 참고자료 등의 제출을 요구하고(증권거래법 제27조), 장부, 서류 등을 조사할 수 있으며, 신고서 등의 허위기재, 주요누락이 있는 경우에는 공개매수정지 등의 처분을 할 수 있는 권한을 가지고 있으나(동법 제27조의 2, 제19조, 제20조), 이 권한을 보다 강화하여야 한다. 금융감독위원회 스스로도 공개매수신고서와 증빙서류 등에 대한 사실확인을 보다 철저히 하여야 한다. 그리고 주주들이 공시의무 위반으로 인한 손해배상책임을 쉽게 물을 수 있도록 입증책임을 공시의무 위반자에게 전환함과 동시에,[36] 집단소송제도의 도입도 검토하여야 한다. 특히 주식파킹과 관련

대구종금사 주식에 대한 매매계약을 체결하였으나, 코오롱상사측이 공개매수에 응하지 않아 경영권확보에 실패하였다고 주장하며 코오롱상사를 상대로 공개매수청약 약속위반을 이유로 손해배상을 청구하였다(신익균, M&A와 구조조정, 더난출판사, 1998, 223-224면).

34) 선우석호, 앞의 책, 356면.

35) 증권관리위원회는 사보이호텔의 공개매수에서 처음으로 주식파킹 행위에 대해 강력한 제동을 걸었다. 증권관리위원회는 여기서 공동보유자의 판단기준으로써, ① 계좌개설시기의 근접성 ② 매집창구의 동일성 ③ 매수시기의 상호관련성 ④ 매수자금의 일부연계 ⑤ 담합매매 ⑥ 기타 이들간의 우호적 관계 등의 사실을 제시하였다.

36) 정동윤외 2인, 앞의 보고서, 49면.

해서는 공동보유자의 개념을 보다 명확히 하여야 한다. 현재는 그 개념에 주관이 개입될 여지가 많기 때문에 분쟁의 소지가 많다. 최근의 증권거래법 개정에서 공동보유자의 범위를 확대하여, 공동보유자에 주식 등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호양도 또는 양수하는 행위를 할 것을 합의한 자를 새로이 추가한 것은 바람직한 조치라고 본다(동법시행령 제10조의 3 제4항 2호). Greenmail의 규제방안도 강구하여야 한다. 참고로 미국 테네시주의 Greenmail 규제법에서는 회사가 매수예정 주식의 3% 이상을 보유하고, 또한 주식보유기간이 2년 이하인 자로부터 시장가격보다 높은 가격으로 자기주식을 매수하는 것을 금지하고 있다. 다만, 의결권주식의 과반수가 매수를 승인한 경우와, 당해 종류주식의 보유자 전원에 대하여 동일가격 이상의 청약이 이루어지는 경우에는 예외가 인정된다.[37] 공시제도가 대폭 강화되는 경우에는 시세조종행위와 내부자거래행위 등도 막을 수 있을 것이다.

(2) 방어행위에 대한 제한철폐 및 방어수단의 확충

공개매수가 공정한 게임이 되기 위해서는 방어행위에 대한 각종 제한을 철폐하고, 방어수단을 확충하여야 한다. 현행법은 의무공개매수제도의 폐지로 공개매수는 용이하게 하고 있는 반면, 방어행위에 대한 기존의 제한은 그대로 두고 있어서 공격과 방어간에 균형이 맞지 않는다. 방어행위에 대한 각종 제한을 철폐하여 공개매수를 통한 공격과 방어를 모두 시장원리에 맡겨야 한다. 이와 같은 점에서 최근의 증권거래법 개정에서 상장기업의 자기주식취득에 대한 수량한도를 폐지하고(동법 제189조의 2 제1항 참조), 상장기업간의 상호주 보유한도를 발행주식총수의 1%에서 5%로 확대한 것은(동법시행령 제84조) 바람직한 조치이다. 상법상의 자기주식 취득금지도 완화하여, 중대하고 급박한 경영권 위협이 있는 경우와 종업원지주제도의 활성화를 위한 경우에는 자기주식을 취득할 수 있도록 하여야 한다(상법 제341조 참조). 그 밖에도 각종 증권의 발행절차를 간소화하고, 상호주 보유한도를 보다 확대하는 방안도 검토하여야 한다.

(3) 공개매수가격의 규제

소액주주들을 보호하기 위해서는 공개매수가격이 일정금액 이하가 되지 않도록 최저가격을 제한하여야 한다. 증권거래법에서는 공개매수가격이 균일할 것만을 요구하고 있을 뿐, 특별히 최저가격을 제한하고 있지는 않다(동법 제25조의 2 제2항 참조). 그러므로 공개매수가격을 공개매수 당시 시가보다 낮게 책정으로써, 공개매수 과정에서 소액주주들을 배제하는 것이 가능하다. 공개매수가격을 시가보다 낮게 책정하는 경우에는 대주주나 위상분산된 지분만이 공개매수에 응하게 되어 공개매수제도의 본래 취지에 반하게 된다. 반면, 대주주에게는 공개매수 밖에서 별도의 보상이 주어진다. 종래에는 실무관행상, 그리고 의무공개매수제도 아래에서의 최저가격 제한을 통하여 어느 정도 프리미엄이 보장되어 왔으나, 이제는 의무공개매수제도의 폐지로 이것을 기대하기가 어렵게 되었다.

37) 유영일, 앞의 박사논문, 195면.

(4) 공개매수대금에 대한 금융기관의 지급보증 및 공탁 강제

공개매수대금의 미지급사태를 방지하기 위해서는 공개매수대금에 대한 금융기관의 지급보증을 공개매수청약의 조건으로 하거나, 매수자금 또는 교환증권의 공탁을 강제하여야 한다.[38] 현재에도 공개매수신고서에는 공개매수에 필요한 자금 또는 교환대상 유가증권의 조성내역을 기재하여야 하며, 또한 공개매수자는 이를 증명하기 위하여 금융기관의 예금잔액증명서를 첨부하여야 한다(증권거래법시행령 제11조의 4 2항, 3항). 그러나 공개매수자의 사정으로 공개매수대금이 제 날짜에 지급되지 못하는 경우에도 증권거래법에 이에 대한 처벌조항은 없다. 단지 공개매수신고서의 허위기재에 대한 처벌이 가능할 뿐이고, 대금미지급 자체에 대해서는 청약자와 공개매수자간의 민사소송으로 해결하는 수밖에 없다. 그러므로 현재의 예금잔액증명서의 첨부는 하나의 요식행위에 불과하다. 증원의 사기공개매수 이후 증권관리위원회는 공개매수대금의 지급을 확보하기 위하여 관련규정을 강화하였으나(유가증권의공개매수신고등에관한규정 제3조 2항 1호, 2호, 3항 참조), 이것만으로는 미흡하다.

IV. 결 론

현재까지 국내에서 이루어진 22건의 공개매수에 대하여 몇 가지 기준을 가지고 그 실태를 분석하여 보았다. 그리고 여기서 드러난 문제점을 토대로 몇 가지 개선방안도 제시하였다. 이제 더 이상 국내에서도 기업의 경영권이 적대적 공개매수로부터 안전지대에 있다고 할 수 없게 되었다. 이는 과거 우리의 기업현실에 비추어 볼 때 획기적인 변화라고 하지 않을 수 없다. 공개매수의 역사가 일천한 관계로 국내 공개매수의 실태는 아직 초보적인 단계에 머물러 있으며, 현재는 IMF 사태로 인하여 그마저 소강상태에 있다. 그러나 앞으로 우리 경제가 회복되는 경우에는 공개매수가 다시 활발해질 가능성은 얼마든지 있다. 그러므로 지금이야말로 과거 국내 공개매수에서 드러난 문제점을 찾아내고, 이에 대한 법제개선방안을 마련할 수 있는 적기라고 생각한다. 공개매수와 관련하여 국내에서 만연된 각종 불법행위를 방지하고 투자자를 보호하기 위해서는 공시제도의 강화, 방어행위에 대한 제한완화 및 방어수단의 확충, 공개매수가격의 규제 및 공개매수대금에 대한 금융기관의 지급보증이나 공탁 강제 등의 조치가 이루어져야 한다. 공개매수관련 법제의 정비는 소액주주를 보호하고 우리 증권시장을 보다 투명하게 함으로써 현재 우리가 겪고 있는 외환위기를 극복하는 데에도 이바지할 것이다.

38) 정동윤외 2인, 앞의 보고서, 102면.

<참고문헌>

갈정웅/최도성, M&A 사례집 I, 창해, 1998

김건식, 개정증권거래법상의 공개매수제도, 인권과 정의 제248호(1997.4)

김화진, M&A와 경영권, 박영사, 1997

박희연, M&A전쟁과 기업혁명, 넥서스, 1997

선우석호, M&A, 법문사, 1997

신익균, M&A와 구조조정, 더난출판사, 1998.

안문택, 우리 나라의 M&A 현황 및 문제점, 상사법연구 제14집 제1호(1995)

유영일, 주식공개매수에 관한 연구 - 방어행위의 적법성에 관한 미국 회사법상의 논의를 중심으로, 법학박사학위논문(서울대), 1994

, 의무공개매수에 관한 연구, 울산대 사회과학논집 제8권 1호(1998)

이동호, M&A 매뉴얼, 매일경제신문사, 1997

전홍렬, '97개정 증권거래법 해설, 넥서스, 1997,

정규재, 기업최후의 전쟁 M&A, 한국경제신문사, 1997

정동윤외 2인, 적대적 M&A와 법적대응, 전국경제인연합회, 1996

제해진, 알기 쉬운 M&A와 주식투자, 한국경제신문사, 1997

지호준/박용원, M&A, 법문사, 1997

한상국, 유가증권의 공개매수제도 개선방안, 상장협 1995 추계호(제32호)

Palmer's Company Law, Sweet & Maxwell, Vol. 5, 1995

Tim Jenkinson/Colin Mayer, Hostile Takeovers - Defence, attack and corporate governance, McGRAW-HILL BOOK COMPANY, 1994