

일본의 개정증권거래법상의 공개매수규제

유영일
법학과

<요 약>

본 연구는 1990년 일본 개정증권거래법상의 공개매수규제를 고찰한 것이다. 편의상 공시규제와 실제적 규제로 나누어 고찰하였으며, 동시에 개정법이 안고 있는 몇가지 문제점에 대해서도 검토하였다. 일본은 1990년 증권거래법의 개정을 통하여 공개매수법제를 전면적으로 개정하였다. 금번 개정의 직접적인 계기가 된 것은 5% rule의 도입으로써, 지금까지 공개매수가 의무화되는 매수후의 주식소유비율을 5% rule의 도입에 맞추어 종래의 10%에서 5%로 인하하는 데에 있었다. 금번 개정시에는 그 밖에도 외국법제와의 조화를 도모함으로써 자본시장의 국제화를 한층 강화하고 투자자보호에 만전을 기할 필요성이 인식되었다. 또한 공개매수제도를 앞으로 운용해 나갈에 있어서 예상되는 문제점과 일본의 공개매수법제가 외국자본에 대해 지나치게 엄격하다는 외국으로부터의 비판도 고려되었다. 이에 따라 개정법에서는 사전신고제도의 폐지, 공개매수기간 및 해제기간의 연장, 매수조건 변경의 허용 등 규제완화책이 다수 채택됨으로써, 전체적으로 미국법상의 규제에 많이 접근하고 있다. 근래에 들어서는 국내에서도 공개매수가 기업인수전략의 하나로써 이용되기 시작했으며, 1997년 증권거래법상의 대량주식소유제한 제도가 폐지되는 경우에는 보다 활발하게 이루어질 것으로 예상된다. 종래 우리의 공개매수법제와 현실이 일본과 유사했다는 점을 고려할 때, 앞으로 우리가 공개매수 관련규정을 개정하는 경우 일본의 개정증권거래법은 하나의 참고가 될 수 있을 것이다.

Regulation of Tender Offer in Japanese Revised Securities Exchange Act

You, Young Ihl
Dept. of Law

<Abstract>

The purpose of this article is to examine the Japanese 1990's revised Tender Offer law. This paper firstly examines the revised law in terms of two categories, disclosure regulation and substance regulation, and then points out some loopholes in the revised law. Japanese Tender Offer law was extensively revised through the Revision of Securities Exchange Act in 1990. The introduction of a 5 % rule served as a direct momentum in the 1990's revision. Namely the aim of the 1990's revision was to reduce the stockholdings ratio with which Tender Offer was compelled from 10 % to 5 % with the introduction of a 5 % rule. In addition, the needs for strengthening the internationalization of the domestic capital market and for adopting a prudential policy for the protection of investors were recognized in the 1990's revision. The problems which are expected to encounter in applying the Tender Offer law and the criticism that Japanese Tender Offer law is too strict to the foreign capital were also considered. So many softened measures, for example, abolishment of pre-notification requirement, extension of purchasing period and cancellation period, allowance of change in purchasing terms were included in the 1990's revision. Therefore Japanese revised Tender Offer law generally becomes similar to the U.S. Tender Offer law. Recently the Tender Offer begins to be thought as a strategy of the corporate acquisition in Korea. And Tender Offer is expected to be utilized intensively in case of deletion of article 200 of the Korean Securities Exchange Act in 1997. In consideration of the similar condition of the Tender Offer law between Korea and Japan, the Japanese revised Tender Offer law could affect the revision of the Korean Tender Offer law in near future.

I. 서 론

공개매수제도가 일본에 처음 도입된 것은 1971년 증권거래법의 개정시이나, 제도도입 이후 1990년까지의 실제 이용건수는 3건에 불과하는 등 그 이용은 극히 미미했다. 이와같은 상황하에서 일본에서 1990년 증권거래법의 개정을 통하여 공개매수법제를 개정하게 된 직접적인 계기가 된 것은 주식 등의 대량보유상황에 관한 공시제도, 이른바 5 % rule의 도입이다. 즉, 지금까지 공개매수가 의무화되는 매수후의 주식소유비율을 5 % rule의 도입에 맞추어 종래의 10 %에서 5 %로 인하하는 데에 있었다. 그러나 금번 개정시에는 그 밖에도 기업환경의 변화, 일본기업이 해외에서 활발하게 M & A를 수행하고 있는 사실, 미국 등의 경우 주주보호를 강화할 목적으로 여러차례에 걸쳐 공개매수법제가 개정되어 온 사실 등에 비추어 외국제도와와의 조화를 도모함으로써 자본시장의 국제화를 한층 강화하고 투자자보호에 만전을 기할 필요성이 인식되었다. 또한 공개매수제도를 앞으로 운용해 나갈에 있어서 예상되는 문제점을 동시에 개선하여야 한다는 인식과, 일본기업의 국제적인 기업매수 활동에 비하여 일본 국내법상의 외국자본에 대한 규제가 지나치게 엄격하다는 외국으로부터 비판도 고려되었다. 이에 따라 일본에서는 1990년 증권거래법의 개정을 통

하여 이른바 5% rule을 도입함과 동시에, 공개매수제도에 대해서도 사전신고제도의 폐지, 공개매수기간의 연장 등 이의 이용을 용이하게 하기 위한 규제완화책 등이 다수 채택됨으로써 전면적인 개정이 이루어졌다. 동시에 이의 시행을 위하여 동법시행령 및 省令(공개매수의 개시에 관한 省令)의 개정도 이루어졌는데, 동법시행령은 1990년 10월 31일, 省令은 1990년 11월 26일 각각 공포되었다. 이에 따라 1990년 12월 1일부터 개정된 공개매수규제가 시행되고 있다. 일반적으로 증권거래법상의 공개매수규제의 목적은 투자자에 대한 정보공시 및 주주의 평등대우의 확보라고 할 수 있으므로, 이하에서는 일본의 개정증권거래법상의 공개매수규제를 공시규제와 실제적 규제로 나누어 살펴보기로 한다.

II. 공개매수규제의 적용범위

1. 공개매수규제의 적용대상

증권거래법에서는 공개매수를 ‘불특정 다수의 자에 대한 주권 등의 유가증권시장외에서의 매수의 청약 또는 매도청약의 권유’로 정의하고 있다(동법 27조의 2 제6항). 그러나 종래부터 ‘불특정 다수의 자’의 개념이 불명확하다는 등의 문제점이 지적되었다. 공모의 경우와 마찬가지로 권유대상자의 수가 50인 이상인 경우로 해석되었지만,¹⁾ 매수기간에 대해서는 여전히 의문이 남아 있었다. 또한 종래에는 소수의 자로부터 대량으로 주권 등을 매수하여 대상회사의 지배권을 취득하는 것이 공개매수규제의 적용대상에서 제외된다는 문제점도 지적되었다. 왜냐하면 공개매수란 일반적으로 회사의 지배권취득 등을 목적으로 유가증권시장외에서 주권 등을 매수하는 경우에, 매수자로 하여금 매수기간, 매수수량, 매수가격 등의 사전공시를 의무화함으로써 투자자에 대한 공시 및 주주의 평등대우를 확보하기 위한 제도이기 때문이다. 이에 따라 개정법에서는 유가증권시장외에서의 주식매수 가운데 일정한 예외에 해당하는 경우를 제외하고는 전부 증권거래법상의 공개매수절차에 따라야 하는 것으로 하고 있다(동법 27조의 2). 그러므로 개정법하에서는 유가증권보고서의 제출회사가 발행하는 주권 등의 유가증권시장외에서의 매수 기타 유상양수는 원칙적으로 공개매수가 의무화된다. 이에 의해 공개매수규제의 적용대상이 명확하게 되었다.²⁾ 공개매수규제의 적용대상이 되는 주권 등의 범위에는 신주인수권증서, 신주인수권증권, 전환사채권 및 신주인수권부사채권과 같은 잠재적인 주식도 포함된다. 외국법인이 발행하는 유가증권에 대해서도 개정법에서는 적용대상이 됨을 명백히 하고 있다. 다만, 무의결권주는 적용대상에서 제외된다(동법시행령 6조 1항, 省令 2조). 그리고 적용대상이 되는 유상양수의 범위에는 매매의 일방예약 및 매매거래에 관한 옵션의 취득이 포함된다(동법시행령 6조 2항).

2. 적용제외

유가증권시장외에서의 주권 등의 매수라도 다음의 경우에는 공개매수규제의 적용대상에서 제외된다(동법 27조의 2 제1호내지 제5호).

1) 田中誠二 / 堀口 正, 全訂 コメントール證券取引法, 勁草書房(1990), 231면.
2) 内藤純一, 新しい株式公開買付制度(上), 商事法務 No. 1219(1990), 3면.

(1) 유가증권시장 등에서의 매수

종래에는 증권거래소에서의 거래만을 공개매수규제의 적용대상에서 제외했지만, 개정법에서는 그 밖에 유가증권시장에서의 거래에 준하는 것으로서 이른바 점두시장도 적용대상에서 제외하고 있다(동법 27조의 2 제1호, 동법시행령 7조 제1항). 점두시장이란 증권업협회의 자주규칙에 따라 증권회사를 통하여 이루어지는 점두등록, 점두관리종목 주권 등의 증권회사를 통한 거래를 말한다. 이처럼 공개매수규제와 관련하여 점두시장에서의 거래를 유가증권시장에서의 거래에 준하여 취급하고 있는 것은, 점두시장은 현행 증권거래법상 유가증권시장외에 해당하지만 등록회사수 및 거래량이 대폭 증가하고 있고, 또한 점두시장에서의 거래는 동협회의 규칙에 따라 거래의 공정성과 투명성이 확보되어 있다는 인식에 따른 것이다.

(2) 특수목적의 매수

소각을 위한 주식매수는 공개매수규제의 적용대상에서 제외된다(동법 27조의 2 제2호). 그 밖에 상법상의 주식매수청구권 기타 법령상의 의무에 따라 주권 등을 매수하는 경우나, 신주인수권의 행사 또는 전환사채의 전환청구에 따라 주권 등을 매수하는 경우에도 적용대상에서 제외된다(동법시행령 7조 2항). 이들은 거래의 성질상 공개매수규제의 적용 대상으로 할 필요가 없기 때문이다.

(3) 5 % 이하의 매수

매수후의 주권 등의 소유비율이³⁾ 특별관계자의 소유비율과 합산하여 발행주식총수의 5 % 이하인 경우에는 공개매수규제의 적용대상에서 제외된다(동법 27조의 2 제3호).⁴⁾ 종래에는 매수후 10 % 이상을 소유하게 되는 경우를 공개매수신고의 대상으로 하였으나, 개정법에서는 5 % rule의 도입에 맞추어 이를 매수후 5 % 이상을 소유하게 되는 경우로 변경한 것이다. 이는 5 % rule의 도입과 함께 증권시장 내외의 투명성을 현저하게 향상시킬 것으로 기대된다.⁵⁾ 다음의 경우에는 소유에 준하는 것으로 보아 소유비율의 계산에 포함된다. 즉, ① 매매 기타의 계약에 의하여 주권 등의 인도청구권을 가지는 경우 ② 주주로서의 의결권을 행사할 수 있는 권한 또는 의결권행사에 대하여 지시할 수 있는 권한을 가

3) 주권 등 소유비율의 계산방법은 다음과 같다. 우선 분자는 공개매수자의 경우에는 매수후의 소유주권의 수(전환사채 등 잠재적주식에 대해서는 省수 8조에서 규정하는 방법에 의해 주식으로 환산한 수로 한다)로 하나, 특별관계자의 경우에는 매수개시시의 소유주권의 수로 할 수 있다. 이는 공개매수자의 매수후의 특별관계자의 소유주식수를 파악하기 어렵기 때문이다. 분모는 대상회사의 발행주식총수에 공개매수자 및 특별관계자가 소유하는 잠재적주식의 수를 가산한 수로 한다. 다만, 공개매수에서는 의결권의 유무가 중시되므로 무의결권주식의 수는 원칙적으로 발행주식총수에서 제외한다(동법 27조의 2 제8항, 省수 6조). 또한 신탁업용 영위하는 자가 신탁재산으로써 소유하는 주권 등은 소유비율 계산시 이를 제외한다(省수 7조).

4) 특별관계자에는 형식적 기준에 의한 특별관계자와 실질적 기준에 의한 특별관계자가 있다(동법 27조의 2 제7항). 형식적 기준에 의한 특별관계자란 공개매수자와 주식의 소유관계, 친족관계 기타 동법시행령에서 정하는 특별한 관계에 있는 자를 말하고(동항 제1호), 실질적 기준에 의한 특별관계자란 공개매수자와 공동으로 당해회사의 주권을 취득 또는 양도하거나 또는 당해회사의 주주로서의 의결권 기타의 권리를 행사하는 것 또는 당해회사의 주권의 매수후에 서로 당해주권을 양도 또는 양수하기로 합의한 자를 말한다(동항 제2호). 형식적 기준에 의한 특별관계자의 범위는 구체적으로 다음과 같이 정한다. ① 공개매수자가 개인인 경우에는 그 자의 친족(배우자 및 1촌이내의 者), 특별자본관계(20 % 이상의 주식 등을 소유하는 관계)에 있는 법인 및 그 임원 ② 공개매수자가 법인인 경우에는 그 법인의 임원, 특별자본관계에 있는 법인 및 그 임원, 그 법인에 대하여 특별자본관계를 가지는 개인 및 법인 그리고 그 임원 ③ 50 % 이상의 주식을 소유하는 법인과 합산하여 20 % 이상의 주식을 소유하는 경우에는 특별자본관계가 있는 것으로 본다(동법시행령 제9조). 이와같이 공개매수에서는 형식적 기준에 의한 특별관계자의 범위를 5 % rule의 경우보다 확대하고 있다.

5) 內藤純, 앞의 論文(1), 4면.

지는 경우 ③ 주권 등의 투자에 필요한 권한을 가지는 경우 ④ 매매의 일방예약을 하고 있는 경우 ⑤ 매매거래에 관한 옵션을 취득하고 있는 경우에는 그 단계에서 소유비율의 계산시 이를 합산한다(동법시행령 7조 제3항).

(4) 상대거래

현저하게 소수의 자로부터 주권 등을 매수하는 경우(상대거래)에는 공개매수규제의 적용대상에서 제외된다(동법 27조의 2 제4호). 개정법의 특징의 하나는 이처럼 상대거래를 적용대상에서 제외한 점에 있다. '현저하게 소수의 자'의 구체적인 기준은 60일간의 매수 상대방의 수가 10인 이하인 경우이다(동법시행령 7조 제4항).⁶⁾ 그러나 이 경우에도 매수자의 매수후의 주권 등의 소유비율이 특별관계자의 소유비율과 합산하여 발행주식총수의 1 / 3을 초과하는 경우에는 상대거래의 적용제외에 해당하지 않으며 따라서 공개매수에 의하여야 한다. 이 경우에는 주주총회의 특별결의를 저지할 수 있는 등 대상회사의 지배권에 중대한 영향을 미칠 수 있고, 또한 일반주주에게 미치는 영향이 중대하기 때문이다.⁷⁾ 다만, 1 / 3을 초과하는 경우에도 친회사가 자회사의 주식을 추가매수하는 경우 등과 같이 이미 지배권을 확립하고 있는 경우에는, 현저하게 소수의 자로부터의 매수는 다시 공개매수규제의 적용대상에서 제외된다(동법시행령 7조 제5항 1호). 그러므로 개정법에서 공개매수규제의 적용대상을 판단하는 기준은 5%, 1 / 3, 50%의 3단계로 나누어진다. ① 매수후 소유비율이 5% 이하인 경우에는 매수상대방의 인원수에 관계없이 적용에서 제외된다. ② 매수후 소유비율이 5%를 초과하게 되는 경우 이것이 현저하게 소수의 자로부터의 매수인 경우에는 적용에서 제외된다. ③ 매수후 소유비율이 1 / 3을 초과하는 경우에는 현저하게 소수의 자로부터의 매수라도 그 밖의 예외사유에 해당하지 않으면 공개매수에 의하여야 한다. ④ 특정회사의 주식을 이미 50% 이상 소유하고 있는 자가 다시 위 회사의 주식을 추가로 매수하는 경우에는 현저하게 소수의 자로부터의 매수는 적용에서 제외된다.

(5) 특별관계자로부터의 매수

특별관계자로부터의 주식매수 및 기타 동법시행령에서 정하는 주권 등의 매수는 공개매수규제의 적용대상에서 제외된다(동법 27조의 2 제5호). 이 경우 특별관계자의 범위는 1년간 계속하여 형식적 기준에 의한 특별관계자에 해당하는 자로 한정된다(省令 3조 3항). 그러므로 위 (3), (4)의 경우보다 특별관계자의 범위가 좁다. 특별관계자의 범위를 이와같이 한정된 것은 탈법행위를 막기 위한 것으로, 주식매수 직전에 공개매수규제를 회피하기 위하여 매도자와의 사이에서 특별관계를 조작할 염려가 있기 때문이다. 그 밖에 적용이 제외되는 경우로는, ① 주식의 50% 이상을 자기명의로 소유하고 있는 회사의 주권 등을 현저하게 소수의 자로부터 매수하는 경우 ② 주권 등의 매출에 응하여 매수하는 경우 ③ 임원지주회나 종업원지주회에 의한 매수 등으로 일정한 요건을 충족하는 경우 등이 있다(동법시행령 7조 5항). 형식적 기준에 의한 특별관계자로부터의 주식매수를 공개매수규제의 적용대상에서 제외한 것은, 이것은 이른바 그룹내의 거래로써 그룹 전체의 소유주식수에 변동이 없어 대상회사의 지배권에 중대한 영향을 미친다고는 하기 어렵기 때문이다. 또한

6) 60일이란 기간은 급변 개정에서 공개매수의 최장기간을 60일로 한 것과 균형을 맞춘 것이고, 10인이란 인원수는 회사지배권과 깊은 관련이 있는 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(內藤純一, 株式公開買付制度の改正, 商事法務 No. 1208 (1990), 5 - 6면 注(2)).

7) 이는 영국의 義務的 公開買受(mandatory take over bid) 제도를 본 딴 것이다(City Code Rule 9.1(a) 참조). 영국의 義務的 公開買受制度에 대해서는, 坂上眞美, 公開買付における擔保株の法律問題(一), 民商法雜誌 106권 6호(1992), 829 - 31면 참조.

친회사가 자회사의 주식을 추가매수하는 경우에도 자회사의 지배권에 증대한 영향을 미친다고 하기 어렵다.⁸⁾

III. 공시규제

1. 공개매수개시공고

종래에는 공개매수를 개시하기 10일 이전에 공개매수신고서를 大藏大臣에게 제출하여야 했다. 그리고 이 기간 동안 공개매수자는 매수와 그 권유 등 일체의 행위가 금지되었다. 이와같은 사전신고제도는 공개매수규제의 중립성확보에 반하며,⁹⁾ 또한 비밀유지나 내부자 거래의 규제와 관련하여 새로운 문제를 야기할 수도 있었다.¹⁰⁾ 또한 이로 인하여 미국 등으로부터 일본의 공개매수규제가 외국자본에 대해 제한적이라는 비판을 받았다.¹¹⁾ 이에 따라 개정법에서는 사전신고제도를 폐지하고 동시신고제도를 채택하여, 공개매수자는 공개매수의 목적, 매수가격, 매수에정 주권수, 매수기간 등을 신문에 공고함으로써 즉시 공개매수를 개시할 수 있도록 하였다(동법 27조의 3 제1항). 공고방법은, ① 국내에서 시사에 관한 사항을 종합하여 보도하는 일간신문이나 ② 국내에서 산업 / 경제에 관한 사항을 전반적으로 보도하는 일간신문 가운데 2개 이상에 게재하는 방법으로 한다(省令 9조 1항). 공고내용은, ① 공개매수자의 성명 또는 명칭과 주소 또는 소재지 ② 공개매수에 의해 주권 등의 매수를 하는 뜻 ③ 공개매수의 목적 ④ 대상회사의 명칭, 매수기간, 매수가격, 매수에정 주권수 등 공개매수의 내용에 관한 사항 ⑤ 대상회사 또는 그 임원과의 당해 공개매수에 관한 합의의 유무 ⑥ 공개매수신고서의 사본을 열람에 제공하는 장소 ⑦ 공개매수자의 사업내용(개인의 경우에는 직업) 등이다(省令 10조).

2. 공개매수신고서의 제출

공개매수개시공고를 한 자는 당해 공고를 한 날에 공개매수신고서를 大藏大臣에게 제출하여야 한다(동법 27조의 3 제2항). 제출하여야 할 날이 일요일 또는 휴일에 해당하는 경우에는 그 익일에 제출하여야 한다. 공개매수신고서의 기재사항은, ① 매수가격, 매수에정 주권수, 매수기간, 주식인도 기타 결제 및 공개매수에 붙인 조건 ② 공개매수개시공고일 이후에 대상주식을 공개매수에 의하지 않고 매수하기로 하는 제약이 있는 경우에는 당해

8) 위의 論文, 838면.

9) Williams 법의 제정시 미국의회는 주주보호를 위한 노력의 일환으로 공개매수에 대한 규제가 대상회사의 경영진과 공개매수자 가운데 어느 한쪽을 보다 유리하게 취급하는 것을 피하기 위하여 세심한 주의를 기울였다. 결국 미국의회는 공개매수에 대한 규제는 중립적(neutral)이어야 하며, 공개매수자와 대상회사의 경영진 어느 한쪽을 유리하게 취급함이 없이, 주주를 공개매수자와 대등한 지위에 두는 것이 중요하다고 판단했다. 이와같은 공정성(evenhandedness) 유지의 회사의 지배권다툼시 정보가 적절히 제공되는 경우 스스로 현명한 선택을 할 수 있는 주주에 대하여 공개매수자나 대상회사의 경영진 어느 한쪽도 추가적인 이점을 부여받아서 안된다는 확신을 반영한 것이다(拙稿, 株式公開買受에 관한 研究 -- 防禦行爲의 適法性에 관한 美國 會社法上の 論議를 中心으로, 法學博士學位論文(서울대, 1994), 151 - 2면).

10) 일본이 사전신고제도를 채택한 것은 시급히 공개매수를 법제화하여야 했던 1971년 당시 외국자본에 의한 공개매수에 대한 재계의 과도한 경계감, 행정당국의 심사체제 미비 및 경험부족, 그리고 유지명령 기타 사법체도의 미비 등의 제반사정을 고려했기 때문이다(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. 證券取引法の展開(堀口 正先生退官紀念), 經濟法令研究會(1993), 375면).

11) 内藤純 -, 앞의 論文(上), 8면.

계약의 내용 ③ 공개매수의 목적, 공개매수자에 관한 사항 기타 省令에서 정하는 사항 등이다. 공개매수신고서에는 그 밖에 일정한 첨부서류를 첨부하여야 한다(省令 13조 참조). 공개매수신고서를 제출하지 않은 경우에는 공고 익일 이후의 매도 등의 청약의 권유 기타 일정한 권유행위가 금지된다(동법 27조의 3 제3항). 금지되는 권유행위는, ① 매수 등의 청약 또는 매도 등의 청약의 권유 ② 공개매수설명서의 교부 ③ 매수 등의 청약의 승낙의 접수 또는 매도 등의 청약의 접수 ④ 응모주권 등의 수령 등이다(省令 15조). 또한 공개매수자는 공개매수신고서 제출후 즉시 대상회사와 주권 등이 상장되어 있는 증권거래소(집두매매 유가증권에 해당하는 주권 등의 경우에는 당해 주권 등을 등록 또는 지정하는 증권업협회)에 공개매수신고서의 사본을 송부하여야 한다(동법 27조의 3 제4항, 동법시행령 11조).

종래에는 공개매수자가 비거주자인 경우에는 신고대리인의 설치가 의무화되고, 또한 신고대리인의 자격은 증권회사와 은행에 한정되었기 때문에 외국자본에 대해 차별적이라는 비판이 많이 제기되었다.¹²⁾ 이에 따라 개정법에서는 신고서 심사 등의 편의를 위하여 대리인의 설치 자체는 의무화했지만, 대리인의 자격과 관련해서는 공모신고서의 경우와 마찬가지로 증권회사와 은행에 한정하지 않고 국내에 주소 또는 사무소를 가지는 자로 공개매수신고서 등의 제출에 관하여 공개매수자를 대리하는 자를 들 수 있도록 하였다(省令 11조). 또한 개정법에서는 교환공개매수의 경우에 교환대상인 유가증권의 모집과 매출에 대하여 증권거래법상의 신고를 필요로 하는 경우에도(동법 4조 제1항 참조), 공개매수신고서의 제출과 동시에 유가증권신고서를 제출하면 전술한 권유행위를 할 수 있도록 하였다(동법 27조의 4, 省令 15조). 공개매수는 신문공고에 의해 불특정다수의 자에 대하여 주권 등의 매수의 청약을 하는 것이기 때문에, 공개매수의 대가로써 유가증권을 부여하는 교환공개매수는 일반적으로 유가증권의 모집 또는 매출에 해당한다. 그러므로 교환공개매수의 경우에는 증권거래법에 따라 유가증권신고서의 제출의무가 발생하게 되고, 모집 또는 매출을 위한 유가증권신고서는 신고서 제출일로부터 15일을 경과하지 않으면 효력이 발생하지 않으므로(동법 8조 1항 참조), 예컨대 공개매수자가 유가증권신고서를 제출했다 해도 적어도 15일간은 공개매수를 할 수 없게 되는 문제가 발생하게 된다. 이와같은 이유에서 개정법에서는 유가증권신고서를 공개매수신고서(또는 정정신고서)와 동시에 제출하면, 이로써 유가증권신고서의 효력을 발생시켜서 공개매수를 진행할 수 있다는 뜻의 특칙을 둔 것이다. 이로써 교환공개매수의 취급과 관련하여 종래의 불명확했던 점이 명확해지게 되었다.¹³⁾

3. 공개매수개시공고 및 공개매수신고서의 정정

개정법에서는 새로이 공고정정 등의 절차를 신설하였다. 이는 공개매수의 개시나 매수조건의 변경이 신문공고에 의하게 되었기 때문이다. 공개매수개시공고를 한 공개매수자는 그 내용에 형식상의 불비가 있거나, 기재내용이 사실과 다름을 발견한 때에는 그 내용을 정정하여 공고 또는 공표하여야 한다. 또한 大藏大臣은 공개매수개시공고의 내용에 대하여 정정할 필요가 있다고 판단한 때에는 공개매수자에 대하여 기한을 정하여 그 정정내용을 공고 또는 공표할 것을 명할 수 있다. 다만, 이와같은 행정처분은 공개매수기간의 말일 이후에는 할 수 없다(동법 27조의 7).

공개매수자는 공개매수신고서에 형식상의 불비가 있거나, 기재내용이 사실과 다르거나

12) 内藤純, 앞의 論文(改正), 6면.

13) 内藤純, 앞의 論文(中), 24면.

또는 기재할 사항 또는 오해를 일으키지 않기 위하여 필요한 사실의 기재가 불충분하거나 또는 누락되어 있다고 판단한 때에는 정정신고서를 大藏大臣에게 제출하여야 한다(자발적 정정). 또한 공개매수자는 공개매수신고서의 제출일 이후 공개매수기간의 말일까지 매수조건 변경 기타 공개매수신고서에 기재할 중요사항의 변경 기타 공개매수신고서의 내용을 정정해야 할 省습에서 정하는 사정이 있는 때에는 즉시 정정신고서를 大藏大臣에게 제출하여야 한다.(의무적 정정)¹⁴⁾

또한 大藏大臣은 다음의 사실이 명백하다고 판단하는 때에는 공개매수자에 대하여 기한을 정하여 정정신고서의 제출을 명할 수 있다. ① 공개매수신고서에 형식상의 불비가 있는 경우 ② 공개매수신고서에 기재된 매수조건 등이 법규정에 위반한 경우 ③ 정정신고서에 기재된 매수조건 등의 변경이 법규정에 위반한 경우 ④ 공개매수신고서에 기재할 사항의 기재가 불충분한 경우. 다만, 이와같은 처분은 공개매수기간의 말일 이후에는 할 수 없다. 이는 공개매수신고서의 형식불비 등의 경우에 大藏大臣의 정정명령권한을 규정한 것으로서, 이 경우에는 정정할 내용이 명백하기 때문에 종래와 달리 大藏大臣이 심문절차를 거치지 않고 정정신고서의 제출을 명할 수 있도록 한 것이다. 이는 정정이유가 형식상의 불비 등으로 그 내용이 명백한 경우에는, 진행중인 공개매수에 대하여 가능한한 당국의 신속한 대응이 바람직하다는 판단에 따른 것이다.¹⁵⁾

大藏大臣은 또한, ① 공개매수신고서에 기재된 중요한 사항에 대하여 허위의 기재가 있는 경우와 ② 공개매수신고서에 기재해야 할 중요한 사항 또는 오해를 일으키지 않기 위하여 필요한 중요한 사실의 기재가 누락되어 있는 경우를 발견한 경우에는 관계직원으로서 하여금 심문을 하게 한 후 이유를 표시하고 기한을 정하여 공개매수자에 대하여 정정신고서의 제출을 명할 수 있다. 이는 공개매수신고서 내용의 허위기재 등의 경우에 大藏大臣의 정정명령권한을 규정한 것으로서, 이와같은 처분은 공개매수기간의 말일의 익일부터 기산하여 5년을 경과한 날 이후에는 할 수 없다. 5년이란 기간은 공개매수관련 공시서류의 공중열람기간과 손해배상청구권의 소멸시효기간이 5년으로 되어 있는 것과 균형을 맞춘 것이다.¹⁶⁾ 정정신고서를 제출한 경우에는 신고서의 경우와 마찬가지로 공개매수자는 그 사본을 대상회사와 증권거래소 등에 송부하여야 한다. 공개매수기간중에 大藏大臣의 처분이 있는 경우에는 공개매수자는 정정신고서가 제출되기까지는 매도 등의 청약의 권유 기타 공개매수에 관한 일정한 행위를 하지 못한다. 공개매수기간중에 정정신고서를 제출한 경우나 정정신고서의 제출명령이 있는 경우에는 공개매수자는 매수기간의 말일이 도래한 경우라도 제출일로부터 10일간 매수기간을 연장하고(省습 22조 2항 참조), 그 뜻을 즉시 공고 또는 공표하여야 한다. 이는 응모주주에 대한 주지기간을 확보하기 위한 것이다. 이 경우 공개매수자는 연장기간의 말일까지 주권 등의 인도 기타의 결제를 하여서는 안된다. 정정신고서를 제출한 때에는 공개매수자는 형식상의 불비에 의한 경우 등 정정사항이 경미한 경우를 제외하고는 즉시 정정신고서의 기재내용 가운데 공개매수개시공고에 기재한 내용에 관한 것을 일간신문에 게재하여 공고하거나 또는 공표하여야 한다(동법 27조의 8 제1항내지 제12항, 省습 23조).

14) 기타 省습에서 정하는 사정으로는, ① 공개매수신고서 제출 이전에 발생한 중요사실로서 제출시에는 기재할 수 없었으나 제출후 기재가능한 상태로 된 것 ② 공개매수신고서의 기재사항에 관하여 중요한 사실이 발생한 것 등이 있다(省습 21조 3항).

15) 内藤純 : 앞의 論文(中), 27면.

16) 위의 論文, 27면.

4. 공개매수설명서의 교부

개정법은 공개매수자로부터 하역금 응모주주에게 공개매수설명서를 사전에 또는 동시에 교부하도록 하였다(동법 27조의 9, 省令 24조 제4항). 이에 따라 응모주주가 공개매수청약에 응한 때에 동시에 공개매수설명서를 교부하는 것도 가능하게 되었다. 공개매수설명서의 기재사항은 공개매수신고서의 기재사항으로써 省令에서 정하는 사항과 공익 또는 투자자 보호를 위하여 필요한 것으로써 省令에서 정하는 사항이다(省令 24조 참조). 정정신고서를 제출한 경우에는 즉시 정정한 공개매수설명서를 다시 교부하여야 한다. 다만, 정정범위가 경미한 경우에는 정정이유, 정정사항 및 정정 이후의 내용을 기재한 서면을 교부함으로써 이에 갈음할 수 있다(省令 24조 제5항). 이와같이 공개매수는 일간신문에 하는 공개매수개시공고, 大藏大臣에게 제출하는 공개매수신고서, 그리고 응모주주에게 직접 교부되는 공개매수설명서의 3가지 수단에 의해 그 내용이 주주에게 공시된다.

5. 대상회사 등의 의견표명

개정법은 대상회사 또는 그 임원의 공개매수에 관한 의견표명과 관련해서도 사전신고제를 폐지하여, 대상회사 또는 그 임원이 공개매수기간중에 공개매수에 관한 의견을 공표하거나 또는 주주에 대하여 표시하는 경우에는 즉시 그 의견내용 등을 기재한 의견표명보고서를 大藏大臣에게 제출하도록 하였다(동법 27조의 10). 의견표명보고서의 구체적인 기재내용은 省令에서 정하며(省令 25조 2항 참조),¹⁷⁾ 의견표명보고서의 정정의무 및 정정절차 등에 대해서도 종래와는 달리 공개매수자와 평등하게 개정되었다(동법 27조의 10 제2항). 공표 및 표시의 구체적인 기준은 省令에서 정하는 보도기관(신문사, 통신사, 방송국)에 대하여 공표한 경우 또는 10인 이상의 주주에 대하여 의견을 표시한 경우로 하고 있다(省令 20조, 25조 1항). 대상회사 등이 의견표명보고서 및 그 정정보고서를 제출한 경우에도 그 사본을 공개매수자 및 증권거래소 등에 송부하여야 한다(동법 27조의 10 제3항, 제4항).

6. 공개매수결과의 공표

공개매수의 성공 및 실패 등 그 결과는 공개매수 직후의 주식시장에 중대한 영향을 미칠 수 있는 매우 중요한 투자정보이므로, 개정법에서는 공개매수기간의 말일의 익일에 공개매수의 결과를 일간신문에 공고 또는 공표하도록 하였다(동법 27조의 13 1항). 공고내용은 응모주권의 총수가 매수에정 주권수에 미달하는 때에는 응모주권의 전부를 매수하지 않는다는 조건을 붙인 경우 당해 조건의 성부, 응모주권의 수 및 매수주권의 수, 결제방법 및 開始日 등이다(省令 30조 제1항). 또한 공개매수자는 공고 또는 공표를 한 날에 공개매수보고서를 大藏大臣에게 제출하여야 한다(동법 27조의 13 제2항). 이처럼 개정법에서 공개매수의 간접공시를 대폭 강화한 것은 증권시장의 정보효율성을 높이고, 공개매수대상 주식의 원활한 유통 및 공정한 가격형성을 확보하기 위한 것이다.¹⁸⁾ 응모주권의 총수가 매수에정 주권수를 초과하는 경우 초과부분의 전부 또는 일부를 매수하지 않는다는 조건을 붙인 경우에는 종래와 마찬가지로 안분비례방식에 의하여 결제하여야 한다(동법 27조

17) 의견표명보고서의 기재사항의 문제점에 대해서는 古山正明, 앞의 論文, 376 - 7면 참조.

18) 위의 論文, 376면.

의 13 제5항). 안분비례방식의 계산시 단주가 발생하는 경우에는 4사 5입을 원칙으로 한다(省令 32조). 공개매수보고서의 사본송부, 정정절차 및 행정처분에 대해서는 공개매수신고서에 관한 규정이 준용된다(동법 27조의 13 제3항).

7. 공개매수신고서 등의 공중열람

개정법은 공개매수관련 공시서류의 공중열람기간을 종래의 1년에서 5년으로 연장하였다(동법 27조의 14 제1항). 5년이란 기간은 공개매수관련 손해배상청구권의 소멸시효기간을 5년으로 한 것과 균형을 맞추기 위한 것이다(동법 27조의 21 참조). 또한 공개매수자와 대상회사는 자신들이 제출한 서류의 사본을 본점 또는 주된 사무소에 5년간 비치하여 공중의 열람에 제공하여야 하며(동법 27조의 14 제2항), 증권거래소나 증권업협회도 업무시간 중 공개매수신고서 등의 사본을 공중의 열람에 제공하여야 한다(동법 27조의 14 제3항).

IV. 실체적 규제

1. 공개매수의 조건 및 방법

(1) 공개매수기간

개정법에서는 공개매수기간을 종래의 20일 이상 30일 이내에서 20일 이상 60일 이내로 변경하여 최장매수기간을 연장하였다(동법 27조의 2 제2항, 동법시행령 8조 제1항).¹⁹⁾ 공개매수기간중에 경합하는 공개매수가 이루어지는 경우에는 경합공개매수의 공개매수기간의 말일까지 다시 매수기간이 연장된다(동법시행령 13조 제5호). 이는 공개매수제도에 탄력성을 부여함과 동시에, 사전신고제도 폐지 및 옹모주주의 해제기간연장과 함께 경쟁공개매수의 발생을 촉진시킴으로써 대상회사 주주의 투자기회를 확대하기 위한 것이다. 매수조건이 변경된 경우에도 공개매수기간이 연장된다.

(2) 매수가격

공개매수에 응한 주주간의 평등취급을 확보하기 위해서는 매수조건이 균일하지 않으면 안된다. 특히 매수가격이 중요하므로 개정법은 공개매수시 매수가격이 모든 옹모주주에 대하여 균일할 것을 요구하고 있다(동법 27조의 2 제3항, 동법시행령 8조 제3항 본문). 유가증권 기타 금전 이외의 것을 매수대가로 하는 경우에는 당해 유가증권 기타 금전 이외의 것과의 교환비율을 매수가격으로 한다(동법 27조의 2 제3항, 동법시행령 8조 제2항). 또한 종래에는 대가를 현금 또는 유가증권과 같이 선택적으로 정하는 것이 매수조건의 균일성에 반하는지 여부가 분명하지 않았으나, 개정법에서는 일정한 조건하에서 선택적 대가형태도 매수가격의 균일성에 반하지 않는 것으로 하였다(동법 27조의 2 제3항, 동법시행령 8조 제3항 단서). 즉, 개정법에서는 선택가능한 대가의 종류가 모든 옹모주주에 대하여 동일할 것을 조건으로, 각 대가의 종류마다 이를 선택한 주주간에서 균일하면 되는 것으로 함으로써 각 대가형태의 상호간에 실질적으로 가치가 균등할 필요는 없는 것으로 하였다. 선택적

19) 영국에서는 공개매수기간이 최장 60일간 허용되고, 미국에서는 최장기간의 제한이 없다(拙稿, 앞의 論文, 155 - 6면 참조).

대가형태에서 제공된 현금총액에 제한이 있는 경우에도, 지급을 위하여 제공된 대가형태의 총수량내지 총금액상의 제한이 공시되고 또한 청약초과의 경우 안분비례의 원칙이 적용되는 한 매수조건외의 균일성에 반하지 않는 것으로 해석된다.²⁰⁾

(3) 공개매수대리인제도의 폐지

종래에는 공개매수에 관한 일체의 사무는 공개매수대리인인 증권회사만이 대행할 수 있었다. 다만, 주권의 보관이나 반환, 대금지급에 관한 사무는 은행도 가능했다. 이는 1971년 공개매수제도의 도입 당시 동제도가 전혀 새로운 것으로써, 관련사항을 모두 법령에서 규제하는 것이 곤란했기 때문에 투자자보호에 만전을 기하기 위한 것이었다.²¹⁾ 그러나 이에 의하면 공개매수자 본인의 매수행위가 불가능하여 불합리하다는 점, 제도도입 이래 20년 가까이 경과했고 특히 해외에서의 공개매수 경험축적 등으로 공개매수가 더 이상 생소하지 않게 되었다는 점, 또 이것이 실질적으로 적대적내지 외국자본에 의한 공개매수를 제한한다는 비판이 가해지고 있는 점 등을 고려하여, 개정법에서는 종래에 의무로 되어 있던 공개매수대리인제도를 폐지하고 공개매수대리인의 설치를 공개매수자가 임의로 할 수 있도록 하였다. 다만, 거래의 안전을 위하여 응모주권의 보관 등 일정한 사무는 계속 제3자적인 신용기관인 증권회사, 은행 등의 금융기관이 맡도록 하였다(동법 27조의 2 제4항). 금융기관에 맡겨야 하는 사무는 구체적으로 응모주권 등의 보관 및 반환, 매수 등의 대금지급, 안분비례방식에 의한 매수주식수의 확정사무 등이다(동법시행령 8조 제4항).

(4) 기타

공개매수자는 매수기간 종료후 지체없이 매수통지서를 응모주주에게 송부하여야 하며, 주식인도 기타의 결제를 하여야 한다(동법 27조의 2 제5항, 동법시행령 8조 제5항).

2. 별도매수의 금지

공개매수자 등은 공개매수기간중에는 공개매수에 의하지 않고는 대상회사의 주권 등을 매수하지 못한다(동법 27조의 5).²²⁾ 별도매수의 규제방법에는 이를 엄격하게 금지하는 미국방식과, 금지는 하지 않지만 공개매수가격보다 고가로 매수한 경우에는 매수가격의 인상으로 보아 모든 응모주주에게 인상후의 가격을 지급하도록 하는 영국방식이 있다.²³⁾ 개정법에서는 운용의 용이성이라는 측면에서 종래와 마찬가지로 별도매수를 금지하는 한편, 동시에 공개매수자가 금지규정에 위반한 경우에는 응모주주가 손해배상을 청구할 수 있도록 하는 특별규정을 신설함으로써 금지규정의 실효성을 확보하고 있다(동법 27조의 17 제2항 참조). 다만, ① 공개매수개시 이전에 이미 매수계약을 한 것으로써 공개매수신고서에서 그 뜻을 명백히 하고 있는 경우 ② 형식적 기준에 의한 특별관계자가 실질적 기준에 의한 특별관계자에 해당하지 않는다는 뜻의 신청을 한 경우(省令 18조 참조) ③ 기타 공개매수자의 사무위탁을 받은 자 등이 공개매수자 및 그 특별관계자 이외의 자의 위탁을

20) 이와같은 규제는 미국의 1986년 SEC Rule 14d-10(c) 및 Rule 13e-4f(10)을 본 딴 것이다(古山正明, 앞의 論文, 379면, 381면).

21) 内藤純, 앞의 論文(1), 5면.

22) 별도매수가 금지되는 관계자의 범위에는 공개매수자와 특별관계자 이외에, ① 공개매수자를 위하여 응모주권 등의 보관 및 반환 등 동법시행령 8조 제4항에서 규정하는 사무를 담당하는 증권회사, 은행 등과 ② 공개매수자를 대리하여 공개매수에 의한 매수를 하는 자가 포함된다(동법시행령 10조).

23) 별도매수를 금지하는 이유는 시세조종행위를 방지하기 위한 것으로써, 예컨대 증권시장에서의 별도매수를 허용하는 경우에는 주식의 시장가격이 왜곡되어 주주들의 판단에 오해를 불러일으킬 수 있기 때문이다. 또한 주주간의 평등대우를 확보하는 효과도 갖는다(拙稿, 앞의 論文, 157면).

받아 매수를 하는 경우(동법시행령 10조 참조)와, 유가증권 유통의 원활화를 도모하기 위하여 증권거래소 규칙에서 인정하고 있는 매수 등을 하는 경우 등(동법시행령 12조)에는 별도매수의 금지원칙에 대한 예외가 인정된다. ②의 예외를 인정한 것은 형식적 기준에 의한 특별관계자는 공개매수자와의 실질적인 합의의 유무와 상관없이 형식적으로 정해지기 때문에, 경우에 따라서는 공개매수에 대한 의사가 정반대인 경우도 예상할 수 있기 때문이다. 이와같은 경우까지 특별관계자라 하여 별도매수를 금지하는 경우에는, 예컨대 공개매수자에 대한 대항매수까지 봉쇄하는 결과가 되므로 본인의 신청에 의하여 특별관계자의 지위에서 벗어날 수 있도록 한 것이다.²⁴⁾ 결국 개정법은 종래부터 별도매수금지의 예외로 인정되어 왔던 ③에 ①, ②의 경우를 새로이 추가한 것이다.

3. 매수조건의 변경

공개매수시 매수조건의 탄력적인 변경가능성 여부는 공개매수자에게 있어서 매우 중요한 의미를 갖는다. 이에 따라 개정법에서는 매수조건의 변경을 공개매수개시의 경우와 마찬가지로 신문공고로 가능하게 하였다(동법 27조의 6). 매수조건의 변경공고는 공개매수개시공고와 동일한 일간신문에 하여야 하며, 공고내용은 매수조건을 변경하는 뜻, 변경전의 매수조건의 내용과 변경후의 내용과의 비교 등이다. 그리고 공개매수기간의 말일까지 공고가 곤란한 경우에는 우선 2개 이상의 보도기관(신문사, 통신사, 방송국)에 공표하고, 그 후 공고를 하여야 한다(省수 9조 2항, 19조, 20조 참조). 변경내용에 대해서도 종래에는 매수가격의 인상만이 가능하여 매우 제한적이었지만, 개정법에서는 응모주주에게 명백히 불리하게 되는 경우를 제외하고는 원칙적으로 자유롭게 매수조건을 변경할 수 있도록 하였다. 금지되는 조건변경은, ① 매수가격의 인하 ② 응모주권의 총수가 매수예정 주권수에 미달하는 때에는 응모주권 전부를 매수하지 않는다는 조건을 붙인 경우에 매수예정 주권수를 증가시키는 것 ③ 매수예정 주권수의 감소 ④ 매수기간의 단축 ⑤ 60일을 초과하는 매수기간의 연장 ⑥ 대가의 종류변경 ⑦ 철회조건의 변경 등이다(동법시행령 13조). 다만, ②, ⑤의 경우에는 경합하는 공개매수가 이루어진 경우 등은 제외되며, ⑥의 경우에도 새로운 종류의 대가를 추가하는 경우는 제외된다. 이로써 개정법은 공개매수자가 기동성있게 대응할 수 있도록 함으로써 공개매수자의 위협을 경감시키고 있다. 개정법의 입장은 미국 등의 경우 매수조건의 변경이 원칙적으로 자유롭다는 점과, 공개매수규제는 가능한 중립적이어야 한다는 관점에 따른 것이다. 매수조건이 변경된 경우에는 공개매수기간이 연장된다.

4. 공개매수의 철회

종래에는 공개매수자에 의한 공개매수의 철회는 대상회사에 중요한 변경이 발생한 경우로 공개매수자가 사전에 조건을 붙인 경우에만 인정되었다. 그러므로 공개매수자 자신의 사정이나 객관적인 환경의 변화에 의한 철회는 인정되지 않았다. 철회를 너무 광범위하게 인정하는 경우에는 안이하게 공개매수가 이루어짐으로써 주가조작으로 이어질 염려가 있기 때문이었다.²⁵⁾ 개정법에서도 종래와 마찬가지로 공개매수개시공고를 한 이후에는 원칙적으로 공개매수에 관한 청약의 철회 및 계약해제를 인정하지 않으나, 다만, ① 공개매수자가 사전에 공개매수개시공고 및 공개매수신고서에서 대상회사의 업무 또는 재산에 관한

24) 内藤純, 앞의 論文(中), 24 - 5면.

25) 内藤純, 앞의 論文(下), 34면.

중요한 변경이나 기타 공개매수의 목적달성에 중대한 지장을 가져오는 사정이 발생한 경우에는 공개매수를 철회할 수 있다는 뜻의 조건을 붙인 경우와²⁶⁾ ② 공개매수자 자신에게 사망, 금지산선고, 해산, 파산, 부도 등의 중요한 사정의 변경이 발생한 경우에는 예외를 인정하고 있다(동법 27조의 11 제1항, 동법시행령 14조 참조).²⁷⁾

개정법에서는 공개매수의 철회절차도 명확히 하였다(동법 27조의 11 제2항). 철회시에는 공개매수기간의 말일까지 철회를 하는 뜻 및 그 이유, 응모주권 등의 반환개시일과 반환 방법 및 장소 등을 일간신문에 게재하여 공고하여야 한다(省令 27조 참조). 공개매수기간의 말일까지 공고가 곤란한 경우에는 말일까지 공고에 기재할 내용을 우선 공표하고, 그 후 즉시 공고하여야 한다. 그리고 철회공고를 한 자는 공고일에 공개매수철회신고서를 大臣에게 제출하여야 하며(동법 27조의 11 제3항, 省令 28조 참조), 그 사본을 대상회사 및 증권거래소 등에 송부하여야 한다(동법 27조의 11 제4항). 철회공고를 한 경우에 한하여 공개매수철회의 효력이 발생하며, 철회의 효력발생시는 철회공고일 또는 공표일이다(동법 27조의 11 제5항).

5. 응모주주의 해제권

종래에는 응모주주에 의한 해제권은 공개매수개시공고후 10일간 밖에 인정되지 않았기 때문에, 공고후 10일 이후에 매수가격 등에서 보다 유리한 공개매수가 경합하는 경우에도 이미 응모한 주주는 해제권을 행사할 수 없는 불합리한 점이 있었다.²⁸⁾ 이에 따라 개정법에서는 응모주주를 보호하기 위하여 공개매수기간중에는 언제든지 계약을 해제할 수 있도록 하였다(동법 27조의 12 제1항). 다만, 해제방법에 대해서는 실무상의 혼란을 피하기 위하여 민법의 일반규정에 의하는 이외에, 공개매수자가 사전에 공개매수개시공고 및 공개매수신고서에서 계약의 해제방법을 따로 정한 경우에는 이에 의할 수 있도록 하였다(동법 27조의 12조 제2항). 이 경우에는 계약을 해제한다는 뜻의 서면을 공개매수자가 지정한 자에게 교부 또는 송부함으로써 계약을 해제하여야 한다(동법시행령 14조의 2, 성령 29조 참조). 계약의 해제는 동법시행령에서 정하는 때에 그 효력이 발생하며, 응모주주가 계약을 해제한 경우에도 공개매수자는 계약해제에 따른 손해배상이나 위약금의 지급을 청구할 수 없으며, 또한 응모주권 등을 증권회사 또는 은행 등이 보관하고 있는 경우 그 반환에 드는 비용은 공개매수자의 부담으로 한다(동법 27조의 12 제3항).

6. 민사상의 손해배상책임

종래에는 공개매수의 경우에는 공모의 경우와 달리 민사상의 손해배상책임규정을 두고 있지 않았으나, 개정법에서는 주주보호를 강화할 목적으로 각종의 손해배상책임규정을 신

26) 동법시행령에서는 구체적으로, ① 대상회사의 업무집행기관이 합병, 해산, 파산신청, 자본감소, 영업양도, 상장폐지신청 등의 중요사항에 대하여 결정한 경우 ② 대상회사에 대하여 영업중지 등의 가치분신청, 면허취소 등의 처분, 제3자에 의한 파산신청, 부도, 주요거래처로부터의 거래정지, 재해로 인한 손해, 재산권상의 청구에 관한 소의 제기, 주권의 상실폐지 등의 중요사실이 발생한 경우 ③ 주권 등의 취득에 필요한 행정청의 허가 등이 공개매수기간의 말일의 전일까지 이루어지지 않은 경우를 규정하고 있다(동법시행령 14조 제1항). 다만, ① 및 ②의 경우에는 경미한 경우는 제외된다(省令 26조 참조).

27) 이 경우는 공개매수자측의 사정변경이지만, 응모주주도 쉽게 이해할 수 있는 경우이기 때문에 사전에 따로 조건을 붙이지 않은 경우에도 철회가 가능하도록 한 것이다.

28) 미국에서도 1968년 Williams 법의 제정시에는 공개매수개시후 7일 이내 및 60일 이후에만 해제권을 인정하였으나, 그 후 단계적으로 이를 완화하여 1986년 규칙개정시에는 공개매수기간중에는 언제든지 해제할 수 있도록 하였다(拙稿, 앞의 論文, 156면).

설하였다. 즉, 행위규제위반자의 손해배상책임(동법 27조의 16), 별도매수금지규정 위반의 경우의 손해배상책임(동법 27조의 17), 매수조건에 반하는 매수를 한 경우의 손해배상책임(동법 27조의 18), 부실한 공개매수설명서 등의 사용자의 손해배상책임(동법 27조의 19), 부실한 공개매수신고서 등의 제출자의 손해배상책임(동법 27조의 20) 등이 새로이 신설되었다. 또한 이들 손해배상청구권의 소멸시효기간과 관련해서도 특례를 인정하여, 청구권자가 사실을 안 때 또는 상당한 주의로 알 수 있었던 때로부터 1년, 공개매수기간의 말일의 익일부터 기산하여 5년으로 하고 있다(동법 27조의 21). 이는 개정법에서 민사상의 손해배상책임과 별도로 손해배상액을 법정한 것에 대해서는 공개매수자의 책임이 가중되기 때문에 소멸시효기간을 민법상의 일반규정보다 단축한 것이다. 그 밖에 개정법에서는 공익 또는 투자자보호를 위하여 필요하고 또한 적당하다고 인정하는 경우에는 大藏大臣이 공개매수자 또는 그 특별관계자 등에 대하여 보고 또는 자료의 제출을 명령하거나, 관계직원으로 하여금 장부서류 등을 검사할 수 있도록 하였다. 의견표명보고서의 제출자 등에 대해서도 동일하다(동법 27조의 22).

7. 형사벌칙

종래에는 유가증권신고서 등 공시서류의 허위기재가 증권거래법상 가장 중한 형벌의 대상으로 되어 있었음에도 불구하고, 공개매수신고서 등의 허위기재는 상대적으로 형사벌칙이 약하게 되어 있었다(구법 197조, 198조 참조). 이에 따라 개정법에서는 형사벌칙간의 균형을 도모함과 동시에 개정취지 등을 고려하여 종래의 공개매수관련 형사벌칙을 조정하였다.²⁹⁾

V. 평 가

일본은 1990년 공개매수법제의 개정을 통하여 규제완화와 규제의 탄력성을 도모함으로써 공개매수자의 기동성있는 대응을 가능하게 하는 한편, 대상회사의 주주에 대해서도 투자기회를 확대하고 있다. 그 결과 공개매수를 둘러싼 이해당사자간의 위험과 이익을 효율적이고 공정하게 배분하는 방향으로 크게 개선되었다. 이는 종래의 공개매수규제가 주주보호와 감독기관에 의한 시장관리체제의 미비 등을 이유로, 공개매수자가 시장동향이나 응모상황 등을 보아가며 탄력적으로 대응할 수 있는 길을 막음으로써 공개매수의 발생을 억제하고 그 결과 주주의 투자기회를 박탈해 왔다는 판단에 따른 것이다.³⁰⁾ 그러나 개정법에도 몇가지 문제점이 발견된다.³¹⁾ 이하에서는 공개매수규제의 적용범위를 중심으로 몇가지 문제점에 관하여 살펴보기로 한다.³²⁾

29) 공개매수에 관한 개정증권거래법상의 형사벌칙의 개요에 관해서는, 内藤純 -, 앞의 論文(下), 40면 별표 참조.

30) 古山正明, 앞의 論文, 383 - 4면.

31) 예컨대 개정법에서도 종래와 마찬가지로 부분공개매수시 응모주식의 총수가 매수에정 주식수를 초과하는 경우에는 안분비례의 원칙에 의하도록 하고 있으나, 안분비례의 원칙이 실효성을 거둘 수 있기 위해서는 공제공(short tendering) 등을 규제할 필요가 있는데, 이에 대한 규제는 여전히 이루어지지 않고 있다(拙稿, 앞의 論文, 156 - 7면 참조).

32) 이하의 설명은 주로 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), 197면 이하에 의하였다. 그 밖에 개정법이 안고 있는 문제점에 대해서는 다음을 참조할 것. 證券取引法研究會, 證券取引法の改正につい

(1) 특수목적의 매수

개정법에서는 소각을 위한 주식의 매수와 상법규정에 의한 주식매수청구권 또는 법령상의 의무에 따른 주식매수, 신주인수권의 행사에 따른 주식매수 및 전환사채의 전환청구에 의한 주식매수 등 특수목적에 의한 매수를 공개매수규제의 적용대상에서 제외하고 있다. 이처럼 공개매수규제의 대상이 되는 거래는 매수 기타의 유상양수 및 이에 유사한 것으로써 매우 광범위한 반면, 특수목적으로 인하여 적용에서 제외되는 것은 소각을 위한 매수 등 매우 한정적이다. 그러므로 규정의 문언상 담보권의 실행에 의한 주식의 취득은 공개매수규제의 적용대상에서 제외되지 않는다. 즉, 담보권의 실행으로써 주식을 취득하는 경우 매수자와 특별관계자의 소유비율의 합계가 1 / 3을 초과하는 경우에는 원칙적으로 공개매수에 의하지 않으면 안된다. 담보권의 실행에 의한 주식의 취득은 유상양수에 해당하며, 동시에 기타의 예외사유에도 해당하지 않기 때문이다. 그러나 담보권의 실행에 의한 주식의 취득은 그 목적의 특수성에 비추어 볼 때, 일반 공개매수의 경우와는 그 성격이 다르다. 또한 공개매수는 일반적으로 시장가격에 프리미엄이 붙은 가격으로 이루어짐에 비하여, 담보권의 실행에 의한 주식의 취득은 통상 시장가격이나 이보다 약간 낮은 가격으로 이루어진다. 그러므로 일반투자자가 매도기회에 참여할 이익은 거의 존재하지 않는다. 그러므로 담보권의 실행에 의한 주식취득의 경우에는 거래의 특수성에 비추어 공개매수규제의 적용대상에서 제외되는 것으로 해석하여야 할 것이다.³³⁾ 다만, 이와같이 해석하는 경우에는 공개매수에 관한 규제를 회피할 목적으로 주식에 담보를 설정한 다음, 담보권을 실행함으로써 이를 취득하는 경우가 있을 수 있다. 이와같은 탈법행위를 방지하기 위해서는 주식에 대한 담보설정시에 담보권의 실행이 확실하다고 인정되는 것에 대해서는 예외를 인정하지 않는 등 형식만의 담보권의 실행에 의한 취득을 엄격하게 규제할 필요가 있다.³⁴⁾

(2) 상대거래

개정법에서는 현저하게 소수의 자로부터의 주식매수를 공개매수의 적용대상에서 제외하고, 그 구체적인 기준은 60일간에 10인 이하의 자로부터 매수하는 경우로 하고 있다. 이 경우 증권거래소나 점두시장에서의 매수, 소각을 위한 매수, 매출에 따른 매수 등의 매수상대방은 제외된다. 최근 60일간의 10인 이하의 자로부터의 매수인가를 판단함에 있어서는 매수자 자신을 기준으로 하며, 그 상대방은 매수자에게 매도를 한 자이다. 그러므로 매수자와 그 특별관계자가 최근 60일간에 매수한 상대방의 수가 10인을 초과하는 경우에도, 매수자 자신이 최근 60일간에 매수한 상대방의 수가 10인 이하인 경우에는 공개매수에 의할 필요가 없다. 예컨대 특정회사의 상장주식을 15인이 30%를 소유하고 있는 경우에, 갑이 이들 15인으로부터 60일간에 각각 주식을 매수하는 경우에는 상대거래에 의한 예외가 인정되지 않고, 시간적으로 11번째 이후의 자로부터의 매수는 공개매수에 의하지 않으면 안된다. 그러나 만약 15인 가운데 을이 우선 다른 8인으로 부터 주식을 매수하고, 이어서 최종매수자인 갑이 을과 남은 6인으로부터 합계 30%의 주식을 매수하는

て(26) 公開買付制度の改正について, インベストメント 45권 2호(1992), 27면 이하; 松井 勝, 改正証券法下の株式公開買付手続, 商事法務 No. 1246 (1991), 4면 이하.

33) 이에 대한 자세한 論議는 坂上眞美, 앞의 論文(二), 76 - 81면 참조.

34) 영국에서는 담보권실행에 의한 주식취득의 경우 Panel에서 공개매수의 면제여부를 결정한다(坂上眞美, 앞의 論文(一), 831 - 3면).

경우에는, 갑과 을간에 실질적 기준에 의한 특별관계자가 되기로 하는 합의가 있는 경우라도, 이는 상대거래에 의한 예외에 해당하므로 공개매수에 의할 필요가 없게 된다. 또한 갑과 을이 공동으로 의결권 기타의 권리를 행사할 것을 합의한 다음, 각각 8인과 7인으로부터 합계 30%의 주식을 매수하는 경우에도 공개매수에 의할 필요가 없게 된다. 이와같은 결과는 부당하다고 할 것이다. 왜냐하면 갑이 10인 이상의 자로부터 주식을 직접 매수하는 경우에는 공개매수에 의하여야 하지만, 중간매수자를 개재시킴으로써 자신은 10인 이하의 자를 직접상대방으로 하여 매수하거나, 또는 을과 합의한 후 각각 10인 이하의 자로부터 주식을 매수하고 주주로서의 권리를 공동으로 행사하기로 하는 경우에는 공개매수에 의할 필요가 없다고 하는 경우에는 법규정을 쉽게 잠탈할 수 있게 되기 때문이다. 공개매수 규제에 있어서는 원칙적으로 매수자와 그 특별관계자는 그룹구성원으로 보아 주식의 소유비율이 합산하여 취급된다. 그러므로 상대거래의 요건도 매수자만이 아니라 매수자 및 그 특별관계자에 대한 매수상대방을 기준으로 정하여야 할 것이다. 따라서 매수자 및 그 특별관계자가 최근 60일간에 10인 이상의 자로부터 주식을 매수한 경우에는, 예컨대 매수자 자신이 매수한 상대방의 수가 10인 이하인 경우라도 공개매수에 의하도록 하여야 할 것이다.

(3) 특별관계자로부터의 매수

개정법에서는 매수자가 특별관계자로부터 주식을 매수하는 경우에는 특별관계자가 최근 1년 이상 계속하여 형식적 기준에 의한 특별관계자에 해당하는 경우에만 한하여 공개매수규제의 적용대상에서 제외하고 있다. 그러므로 1년 미만의 형식적 기준에 의한 특별관계자나 실질적 기준에 의한 특별관계자로부터 주식을 매수하는 경우에는 공개매수에 의하지 않으면 안된다. 예컨대 갑의 주식소유비율이 실질적 기준에 의한 특별관계자인 을의 소유비율과 합산하여 1/3을 초과하는 경우에는, 갑은 공개매수에 의하지 않고는 을로부터 대상회사의 주식을 1주도 매수할 수 없다. 그러나 특별관계자로부터의 주식매수는 일반적으로 그룹내의 거래로써, 실질적으로는 대상회사의 지배권에 중대한 영향을 가져오지 않는다. 그러므로 1년 이상 형식적 기준에 의한 특별관계자로부터의 매수가 아닌 경우에도 매수주식수가 적은 경우에는 예외를 인정해도 상관이 없을 것이다. 개정법에서 강제적 공개매수제도를 채택한 이유는 대상회사의 지배권에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있는 주식의 매수시에는 시장가격 이상의 프리미엄이 지급되는 경우가 많기 때문에, 일반투자자에게도 이에 참여할 수 있는 기회를 주는 것이 바람직하기 때문이다. 그러나 특별관계자로부터 비교적 소수의 주식을 매수하는 경우에는 프리미엄이 지급되는 경우가 많지 않을 것이므로 이와같은 배려는 불필요할 것이다.

VI. 결 론

종래 우리의 공개매수법제와 현실은 일본과 매우 유사했다. 우리나라에서 공개매수제도가 처음 도입된 것은 1976년 증권거래법의 개정시로 1971년 이를 처음 도입한 일본의 경우와 시기적으로 비슷하다. 또한 그동안 우리나라에서 공개매수가 현실적으로 거의 이용되지 않다가 최근들어 이용되기 시작한 점, 국내기업의 해외 M & A가 증가하고 있는 점, 앞으로 공개매수가 활발하게 이용될 것이 예상

됨에 따라 이에 대한 법적 논의가 활발해지고 있는 점 등도 일본의 경우와 크게 다르지 않다. 이와같은 상황에서 일본은 1990년 종래의 공개매수법제를 전면적으로 개정하였다. 금번 개정의 직접적인 계기가 된 것은 이른바 5% rule의 도입에 있지만, 일본에서는 이번의 개정을 통하여 공개매수규제와 관련하여 외국제도와와의 균형을 도모함으로써 증권시장의 국제화를 도모하고 있다. 종래 미국은 일본의 투자관련법제가 외국자본에 대해 제한적이라는 비판을 해왔고, 이 문제는 양국간에 투자마찰을 일으켜 왔는데, 일본에서의 금번 개정은 이와같은 마찰을 줄이려는 노력의 일환으로도 보인다. 개정법은 전체적으로 미국법상의 규제에 많이 접근했다고 할 수 있다. 우리의 공개매수규제의 역사도 벌써 20년 가까이 되었다. 근래에 들어서는 국내에서도 공개매수가 기업인수전략의 하나로써 이용되기 시작했으며, 1997년 증권거래법상의 대량주식소유제한 제도가 폐지되는 경우에는 보다 활발하게 이루어질 것으로 예상된다. 이와 관련하여 앞으로 우리가 공개매수 관련 규정을 개정하는 경우 일본의 개정증권거래법도 하나의 참고가 될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 內藤純, 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)
 橘 光伸, 公開買付制度に係る政省令の解説(上)(下), 商事法務 No. 1228 - 1242(1991)
 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. 證券取引法の展開(堀口 巳先生退官紀念), 經濟法令研究會(1993)
 松井 勝, 改正證券法下の株式公開買付手續, 商事法務 No. 1246(1991)
 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)
 森本滋, 企業買收にかかる行爲規制, 商事法務 No. 1259(1991)
 證券取引法研究會, 證券取引法の改正について(26) 公開買付制度の改正について, インベストメント 45권 2호(1992)
 田中誠二 / 堀口 巳, 全訂 コメントール證券取引法, 勁草書房(1990)
 劉榮, 株式公開買受에 관한 研究 -- 防禦行爲의 適法性에 관한 美國 會社法上の 論議를 中心으로, 法學博士學位論文(서울대, 1994)