

의무공개매수에 관한 연구*

劉榮一

사회과학부 법학전공

<요 약>

의무공개매수 제도가 시행 1년도 못되어 폐지되었다. 그 동안 이 제도가 소액주주의 보호보다는 경영권 보호를 목적으로 이용됨으로써 M&A를 어렵게 하는 등 기업 구조조정의 활성화를 저해한다는 문제점이 지적되었기 때문이다. 개인적으로는 이 제도가 갖는 효용에 비추어 제도 자체는 그대로 두고, 문제점만을 보완하는 것이 오히려 바람직한 방향이었다고 생각한다. 그러나 이제 폐지 이후에 예상되는 문제에 대비하는 일이 시급하게 되었다. 이에 본 연구에서는 의무공개매수에 관한 외국의 입법례를 살펴보고, 동 제도의 폐지 이후 예상되는 문제점과 그 대응방안에 대하여 고찰하였다.

A Study on the Mandatory Bids

You, Young-Ihl
Professor of Law

<Abstract>

Mandatory Bids system has been abolished in less than one year from its enforcement. The reason is that there has been a criticism that this system has been used to entrench the management rather than to protect the minority shareholders, and so has resulted in becoming an obstacle to M&A and hindering the activation of corporate restructuring. I think it was a better way to make up for the weak points in the current mandatory bids system rather than to abolish the system itself in the light of its merits. However, now it has become urgent to prepare for the expected problems after it's abolishment. So, this article examines the foreign legislations about mandatory

* 이 논문은 1997학년도 울산대학교 학술연구조성비에 의하여 연구되었음.

bids system, and suggests its countermeasure for the expected problems after its abolishment.

I. 서론

1998년 2월 제188회 임시국회에서 의무공개매수 제도가 전격적으로 폐지되었다. 우리의 의무공개매수 제도는 영국 City Code상의 mandatory offers(bids) 제도를 모범으로 한 것으로서, 1996년 12월 증권거래법 개정시 도입되어 다음해 4월 1일부터 시행되었다. 당시 이를 도입한 것은 종래 국내기업의 경영권 안정장치로서 작용하여 온 증권거래법상의 주식대량소유 제한규정(동법 제200조)이 폐지됨에 따라, 공정한 M&A 절차의 확립과 경영권 보호 그리고 소액주주에게도 경영권 프리미엄에 참여할 수 있는 기회를 주기 위한 것이었다. 그러나 그 동안 이 제도의 시행 과정에서 많은 문제점이 발생하게 되었다. 즉, 이 제도는 적대적 M&A는 물론 우호적 M&A에도 적용됨으로써, 증권시장의 M&A 기능을 위축시켜 기업의 구조조정의 활성화를 저해한다는 지적이 이루어졌다. 의무공개매수제도는 결과적으로 M&A를 시도하는 자의 매수자금을 증가시켜 M&A를 어렵게 하기 때문이다. 이처럼 우리 나라에서는 그 동안 이 제도가 소액주주의 보호보다는 경영권 보호를 목적으로 이용됨으로써 M&A를 어렵게 하는 장애로 작용해 왔다.¹⁾ 이와 같은 이유로 그 동안 국내에서는 이 제도를 완화하거나 또는 폐지하여야 한다는 주장이 계속 제기되는 등 이 제도의 효용을 둘러싸고 많은 논의가 이루어져 왔다.²⁾ 최근에는 IMF에서도 적대적 M&A의 허용과 함께 이 제도의 폐지를 요구하기에 이르렀다. 이에 따라 결국 우리 나라의 의무공개매수 제도는 시행된지 1년도 못되어 완전 폐지되는 운명에 처해지게 되었다.

의무공개매수제도는 영국, EU, 프랑스 및 일본 등에서 시행하고 있는 제도로서, 성공적으로 정착되는 경우에는 소액주주들의 보호는 물론, 지배주식의 거래과정에서 나타나는 여러 가지 문제점들을 효율적으로 해결할 수 있는 잇점을 가지고 있다. 또한 상장회사의 경우 주식취득에 의한 지배권 취득수단을 공개매수라는 투명한 절차로 통일시킴으로써, M&A를 통한 지배권 다툼시 공정성을 확보할 수 있다는 잇점도 가지고 있다. 그러므로 개인적으로는 이 제도가 갖는 이와 같은 효용에 비추어 제도 자체는 그대로 두고, 문제점만을 보완하는 것이 오히려 바람직한 방향이 아니었나 생각한다. 그러나 어쨌든 이미 폐지된 이상은, 이제 폐지 이후에 예상되는 문제에 대비하는 일이 시급하게 되었다. 의무공개매수 제도의 폐지로 그 동안 M&A를 가로막았던 커다란 장애가 제거됨에 따라, 앞으로 국내에

- 1) 그 동안 국내에서 이루어진 공개매수 건수는 1994년 2건, 1995년 3건, 1996년 5건, 1997년 11건으로 총 21건에 이른다. 국내 공개매수 현황에 대해서는 한상국, 유가증권의 공개매수제도 개선방안, 상장협, 1995, 81면; 안문택, 우리나라의 M&A 현황 및 문제점, 상사법연구 제14집 제1호, 1995, 166면; 김화진, M&A와 경영권, 박영사, 1997, 14면; 정규재, 기업최후의 전쟁 M&A, 한국경제신문사, 1997, 303면; 한국경제신문, 1997.9.5 등 참조.
- 2) 예컨대 다음의 문헌을 참조할 것. 김건식, 개정 증권거래법상의 공개매수제도, 인권과 정의 제248호 (1997.4), 25면; 송종준, 강제공개매수제도의 법리와 향후의 법적 과제, 한국법학원, 한국법학원보 제76호 (1997.11.5), 6면; 이문성, 개정 증권거래법 아래서의 의무공개매수제도와 소액주주의 보호, 상장협 제35호(1997.5), 43면. 정부도 1차적으로 의무매수수량을 40%+1주로 인하였으나, 그 후 비상경제대책위원회는 기업구조조정 추진방안에서 의무공개매수 제도의 폐지를 건의했다. 또한 증권거래소와 증권경제연구원의 '열린기업 열린경영'을 위한 제도개선 공청회에서는, 동제도를 완전히 폐지하는 방안(1안)과, 25%를 30% 또는 1/3로 상향조정하고, 공개매수가격도 6개월간 거래한 최고가격 또는 1년간 거래한 가격의 75% 이상으로 조정하는 방안(2안)을 제시했다.

서 M&A가 활발하게 이루어질 것이 확실하다. 현재 국내의 경제상황은 주가하락과 환율폭등 등으로 말미암아 그 어느 때보다도 외국인에 의한 적대적인 M&A가 용이한 상황이다. 그러므로 국내기업의 경영권보호를 위해서 이에 대한 대비가 시급한 실정이다.

이에 따라 본 연구에서는 의무공개매수의 개념과 이에 관한 외국의 입법례를 살펴보고, 국내에서 동 제도의 폐지 이후 예상되는 문제점과 그 대응방안에 대하여 고찰하고자 한다. 이를 위하여 본 논문에서는 다음과 같은 순서로 논의를 전개하기로 한다. 우선 II에서 의무공개매수의 개념에 대하여 간단히 살펴보고, III에서 동제도의 이론적 기초라고 할 수 있는 기회평등이론에 대하여 살펴본 후, IV에서 외국의 주요 입법례에 대하여 고찰하고, V에서 구 의무공개매수 제도의 문제점을, 그리고 VI에서 동제도 폐지후의 과제에 대하여 살펴본 후, 마지막으로 VII에서 이상의 논의를 토대로 결론을 내리기로 한다.

II. 개념

1. 의의

외무공개매수(mandatory offers, bids)란 상장회사의 지배권을 취득할 수 있는 일정비율 이상의 주식을 매수하는 경우에는 공개매수가 의무화되는 제도를 말한다. 즉, 지배주식의 양도가 이루어지는 경우 공개매수를 강제하는 것이다. 그러므로 의무공개매수 제도 아래에서는 지배주주로부터의 개별적인 매수를 통하여 지배권을 취득하는 것은 허용되지 않는다. 그 결과 주식매수를 통한 지배권 취득수단이 사실상 공개매수라는 투명한 절차로 통일되는 결과가 된다. 이를 분설하면 다음과 같다.

(1) 지배권을 취득할 수 있는 일정비율 이상의 주식매수가 이루어질 것

외무공개매수는 지배권에 중대한 영향을 미칠 수 있는 비율의 주식매수가 이루어지는 경우에 적용된다. 왜냐 하면 이와 같은 경우에는 프리미엄이 지급되는 경우가 많기 때문에, 일반 소액주주도 이에 참여할 수 있는 기회를 줄 필요가 있기 때문이다. 한편, 특정 회사의 지배권을 취득할 수 있는 지분율은 당해 회사의 지분분포 등 구체적인 사정에 따라 다를 것이나, 각국은 적용의 객관성을 기하기 위하여 대체로 객관적인 기준을 마련하고 있다. 원래 지배권은 주주총회에서 의결권행사를 통하여 실현되므로, 이를 보통결의 요건인 1/4 이상으로 하는 방법과, 특별결의 요건인 1/3 이상으로 하는 방법이 있을 수 있는데(상법 제368조 1항, 제434조 참조), 예컨대 EU, 일본 및 프랑스의 경우에는 이 비율이 발행주식총수의 1/3로 되어 있고, 영국과 미국의 경우에는 30%, 그리고 우리 증권거래법의 경우에는 25%로 하고 있었다. 이는 각국이 해당 비율을 지배권 변동기준으로 의제한 것이라고 할 수 있다. 이 비율이 낮을수록 소액주주의 보호에는 유리하나, 기업인수인의 부담이 커지게 되어 지배권취득이 어려워지게 된다. 그러므로 우리의 구 증권거래법은 M&A를 통한 지배권취득을 어렵게 하려는 의도가 있었다고 볼 수 있다. 이와 관련하여 25%라는 비율은 외국의 입법례에 비추어 보거나, 국내 상장회사 지배주주의 평균지분율이 35% 내외인 점에 비추어 너무 낮은 비율이라는 비판이 이루어졌다.³⁾ 주식매수 방법은 사적교섭

3) 이문성, 앞의 논문, 49면.

매수에 의하든 공개시장매수에 의하든 양자를 겸용하든 상관없다.

(2) 공개매수가 의무화 될 것

반드시 공개매수에 의하여 주식을 취득하여야 한다. 다만, 의무공개매수란 일정비율 이상의 주식매수시에는 취득방법이 법률에 의하여 공개매수로 의무화되는데 그치는 것인지, 아니면 나아가 일정비율 이상을 반드시 공개매수에 의하여 취득하여야 하는 것인지에 대해서는 논란이 있다. 일부에서는 의무공개매수란 일정비율 이상의 주식을 취득할 때에는 전주주를 상대로 공개매수를 하여야 한다는 데에 강제성이 있을 뿐이지, 일정비율 이상을 강제로 취득하는 것이 의무화되지는 않으며, 따라서 우리나라 구증권거래법이 의무공개매수시 기보유분과 합산하여 50%+1주 이상을 반드시 취득하도록 의무화함으로써, 최저매수 주식수를 제한한 것은 의무공개매수 제도의 본래 취지와는 거리가 있는 것이라는 견해가 있다.⁴⁾ 그러나 이는 옳지 않다고 본다. 영국 City Code에서도 의무공개매수의 경우에는 전주주에 대한 공개매수 청약이 의무화될 뿐만 아니라, 또한 공개매수 결과 발행주식 총수의 50% 이상의 승낙이 있을 것을 공개매수의 조건으로 하고 있다(Code, rule 9.3(a)). EU, 프랑스의 경우에도 전주식에 대한 공개매수가 의무화되고 있다. 그러므로 의무공개매수란 일정 비율 이상의 주식취득시 취득방법이 공개매수로 강제되는 경우 뿐만 아니라, 나아가 최저매수 주식수를 강제하는 경우에도 성립할 수 있다. 최저매수 주식수를 강제하는 것은 지배권 프리미엄을 가급적 많은 주주에게 분배하고자 한 것이며, 다른 한편으로는 공개매수 비용을 증가시킴으로써 경영권을 보호하고자 한 것이다.⁵⁾

(3) 상장법인 등의 의결권 있는 증권을 대상으로 할 것

상장법인 또는 협회등록법인이 발행한 의결권 있는 증권만이 의무공개매수의 대상이 된다. 따라서 비상장, 비등록법인의 주식을 매수하는 경우에는 의무공개매수가 요구되지 않는다. 그러므로 이들 회사에서의 지배주식 양도에 따른 소액주주의 보호문제는 지배권 프리미엄의 반환이나, 손해배상책임을 인정하는 등의 방법에 의하여 해결하는 수 밖에 없게 되어 소액주주에 대한 보호가 불충분해지게 된다. 상장법인이나 등록법인의 경우에도 무의결권주식을 취득하는 경우에는 마찬가지로 공개매수에 의할 필요가 없다.

(4) 5% 공개매수와와의 관계

구증권거래법상 공개매수가 강제되는 경우는 동법 제21조 1항의 5% 공개매수의 경우와, 동조 2항의 25% 공개매수의 경우 2가지가 있었다. 이와 관련하여 일부에서는 이 2가지를 각각 5%선의 강제공개매수와 25%선의 강제공개매수,⁶⁾ 5% 의무공개매수와 25% 의무공개매수,⁷⁾ 일반형 강제공개매수와 의무취득형 강제공개매수⁸⁾ 등으로 불려서, 5% 공개매수도 의무공개매수의 일종으로 보았다. 그러나 5% 공개매수는 의무공개매수의 일종이 아니라, 오히려 공개매수의 개념을 정의한 것으로 보아야 한다. 5% 공개매수는 일본의 1990년 개정증권거래법을 모범으로 한 것인데, 일본에서는 이를 공개매수의 개념 가운데 불특정 다

4) 의무공개매수는 지배권 변경과정에 모든 주주가 참여할 수 있는 공평한 기회를 주자는 데 그 입법취지가 있고, 안분비례의 원칙에 의하는 경우 지배권 프리미엄을 일부주주가 독점할 가능성은 적기 때문에 최저매수 주식수가 꼭 필요한 것은 아니라고 한다(송중준, 앞의 논문, 15, 41면).

5) 위의 논문, 16면.

6) 김건식, 앞의 논문, 32면.

7) 이문성, 앞의 논문, 48면.

8) 송중준, 앞의 논문, 7면.

수인의 개념을 명확히 함으로써 공개매수규제의 적용범위를 명확하게 하려는 의도로 해석하고 있다.⁹⁾ 우리도 이와 마찬가지로 해석되고 있다.¹⁰⁾ 미국에서도 1979년의 SEC Rule의 수정제안에서는 공개매수를 45일 이내에 10인 이상에 대하여 5% 이상의 주식취득을 목표로 하는 매수신청, 또는 광범위하게 선전하여 현재의 시장가격에 5% 또는 2달러를 초과하는 프리미엄을 붙여 조건 등을 교섭할 기회를 주지 않는 매수신청으로 정의함으로써, 5%를 공개매수의 정의와 관련하여 사용하고 있다.¹¹⁾ 구증권거래법에서도 전자에 대해서만 의무공개매수라는 용어를 사용하고 있었다(동법시행령 제11조의 2, 제11조의3). 그러므로 본래 의미의 의무공개매수는 25% 공개매수의 경우 한가지 뿐이었다고 할 수 있다. 그리고 이제 이것이 폐지되었으니 우리 증권거래법상 이제 더 이상 의무공개매수 제도는 존재하지 않게 된 것이다.

2. 효용

의무공개매수 제도의 1차적인 효용은 소액주주의 보호에 있다. 동 제도는 지배주식의 양도시 과거 지배주주가 독점하였던 지배권 프리미엄을 모든 주주에게 평등하게 분배하여 실질적인 주주평등의 원칙을 실현할 수 있게 해 준다. 기존의 국내 M&A는 지배주주의 보유주식을 프리미엄을 붙여 매수하는 우호적 M&A가 대부분이어서, 이로 인해 지배주주만이 프리미엄을 독점하고 일반 소액주주는 소외되는 불평등이 야기되었는데, 의무공개매수 제도의 도입으로 더 이상 이것이 불가능하게 되었다.¹²⁾ 이처럼 의무공개매수 제도는 주주전원의 지배권 프리미엄에 대한 참가를 가능하게 함으로써, 지배주식 양도시의 프리미엄의 반환이나, 지배주식 양도시의 손해배상책임이라는 어려운 문제를 한꺼번에 해결할 수 있게 해 준다.¹³⁾ 또한 지배주식 양도시 정보공시 등 증권거래법상의 공개매수규제에 따르게 함으로써, 주주가 충분한 정보에 근거하여 결정할 수 있도록 해 주고, 따라서 지배권 거래가 밀실이 아닌 공개된 상태에서 투명하게 이루어지도록 한다. 의무공개매수 제도가 도입되면 비밀매집에 의한 적대적 M&A를 더 이상 할 수 없게 된다.

또한 의무공개매수 제도는 대주주 변경시 일반주주들이 퇴출할 수 있는 기회를 보장해 준다. 즉, 이 제도는 지배주식의 양도를 통한 지배권 변경시 경영진과 경영방침의 변경 등 주주에게 중대한 영향을 줄 수 있기 때문에, 주주에게 새로운 지배주주에 대한 충분한 정보와 판단기회를 주어 주식을 처분하고 회사를 떠날 기회를 주려는 것이다. 영국 및 EU에서 100%까지 공개매수하도록 강제하는 제도를 채택하고 있는 것도 이러한 취지가 더 중요하기 때문이다. 이는 경영권변동에 따른 일반주주들의 손실을 최소화하는 것이며, 예를

9) 内藤純 -, 新しい株式公開買付制度(上), 商事法務 No. 1219(1990), 3면.

10) 증권감독원, 개정 증권거래법령 및 관련규정 해설(II), 증권조사월보, 1997.5, 5면; 전홍렬, 제12차 개정 증권거래법 해설, 증권, 1997.3, 94면 참조.

11) 강희갑, 기업의 매수·합병(M&A)과 지배주식의 양도, 상사법연구 제9집, 1991, 94-95면.

12) 제해진, 알기쉬운 M&A와 주식투자, 한국경제신문사, 1997, 166-168면.

13) 지배주식의 양도시의 소액주주 보호방법에는 과거의 전통적인 방법과 프리미엄 자체를 규제하는 방법이 있다. 후자는 1960년대 영국에서 처음 이 입장에서 mandatory offers 제도를 도입한 이래 많은 나라들이 이에 따르고 있다. 이러한 규제방법의 초점은 지배주식의 매매에 있어서 소액주주가 지배권 프리미엄을 받을 수 있는 기회를 보장해 주는 데에 있다. 이러한 보장에는 구체적으로 ① 지배주식의 매매 자체는 허용하되 소액주주에 대한 추가매수 청약의무를 부과하는 방법(영국, 프랑스, 호주, 캐나다 등)과 ② 지배주식의 매수 자체를 공개매수만에 의하도록 제한하는 방법(일본, 한국)의 2가지 방법이 있다 (이문성, 앞의 논문, 46-47면).

들어 영업양도 등 회사의 중요한 변경이 있는 경우에 기존주주들이 퇴출할 수 있도록 회사에 대하여 주식매수청구권을 인정하는 것처럼, 대주주 변경의 경우에도 기존주주들에게 주식매수청구권을 인정하는 것이 필요하기 때문이다.

또 하나의 중요한 효용은 적대적 M&A의 억제기능이다. 우리 나라의 경우 종래 국내기업의 경영권 보호에 중요한 역할을 해왔던 증권거래법 제200조의 폐지와 관련하여 이 제도가 도입되었다는 점에서 이와 같은 기능이 보다 중시되었다. 의무공개매수는 의무적으로 매수해야 하는 최저매수 주식수 및 매수가격에 제한을 둬으로써 공개매수 자체를 어렵게 할 수 있고, 이를 통해 소모적인 공개매수를 줄이고 경영권을 안정적으로 보호할 수 있다.¹⁴⁾ 결국, 의무공개매수 제도는 한편으로는 주식매수의 방법으로 공개매수를 강제하고, 다른 한편으로는 공개매수를 사실상 어렵게 함으로써 결과적으로 무분별한 M&A를 억제하는 기능을 한다. 그러나 의무공개매수의 기본목적은 어디까지나 소액주주의 보호이고, 경영권 보호는 부수적인 목적에 불과하기 때문에, 후자의 목적이 지나치게 강조될 경우 오히려 M&A의 활성화를 저해할 수도 있다.¹⁵⁾ 의무공개매수 제도는 그린메일(greenmail)의 가능성도 감소시킨다. 발행기업은 장외에서 자기주식을 매입하는 것이 금지되고(증권거래법 제189조의2 1항 참조), 최대주주도 이미 공개매수가 의무화되는 비율 이상의 주식을 보유하고 있으면 그린메일의 대상주식을 매수하고 싶어도 공개매수에 의하지 않고는 이를 취득할 수 없게 되기 때문이다.¹⁶⁾

III. Andrews의 기회평등이론

1. 의의

지배주주가 주식을 양도하는 경우에는 다른 주주에게도 동일한 조건으로 주식을 양도할 수 있는 기회를 주어야 한다는 이론이다. 즉, 지배주식을 양수하는 자에게 공개매수를 강제하는 것으로, 양수인은 전주식이 아닌 일정 비율(예컨대 51%)에 대해서만 매수청약을 할 수도 있다. 기회평등이론(rule of equal opportunity)은 단지 청약시 전주주에게 안분비례의 원칙이 적용될 것을 요구한다.¹⁷⁾ 이처럼 기회평등이론은 지배주식 양도시 모든 주주에게 동일한 조건으로 주식을 양도할 수 있는 기회를 줌으로써 소액주주의 보호에 이바지한다. 기회평등이론은 이익배당청구권이나 의결권 등 회사에 대한 직접적인 권리의 경우와 마찬가지로, 주식양도의 경우에도 주주간의 평등을 확보하려는 것이다.¹⁸⁾ 이에 의하면 지배주식의 양도가격과 잔여주식의 양도가격간에 차이가 발생하지 않기 때문에, 지배권 프리미엄의 문제는 발생하지 않는다.¹⁹⁾ 상장회사에 대해 기회평등이론을 입법화한 것이 바로 의무공개매수 제도라고 할 수 있다.

14) 증권감독원, 앞의 논문(II), 5면.

15) 이문성, 앞의 논문, 43면.

16) 제해진, 앞의 책, 168면.

17) Andrews, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares," 78 *Harv. L. Rev.* 505(1965), pp.515-516.

18) *Ibid.*, p. 522.

19) 미국에서의 지배주식매각에 따른 프리미엄의 귀속문제에 대해서는, 戶川成弘, *アメリカにおける支配株式の賣却 - 賣却プレミアの歸屬を中心として*, 法學論集 6권, 278면 이하 참조.

2. 효용

첫째, 기회평등이론은 회사에 유해한 지배주식거래를 제한한다.²⁰⁾ 예컨대 지배주식 양수인이 현금이나 유가증권과 같이 유동성이 높은 회사재산을 횡령 또는 소비하여 회사에 손해를 입히는 looting의 경우, 기회평등이론에 의하면 지배주주가 주식 전부를 양도하는 경우 양수인은 전주식에 대하여 매수청약을 하여야 하는데, 양수인이 전주식을 양수하게 되면 양수후에 회사재산을 낭비해도 자신에게는 이익이 되지 않는다. 따라서 looting과 같은 형태로 이익을 얻고자 하는 양수인은 이와 같은 지배주식 거래에는 응하지 않게 된다. 지배주주가 주식 일부만을 양도하는 경우에도 지배주주는 여전히 일부 주식을 보유하기 때문에 looting 등 회사에 위험이 있는 경우에는 일부만의 양도에 응하지 않을 것이고, 위험이 명백하지 않은 경우에도 상당한 조사를 하게 될 것이다.

둘째, 기회평등이론은 회사에 유익한 지배주식거래는 부당하게 제한하지 않는다. 지배주주가 주식 전부를 양도하는 경우, 양수인은 전주식에 대하여 매수청약을 하여야 하지만, 지배주식 양도가 회사에 유익한 것이고, 또 자금조달이 가능하다면 양수인은 저항하지 않고 전주식을 양수할 것이다. 지배주주가 일부 주식을 계속 보유하는 경우에도 지배주식 양도가 회사에 유익하다면 지배주주는 저항하지 않고 일부 주식을 보유하여 회사에 남을 것이다.²¹⁾

그러므로 기회평등이론은 지배주식 양도시의 소액주주 보호와 관련하여 양도인에게 손해배상책임이나 프리미엄 반환책임을 지우는 것보다 사전예방적 측면이나 주주간의 이해조정 측면에서 훨씬 좋은 해결방법이다. 이 경우에는 손해에 대한 입증이나 프리미엄의 산정과 같은 곤란한 문제가 발생하지 않기 때문이다.

3. 비판

그러나 기회평등이론에 대해서는 다음과 같은 비판이 있다.²²⁾ 첫째, 기회평등이론이 회사에 유해한 지배주식거래를 완전히 막지는 못한다는 것이다. 주식을 분산 보유하려는 생각에서 지배주식이 일반주식보다 오히려 낮은 가격으로 양도되는 경우도 있을 수 있기 때문이다. 만일 회사에 유해한 지배주식거래를 완전히 막을 수 없다면, 지배주식거래로 인해 회사가 손해를 입은 경우 전통적인 구제방법에 따라 양도인은 다시 손해배상책임을 부담하여야 하는데, 그렇다면 회사의 손해 및 양도인의 예견가능성과 같은 곤란한 문제를 피할 수 있다고 하는 동이론의 장점은 사라지게 된다. 둘째, 기회평등이론은 회사에 유익한 지배주식거래까지 어느 정도 제한한다는 것이다. 우선 양수인이 전주식에 대해 매수청약을 하여야 하는 경우에는 양수인은 많은 투자가 요구된다. Andrews는 회사에 유익한 지배주식거래라면 추가로 취득하는 주식도 지배주식과 동일한 투자가치를 가진다는 이유에서, 양수인은 저항하지 않고 전주식에 대하여 매수청약을 할 것이라고 하나, 자금조달이 가능하다고 해도 양수인은 프리미엄을 주고 전주식을 취득하려 하지는 않을 것이다. 양수인은 위험 및 기회분산의 관점에서 지배권취득에 필요한 주식수 이상은 취득하지 않는 것이 현명

20) 前田雅弘, 支配株式の譲渡と株式賣却の機會均等(二), 法學論叢 115권 6호, 58면 이하 참조.

21) Andrews, *op.cit.*, p.519.

22) 강희갑, 앞의 논문, 84-86면 참조.

하기 때문이다. 다음 안분비례의 원칙에 따라 지배주식만을 양수하는 경우에도, Andrews는 회사에 유익한 거래라면 지배주주는 저항하지 않고 일부주식을 계속 보유할 것이라고 하지만, 즉시 현금이 필요해서 주식을 양도하는 자도 많다. 또한 새로운 지배주주 아래에서 소액주주로 회사에 남고 싶지 않다고 생각하거나, 투자를 분산 또는 모두 회수하여 새로이 다른 기업을 매수하려고 하는 경우도 있다. 양수인측에서도 양도인이 많은 주식을 계속 보유하는 것을 좋아하지 않는 경우가 있을 수 있다.

이와 같은 비판에도 불구하고 기회평등이론이 주주간의 이해조정수단으로서 매력적인 것은 지배권 이전이라고 하는 이른바 회사의 기초적 변경에 직면하여 소액주주에게 지배주주와 동일한 조건으로 회사로부터 퇴출할 수 있는 기회를 준다는 점이다. 다만, 기회평등이론에 의하여 양수인에게 공개매수를 강제하는 근거를 어디에서 찾을 것인가 하는 점이 문제이나, 이를 주주평등의 원칙에서 찾는 것은 옳지 않다고 본다. 주주평등의 원칙은 회사에 대한 관계에서의 평등 취급을 내용으로 하는 것이고, 본래 주주간의 관계에 미치는 것은 아니기 때문이다. 지배주주에 의한 소액주주의 평등한 양도기회의 확보라고 하는 점에서, 그 근거는 소액주주에 대한 지배주주의 충실의무에서 찾아야 할 것이다.

IV. 입법례

1. 영국²³⁾

(1) 원칙

영국의 City Code에 의하면, 발행주식총수의 30% 이상을 보유하게 된 자는 잔여주식 전부에 대한 공개매수가 의무화된다. 30% 이상 50% 미만의 지분을 12개월 이내에 다시 1% 이상 증가한 자에 대하여도 마찬가지이다(mandatory bid: rule 9.1(a)).²⁴⁾ 즉, 새로이 지배권을 취득하거나, 또는 지배권을 강화하기 위하여 주식을 취득할 때에는 Panel의 승인이 없는 한 공개매수가 강제되는 것이다. 이는 소액주주들에게 주식을 처분하여 사원관계를 탈퇴하고 지배권 프리미엄에 참여할 수 있는 동등한 기회를 주고자 한 것이다.²⁵⁾ 결과적으로 모든 주주에게 시가보다 높은 공개매수 가격으로 주식을 양도할 수 있는 기회가 제공된다. 30%를 기준으로 한 것은 City Code에서 지배권(control)을 사실상의 지배 여부와 관계없이 의결권의 30% 이상의 지분을 의미하는 것으로 정의하고 있기 때문이다.²⁶⁾ City Code나 기회평등이론과 같이 지배주식 양도시 항상 잔여주식에 대한 공개매수를 강제하는 경우에는 사전에 객관적으로 지배주식의 개념을 정의하여 둘 필요성이 크다.²⁷⁾ 또한 City Code에서는 공동보유자 개념에 대해서도 상세한 정의규정을 두고 있는데, 이는 30%의 비

23) *Palmer's Company Law*, Sweet & Maxwell, vol.2, 1995, 12.329; Weinberg and Blank on *TAKE-OVERS AND MERGERS*(5th ed., Sweet & Maxwell, London, 1989), 3-909 이하; 坂上眞美, 公開買付における擔保株の法律問題(·), *民商法雜誌* 106권 6호(1992), 829 - 31면 참조.

24) City Code는 1968년에 공포된 이후 몇 차례 개정을 거쳐 현재에 이르고 있으며, 가장 최근의 것은 1993년 6월 제4차 개정판으로, 이 때 비율이 2%에서 1%로 변경되었다. 자세한 내용은 Weinberg & Blank, *op.cit.*, 7-001 이하 참조.

25) 정동윤외 2인, 적대적 M&A와 법적대응[보고서], 전국경제인연합회, 1996 8, 135-138면.

26) City Code, Definitions. Weinberger & Blank, *op.cit.*, 7-008

27) Andrews는 객관적인 정의를 하지 않고 있으며, 그의 지배주식개념은 애매하다(Andrews, *op.cit.*, pp. 547-548).

출산정에 있어서는 공동보유자(parties acting in concert)의 주식이 합산되므로 요건을 명확하게 하기 위한 것이다. 즉, City Code에서는 합의나 양해에 의하여 주식취득에 적극적으로 협력하는 자를 공동보유자로 한다는 일반규정을 두고 있을 뿐만 아니라, 공동보유자로 추정되는 6가지 경우를 구체적으로 열거하고 있다.²⁸⁾ 회사가 자기주식을 소각 또는 취득함으로써 이사 및 공동보유자의 지분률이 증가하는 경우에도 공개매수의무를 지는 경우가 있다. 의무공개매수는 대상주식이 잔여주식 전부이고, 또한 매수가격이 일정금액 이상일 것이 요구되기 때문에 매수자에게 상당한 부담을 주게 된다. 반면에 공개매수가 성공하는 경우에도 여전히 안분비례의 원칙에 의한 위험 없이 양도가 가능하기 때문에 대상회사의 주주들이 받는 양도압력은 많이 경감된다. 영국의 의무공개매수가 갖는 특징은 다음과 같다.

1) 전부 공개매수

의무공개매수는 잔여주식 전부를 대상으로 하여야 한다. 이처럼 발행주식의 100% 취득을 목적으로 해야 하므로, 전주식에 대한 공개매수 청약이 없이는 30% 이상의 주식을 취득할 수 없다. 또한 공개매수 결과 50% 이상의 의결권주식을 반드시 취득하여야 한다. 따라서 지배권취득에 필요한 주식수에 대해서만 매수청약을 하는 이른바 부분공개매수(partial bid)는 안분비례의 원칙에 따르더라도 원칙적으로 허용되지 않는다.²⁹⁾ 이점이 Andrews의 기회평등이론과 다르다. 이는 임의공개매수나 의무공개매수에서나 마찬가지이다. 특히 의무공개매수에서 부분공개매수를 허용하지 않는 이유는, 부분공개매수의 경우에는 지배주주의 변경에도 불구하고 소액주주는 일부주식만이 매수되기 때문에 원하지 않음에도 소액주주로서 회사에 남게 되기 때문이다. 그러나 Panel의 동의가 있으면 부분공개매수를 할 수 있다. 이 때 의결권 주식의 30% 미만을 취득하고자 하는 공개매수는 승인되는 것이 보통이고(rule 36.1), 30% 이상 100% 이하를 취득하고자 하는 공개매수는 ① 승인신청에 앞선 12개월 동안 대상회사의 주식을 선별적으로 취득했거나 상당수의 주주로부터 취득한 경우, 또는 ② 부분공개매수를 계획하고 있는 동안에 대상회사의 주식을 취득한 경우에는 승인되지 않는 것이 보통이다(rule 36.2).

2) 매수가격 및 매수대가의 종류

의무공개매수의 경우에는 매수가격 및 매수대가의 종류에 대하여 특별한 규제가 있다. 첫째, 매수가격은 공개매수자나 공동보유자가 공개매수의무를 발생시킨 주식매수에 앞선 12개월 이내에 동종의 주식매수를 위하여 지급한 최고가격 이상이어야 한다(rule 9.5(a)). 지배주식이 양도되어 양수인이 30% 이상의 주식을 취득하게 되면 지배주식의 대가가 여기서 말하는 최고가격에 해당한다. 또한 City Code에서는 동종의 주주를 평등하게 취급할 것을 요구하고 있으므로(general principles 1), 지배주식의 양도인만이 다른 주주를 배제하고 프리미엄을 수령하는 것은 허용되지 않는다. 결국 기회평등이론과 동일한 결과가 된다. 이것은 공개매수자가 소수의 대주주에게 프리미엄을 지급하고 지배권을 취득한 다음에 잔여주식을 저가로 취득하여 소액주주를 축출하는 것을 막기 위한 것이다. 둘째, 매수대가는 현금이나 현금대용물(cash alternative)로 제한된다. 그러므로 임의공개매수의 경우와 달리

28) City Code, Definitions. *Palmer's Company Law*, vol.5, 1993, D.008.

29) 전부공개매수의 경우에는 주주가 원하는 주식을 모두 매각할 수 있으므로 자신의 의사에 반하여 소액 주주로 남는 상황을 피할 수 있어 이상적인 반면, 인수자에게 막대한 매수비용의 부담을 준다. 부분공개매수의 경우에도 안분비례의 원칙에 의해 주주간의 불평등은 막을 수 있으나, 의사에 반하여 소액주주로 남게 되는 것은 막을 수 없다.

공개매수자의 주식을 대가로 제공하는 것은 허용되지 않는다(rule 9.5(a)). 이는 주주가 현금을 받고 회사를 떠날 수 있는 기회를 주가 위한 것이다.

3) 50% 이상의 승낙

의무공개매수는 공개매수자가 이미 보유하고 있는 주식과 합하여 50% 이상의 주식에 대하여 승낙이 이루어지는 것을 조건으로 하여야 한다(rule 9.3(a)). 50%에 미달하는 때에는 Panel과의 협의를 통하여 다시 공개매수를 할 것인지, 아니면 지분율을 감소시킬 것인지를 조치를 강구하여야 한다(Notes on rule 9.3-2). 입의공개매수의 경우에는 50% 이상에 대하여 승낙이 이루어지지 않아서 확정선언이 불가능하여 공개매수가 실패한 경우에는, 공개매수가 실패한 날로부터 12개월간은 동일회사를 대상으로 다시 공개매수를 할 수 없게 되어 있다. 이와 같은 제한을 둔 취지는 공개매수 실패 후 얼마 지나지 않아서 회사가 다시 같은 회사로부터 2번째 공개매수의 대상이 되는 일이 발생하지 않도록 하고, 공개매수 실패 후 일정기간 동안 경영진이 경영에 전념할 수 있도록 하기 위한 것이다. 공개매수가 성공하면 경영진이 새로 바뀌는 것이 일반적이기 때문에, 현경영진은 자리를 지키기 위하여 본래 업무에 쏟아야 할 주의와 시간을 공개매수를 방어하는데 사용하게 된다. 그러므로 공개매수기간은 동시에 대상회사의 현경영진이 업무에 전념할 수 없는 기간이라고 해도 지나친 말이 아니다. 공개매수기간이 길면 길수록 대상회사의 경영은 불안정하게 되고, 이는 주주의 이익을 해치는 결과가 된다. 이와 달리 의무공개매수의 경우에는 Panel이 새로운 공개매수를 다시 한번 하게 할 수도 있다. 한편, 회사주식을 이미 50% 이상 소유하고 있는 자는 공개매수에 의하지 않고도 잔여주식을 취득할 수 있다. 이 경우에는 이미 회사를 지배하고 있기 때문에 추가로 주식을 취득한다 하더라도 잔여주주에게 주는 영향은 같기 때문이다.

의무공개매수의 적용에 있어서 주식의 취득방법은 문제되지 않으며, 사적 교섭에 의하여 특정 지배주주로부터 대량으로 매수하든(이른바 지배주식의 양도), 증권시장에서 매수하든 상관없다. 취득에 요하는 기간이나 거래횟수도 문제되지 않는다. 그러므로 City Code상의 의무공개매수의 적용범위는 지배주식의 양도만을 대상으로 하는 기회평등이론보다 넓다.³⁰⁾ 일단 공개매수의무가 발생하면 정보공시 등 통상의 공개매수 규제에 따라야 된다. 특히 공개매수의 공표에는 공개매수 청약이 100% 승낙될 경우, 공개매수자가 그에 응할 수 있는 충분한 자금을 가지고 있다는 사실에 대하여 재무조연자 등의 확인이 포함되어야 한다.

4) 의무자

공개매수의무는 30% 이상의 의결권주식 취득자만이 이를 부담한다(rule 9). 그러나 특히 지배주식 양도인이 이사(및 그 가까운 친척, 그가 관계하는 신탁)인 경우에는, 당해 이사는 매각조건으로써 양수인의 City Code상의 의무이행 약속을 해 두어야 한다.

(2) 예외

Panel은 의무공개매수 제도를 상당히 탄력적으로 운용하고 있는데, 특히 일정한 경우에는 예외를 인정하고 있다.³¹⁾ 예외규정을 잘 이용하면 기회평등이론이 가지는 단점, 즉 유익한 지배주식거래를 제한한다는 문제점을 어느 정도 해소할 수 있다. 다음의 6가지 경우에 의무공개매수의 적용이 면제되는데, 적용면제에 대하여 Panel은 매우 엄격한 태도를 취

30) 1968년 City Code에서 처음 의무공개매수 제도를 채택한 때에는 마찬가지로 지배주식의 양도만을 대상으로 했다(前田雅弘, 앞의 논문(二), 67면).

31) Weinberg & Blank, *op.cit.*, 3-939 이하 참조.

하고 있다.³²⁾

1) 주주가 신주를 취득한 결과 발행주식의 30% 이상을 취득하게 된 경우나, 이미 30% 이상 50% 미만을 보유하고 있는 지분을 12개월 이내에 1% 이상 증가한 경우

이 경우에는 주식취득에 앞서 주주총회의 승인과 Panel의 인가를 조건으로 공개매수의 무가 면제된다.

2) 회사 재정난을 구제하기 위하여 주식을 취득한 경우

회사(A사)가 심각한 자금난에서 벗어나기 위하여 기발행주식을 처분하거나, 새로이 주식을 발행하여 이를 처분하는 경우가 있다. 이 경우 이를 매수하여 당해 회사의 재정난을 구제하려는 회사(B사)가 매수결과 30% 이상의 주식을 보유하게 된 경우나, 또는 30% 이상 50% 미만의 지분을 12개월 이내에 1% 이상 증가하게 된 경우, Panel은 A사의 이사와 재정고문의 의견을 들어 주식양도가 회사 재정난을 타개하는 유일한 구제수단이라고 판단되는 경우에는 B사의 공개매수의무를 면제한다. 이 경우에는 주주총회의 승인이 요건으로 되어 있지 않은데, 이는 그럴만한 시간적인 여유가 없기 때문이다.

3) 부주의로 주식을 취득한 경우

이 경우에는 일정기간 내에 관계없는 자에게 주식을 양도하여, 공개매수가 강제되는 비율 이하로 지분률을 낮추는 것이 면제요건이다.

4) 공개매수가 확정될 가능성이 없는 경우

A사가 주식을 매수하여 지분이 30% 이상 되었지만, 대상회사에는 이미 50% 이상의 지분을 보유한 지배주주 B사가 존재하고, 또한 B사가 A사의 공개매수에 응할 의사가 없음을 A사에게 서면으로 알린 경우에는 Panel은 A사의 공개매수의무를 면제한다.

5) 무의결권주식을 보유한 주주가 무의결권주식에 의결권이 부활됨으로써 30% 이상의 의결권을 취득한 경우

다만, 무의결권주식의 매수시점에서 장래 의결권이 부활된다고 믿을만한 이유가 존재하지 않을 것을 조건으로 한다.

6) 담보권실행에 의한 주식취득의 경우

예컨대, 갑이 병회사 주식을 담보로 을에게 대부했는데, 그 후 을이 채무를 이행할 수 없게 되어 갑이 담보권을 실행하여 병회사 주식을 30% 이상 취득하게 된 경우, 통상 갑에게는 공개매수의무가 부과된다. 그러나 담보권설정 당시 갑이 流質은 없을 것이라고 믿을 만한 근거를 가지고 있었던 경우에는 Panel은 공개매수의무를 면제한다. 갑은 을이 변제기에 변제하리라고 믿었다 해도, 이를 뒷받침하는 충분한 증거가 없는 한 공개매수의무가 부과된다. 그러므로 공개매수의무가 면제되는 경우는 제한적이다. 이 규제의 특징은 다음 2가지이다. 첫째, City Code에서는 주식매수 결과 지배권취득이나 강화를 의미하는 주식수를 보유‘한’ 것을 이유로 공개매수의무를 지우고 있기 때문에, 담보권실행에 의해 담보권자가 담보주권의 소유권을 취득하여 채무자와의 채권채무관계를 소멸시킨 후에 공개매수가 이루어지는 결과, 담보권자가 공개매수 방법으로 담보권을 실행하는 사태는 생길 수 없다는 점이다. 둘째, 공개매수의무의 면제에 대한 결정이 제3자 기관인 Panel에 맡겨져 있다는 점이다. City Code는 면제기준을 담보권자 자신의 주관이 아니고(담보로 주권을 받을 당시 주권은 단지 담보에 불과하고 채무자가 정당하게 변제하리라고 생각했는지), 그것을

32) 이와 같이 영국의 의무공개매수 제도를 평가할 때에는 Panel의 권한을 함께 고려하여야 한다. 영국에서는 아주 효과적으로 Panel에 의한 자율규제가 이루어지고 있다.

뒷받침하는 증거의 존재 여부에 두고 있다. 이는 당시 상황을 중립적인 입장에서 판단할 수 있는 Panel이 존재하기 때문에 가능하다.

2. EU³³⁾

(1) 원칙

1990년 EU의 공개매수지침법안에서는 공개매수자가 취득당시 의결권 주식을 이미 1/3 이상 보유하고 있는 경우에는 대상회사의 전주식에 대해 공개매수 청약을 할 것을 요구하고 있다(동법안 제4조).³⁴⁾ 이는 지배권이 확보된 경우에는 대상회사의 잔여주식 전부에 대하여 공개매수의무를 지우는 것으로, 주주평등의 원칙을 관철하기 위한 것이다. 이 때 이미 보유하고 있는 주식의 취득방식은 묻지 않는다. 1/3 비율을 계산함에 있어서는, ① 타인 명의와 공개매수자의 계산으로 취득한 의결권 ② 공개매수자가 지배하는 회사가 취득한 의결권 ③ 공개매수자의 위탁에 의하여 타인이 취득한 의결권 ④ 의결권행사의 귀속주체와 관계없이 보관예탁된 공개매수자의 의결권 있는 주식 등도 포함된다. 의무공개매수 제도의 취지는 잔여주주에 대한 부분공개매수의 불이익을 막기 위한 것이다. 입법과정에서 논란이 심했던 부분은 기준을 1/3로 한 것이었는데, 비판의 근거는 한편으로는 현실적으로 그 이하의 비율로도 지배권취득이 충분히 가능하다는 것이고, 다른 한편으로는 의무공개매수 제도가 큰체른법에 부당하게 개입하여 오히려 큰체른의 형성을 장려하는 결과를 가져올 것이라는 이유에서였다. 그러나 지침법안의 1/3 기준은 EU의 다른 회사법지침법에서 회사의 지배권방어를 위한 최소기준으로 일반화된 것이기 때문에 그에 따른 것이다. 가맹국은 이 비율을 인하할 수는 있지만, 인상할 수는 없다. 이는 가맹국이 공개매수의무를 지침안보다 완화할 수 없음을 의미한다. 공개매수의무는 1인으로부터 주식을 취득하는 경우에도 적용되며, 또한 전주식에 대한 공개매수가 강제되기 때문에 예상 이상의 응모가 있는 경우에도 공개매수자는 매수를 거부할 수 없다. 이에 의해 부분공개매수가 불가능해 지므로, 모든 주주가 지배권프리미엄에 참여할 수 있게 된다. 공개매수의무는 취득목적 불문하고 발생하며, 또한 법정비율을 1주라도 초과하는 자 모두에게 적용된다. 이에 대해 지배권취득을 목적으로 하지 않음에도 불구하고 100%의 매수의무를 지우는 것은 사적자치에 대한 필요 이상의 개입으로써 균형을 잃은 것이라는 비판도 있다. 이에 따라 제2차 초안에서는 의무공개매수의 면제범위를 광범위하게 인정하여, 가맹국이 그 범위 내에서 자유로이 면제규정을 둘 수 있도록 하였다(제4조 2 c항).

한편, 그 후 공개매수에 관한 공통지침안 제3조에서는 개인 또는 법인이 회사경영을 지배할 수 있는 주식을 취득하는 경우, 가맹국은 이 자에 대하여 공개매수의무를 부과하는가, 아니면 소액주주를 보호하기 위한 같은 정도의 보호규정을 두도록 하고 있다.³⁵⁾ 이로써 공개매수만이 소액주주를 보호하는 규정은 아니게 되었다. 이는 EU 가맹국 중에는 예컨대, 독일과 같이 큰체른규정에 의해 소액주주를 보호하고 있는 국가도 있으므로, 가맹국이 국내법에서 공개매수에 의한 보호방안과 그 이외의 보호방안 가운데에서 선택할 수 있

33) 이하의 내용은 주로 이준섭, EU 은행·증권법, 박영사, 1996, 227면 이하를 참고로 한 것이다.

34) 1989년 안에서는 주관적으로 '공개매수자가 1/3 이상을 취득하고자 하는 때'로 규정하고 있었으나, 법적 불안정성을 야기한다는 우려 때문에 1990년 안에서는 실제로 취득하고 있을 것을 요구함으로써 객관화시켰다(위의 책, 227면).

35) 海外情報, EUにわける公開買付に關する共通指令案, 商事法務 No. 1434(1996.9), 39면.

도록 한 것이다. 가맹국이 공개매수에 의한 보호방안을 선택한 경우에는 공정한 가격으로 모든 주주에 대하여 전부 또는 상당부분에 대한 공개매수가 이루어지도록 하지 않으면 안 된다. 부분공개매수의 경우에 신청 이상의 주식이 응모한 경우에는 안분비례의 원칙에 따라 주주를 평등하게 취급하여야 한다. 원래는 전부공개매수를 예정하고 있었지만, 이 경우 자본시장에 과대한 부담과 혼란이 발생하고 M&A에 지장이 발생할 가능성이 있기 때문에 부분공개매수가 허용된 것이다.

의무공개매수 제도에 대해서는 주식분산 정책에 역행하여 주식보유의 집중을 조장하고, 또한 EU 위원회가 추진하고 있는 국경을 초월한 자본체휴 목표와도 모순된다는 비판과, 일부주식만을 취득하려는 자에게 전부매수를 강요하는 결과가 되어 과도한 부담을 주게 된다는 비판 등이 이루어지고 있다. 제2차 초안에서는 이러한 비판을 감안하여 몇 가지 예외를 인정함으로써 절충적인 해결을 꾀하고 있다. 유럽공동체의 회사법조정기준의 공개매수에 관한 초안에서는 기보유 주식과 합산하여 의결권의 과반수를 취득하는 합의를 하는 자에게 매수청약을 강제하고 있다(초안 7조(1)(C)).³⁶⁾ 초안은 감독기관에 대하여 동규정의 적용유무나 적용방법에 대하여 광범위한 재량권을 주고 있기 때문에(초안 7조(9), 실실에 맞는 운용을 기대할 수 있도록 하고 있다.³⁷⁾ 또 증권거래법의 조정작업 중에서 EU 위원회는 지배주식의 양도에 대하여 공시를 요구함과 동시에 잔여주주에게 동일조건으로 증권을 매각할 수 있는 기회를 주는 것이 바람직하다는 입장을 권고에서 명백히 하고 있다.³⁸⁾

(2) 예외

의무공개매수에 대한 예외가 허용되기 위해서는 증권시장 및 투자자에 대한 잠재적인 위험이 없거나, 다른 더 큰 이익이 존재하여야 한다. 1990년 안은 각 구성국가가 다음과 같은 경우 의무공개매수에 대한 예외를 인정할 수 있음을 규정하고 있다(제4조 2c)

- ① 공개매수자의 유가증권이 무상으로 취득된 경우
- ② 취득자가 대상회사에 합병되는 경우
- ③ 유가증권의 취득이 회사분할(Spaltung)에 기인하는 경우
- ④ 취득자가 1/3 지분률을 최대 3% 초과하여 취득한 후 1년 이내에 재매각하기로 서면으로 약정한 경우
- ⑤ 대상회사가 이미 공개매수자의 지배 아래에 있는 경우
- ⑥ 대상회사가 1인 대주주 또는 다수주주에 의하여 지배되고, 그들이 주식을 공개매수의 조건으로는 양도하지 않을 것임을 서면으로 약정한 경우
- ⑦ 우선적 인수권을 갖는 자본증가에 의하여 유가증권을 취득한 경우

이상의 예외조항은 개별 구성국가법이 의무공개매수의 예외조항을 설정할 수 있는 요건을 예시한 것일 뿐이고, 그 밖에 아예 의무공개매수에 관한 제4조의 규정이 적용되지 않는 일반적인 적용예외가 대상회사의 규모를 기준으로 설정되어 있다. 즉, 제5조에 따라 정규 제1차 시장에 상장되어 있지 않거나 상장신청도 하지 않은 대상회사로서 78/660/EWG 지침법의 기준에 따른 회사규모가 중, 소회사인 경우에는 의무공개매수 규정이 전혀 적용되지 않는다. 따라서 정규 제1차 시장의 상장회사가 아니라도 연말 결산지침법의 기준에 따라 대상회사가 大會社인 경우에는 의무공개매수 규정이 적용되게 된다.

36) 前田雅弘, 앞의 논문(二), 70면.

37) 독일에서의 초안을 둘러싼 의견 대립에 대해서는 위의 논문, 71-72면 참조.

38) 위의 논문, 72면

3. 프랑스³⁹⁾

프랑스 공개매수절차의 특징은 의무공개매수 제도의 도입, 100% 매수의 강제, SBF(Société des Bourses Françaises: 프랑스 증권거래소협회)에 의한 계획서의 승인 등이다. 프랑스에서는 1989년 9월 28일 상장회사의 발행주식총수의 1/3 이상을 취득한 경우에는 다시 1/3에 대한 공개매수를 강제하는 CBV(Conseil des Bourses de Valeurs: 증권거래소 평의회) 공개매수규칙이 재무부에 의하여 승인되었다.⁴⁰⁾ 1989년 규칙은 일정한 경우에 공개매수를 의무화함으로써 지금까지 임의규정에 지나지 않았던 공개매수 규정을 강행법규화하여 시장의 투명성과 주주의 평등을 확보하려고 하였다. 그 후 위 규칙을 수정하는 1992년 5월 15일의 명령이 제정되었다. 수정의 기본이념은 규정의 단순화에 의한 소액주주 보호의 강화에 있고, 그 중심은 공개매수규제이다.⁴¹⁾ 프랑스에서의 공개매수의 보통절차는 다음과 같다.⁴²⁾

(1) 공개매수 의무자

본래 공개매수의 이용은 임의적이지만, 일정한 경우에는 공개매수가 의무화된다(의무공개매수: offres publiques obligatoires). 즉, (가) 단독으로 또는 협조하여 행동하는 자연인 또는 법인이 공식시장 또는 제2시장에 상장되어 있는 프랑스 회사의 자본주(titres de capital) 또는 의결권의 1/3 이상을 취득하게 되는 경우(CBV 일반규칙 5-4-1조)와 (나) 공개매수에 관한 COB 규칙을 수정하는 1992년의 명령이 발효되기 전에 이미 대상회사의 자본주 또는 의결권의 1/3 이상 1/2 이하를 소유하고 있는, 단독으로 또는 협조하여 행동하는 법인 또는 자연인이 명령 발효일로부터 1년 이내에 대상회사의 자본주 또는 의결권총수의 2% 이상에 해당하는 자본주 또는 의결권을 취득하게 되는 경우(규칙 5-4-4조)에는 이를 신속히 CBV에 통지하고 공개매수계획서를 제출하여야 한다.

(2) 공개매수 주식수

공개매수는 자본주 및 발행회사의 자본 또는 의결권취득을 가능하게 하는 증권 전부에 대하여 이루어져야 한다(일반규칙 5-2-2조).⁴³⁾ 즉, 지배주식 양수시 모든 청약주주로부터

39) 이하의 설명은 주로 江口 眞樹子, フランスにおける株式公開買付の展開, 現代企業法の諸問題, 小室金之助教授還暦記念, 成文堂, 1996, 167면 이하에 의한 것이다.

40) 프랑스에서 공개매수에 대한 규제는 1966년 회사법, 증권거래소에 관한 1988년 1월 22일의 법률, COB 규칙, CBV 일반규칙 등 여러가지로 이루어져 있다. COB(Commission des opérations de bourse: 증권거래위원회) 규칙 89-03호는 1조부터 3조까지 공개매수시의 기본원칙 - 공개매수자의 성실의무, 주주의 이익을 존중하여야 할 대상회사 경영진의 의무, 공개매수자 및 대상회사의 주주평등취급의무 - 에 대하여 명시하고 있을 뿐이다. 그 밖에 공개매수절차를 상세하게 정하고 있는 것은 CBV 일반규칙이다(위의 논문, 169면).

41) '협조하여 행동하는 것 - 협조행동(action de concert)'이라는 개념이 1989년 법에 의해 도입되었다. 협조하여 행동하는 자란 '의결권을 취득 또는 양도할 것을 목적으로, 또는 회사에 대하여 동일한 정책을 실현시키기 위하여 의결권을 행사할 것을 목적으로 합의한 자'를 말한다(1966년 회사법 356-1-3조). 이는 기업그룹이 동법상의 통지의무를 잠탈하여 공개매수의무를 회피하는 것을 막기 위하여 도입된 개념이다(위의 논문, 173면).

42) 그 밖에 간이절차가 인정된다. 간이절차(procédure simplifiée)는 직접 또는 간접으로, 단독 또는 협조하여 대상회사의 자본 및 의결권의 과반수를 가지는 주주가 하는 매수제안 등 규칙 5-3-2조에서 정하는 경우에 이루어지는 절차로 계획서의 승인과 정보공시의 점에서 보통절차와 다르다(위의 논문, 173-174면).

43) 1992년의 명령에 의하여 개정되기 전에는 2/3 이상의 자본주를 대상으로 할 것이 요구되었다(위의 논

의 매수가 의무화되어 있는 것과의 균형상 공개매수의 경우에도 주주평등이 확보되고 있다. 또한 舊규정에서는 단지 '자본주'로만 되어 있어서 취득할 수 있는 증권의 종류가 불명확했지만, 이를 '자본 또는 의결권취득을 가능하게 하는 증권'으로 개정함으로써 명확히 하였다. 다만, 공개매수자는 최저매수 주식수를 정하여 그에 미달하는 경우에는 공개매수가 성립하지 않는 것으로 할 수 있다(규칙 5-2-5조 1항).

(3) 공개매수의 종류 및 기간

공개매수에는 현금공개매수(OPA-offres publiques d'acquisition)와 교환공개매수(OPE-offres publiques d'échange)의 2가지 종류가 있다(규칙 5-2-3조). 그 밖에 어느 하나를 주로 하고 다른 하나를 보조적으로 이용하는 혼합공개매수도 가능하다(규칙 5-2-3조). 공개매수기간은 20일 이상이어야 한다(규칙 5-2-10조)

(4) 공개매수절차

1) 공개매수계획서 제출

공개매수자는 공개매수계획서를 CBV에 제출하여야 한다. 그러나 제출자는 공개매수자 자신이 아니라, 하나 또는 복수의 금융기관이다. 금융기관은 공개매수하려는 자연인이나 법인의 계산으로 공개매수가 확실히 개시된다는 사실을 계획서에서 증명하여야 한다(규칙 5-2-1조). 계획서의 기재사항은 규칙 5-2-5조에서 상세하게 규정하고 있다. 공개매수계획서가 제출되면 SBF는 대상회사 증권의 상장을 일시 정지하고(규칙 5-2-1조 2항), 이를 경제담당대신 및 COB에 보고하여야 한다(규칙 5-2-1조 2항 후단). 다음 SBF는 공개매수계획서가 제출된 사실을 공고하여야 한다(규칙 5-2-1조 3항). 이 공고에 의하여 자신의 회사가 공개매수의 대상이 된 사실을 안 경영진은 이를 기업위원회(comité d'entreprise)에 보고하여야 한다(노동법전 L.432-1조, 1992년법에 의해 개정).

2) 심사

프랑스 공개매수의 특징은 CBV에 의한 공개매수계획서의 심사가 의무화된다는 점이다. CBV는 공개매수계획서의 승인과 관련하여 제출일로부터 5일 이내에 의견을 진술하여야 하고, 이를 다시 공고하여야 한다(규칙 5-2-6조). 규칙에서 정하는 조건의 승인이 불가능한 경우에는 계획의 재검토를 요청할 수 있지만(동조 2항 참조), 실제로 재검토 요청이 이루어진 경우는 없다. CBV는 계획서의 승인을 거부할 수도 있지만, 이와 같은 예는 매우 드물다.⁴⁴⁾ 승인의 결정은 통달(avis)의 형태로 SBF에 의하여 선언되며(규칙 5-2-9조), 선언에 의하여 원칙적으로 공개매수기간이 개시된다(규칙 5-2-10조)

3) 정보공시

정보공시에 관한 규제는 COB의 권한에 속하기 때문에, 공개매수자 및 대상회사에 의한 정보의 공고에 대해서는 COB 규칙 89-03호에서 규정하고 있다. 우호적인 공개매수의 경우에는 양자의 공고가 동일하게 이루어지는 경우도 있다. 공시사항에 대해서는 동규칙 7조에서 규정하고 있다. 공고는 모두 COB의 承認印(visa)을 받아야 하며, COB의 承認印을 받은 공고는 COB가 인정하는 방법에 의해(예컨대 주주에 대한 직접 송부, 경제정보 전국 지에의 게재 등, 동규칙 12조), 주주에게 알려지게 된다.

문, 170면).

44) 위의 논문, 174면.

4) 경쟁공개매수

공개매수기간을 통하여 경쟁공개매수(offres concurrentes)도 가능하다. 최초의 공개매수자는 이에 대하여 매수가격을 인상하여 대항할 수 있고(규칙 5-2-17조), 주주는 기간종료 시까지 보다 높은 가격을 제시하는 쪽을 선택할 수 있다.

(5) 공개매수의 결과

공개매수기간 종료후 CBV에 의하여 청약이 집계되며, 그 결과 공개매수자가 조건으로 제시한 최저매수 주식수에 달한 경우에는 청약주주에게 대금이 지급된다. 최저매수 주식수에 달하지 못한 경우에는 공개매수자는 주식매수의무가 없다. COB의 통계에 의하면 거의 모든 공개매수가 성공하고 있다. 공개매수의 결과는 성공여부에 관계없이 모두 SFB의 통달의 대상이 되어 공표된다(규칙 5-2-13조). 이 규칙을 위반하는 경우 주주는 원칙적으로 1/3 이상의 지분에 대한 의결권을 행사할 수 없다.

4. 일본

일본은 1990년 증권거래법 개정시 유가증권시장 밖에서의 주식매수 가운데 일정한 예외에 해당하는 경우를 제외하고는 전부 공개매수를 의무화하였다(동법 제27조의 2).⁴⁵⁾ 그러므로 유가증권신고서 제출회사가 발행하는 주권 등의 유가증권시장 밖에서의 매수 기타 유상양수는 원칙적으로 공개매수가 의무화된다.⁴⁶⁾ 공개매수에 의할 필요가 없는 예외적인 경우는, ① 점두시장에서의 매수 ② 특수목적의 매수 ③ 5% 미만의 매수 ④ 현저하게 소수의 자로부터의 매수 ⑤ 특별관계자로부터의 매수 등 5가지 경우이다(동법 제27조의 2 제1호 내지 제5호).⁴⁷⁾ 이 가운데 ④의 현저하게 소수의 자로부터의 매수란 60일간의 매수 상대방의 수가 10인 이하인 경우를 말한다(동법 제27조의 2 제4호, 동법시행령 7조 제4항).⁴⁸⁾ 그러나 이 경우에도 매수자의 매수후의 주식소유비율이 특별관계자와 합산하여 발행주식 총수의 1/3 이상이 되는 경우에는 공개매수에 의하여야 한다(동법 제27조의 2 제4호). 이는 영국의 mandatory bids 제도를 본 딴 것으로, 이 경우에는 주주총회의 특별결의를 저지할 수 있는 등 지배권에 중대한 영향을 미칠 수 있고, 또한 일반주주에게 미치는 영향이 중대하기 때문이다. 이 경우 매수기간이나 매수상대방의 수는 문제되지 않는다. 일본 증권

45) 일본에서는 1971년 공개매수제도 도입 이후 1990년 증권거래법 개정까지 3건의 공개매수가 발생하였다. 그 후 1990년 개정법에서 의무공개매수제도를 도입한 결과, 담보권 실행을 위해서도 공개매수가 필요하게 되어 발생건수가 약간 증가했으나, 1996년 6월까지 18건이 발생하는데 그쳤다. 그것도 대부분 우호적인 것이었다. 최근에는 이익소각을 위해서도 공개매수가 이용되게 되었으나, 본격적인 적대적 공개매수는 아직 발생하지 않고 있다. 이처럼 발생이 부진한 원인으로서는 이른바 주식의 상호보유를 들 수 있다. 일본에서는 회사주식을 금융기관이 40%, 사업법인이 25% 등 법인이 약 60% 내지 70%를 보유하고 있는 반면, 개인주주는 25%를 보유하는데 그치고 있다. 그러나 최근 외국인투자자의 주식소유비율이 상승하는 한편, 사업법인과 금융기관의 비율이 낮아짐으로써 서서히 상호보유가 해소되고 있다고 한다(森田 章, 株主の公正する議決權行使に必要する情報開示, 同志社法學 48권 5호(1997), 79-80면).

46) 内藤純一, 新しい株式公開買付制度(上), 商事法務 No. 1219(1990), 3면.

47) 자세한 내용은, 줄고, 일본의 개정증권거래법상의 공개매수규제, 사회과학논집(울산대) 제5권 제2호, 1995, 219-222면 참조.

48) 60일이란 기간은 증권거래법개정에서 공개매수의 최장기간을 60일로 한 것과 균형을 맞춘 것이고, 10인이란 인원수는 위임장권유규칙에서 미국과 일본이 모두 규제대상으로써 10인 기준을 채택하고 있는 점, 1979년 미국 SEC가 제안한 규칙수정안에서 공개매수의 규제대상을 10인 이상으로 하고 있는 점 등을 참고한 것이다(内藤純一, 株式公開買付制度の改正, 商事法務 No. 1208 (1990), 5-6면 注(2)).

거래법에서는 특정회사의 1/3 이상의 의결권을 취득하면 지배권을 취득할 수 있는 것으로 보는 것이다. 이 수량은 전부를 사적교섭매수에 의하여 매수하든, 일부는 공개시장에서 매수하고 일부는 사적교섭매수에 의하여 취득하든 상관없다. 따라서 발행주식총수의 1/3 이상을 취득하기 위해서는 사적교섭의 상대방수를 묻지 아니하고 공개매수에 의하여야 하므로, 소수의 대주주와의 개별적인 합의에 의한 지배주식의 양도와 지배권 프리미엄의 독점은 봉쇄되는 셈이다. 다만, 1/3을 초과하는 경우에도 친회사가 자회사의 주식을 매수하는 경우와 같이 이미 지배권을 확립하고 있는 경우에는, 현저하게 소수의 자로부터의 매수는 다시 공개매수에 의할 필요가 없다(동법시행령 제7조 제5항 1호).

5. 미국

(1) 1983년 공개매수에 관한 자문위원회의 권고⁴⁹⁾

미국에는 의무공개매수 제도는 존재하지 않는다. 그러나 1968년 Williams 법에서는 공개매수를 정의하지 않고 그 판단을 SEC와 법원에 위임하고 있으므로, 만약 지배주식의 양도 자체를 공개매수로 해석할 수 있다면 이에 대하여 공개매수에 대한 규제를 적용할 수 있게 되어, 실질적으로 공개매수를 강제하는 것과 동일한 효과를 얻을 수 있다. 그러나 통상의 지배주식의 양도를 공개매수로 해석하는 것은 곤란하기 때문에, 현행법 아래에서는 지배주식의 양도에 공개매수에 대한 규제를 적용하는 것은 불가능하다. 그러나 미국에서도 영국 City Code와 같은 해결방법이 권고된 적이 있다. 즉, 1983년 공개매수에 관한 자문위원회의 권고에서는 사외 의결권증권의 20% 이상을 취득하려는 자는, 발행회사로부터 취득하거나 또는 공개매수에 의해서만 취득할 수 있다는 뜻을 규정하고 있다.⁵⁰⁾ 그리고 이 규정의 적용면제에 대하여 SEC에 광범위한 재량권을 주고 있다(권고 14). 자문위원회는 이와 같은 권고의 제안이유로서 지배권은 본질적으로 회사자산이므로, 그 대가인 매각프리미엄에 대하여 주주는 평등하게 분배에 참여할 기회를 가져야 한다는 점을 들고 있다. 이 권고에 대해서는 권고에 따르면 시간, 위험, 비용 때문에 주식취득이 방해된다는 반대의견이 있다. 그러나 SEC에 대하여 광범위한 적용면제 권한을 부여함으로써 가능한 불합리한 사태가 발생하지 않도록 배려하고 있다. 그 밖에 1985년 기업생산성법안(Corporate Productivity Act)에서도 15% 이상의 주식취득은 반드시 공개매수에 의할 것과 공개매수의 실행에 대한 주주의 승인을 의무화한 바 있고, 1987년의 공개매수개혁법안(Tender Offer Reform Act)에서도 특정회사의 10% 이상의 주식취득은 반드시 공개매수에 의할 것을 제안한 바 있다.

(2) 주식매수청구권법(Appraisal Statutes; Redemption Rights Statutes; Control-Share Cash-Out Statutes)

미국 주회사법 가운데에는 일정비율 이상의 주식을 취득한 지배주주에 대하여 잔여주주가 공정가격에 의한 주식매수청구권을 갖도록 하는 법이 있다. 이는 M&A 규제법의 일종으로서 의무공개매수제도와는 조금 다른 형태라고 할 수 있으나, 이 제도와 마찬가지로 지

49) 前田雅弘, 앞의 논문(二), 73-74면.

50) SEC Advisory Committee on Tender Offers: Report of Recommendations, CCH Fed. Sec. L. Rep., No. 1028, Extra ed (July 15, 1983).

배주식 양도시 소액주주를 보호하는 기능을 한다. 최초로 주식매수청구권법을 제정한 州는 1983년 12월 펜실바니아주이다.⁵¹⁾ 펜실바니아주의 주식매수청구권법에서는 지배권거래(control transaction)라는 새로운 개념을 도입하여, 의결권주식의 30% 이상을 취득한 경우에는 지배권거래가 있는 것으로 보고, 이 경우 지배주주(controlling person)는 즉시 잔여주주에 대하여 지배권거래를 통지하고 법안사본을 송부함과 동시에, 주주는 자신이 소유하는 주식을 공정가격으로 지배주주에 대하여 현금으로 매수할 것을 청구할 수 있다는 뜻을 통지하도록 규정하고 있다.⁵²⁾ 잔여주주의 서면에 의한 청구가 있는 경우에는 지배주주는 그 전부에 대하여 매수청약을 하여야 한다. 결국 이는 매수자로 하여금 대상회사 주식의 100% 매수를 강제하는 결과가 된다. 同法은 의결권주식의 30% 이상을 매수한 자 모두에게 적용되므로, 공개매수의 경우 뿐만 아니라 공개시장매수와 사적교섭매수의 경우에도 적용된다. 공정가격은 기존의 주식매수청구권 절차에 의해 결정된다. 그러므로 지배주주가 일정한 기간 이내에 대상회사의 주식에 대하여 지급한 최고가격 이상이어야 하며, 또한 지배권취득시 지급한 지배권 프리미엄도 고려된다.⁵³⁾ 이는 영국 City Code상의 의무공개매수제도모델로 한 것으로써, 30% 이상의 주식취득에 의한 지배권변동을 이른바 회사의 기초적 변경에 준하는 것으로 보아, 합병이나 실질적인 전자산의 양도의 경우와 마찬가지로 잔여주주가 공정가격을 지급받을 수 있는 기회를 부여한 것이다. 이로 인해 주주는 낮은 가격으로 축출될 위험이 없어지게 되므로, 2단계 공개매수의 위압으로부터 벗어날 수 있게 된다. 즉, 同法의 목적은 1단계의 공개매수에서 주식을 제공하지 않은 주주가 지배주주의 변경 후 소액주주로 방치되어 추가하락에 따른 불이익을 입거나 새로운 지배주주에 의하여 불공정하게 축출되는 것을 방지하고, 또한 잔여주주 전원에 대하여 최고가격을 지급하도록 함으로써 재정적으로 취약한 공개매수를 저지하기 위한 것이다. 同法 아래에서는 30% 이상의 주식을 취득하려고 하는 자는 잔여주식 전부를 매수할 수 있을 만큼의 자금을 준비하지 않고는 주식매수를 개시할 수 없게 된다.⁵⁴⁾ 또한 모든 주주에게 항상 최고가격이 보장되므로, 주주들이 공개매수에 대하여 방관적인 자세를 취하게 되어 공개매수가 실패로 끝날 가능성이 일층 증가한다. 메인주와 유타주 등도 주식매수청구권법을 채택하고 있다.⁵⁵⁾

V. 구 의무공개매수제도의 문제점

1. 구 의무공개매수제도

구 증권거래법에서는 주식 등의 매수 등을 하고자 하는 자는 당해 매수 등을 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 주식 등의 총수의 25

51) 15 PA.CON.S.TAT.ANN. 1910.

52) *Ibid.*, 1910(A)-(D).

53) *Ibid.*, 1910(E).

54) William R. Newlin / Jay A. Gilmer, "The Pennsylvania Shareholder Protection Act : A New State Approach to Deflecting Corporate Takeover Bids," 40 *Bus.Law* 111(Nov.1984), p.116.

55) ME.REV.STAT.ANN.tit.13A, 910 ; UTAH CODE ANN. 16-10-76.5. 그 밖에 캐나다와 호주에서도 지배주식 양수인에게 공개매수를 강제하고 있다. 반면, 독일에는 이러한 제도가 없는데, 이는 카르텔법상의 우려와 실효성에 대한 의문 때문이라고 한다(강희갑, 앞의 논문, 104면; 이준섭, 앞의 책, 222면).

% 이상이 되는 경우에는 주식 등의 총수의 50%에 1주를 더한 수에서 기보유주식 등의 수를 공제한 수 이상의 주식 등을 공개매수하여야 한다고 규정하여, 이른바 의무공개매수 제도를 도입하였다(동법 제21조 2항).⁵⁶⁾ 본인과 그 특별관계자가 보유하는 주식 등의 수의 합계가 이미 당해 주식 등의 총수의 25% 이상인 자가 추가로 당해 주식 등의 매수 등을 하는 경우도 마찬가지이다. 그리고 이 때의 매수가격은, ① 공개매수신고서를 제출하는 날부터 과거 1년간 공개매수자가 당해 공개매수대상 주식 등의 매수 등을 한 최고거래가격과 공개매수신고서를 제출하는 날의 전일에 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 성립한 가격(종가 기준) 중 높은 가격이나 ② 공개매수자가 제1호의 기간 동안 당해 공개매수대상 주식 등의 매수 등을 하지 아니한 경우에는 공개매수신고서를 제출하는 날의 전일에 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 성립한 가격(종가 기준)으로 정해진다(동법시행령 제13조의 3). 다만, 다음과 같은 경우에는 의무공개매수가 면제되었다(동법시행령 제11조의 3) ① 소각을 목적으로 하는 주식 등의 매수 등 ② 주식매수청구에 응한 주식의 매수 ③ 특수관계인으로부터의 주식 등의 매수 등 ④ 신주인수권·전환청구권 또는 교환청구권의 행사에 의한 주식 등의 매수 등 ⑤ 본인 및 그 특별관계자가 보유하는 주식 등의 수가 가장 많은 경우 당해 본인이 당해 주식 등을 매수하고자 할 때마다 매수에정 수량 및 기간(3월 이내의 기간에 한함)에 대하여 주주총회의 특별결의를 거쳐 유가증권시장 또는 협회중개시장을 통하여 행하는 매수 ⑥ 합병 또는 영업의 전부양수로 인한 주식 등의 매수 등 ⑦ 법 제189조의2의 규정에 의한 자기주식의 취득 ⑧ 본인 및 그 특별관계자의 보유지분의 합계가 50% 이상인 경우 당해 본인 또는 그 특별관계자가 행하는 당해 법인의 주식 등의 매수 등 ⑨ 기타 기업의 경영합리화를 위하여 법률의 규정 또는 정부의 허가·인가·승인 또는 문서에 의한 지도·권고 등에 따른 취득 등 다른 주주의 권익침해가 없는 것으로서 위원회가 정하는 주식 등의 매수 등.

이상의 의무공개매수에 위반하여 주식을 매수한 경우에는 당해 주식에 대한 의결권을 대통령령이 정하는 기간동안 행사할 수 없으며 위원회는 당해 주식의 처분을 명할 수 있다(동법 제21조의3조). 구 증권거래법에서 의무공개매수제도를 도입한 취지는 진정한 기업인수 목적의 공개매수는 시장기능에 의해 촉진시키되, 무분별한 공개매수는 억제함으로써 경영권의 간접적인 보호와 함께 공정한 주식매수질서를 확립하고, 소액주주에게도 경영권이전시 공평한 양도기회를 부여하고 경영권이전 프리미엄을 균점하도록 하여 M&A 과정에서 소액주주의 권익도 보호하기 위해서였다.⁵⁷⁾

2. 문제점

(1) M&A의 활성화 저해

국내에서는 의무공개매수제도가 대주주의 경영권보호를 목적으로 도입되어, 결과적으로 M&A의 활성화를 저해함으로써 M&A를 통한 경영감시기능을 크게 약화시키는 결과를 가져왔다. 의무공개매수제도는 종래 국내에서 많이 이루어진 우호적 M&A까지 어렵게 만들었다. 즉, 우호적 M&A의 경우에도 인수자는 이제 대주주 지분을 공개매수로만 취득해야

56) 국내 최초의 의무공개매수 사례는 사보이호텔의 신성무역에 대한 공개매수이다. 구증권거래법상의 의무공개매수제도에 관해서는, 김건식, 앞의 논문, 25면; 송종준, 앞의 논문, 6면; 이문성, 앞의 논문, 43면 등을 참조할 것.

57) 전홍렬, 앞의 논문, 394면.

하기 때문에, 많은 자금을 들여서 공개매수를 한다 해도 대주주의 지분을 모두 사주는 것이 보장되지 않게 되었다. 또한 50%+1주를 의무적으로 매수해야 하기 때문에 자금부담이 가중되어,⁵⁸⁾ 대규모 회사에 대한 M&A는 사실상 불가능하게 되었다. 공개매수가격을 과거 1년 동안의 최고가격 이상으로 한 것도 인수자에게 큰 부담이 되었다.⁵⁹⁾ 인수자금의 증가는 특히 LBO나 junk bond 등 자금조달기법이 다양하지 않아 자금조달이 쉽게 이루어질 수 없는 국내에서 M&A에 대한 심각한 장애로 작용했다. 대주주의 관점에서도 과거와 같이 지배주식 양도시 프리미엄을 독점하는 것이 불가능해졌기 때문에, 경영권을 양도할 유인이 크게 줄어들게 되었다. 결국 의무공개매수제도는 M&A의 활성화를 저해하여 소액주주에 대한 지배권 프리미엄의 분배는 고사하고, 기존의 대주주가 아무런 프리미엄 지급없이 오히려 항구적으로 지배권을 보존할 수 있는 길만을 열어주게 되었다.⁶⁰⁾

방어행위 역시 큰 제한을 받게 되었다. 방어측은 이미 25% 이상의 주식을 보유하고 있는 경우가 일반적일 것이므로, 방어측이 방어행위를 위해 1주의 주식이라도 추가로 취득하기 위해서는 공개매수에 의해야 하기 때문이다.⁶¹⁾ 결국 의무공개매수제도는 공격자와 방어자 모두의 부담을 키지게 했고, 그 결과 이를 피하기 위하여 위장분산 및 파킹(parking) 등의 각종 편법이 동원되게 되었다.⁶²⁾

(2) 주식소유 분산에 역행

의무공개매수제도는 25% 이상의 주식 취득시에는 반드시 50%+1주 이상을 공개매수할 것을 요구하므로, 주식소유를 집중시킴으로써 주식소유 분산을 통한 소유와 경영의 분리라는 정책과 상반되는 결과를 가져왔다. 주식소유가 집중되면 제1대주주에 대한 견제가 어려워져 소액주주의 이익이 무시될 수 있다. 결론적으로 의무공개매수제도는 인수자에게 완전한 지배권을 확보할 수 없는 25% 이하만을 가지고 회사를 경영하든지, 무리하게 50% 이상을 소유하면서 경영하라고 요구하는 결과가 되었다.⁶³⁾

VI. 의무공개매수제도 폐지후의 과제

의무공개매수제도의 폐지로 M&A의 가능성이 매우 높아졌다. 특히 외국인에 의한 적대적 M&A 가능성도 매우 높아졌는데, 동제도의 폐지 이후에도 국내기업의 방어행위를 제한하고 있는 종래의 규정들은 여전히 그대로 됨으로써 부당한 결과를 가져오고 있다. 그러므

58) 우리의 제도는 영국의 제도를 본 단 것이나, 영국의 경우는 공개매수를 통해 30% 이상의 주식을 취득하게 '된 자' 등은 '나머지 주식 전부'에 관해서 공개매수의무가 지게 되는 점에서, 25%를 취득하게 '되는 자'에게 50%+1주에 해당하는 주식에 대해 매수를 강제하는 우리와는 다르다. 이러한 차이는 영국의 경우는 2단계 공개매수로부터 주주를 보호하는데 입법의 초점을 둔 것에 반해, 우리의 경우는 오히려 공개매수제도의 남용방지에 입법목적이 있었기 때문이라고 추측된다.

59) 김화진, 앞의 책, 92-93면.

60) 정규재, 앞의 책, 333-335면.

61) 다만, 증권거래법에 따른 자기주식취득의 경우에는 예외가 인정된다(동법 제189조의 2 참조).

62) 전병현, 국제심포지엄자료, 상장협자료 97-6, 60-61면. 1997년 하반기에 경영권을 인수한 몇몇 기업들은 24.99%만을 인수하면서 이년계약으로 경영권을 확보, 의무공개매수를 피해갔다는 소문이다(한국경제신문, 1997.12.30, 22면).

63) 이와 같은 문제점들을 해결하기 위하여, 의무공개매수의 기준주식수를 현재의 25%에서 1/3로 상향 조정하고, 최저매수 의무분도 폐지하여야 한다는 주장 등이 이루어졌다(송종준, 앞의 논문, 41-42면).

로 공정한 M&A가 이루어지기 위해서는 동제도의 폐지와 균형을 맞추어 국내기업이 이용할 수 있는 다양한 방어수단을 제공함은 물론, 방어행위를 획일적으로 제한하고 있는 관계 규정을 시급히 폐지할 필요가 있다. 종래에는 의무공개매수제도로 말미암아 공개매수를 통한 공격 자체가 어려웠으므로 방어행위를 제한해도 큰 문제가 없었으나, 동제도가 폐지된 이상 이와 균형을 맞추기 위해서도 국내기업이 적대적 M&A에 대항하여 보다 자유롭게 방어행위를 할 수 있도록 하여야 할 것이다.

1. 방어행위에 대한 제한철폐

(1) 증권거래법에서는 공개매수에 대한 일정한 방어행위를 제한하고 있다. 즉, 대상회사는 공개매수기간동안 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위로서 대통령령이 정하는 행위를 할 수 없다(증권거래법 제23조 4항). 여기서 대통령령이 정하는 행위라 함은 주권, 신주인수권을 표시하는 증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권의 발행과 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의를 말한다. 다만, 공개매수신고서 제출 전에 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의가 있는 경우에는 예외가 인정된다(동법시행령 제12조의 5). 이와 같은 규정을 두게 된 이유는 M&A 등 경영권 분쟁기간중 대상회사의 경영진이 이사회 결정권 등을 이용하여 주식이나 전환사채 등을 발행하게 되면, 기존 대주주에게만 유리하게 이를 이용하는 등 M&A에 큰 영향을 미칠 수 있어서, 결과적으로 지배권거래에 있어서 공정한 경쟁을 해치는 것을 막기 위함이라고 한다.⁶⁴⁾ 이와 같은 입장은 영국 및 EU 등의 입법례를 본받은 것으로서,⁶⁵⁾ 증권거래법은 이를 통하여 대상회사 경영진의 중립성유지 의무를 명문화한 것이라고 할 수 있다.

그러나 공개매수시 대상회사의 경영진이 중립성을 유지하여야 한다는 주장은 옳지 않으며, 경영진은 회사와 주주의 이익을 지키기 위해 필요한 경우에는 방어행위를 할 수 있다고 본다. 다만, 방어행위에는 경영진의 지위보전이라고 하는 이익충돌 문제가 발생하므로 그 적법성이 검토되어야 하나, 이 문제는 사법심사에 맡기는 것이 바람직하다. 그리고 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서는 정면으로 방어목적은 인정하여 방어행위시 자금조달목적이 있었는가를 따질 것은 아니라고 본다. 당연히 당해 행위는 자금조달을 목적으로 한 것은 아니며, 방어를 목적으로 한 것이다. 그러므로 방어목적에 알맞는 기준을 적용하여야 하고 따라서 새로운 기준이 필요한데, 우리 법은 이와 관련하여 법의 흠결상태에 있으므로 많은 경험을 가지고 있는 미국의 판례가 좋은 참고가 될 수 있을 것이다. 그레야 비로소 방어측의 사정만이 아니고, 공격측의 상황까지 모두 종합적으로 고려하여 방어행위의 적법성 판단이 가능해 질 것이고, 또한 다양한 방어수단의 적법성을 판단함에 있어서 동일한 기준을 적용할 수 있게 될 것이다.

그러므로 증권거래법에서와 같이 방어행위를 특정하여 이를 획일적으로 금지하는 것은 문제가 있다고 본다.⁶⁶⁾ 공개매수기간 중에만, 그것도 많은 방어수단 가운데 유독 주식 등의 발행만을 제한하는 것은 의미가 없다. 또한 모든 공개매수에 대하여 방어행위를 제한할 경우 대상회사의 정당한 행위도 방해받게 되고, 공개매수자에게 부당하게 유리한 지위

64) 위의 논문, 29면

65) 쫄고, 주식공개매수에 관한 연구 - 방어행위의 적법성에 관한 미국 회사법상의 논의를 중심으로, 박사학위논문(서울대), 1994, 145-146면 참조.

66) 동지: 송종준, 앞의 논문, 44면.

를 부여하게 된다. 즉, 현시가보다 낮은 가격의 공개매수나 좀처럼 받아들이기 어려운 조건의 공개매수도 성공할 가능성이 있다. 그러므로 증권거래법상의 제한을 철폐하여 대상회사가 이를 방어수단으로 활용할 수 있도록 하고, 방어행위의 적법성 문제는 구체적인 M&A의 개별적 사안에 따라 사후에 사법적 심사에 맡기는 것이 타당하다고 본다.

(2) 상장법인재무관리규정에서도 경영권분쟁기간 중의 일정한 방어행위를 제한하고 있다. 즉, 전환사채 및 신주인수권부사채를 私募 형식으로 발행하는 것이 금지되고(동규정 제14조 2항, 제19조 2항), 전환권 및 신주인수권의 행사기간이 제한될 뿐만 아니라(동규정 제18조, 제19조 2항), 분리형 신주인수권부사채의 발행이 금지된다(동규정 제19조 1항). 또한 신주인수권부사채를 발행하는 경우 신주인수권의 행사로 발행되는 신주의 납입도 현금으로 제한된다(동규정 제19조 1항).

그러나 아무리 경영권분쟁 중이라고 하더라도 회사에 자금조달의 필요성이 있을 수 있고, 특히 경영권분쟁이 장기화될 경우 자금조달의 필요성이 더욱 긴급할 수도 있다. 따라서 상장법인의 건전한 재무관리를 규제하고 있는 규정에서 오히려 상장법인의 다양한 자금조달수단을 제약하면서 확일적으로 규제하는 것은 문제가 있다. 또한 상장법인재무관리 규정상의 방어행위 제한은 증권관리위원회의 규칙제정권과 관련해서도 위법성이 문제될 여지도 있다.⁶⁷⁾

2. 방어수단의 확충

국내기업은 적대적 M&A 공격에 매우 취약한 입장에 있다. 엄격한 회사법으로 말미암아 외국에 비해 방어수단의 채택여지가 좁고, 법원 또한 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서 매우 엄격한 태도를 취하고 있기 때문이다. 이에 반하여 미국의 경우에는 다양한 방어수단이 개별회사의 정관 및 주회사법 차원에서 인정되고 있다.⁶⁸⁾ 그러므로 미국에서는 M&A도 활발하지만, 방어행위 또한 아주 활발하게 이루어지고 있다. 우리도 다양한 방어수단을 개발하여 국내기업이 이를 이용할 수 있도록 하여야 한다. 만일 다양한 방어수단의 개발에 법규정이 장애가 된다면, 관련규정을 개정해서라도 방어수단을 확충하여야 할 것이다. 이번 증권거래법 개정에서도 의무공개매수제도를 폐지하면서, 그 보완조치로서 경영권 방어수단을 강화하기 위해, ① 상장법인의 자기주식 취득한도를 종전의 발행주식총수의 10%에서 1/3로 확대하고(동법 제189조의 2)⁶⁹⁾, ② 상장기업간 상호출자한도를 종전의 발행주식총수의 1%에서 5%로 확대하였으며(동법시행령 제84조), ③ 공동보유자의 범위를 확대하여, 주식을 단독으로 취득한 후 그 주식을 다른 공동보유자에게 상호양도 또는 양수하기로 합의(계약)한 자도 새로 이에 포함시켰으며, ④ 기업들이 자사주 펀드 등을 통해 자사주 매입에 나설 때 현행 1/3 취득제한 기준 외에 이익배당 가능한 범위내에서 추가매입을 허용하였다. 그러나 개정법에서 자기주식의 취득한도를 확대하면서 이를 상장법인에 한해서만 적용하고 있는 것은 문제라고 본다(동법 제189조의2 제1항 참조). 협회등록법인이 협회등록시장을 통하여 자기주식을 취득하는 경우에도 일정범위 내에서 이를 허용하여야 할

67) 위의 논문, 44-45면.

68) 줄고, 앞의 논문, 32면 이하 참조.

69) 최근에 다시 증권거래법이 개정되어 취득한도에 대한 제한이 폐지되었다.

것이다. 방어수단의 확충을 위해서는 이상의 조치 이외에도 다양한 주식의 발행절차의 합리화, 차등의결권주 제도의 도입 등이 또한 검토되어야 할 것이다

3. 지배주식 양도시의 소액주주의 보호방안 강구

우리 법은 지배주식 양도시의 지배주주와 소액주주간의 이해조정과 관련하여 마땅한 해결방법을 가지고 있지 않다. 현행법상 지배주식 양도시의 소액주주의 보호방안으로 생각할 수 있는 것으로는, ① 지배주식 양도인에게 프리미엄을 반환시키는 방법과 ② 일반 불법행위법에 기하여 지배주식 양도인에게 손해배상책임을 지우는 방법 등이 있으나, 모두 나름대로의 단점이 있다.⁷⁰⁾ 개인적으로는 기회평등이론에 입각한 해결방안이 가장 타당하다고 생각한다. 상장회사에 대하여 기회평등이론을 입법화한 것이 바로 의무공개매수제도라고 할 수 있는데, 이 제도가 폐지되었으니 이제 다시 지배주식 양도시의 소액주주의 보호문제가 시급한 과제로 등장하게 되었다. 그 한 방법으로 전술한 미국의 펜실바니아주에서와 같이 지배주식의 양도시 합병이나 영업양도의 경우와 마찬가지로 잔여주주에게 주식매수청구권을 부여하는 방안을 검토할 필요가 있다.

4. 불공정거래에 대한 감독강화

의무공개매수제도의 폐지로 국내에서의 M&A의 증가가 예상된다. 이에 따라 M&A 정보를 이용한 내부자거래 등 불공정거래가 발생할 가능성도 커졌으므로, 이를 막을 수 있는 제도적 장치가 시급히 마련되어야 한다.

5. 5% 공개매수의 재평가

과거에는 증권거래법에서 공개매수가 강제되는 경우가 2가지 있었다. 그러나 의무공개매수제도가 폐지됨에 따라, 이제는 6개월 이내에 10인 이상의 자로부터 5% 이상의 주식을 장외에서 취득하는 경우만 공개매수가 강제되게 되었다(동법 제21조 1항 참조). 그러므로 이를 그대로 둘 것인지,⁷¹⁾ 아니면 5% 비율을 올릴 것인지,⁷²⁾ 또는 동법 제21조 3항의 공개매수의 정의조항과 관련하여 양조항의 관계를 어떻게 설정할 것인지 하는 등의 문제가 검토되어야 한다.

VII. 결론

의무공개매수제도는 지배주식의 양도로 인한 지배권 프리미엄에 소액주주가 참여할 수 있는 기회를 주고, 지배권 변경시 주식을 처분하여 사원관계에서 벗어날 수 있는 기회를

70) 강희갑, 앞의 논문, 107면 이하 참조.

71) 이에 비판적인 입장으로는, 송종준, 앞의 논문, 40-41면 참조.

72) 1998년 2월 증권거래소와 증권경제연구원의 '열린기업 열린경영'을 위한 제도개선 공청회에서는, 의무공개매수제도를 폐지하는 경우 이 5%를 10%로 상향조정할 것을 제안하였다.

준다는 점에서 주주평등의 원칙에 부합하는 제도이다. 또한 공개매수를 통하여 지배권거래의 투명성을 확보할 수 있고, 그린메일을 방지하는 역할도 한다. 그러므로 이번 증권거래법 개정에서 이 제도를 완전히 폐지한 것은 아쉬움이 남는다. 제도 자체는 그대로 두면서, 그 동안 문제점으로 지적되어 온 내용들을 보완하는 형식을 취하는 것이 올바른 방향이었다고 본다. 예컨대, 이 제도가 경영합리화를 위한 한계기업의 퇴출이나 구조조정에 장애가 된다면, 의무공개매수에 대한 예외사유를 확대하거나 또는 예외규정을 탄력적으로 활용한다면 어느 정도 문제를 해결할 수 있다. 과거 증권관리위원회가 M&A를 통한 산업구조조정을 원활히 하기 위하여 관련규정을 개정하여 의무공개매수의 면제범위를 대폭 확대함으로써, 대우그룹의 쌍용자동차 인수와 서울은행 및 제일은행에 대한 정부의 유상증자 참여가 공개매수 없이 가능토록 한 것은 좋은 예라고 할 수 있다. 또한 인수자의 자금부담 때문에 M&A의 활성화가 저해되는 것이 문제라면, 의무공개매수가 요구되는 기준주식수를 상향조정하거나 최저매수 주식수를 폐지함으로써 어느 정도 문제를 해결할 수 있다. 여러 가지 문제점에도 불구하고 이 제도가 지배주식 양도시의 소액주주 보호라고 하는 중요한 문제를 해결할 수 있다는 사실은 이 제도가 갖는 커다란 장점이다. 영국, EU, 일본, 프랑스 등 많은 국가에서 의무공개매수제도를 두고 있는 이유도 이와 같은 이유 때문이다. 앞으로 공정한 M&A가 이루어지도록 하기 위해서는, 동제도의 폐지와 균형을 맞추어 국내기업이 이용할 수 있는 다양한 방어수단을 제공함은 물론, 방어행위를 획일적으로 제한하고 있는 관계규정을 시급히 폐지할 필요가 있다. 그 밖에 지배주식 양도시의 소액주주의 보호 방안 강구, 불공정거래에 대한 감독강화, 5% 공개매수를 재평가하는 등의 문제가 또한 시급히 검토되어야 할 것이다. 아울러 이번 일을 계기로 다시 한번 입법의 신중함이 절실히 요청된다고 본다. 시행한지 채 1년도 못돼서 폐지할 제도를 무엇때문에 도입했는지 의심스럽다. 제도도입 당시 보다 신중한 자세를 취했다면 이와 같은 결과는 피할 수 있었을 것이다. 법을 너무나 쉽게 만들고 또 쉽게 없애버리는 풍토 아래에서는 법의 권위를 인정받기 어렵고, 따라서 진정한 법치주의를 실현하기도 어려울 것이다.

참고문헌

- 강희갑, 기업의 매수. 합병(M&A)과 지배주식의 양도, 상사법연구 제9집, 1991
 고창현/허영만, 개정 증권거래법 검토, 인권과 정의 제248호, 1997.4
 김건식, 개정 증권거래법상의 공개매수제도, 인권과 정의 제248호(1997.4)
 김화진, M&A와 경영권, 박영사, 1997
 송중준, 강제공개매수제도의 법리와 향후의 법적 과제, 한국법학원, 한국법학원보 제76호 (1997.11.5),
 , 지배주식의 취득과 공개매수의 적용범위 확대론, 증권조사월보 227호, 1996.3
 안문택, 우리나라의 M&A 현황 및 문제점, 상사법연구 제14집 제1호, 1995
 유영일, 주식공개매수에 관한 연구 -- 방어행위의 적법성에 관한 미국 회사법상의 논의를 중심으로, 법학박사학위논문(서울대, 1994)
 , 일본의 개정증권거래법상의 공개매수규제, 울산대 사회과학논집 제5권 2호, 1995
 이문성, 개정 증권거래법 아래서의 의무공개매수제도와 소액주주의 보호, 상장협 제35호

(1997.5)

- 이준섭, EU 은행·증권법, 박영사, 1996
- 전홍렬, 제12차 개정 증권거래법 해설, 증권, 1997.3
- 장규재, 기업최후의 전쟁 M&A, 한국경제신문사, 1997
- 정동윤외 2인, 적대적 M&A와 법적대응[보고서], 전국경제인연합회, 1996.8
- 재해진, 알기 쉬운 M&A와 주식투자, 한국경제신문사, 1997
- 증권감독원, 개정증권거래법령 및 관련규정 해설(II), 증권조사월보 1997.5.
- 한상국, 유가증권의 공개매수제도 개선방안, 상장협, 1995
- 證券法制研究會 編, 逐條解説 證券取引法, 商事法務研究會, 1995
- 江口 貢樹子, フランスにおける株式公開買付の展開, 現代企業法の諸問題, 小室金之助教授
還曆記念, 成文堂, 1996,
- 神崎克郎, 公開買付制度の適用範圍 - 強制公開買付制度に關聯して, 現代企業と有價證券の
法理(河本 一郎先生古稀祝賀), 有斐閣, 1994
- 古山正明, 改正公開買付規制について - 市場法の視點から, 現代會社法, 證券去來法の展開
(堀口 亘先生退官紀念), 經濟法令研究會, 1993
- 內藤純一, 株式公開買付制度の改正, 商事法務 No. 1208(1990)
 , 新しい株式公開買付制度(上)(中)(下), 商事法務 No. 1219 - 1223(1990)
- 坂上眞美, 公開買付における擔保株の法律問題(一)(二), 民商法雜誌 106권 6호, 107권 1호
(1992)
- 前田雅弘, 支配株式の讓渡と株式賣却の機會均等(一), 法學論叢(京都大) 115권 4호, 6호
- 早川 勝, イギリス會社法における少數株主保護の改正 -- 壓制的行爲から不公正な侵害行爲
へ, 商事法の解釋と展望, 上柳克郎先生 還曆記念, 有斐閣, 1984
- 森 淳二郎, 會社支配の變動と株主の利益, 竹内昭夫編, 特別講義商法 I, 有斐閣, 1995
 , 支配株式の價値の法理, 商事法の解釋と展望, 上柳克郎先生 還曆記念, 有斐閣,
1984
- 森田 章, 株主の公正する議決權行使に必要な情報開示, 同志社法學 48권 5호(1997)
- 戶川成弘, アメリカにおける支配株式の賣却 - 賣却プレミアの歸屬を中心として, 法學論集
商法 6, 大陸文化史
- 荒谷裕子, 會社支配の變動を伴う株式の讓渡 - フランスにおける議論を中心として, 法學論
集 商法 12, 大陸文化史
- 川島いつみ, イギリス會社法における少數派株主保護の理論的系譜, 公開會社と閉鎖會社の法
理, 酒卷俊雄先生 還曆記念, 商事法務研究會, 1992
- 海外情報, EUにわける公開買付に關する共通指令案, 商事法務 No. 1434(1996.9)
- ABA, *Model Business Corporation Act Annotated*(3rd ed., Prentice Hall Law &
Business, 1993 Supplement) Vol.1-4
- Andrew Hicks & S.H.Goo, *Cases & Materials on Company Law*, Blackstone Press
Limited, 1994
- Andrews, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares," 78
Harv. L. Rev. 505(1965)
- Dale A. Oesterle, *The Law of Mergers, Acquisitions, And Reorganizations*(West
Publishing Company, 1991)

Marc I. Steinberg, *Tender Offers : Developments & Commentaries*(Quorum Books, 1985)

Palmer's Company Law, Sweet & Maxwell, 1995

Robert Charles Clark, *CORPORATE LAW*(Little, Brown and Company, 1986)

Weinberg and Blank on *TAKE-OVERS AND MERGERS*, 5th ed., Sweet & Maxwell, London, 1989

William R. Newlin / Jay A. Gilmer, "The Pennsylvania Shareholder Protection Act : A New State Approach to Deflecting Corporate Takeover Bids," 40 *Bus.Law.* 111(Nov.1984)