

공개매수자의 의무 및 특수한 형태의 공개매수

김현태* · 이승환**

I. 서론

상장회사의 주식을 대량으로 취득하고자 하는 경우,¹ 그 수단으로는 우선 (i) 증권시장에서 대상회사의 주식을 매집하거나 (ii) 증권시장 밖에서 주주들을 개별적으로 접촉하여 주식을 매입하는 방법을 생각할 수 있다. 그렇지만 장내취득의 경우에는 단기간에 걸쳐 목표한 물량의 주식이 증권시장에 공급된다는 보장이 없고, 증권시장에서 주식을 매집해 나감에 따라 주가가 급등함으로써 주식취득에 소요되는 비용이 크게 증가될 수 있다는 문제가 있으며, 특히 대상회사에 대한 지배권을 가지지 않는 자가 지배권 확보를 목적으로 대량취득을 하는 경우 대상회사의 경영진이나 기존 지배주주로서는 자신들의 대상회사에 대한 지배권이 위협을 받고 있다는 점을 인식함과 동시에² 방어조치에 나섬으로써 매수자의 의도가 관철되지 못할 위험성이 높다. 나아가 개별적인 장외취득의 경우에도 주식이 다수의 주주에게 분산되어 있는 상장회사의 특성상 주식을 매도할 주주들을 물색하거나 개별적인 협상을 통해 주식을 취득하는 것이 매우 어려우며, 그 결과 사실상 기존의 지배주주가 동의하지 않는 이상 원하는 물량의 주식을 취득하는 것이 거의 불가능하

다는 문제점이 있다. 이와 같은 점으로 인하여 대상회사의 주주 일반을 상대로 주식의 매수가액 등 매수조건을 제시하고, 그에 응하여 주식의 매도의사를 표시한 주주들의 주식을 장외에서 일괄 매수함으로써 단기간 내에 목표량의 주식을 취득하는 방법인 공개매수³가 상장회사의 주식을 대량으로 취

* 법무법인 광장 변호사

** 법무법인 광장 변호사

- 1 주식의 대량취득은 통상 상장회사에 대한 지배권을 확보·강화하기 위한 목적으로 이루어지는 경우가 많지만, 그 밖에도 단순투자는 물론 상장폐지, 소액주주들에 대한 주식의 환금기회 보장, 추가부양 등 다양한 목적이 있을 수 있다.
- 2 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')은 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주권상장법인의 주식등(의결권 있는 주식과 관계되는 주권, 신주인수권증서 등의 증권을 의미하며, 그 구체적인 범위는 자본시장법 제133조 제1항, 동법 시행령 제139조에서 규정하고 있다)의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 5% 이상이 되는 경우, 그날부터 5영업일 이내에 보유 상황·보유 목적·보유 주식등에 관한 주요 계약내용 등을 공시(금융위원회 및 거래소에 대한 보고)하도록 하고 있으며, 나아가 주식등을 5% 이상 보유한 자의 보유 주식등의 수가 그 주식등의 총수의 1% 이상 변동되거나 보유 목적 등이 변경된 경우에도 5영업일 이내에 공시하도록 하고 있으므로(소위 5% rule), 대상회사의 주식을 증권시장에서 매집하는 과정에서 그 사실이 대상회사의 경영진이나 기존 지배주주에게 노출될 가능성이 크다.
- 3 자본시장법은 공개매수를 "불특정 다수인에 대하여 의결권 있는 주식등의 매수(다른 증권과의 교환을 포함)의 청약을 하거나 매

득하는 방법으로 종종 활용되고 있다.⁴

한편 공개매수 역시 기본적인 성격은 어디까지나 공개매수자와 기존 주주 간의 개별적인 주식 양수도 거래에 해당하는 것이고, 따라서 거래 당사자들이 계약자유의 원칙에 따라 내용이나 절차를 자유롭게 정할 수 있는 것이 원칙이라 할 것이다. 그렇지만 공개매수를 통하여 매수자가 대량의 주식을 공개적으로 취득하고자 하는 경우 일반 주주나 투자자들로서는 충분한 정보도 없이 매도의 압박을 받게 될 수 있고, 공개매수자가 불순한 의도를 가지고 기습적으로 지배권을 탈취하거나 기타 불공정한 방식으로 주식을 매수함으로써 대상회사 및 다수의 투자자들의 이익을 해할 가능성이 있으며, 특히 지배권 확보를 목적으로 하는 공개매수와 관련해서는 대상회사 경영진이나 기존의 지배주주가 지배권 방어를 위하여 부당한 수단을 사용할 유인이 크기 때문에 자본시장법은 공개매수의 절차 및 내용에 관하여 특별한 규제를 가하고 있다.⁵

본 논문에서는 위와 같은 공개매수에 대한 규제 중 공개매수자 측이 공개매수를 실시함에 있어 준수하여야 할 의무, 그중에서도 실체적 차원의 의무⁶ 관점에서 제기될 수 있는 실무상 쟁점에 관하여 논의하고자 한다. 나아가 (i) 통상적 주식거래 상황에서 (ii) 현금을 매수대가로 하여 (iii) 대상회사의 기존 주주 혹은 대상회사의 주주가 되려는 외부인이 실시하는 형태의 일반적 공개매수 외에 자본시장법상 인정되고 있는 대항공개매수, 교환공개매수, 자기주식 공개매수와 같은 특수한 형태의 공개매수에서 발생할 수 있는 실무적인 문제점에 대하여도 살펴보기로 한다.

도(다른 증권과의 교환을 포함)의 청약을 권유하고 증권시장(이와 유사한 시장으로서 해외에 있는 시장을 포함) 밖에서 그 주식을 매수하는 것"으로 정의하고 있다(제33조 제1항).

- 4 공개매수제도는 1976. 12. 22. 구 증권거래법 개정을 통해 우리나라에 최초로 도입되었다. 바록 도입 초기에는 공개매수에 대한 인식 부족 및 제도 자체의 미비로 인하여 약 20여 년 동안 공개

II. 공개매수자 측 의무와 관련한 실무상 쟁점

1. 이른바 별도매수금지 의무의 적용범위

(1) 문제의 소재

자본시장법은 공개매수자와 그 특별관계자⁷ 및 공개매수 사무취급자⁸로 하여금 공개매수 공고일부

매수제도가 거의 활용되지 않았으나, 1994. 5. 12. 미국 법인인 나이키사가 자신이 대주주로 있던 삼나스포츠의 상장폐지를 목적으로 삼나스포츠 주식에 대한 공개매수를 실시한 이래 2012. 7.까지 총 129차례의 공개매수가 이루어진 바 있다(홍복기, "공개매수에 관한 최근의 상황과 현행 증권거래법령에 있어서 몇 가지 문제점," 현대상사법논집(우계 강화갑 박사 화갑기념논문집), 2001, 241면; 금융감독원 보도자료, 2004년도 5%보고 등 경영권 관련 공시 실태(2005. 1. 14); 금융감독원 보도자료, 2006년도 5%보고 등 경영권 관련 공시 현황(2007. 2. 2); 금융감독원 보도자료, 2009년 중 공개매수신고 및 의결권대리행사 권유 현황 분석(2010. 4. 15); 금융감독원 전자공시시스템 (<http://dart.fss.or.kr/>) 공시자료 등 참조).

- 5 공개매수에 대한 규제의 근거에 관한 상세한 설명은 김화진/송옥열, 기업인수합병, 박영사, 2007, 173~176면 참조.
- 6 자본시장법상 공개매수자가 준수하여야 할 의무는 크게 (i) 공개매수공고, 공개매수신고서 및 정정신고서의 제출, 공개매수설명서의 작성·공시, 공개매수신고서 사본의 송부, 공개매수 결과보고서의 제출 등과 같은 절차적 차원의 의무와 (ii) 공개매수 조건의 결정 내지는 변경에 대한 제한, 공개매수 철회의 제한, 공개매수에 따른 매수의무, 별도매수 또는 미공개 중요정보 이용행위의 금지 등과 같은 실체적 차원의 의무로 나눌 수 있을 것이다.
- 7 자본시장법상 '특별관계자'라 함은 (i) 자본시장법 시행령 제8조 소정의 '특수관계인' 및 (ii) 본인과 의 합의나 계약 등에 따라 주식등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, 주식등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 취득한 주식을 상호 양도하거나 양수하는 행위 또는 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함)을 공동으로 행사하는 행위를 할 것을 합의한 자, 즉 공동보유자를 포함하는 개념이다(자본시장법 제133조 제3항, 동 법 시행령 제141조 제1항, 제2항). 다만 자본시장법 시행령 제8조 소정의 특수관계인에 해당하더라도 소유하는 주식등의 수가 1,000주 미만이거나 공동보유자에 해당하지 아니함을 증명하는 경우에는 공개매수와 관련하여 특수관계인으로 취급되지 않는다(자본시장법 시행령 제141조 제3항).
- 8 자본시장법상 공개매수 사무취급자란, "공개매수를 하고자 하는

터 그 매수기간이 종료하는 날까지 공개매수에 의하지 아니하고 대상회사의 주식등의 매수등을 하지 못하도록 하고 있다(제140조 본문). 이를 통상 '별도매수 금지의무'라 하는데, 이와 같이 자본시장법이 공개매수자 및 그 특별관계자 등에 대하여 별도매수 금지의무를 부과하고 있는 이유는 주주의 투자 판단상의 혼란과 별도매수가격과 공개매수가격 간 차이로 인한 주주의 불평등 취급을 방지하며, 시세 조종이나 내부자거래의 가능성을 차단하기 위한 것으로 이해되고 있다.⁹ 따라서 이와 같은 별도매수금지 의무의 취지에 반하지 않는 경우에는 예외적으로 공개매수에 의하지 아니한 매수등이 허용될 수 있을 것인바, 자본시장법은 그와 같은 예외로서 (i) 해당 주식등의 매수등의 계약을 공개매수공고 전에 체결하고 있는 경우로서 계약체결 당시 의무공개매수의 적용대상에 해당하지 아니하고, 공개매수공고와 공개매수신고서에 계약사실과 내용이 기재되어 있는 경우와 (ii) 공개매수 사무취급자가 공개매수자와 그 특별관계자 외의 자로부터 해당 주식등의 매수등의 위탁을 받는 경우를 규정하고 있다(자본시장법 제140조 단서, 동 법 시행령 제151조).

문제는 자본시장법상 별도매수금지 의무의 적용 범위 내지는 한계가 어디까지인가 하는 점인데, 이와 관련하여 (i) 공개매수가 개시된 이후 공개매수자의 특별관계자가 별도의 새로운 공개매수를 실시하거나 공개매수자의 특별관계자를 당초 공개매수의 매수인으로 추가할 수 있는지 여부 및 (ii) 별도매수 금지의무에 의하여 금지되는 거래의 구체적 유형과 범위 같은 문제들이 실무상 제기될 수 있다. 이에 관하여는 항을 바꾸어 살펴보기로 한다.

자를 대리하여 매수·교환·입찰, 그 밖의 유상취득(이하 '매수등'이라 한다)을 할 주식등의 보관, 공개매수에 필요한 자금 또는 교환대상 증권지급, 그 밖의 공개매수 관련 사무를 취급하는 자"를 의미한다(자본시장법 제133조 제2항). 공개매수 사무취급자는 2005. 1. 17. 구 증권거래법 개정을 통해 별도매수 금지의무의 수범자로 추가되었는데, 본 논문에서는 실무상 특

(2) 공개매수가 개시된 이후 공개매수자의 특별관계자가 별도의 새로운 공개매수를 실시하거나 공개매수자의 특별관계자를 당초 공개매수의 매수인으로 추가할 수 있는지 여부

1) 공개매수자의 특별관계자가 별도의 새로운 공개매수를 할 수 있는지 여부

앞에서 본 바와 같이 자본시장법은 공개매수자의 특별관계자가 공개매수공고일부터 매수기간이 종료하는 날까지 "공개매수에 의하지 아니하고" 주식등을 매수하는 것을 금지하고 있다. 다시 말해 공개매수자의 특별관계자는 원칙적으로 공개매수기간 중에는¹⁰ 공개매수 이외의 방법으로 주식등을 매수

별히 문제 되지 않는 공개매수 사무취급자 대신 공개매수자와 그 특별관계자의 의무를 중심으로 논의를 전개하도록 한다.

- 9 한국증권법학회, 자본시장법(주석서 1), 박영사, 2009, 612면. 한편 임재연, 자본시장법, 박영사, 2012, 500면은 별도매수 금지의무의 존재이유에 관하여 "공개매수가격이 일반적으로 시장 가격에 비하여 높는데, 시장에서 공개매수가격보다 낮은 가격에 주식을 매수할 수 있도록 하면 주주평등의 원칙과 모든 주주에게 높은 가격을 보장하여야 하는 원칙(best price rule)에 위배되고, 나아가 불공정거래를 방지하기 위한 것"이라고 설명하고 있는바, 이 역시 기본적으로는 위 자본시장법 주석서와 동일한 취지로 생각되기는 하지만, 자본시장법상 별도매수 금지의무는 시장에서의 취득이나 장외에서의 취득을 불문하는 것이며, 별도매수가격이 공개매수가격보다 낮은 경우는 물론이고 높은 경우에 대하여도 적용되는 것이라는 점에서 별도매수 금지의무의 적용대상이 시장에서 공개매수가격보다 낮은 가격으로 주식등을 취득하는 행위에 한정되는 것처럼 보이는 설명 내용의 적절성에 대해서는 다소 의문이 있다.
- 10 엄밀히 말해 별도매수 금지의무의 시간적 범위는 "공개매수공고일부터 그 매수기간이 종료하는 날까지"로서, 공개매수대상 주식등의 매수청약에 대한 승낙 내지는 매도의 청약기간을 의미하는 공개매수기간과는 다소 차이가 날 수 있으나, 이하에서는 논의의 편의상 양자를 엄격히 구별하지는 않기로 한다. 한편 이와 관련해 공개매수기간 종료일 이후 공개매수 대금의 지급이 이루어지기까지의 기간 중에도 별도매수금지 의무가 적용되는가 하는 문제가 있을 수 있다. 자본시장법 제140조가 "...그 매수기간이 종료하는 날까지"라고 하여, 다른 조항에서 사용하고 있는 "공개매수기간"과 다른 문언을 사용하고 있기는 하지만, 이는 별도매수 금지기간이 공개매수공고일부터 기산된다는 점을 고려한 기술적인 표현방식의 차이로 이해하여야 할 것이

할 수 없는바, 여기에서 공개매수자의 특별관계자가 주식등을 매수할 수 있는 공개매수의 의미가 당해 공개매수에 한정되는지 아니면 별도의 새로운 공개매수도 포함되는 것인지가 문제 될 수 있다.

이에 대해서는 우선 (i) 자본시장법 제140조 본문의 문언상 공개매수자의 특별관계자가 공개매수기간 중에 주식등을 취득하고자 하는 경우에는 반드시 공개매수에 의하여야 한다는 제한만 존재할 뿐, 반드시 기존에 개시된 '당해' 공개매수에 참여하는 방법에 의하여야 한다고까지 해석하기는 어려운 점, (ii) 공개매수자의 특별관계자라고 하여 반드시 공개매수자와 이해관계가 일치한다고 할 수는 없으므로,¹¹ 특별관계자로 하여금 별도의 새로운 공개매수를 실시하는 것을 허용할 실질적인 필요성이 있을 수 있다는 점, (iii) 자본시장법이 공개매수자의 특별관계자에 대하여 별도매수 금지의무를 부과하고 있는 취지에 비추어 볼 때, 매수가격 및 수량·공개매수기간 등 거래조건이 일반에 공개되고 자본시장법에 따라 엄격한 규제를 받는 공개매수의 방법으로 주식등을 취득하도록 하는 것까지 금지하는 것은 입법 목적을 넘는 과도한 규제라는 점,¹² (iv) 공개매수자와 특별관계자가 처음부터 공동매수인으로서 공개매수를 실시하는 것이 허용됨에는 특별한 의문이 없는바, 적어도 특별관계자가 동일한 조건으로 별도의 공개매수를 실시하는 경우에는 처음부터 공동매수인으로서 공개매수를 실시하는 것과 실질적으로 별다른 차이가 없다는 점¹³ 등을 근거로 이를 긍정하는 견해가 있을 수 있다. 그렇지만 사건으로는 (i) 별도매수금지 의무의 실효성을 담보하기 위해서는 공개매수자와 경제적으로 밀접한 관계에 있는 특별관계자로 하여금 당해 공개매수 이외의 거래를 통한 주식등의 취득을 엄격하게 금지할 필요성이 있고, 따라서 자본시장법 제140조 본문의 "공개매수"는 당연히 기존에 개시된 '당해' 공개매수를 의미하는 것으로 보아야 한다는 점, (ii) 특별관계자에게 별도의 공개매수를 허용하는 경우 공개매수자는 특별관계

자를 이용하여 같은 기간에 여러 건의 공개매수를 실시할 수 있게 되고, 경우에 따라서는 공개매수자가 이를 악용하여 공개매수기간 내지는 공개매수의 철회금지 등의 규제를 잠탈할 가능성이 있다는 점,¹⁴ (iii) 그에 따라 일반 주주 입장에서는 투자 판단에 상당한 혼란을 피하기 어렵고, 이와 같은 부작용은 별도의 공개매수에 대하여 자본시장법에 따른 절차적·실체적 규제가 적용된다고 하여 본질적으로 해소된다고 보기 어려운 점, (iv) 공개매수자와 특별관계자 간에 이해대립이 있는 예외적인 경우 특별관계자로서는 자본시장법 시행령 제141조 제3항에 따라 자신이 공동보유자가 아님을 증명하여 특별관

여, 따라서 일단 공개매수기간이 종료한 이후에는 공개매수 대금이 지급되기 전이라 하더라도 더 이상 별도매수 금지의무는 적용되지 않는 것으로 보아야 할 것이다.

- 11 예컨대 공개매수자와 특별관계자 간에 대상회사의 지배권을 둘러싼 분쟁이 발생한 경우도 얼마든지 상정할 수 있다.
- 12 즉 공개매수자의 특별관계자에 의한 별도의 공개매수를 허용하더라도 일반 주주 입장에서는 주식의 매도 여부를 결정함에 있어 선택의 폭이 확대되는 결과가 된다는 점에서 하등 불리할 것이 없고(일반적인 대항공개매수의 경우와 달리 취급할 이유가 없다), 별도의 공개매수에 대하여도 자본시장법에 따른 절차적·실체적 규제가 적용되는 이상 주주의 투자 판단상 혼란이나 주주 간 불평등 취급 내지는 시세조종 등의 불공정거래의 가능성 역시 특별히 문제 삼을 이유가 없다(그와 같은 부작용은 애초부터 공개매수 자체에 내재된 위험으로서 공개매수에 관한 규제가 동일하게 적용되는 한 별도의 공개매수가 허용됨으로 인하여 본질적으로 그 위험의 정도가 달라지는 것으로 볼 수는 없다)는 주장이 가능한 것이다.
- 13 예컨대 공개매수자가 대상회사 주식 40%를 대상으로 공개매수를 실시한 이후 그 특별관계자가 대상회사 주식 20%에 대한 별도의 공개매수를 기존의 공개매수와 동일한 조건으로 실시하는 것은, 애초부터 공개매수자와 특별관계자가 공동매수인이 되어 대상회사 주식 60%에 대한 공개매수를 하는 것과 실질적으로 아무런 차이가 없으므로, 유독 전자의 경우만 법률상 금지된다고 보는 것은 균형에 반하는 불합리한 해석이라는 주장이 있을 수 있다.
- 14 극단적으로 공개매수자는 다수의 특별관계자들로 하여금 순차적·중복적 공개매수를 실시하게끔 함으로써 사실상 공개매수기간의 상한에 관한 규제를 잠탈할 수도 있고, 특별관계자의 공개매수가 대항공개매수임을 들어 공개매수 조건의 변경이나 공개매수의 철회에 대한 제한을 회피할 수도 있다.

계자로서의 지위에서 벗어남으로써 새로운 공개매수는 물론 공개매수 이외의 방법으로 자유롭게 주식등을 취득할 수 있다는 점, (v) 처음부터 공동매수인으로서 공개매수를 실시하는 것과의 균형을 고려하여야 한다는 입장은 어디까지나 별도의 공개매수의 조건이 (공개매수대상 주식의 수량을 제외하고는) 당초의 공개매수의 조건과 동일한 경우에 한하여 의미 있는 주장일 뿐 아니라, 가사 그와 같은 경우라 하더라도 양자는 어디까지나 별도의 공개매수로서 일반 주주 입장에서는 공개매수의 성공 가능성, 공개매수인의 의무이행 가능성에서 근본적인 차이가 있을 수밖에 없다는 점 등을 고려할 때, 특별관계자에 의한 별도의 새로운 공개매수는 허용할 수 없다고 본다. 금융위원회의 유권해석 역시 동일한 취지이다.¹⁵

2) 공개매수자의 특별관계자를 당초 공개매수의 매수인으로 추가하는 것이 가능한지 여부

이 문제에 관하여 과거 금융위원회는 공개매수가 개시된 이후 공개매수자의 특별관계자를 매수인으로 추가하는 것은 허용되지 않는다는 입장을 취한 바 있다.¹⁶ 위와 같은 금융위원회의 유권해석은 구 증권거래법 시절의 것으로서, 구 증권거래법상 공개매수신고서의 정정은 '매수조건'을 변경하고자 하는 경우에만 인정되었고(제23조의2 제1항), '공개매수자'는 어디까지나 '매수주체'일 뿐 '매수조건'은 아니므로 현실적으로 특별관계자를 매수인으로 추가하기 위한 절차가 존재하지 않았다는 점을 고려한 것으로 추측된다. 그렇지만 현행 자본시장법은 공개매수조건 외에도 '공개매수신고서의 기재사항'을 정정하고자 하는 경우 정정신고서를 제출할 수 있도록 하고 있으므로, 위와 같은 유권해석이 현행 자본시장법하에서도 계속 유지될 수 있을 것인지는 매우 의문이다. 사건으로는 (i) 자본시장법 제140조 본문을 특별관계자와 관련하여 반대해석하면 '공개매수자의 특별관계자는 (당해) 공개매수에 의해서는

매수등을 할 수 있다'고 보는 것이 자연스러운 점, (ii) 앞에서 본 바와 같이 공개매수자의 특별관계자가 별도의 공개매수를 실시하는 것이 허용되지 않는 상황에서 특별관계자가 당초 공개매수의 매수인으로 추가되는 것도 허용되지 않는다면 공개매수자의 특별관계자로서는 사실상 공개매수기간 중 대상회사의 주식등을 취득할 방법이 전혀 없게 될 것이고, 이와 같은 결론은 결국 자본시장법 제140조 본문의 규정을 사문화하는 것이 되어 부당하다는 점,¹⁷ (iii) 특별관계자에 의하여 별도의 공개매수가 실시되는 것과는 달리, 당초의 공개매수에 특별관계자를 매수인으로 추가하는 것은 애초부터 공개매수자와 특별관계자가 공동매수인으로서 공개매수를 실시하는 것과 법률적으로나 경제적으로 전혀 차이가 없고, (iv) 기본적으로 일반 주주 입장에서도 매수인이 사후에 추가되었다고 하여 특별히 불리할 것이 없는 점 등을 고려할 때, 공개매수가 개시된 이후 공개매수자의 특별관계자를 당초 공개매수의 매수인으로 추가하는 것은 허용되어야 할 것으로 생각된다.

물론 이와 같이 공개매수자의 특별관계자를 당초 공개매수의 매수인으로 추가하는 것이 원칙적으로 가능하더라도 구체적인 허용범위에 대해서는 추가적 검토가 필요하다. 우선 (i) 기존의 공개매수자에 의하여 진행되고 있던 공개매수의 (자본시장법상 허용되지 않는) 철회나 매수조건 등의 변경으로 관념할 수 있는 공개매수자 추가는 허용되지 않는다고 해

15 금융위원회 금융서비스국 공정시장과 2008. 5. 29. 민원회신 참조.

16 금융위원회 유권해석(주 15) 참조.

17 만약 공개매수자의 특별관계자가 매수인으로 추가되는 것이 허용되지 않는다면, 그 특별관계자가 공개매수기간 중 대상회사의 주식등을 취득하기 위한 유일한 방안은 당초부터 공동매수인으로 참여하는 것밖에 없다는 결론이 될 것인데, 어차피 이 경우에는 '특별관계자가 아닌 '공개매수자'로서 자본시장법 제140조 본문이 적용될 것이라는 점에서 결과적으로 자본시장법 제140조 본문 중 '특별관계자' 부분은 사실상 아무런 의미가 없는 조항이 될 것이다.

앞에서 본 바와 같이 공개매수자 및 그 특별관계

1) 문제의 소재

거래의 유형과 그 범위

(3) 별도매수 금지의무에 의하여 금지되는

유는 없어 보인다.¹⁹
 없을 것으로 보이나, 적어도 이론상 이를 금지함이
 이와 같은 공개매수자 추가를 고려할 실익은 거의
 개매수자 추가는 어떠한가. 실무상 공개매수자가
 를 부담하는 새로운 매수인을 추가하는 형태의 공
 서 기존 공개매수자에 대하여 함께 (연대)매수의무
 공개매수자의 매수수량(100주)을 그대로 유지하면
 히 불합리한 것이 없기 때문이다. 나아가 (iii) 기존
 안함 때 사후적인 매수인 추가를 허용하더라도 특별
 부터 이와 같은 형태의 공개매수가 가능하였음을 감
 치를 통하여 진행하는 것에 불과한 것으로서, 애초
 이 없고 단지 사실상 두 개의 공개매수를 하나의 정
 가는 기존 공개매수자 입장에서 볼 때, 아무런 변경
 유가 없다고 본다. 이와 같은 형태의 공개매수자 추
 소요전(20원)을 충족하는 한 이를 허용하지 않음 이
 자의 매수부분이 자본시장법상 공개매수기간의 최
 여 매금지급기간의 연장이 조래되지 않고 특별관계
 수자를 추가하는 것이라면, 그와 같은 추가로 인하
 적인 수량(50주)을 공개매수하겠다는 취지로 공개매
 수수량(100주)은 그대로 두면서 특별관계자가 추가
 할 것이다.¹⁸ 이와는 달리 (ii) 기존 공개매수자의 매
 에 해당하는 것으로서 허용되지 않는다고 보아야
 예정 주식등의 수의 감소(자본시장법 제136조 제3항)
 자 입장에서 볼 때 법률상 허용되지 아니하는 매수
 60주, 특별관계자 40주)하겠다는 것은, 기존 공개매수
 의 공개매수수량을 분할하여 매수(기존 공개매수자
 하면서 기존의 공개매수자와 그 특별관계자가 당초
 수가 진행되던 중 특별관계자를 공개매수자로 추가
 수량(100주)의 주식등을 매수하겠다는 취지로 공개매
 야 할 것이다. 예컨대 기존의 공개매수자가 일정한

지는 공개매수기간 동안 공개매수에 의하여 아니하
 고 '주식등'을 '매수'할 수 없다. 자본시장법은 '매
 수등을 '매수'·교환·입찰, 그 밖의 유상취득으로 정
 의하고 있으므로, 별도매수 금지의무가 적용되는
 '매수등'에는 통상적 매매계약을 통해 주식등을 매
 수하는 것 외에 일체의 유상취득이 포함됨에 특별한
 의문이 없다.²⁰ 따라서 무상취득²¹이 아닌 이상 공개
 매수자 및 그 특별관계자로서는 공개매수 대상이 되
 는 주식등을 장내는 물론 장외에서도 취득할 수 없
 고,²² 취득대가가 공개매수가격과 높은지 낮은지도
 불문한다 할 것이다. 그렇지만 위와 같은 원칙에도
 불구하고 자본시장법상 별도매수 금지의무에 의하

18 같은 이유에서 공개매수자의 교체 역시 기존 공개매수자 입장
 에서 보면 법률상 원칙적으로 금지되는 공개매수의 취지에 본
 시장법 제39조 제4항에 해당하는 것으로서 허용되지 않는다

19 이상에서는 특별관계자를 공개매수자로 추가하는 것에 관한 논
 할 것이다.

19 이상에서는 특별관계자를 공개매수자로 추가하는 것에 관한 논
 의를 하였는데, 이에 대하여 특별관계자가 아닌 제3자를 공개매
 수자로 추가하는 것이 가능한가 하는 점도 논의의 여지가 있을
 것이다. 7월적으로 특별관계자가 아닌 제3자는 별도매수 금지
 의무의 수급자가 아니므로 위의 논의와 무관한 것으로 볼 수도
 있었지만, 7월에 진행되던 공개매수에 제3자가 공개매수자로
 추가된다는 것은 그 자체로 해당 제3자가 기존 공개매수자와의
 합의나 계약 등에 따라 주식등을 공동으로 취득하기로 하였음을
 전제하는 것이고, 그와 같은 합의가 있는 한 제3자는 '공동보유
 자로서 기존 공개매수자의 특별관계자가 되는 것'으로(자본시
 장법 시행령 제41조 제2항 제호), 결과적으로 이 경우에도 위
 (i) 내지 (iii)의 논의가 그대로 적용될 수 있을 것으로 본다.

20 이 점은 내부자의 단기매매제한 완화 자본시장법 제172조
 에서 단기매매(short swing)의 개념요소를 단순히 매도와 매수
 로만 규정하고 있는 것과 구별되는 것이다. 참고로 단기매매처
 의 면허와 관련하여서는 매도·매수 개념의 확대에 관한 논의가
 있고, 이에 대해서는 민법상 매매와 같은 전행계약에 한하지
 않고, 기타 비전행적인 유상취득 및 처분행위도 일괄 매도·매
 수 개념에 포함시키는 것이 합리적 견해로 이해된다(이)에 관한
 상세한 논의는 김성철, "자본시장법상 단기매매제한의 민법제도
 의 의미와 개념과 적용예외의 사유에 관한 연구", 시법논집 제48집

(2009), 법원도서관, 181-198면 참조).

21 무상증자, 주식배당, 주식분할, 주식분할 과정에서 주식을 취
 득하는 것이나, 제3자로부터 대량회사의 주식을 증여·상속한
 는 행위가 이에 해당할 것이다.

22 물론 당해 공개매수를 통한 취득은 허용될 것이다.

여 금지되는 거래의 구체적인 유형이나 범위가 반드시 분명한 것은 아닌바, 이하에서는 실무상 문제될 수 있는 몇 가지 유형의 거래를 살펴보기로 한다.

2) 공개매수기간 중 대상회사가 실시하는 유상증자에의 참여

앞에서 본 바와 같이 자본시장법상 별도매수 금지의무의 적용대상이 되는 '매수등'의 개념이 '매수·교환·입찰, 그 밖의 유상취득'으로 폭넓게 정의되어 있는 이상 유상증자의 참여를 통한 신주의 인수가 '매수등'에 포함된다고 해석하는 것은 불가피해 보인다. 나아가 자본시장법 제133조 제3항은 '주식등'을 매수등 함에 있어 일정한 경우 의무적으로 공개매수를 실시하도록 하면서 "신주인수권이 표시된 것, 전환사채권, 신주인수권부사채권 또는 교환사채권의 권리행사에 따른 주식등의 매수등"에 대하여 예외를 인정하고 있는바, 이에 비추어 보면 자본시장법상 '주식등'의 개념에는 일단 대상회사가 발행하는 신주도 포함되는 것으로 해석되므로, 공개매수자나 그 특별관계자가 공개매수기간 중에 대상회사가 실시하는 유상증자에 참여하여 신주를 인수하는 것 역시 형식적으로는 별도매수 금지의무 위반에 해당하는 것으로 볼 수 있다.

그렇지만 금융위원회의 유권해석²³은, 대상회사가 공개매수기간 중 주주배정 유상증자를 실시할 때²⁴ 공개매수자 및 그 특별관계자가 해당 유상증자에 참여할 수 있다고 하여 주주배정 유상증자의 경우 해석상의 예외를 인정하고 있다. 사전적으로는 (i) 공개매수자나 그 특별관계자라 하여 주주로서 가지고 있는 신주인수권이 박탈되어야 할 이유가 전혀 없다는 점, (ii) 위와 같은 유상증자 참여를 금지하는 경우 대상회사의 경영진이 이를 악용할 우려가 크다는 점, (iii) 주주배정방식의 유상증자는 모든 주주에게 동일한 조건으로 이루어지는 것이므로 공개매수자 및 그 특별관계자로 하여금 유상증자에 참여하는 것을 허용하더라도 주주들에 대한 차별취급이

나 불공정거래의 위험은 없을 것이며, 따라서 위에서 본 별도매수 금지의무의 입법취지를 해할 염려가 거의 없다는 점 등을 고려할 때 위와 같은 유권해석의 타당성은 충분히 수긍할 수 있다고 본다.

그렇다면 대상회사가 일반공모증자를 실시하거나 공개매수자 등을 상대방으로 하는 제3자 배정방식의 유상증자를 실시하는 경우에는 어떠한가. 우선 별도매수 금지의무의 가장 핵심적인 존재근거가 주주에 대한 불평등 취급을 방지하기 위한 것이라는 점에서, 모든 주주에게 공평한 기회가 부여되는 일반공모증자의 경우에는 주주배정 유상증자와 달리 볼 이유가 없으므로 위 유권해석의 취지가 그대로 적용된다고 보는 것이 합리적이라 생각한다. 문제는 제3자 배정방식 유상증자인데, 제3자 배정방식 유상증자의 경우에는 주주 간 불평등 취급이 현실적으로 문제 될 수는 있으나, 이는 어디까지나 제3자 배정방식 유상증자의 본질적 속성에 기인하는 것이고, 별도매수 금지의무는 기존에 대상회사 주식을 가진 다른 주주들을 공개매수자 및 그 특별관계자가 평등하게 취급할 것을 요구하는 것으로서 양자는 적용평면이 다르다고 본다. 사전으로는 대상회사가 신주발행에 관한 절차적·실체적 규제(상법 제418조의 제2항 소정의 형식적·실질적 요건의 준수 및 동조 제4항 소정의 절차적 요건의 준수 등)를 준수하는 한 특별히 공개매수 관점에서 추가적인 규제를 가하여야 할 필요성은 없는 것으로 생각하며, 결론적으로 (신주발행에 따른 규제는 별론으로 하고) 공개매수자 및 그 특별관계자가 공개매수기간 중 대상회사가 실시하는 유상증자에 참여하는 것은

23 금융위원회 유권해석(주 15) 참조.

24 2005. 1. 17. 구 증권거래법 개정 전에는 공개매수대상 주식등의 발행인이 공개매수기간 중에 의결권 있는 주식에 관계되는 유가증권의 발행과 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의를 하는 것이 금지되었으나(제23조 제4항), 현재는 그와 같은 제한이 삭제되었으므로 공개매수기간 중 대상회사가 유상증자 등을 실시하는 것도 얼마든지 가능하다.

주주배정방식이든 일반공모증자방식이든 제3자 배정방식이든 모두 별도매수 금지의무의 적용대상이 아니라고 본다.²⁵

3) 공개매수자나 그 특별관계자에 의한 주식매수선택권 등의 권리행사

공개매수자나 그 특별관계자가 기존에 보유하고 있던 주식매수선택권(stock option)을 행사하거나 신주인수권 증서, 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등에 따른 권리를 행사하는 것도 별도매수 금지의무의 적용대상이 되는가 하는 점이 문제 될 수 있다. 자본시장법상 이와 같은 형태의 거래는 미공개 중요정보의 이용 가능성이 없는 것으로 보아 내부자의 단기매매 차익반환의 적용에 관한 예외가 인정되고 있기는 하지만(자본시장법 시행령 제198조), 공개매수 관점에서는 기존에 이미 매매계약 등이 체결된 경우와 위와 같은 거래를 달리 취급할 이유는 없다고 생각한다. 따라서 공개매수공고와 공개매수신고서에 그와 같은 권리의 내용이 기재되어 있는 경우에 한하여 주식매수선택권 등의 권리행사를 통한 주식등의 취득이 가능할 것으로 보며, 특히 공개매수공고와 공개매수신고서 자체에 해당 내용이 기재된 경우에 한하여 별도매수 금지의무의 예외를 인정하고 있는 자본시장법의 태도에 비추어 볼 때, 공개매수자나 그 특별관계자가 보유하고 있던 권리의 내용이 다른 방식으로 공시된 경우라 하더라도 공개매수공고와 공개매수신고서에 그 사실이 기재되어 있지 않은 경우에는 공개매수기간 중 권리행사가 제한되는 것으로 해석하여야 할 것이다. 공개매수자나 그 특별관계자가 제3자에 대하여 주식등에 대한 콜옵션을 보유하고 있는 경우에도 기본적으로 동일하게 보아야 할 것이다.

4) 공개매수자나 그 특별관계자의 상대방에 의한 권리행사

공개매수자나 그 특별관계자가 적극적으로 권리

를 행사하는 것이 아니라 예컨대 상대방이 공개매수자나 그 특별관계자에 대하여 주식등에 관한 풋옵션을 행사하거나 주식매수청구권 등의 권리를 행사하는 경우에는 어떠한가. 이 경우에는 공개매수자나 그 특별관계자의 의사와 무관하게 주식등의 취득의무가 발생한다는 점에서 별도매수 금지의무의 해석상 예외를 인정할 여지가 있는 것 아닌가 하는 의문이 제기될 수 있을 것이다.²⁶

우선 공개매수공고와 공개매수신고서에 별다른 기재가 없는 상태에서 상대방이 풋옵션 등을 행사함으로써 결과적으로 매매계약 등이 체결되는 것이 공개매수자나 그 특별관계자의 입장에서 별도매수 금지의무 위반에 해당하더라도,²⁷ 그와 같은 이유만으로 상대방의 권리행사가 제약되거나 사법상 효력을 부인할 수는 없을 것이다. 문제는 이 경우 공개매수자나 그 특별관계자에 대하여 별도매수 금지의무 위반에 따른 제재²⁸를 가할 수 있는가 하는 점이다. 이에 대해서는 상대방의 일방적인 권리행사에 따른 책임을 공개매수자나 그 특별관계자에게 묻는

25 나아가 공개매수자나 그 특별관계자가 제3자 배정방식의 유상증자에 참여하는 것이 허용된다고 보는 이상, 공개매수자나 그 특별관계자가 주주배정 유상증자 과정에서 발생하는 실권주를 인수하는 것 역시 허용되어야 할 것으로 생각된다.

26 참고로 일본 금융상품거래법 시행령은 주주의 주식매수청구권 행사에 의하여 특별관계자가 공개매수의 대상이 된 주권등을 매수하여야 하는 경우에는 별도매수 금지의 대상에서 제외된다고 규정하고 있다(제12조 제8호).

27 일반적으로 별도매수 금지의무가 적용되는 '매수등'에는 주식등의 취득행위 자체는 물론이고 주식등의 취득을 위한 계약을 체결하는 행위도 포함되는 것으로 보아야 할 것이다. 그렇게 해석하지 않으면 공개매수자 및 그 특별관계자로서는 공개매수기간 중 주식등의 취득을 위한 계약만 체결하고, 그 이행은 공개매수기간 종료 이후로 미룸으로써 별도매수 금지의무를 손쉽게 잠탈할 수 있을 것이기 때문이다.

28 자본시장법상 별도매수 금지의무 위반에 대하여는 3년 이하의 징역 또는 1억 원 이하의 벌금이 부과될 수 있고(자본시장법 제445조 제19호), 그외 행정제재로서 금융위원회에 의한 정정명령, 공개매수의 정지·금지 또는 제한, 임원에 대한 해임결고·고발 또는 수사기관 등에의 통보, 경고 또는 주의 등이 부과될 수 있다(자본시장법 제46조 제2항 제8호, 동법 시행령 제52조).

것이 가혹할 뿐 아니라 책임주의의 원칙에도 반한다는 점을 근거로 이를 부정하는 견해가 있을 수 있으나, 사견으로는 위와 같은 결과 역시 자본시장법상 금지하고 있는 별도매수에 해당함을 부인하기 어렵다는 점 및 그에 대한 제재 역시 궁극적으로는 공개매수신고서 등의 기재를 소홀히 한 데 대한 책임을 묻는 것으로 볼 수 있다는 점에서 기본적으로 크게 부당한 것은 아니라고 생각한다. 결론적으로 공개매수자나 그 특별관계자에 의한 별도매수 가능성을 예측하지 못한 상태에서 주주들이 공개매수 응모 여부를 결정함에 따라 발생할 수 있는 폐단을 방지하기 위해서는, 공개매수공고와 공개매수신고서에 상대방에 의한 권리행사 가능성이 기재된 경우에 한하여 자본시장법 시행령 제151조 제1호의 유추적용을 통해 별도매수 금지의무의 예외가 인정된다고 보는 것이 타당하다고 본다.

5) 대상회사의 자기주식 취득

대상회사가 공개매수자의 특별관계자인 경우,²⁹ 대상회사 역시 별도매수 금지의무의 수범자라는 점에서 공개매수기간 중에는 자기주식 취득이 금지된다고 보아야 할 것이다. 따라서 증권시장에서의 취득이나 별도의 공개매수를 통한 취득은 물론, 대상회사 스스로 신탁계약을 해지함으로써 자기주식을 반환받는 것 역시 금지된다고 본다. 신탁계약이 대상회사에 의하지 않고 기간만료 등으로 실효됨에 따라 자기주식을 반환받는 것에 관하여는 이론의 여지가 있으나, 이 경우에도 상대방에 의한 권리행사에 따라 주식등을 취득할 의무를 부담하는 경우와 마찬가지로 사전에 공개매수공고와 공개매수신고서에 그와 같은 사실을 기재하지 않은 이상 별도매수 금지의무에 위반되는 것으로 보아야 할 것이다.³⁰ 나아가 대상회사가 기존에 체결한 신탁계약에 따라 신탁업자가 대상회사의 주식을 취득하는 것 역시 (주식의 취득 주체가 형식적으로는 신탁업자라는 점에서 검토의 여지가 더 있겠지만) 별도매수 금지의무

의 취지상 자기의 계산이라면 타인명의로 대상 주식등을 취득하는 것도 금지된다는 것이 일반적인 견해를 감안할 때³¹ 원칙적으로 별도매수 금지의무의 적용대상이 되는 것으로 보아야 할 것이다.

2. 공개매수자의 매수의무와 관련된 실무상 쟁점

(1) 전부매수원칙과 예외

자본시장법상 공개매수자가 반드시 대상회사 주식등의 전부를 매수해야 하는 것은 아니지만,³² 원칙적으로 공개매수자는 응모한 주식등의 전부를 공개매수신고서에 기재한 조건과 방법에 따라 공개매수기간이 종료하는 날의 다음 날 이후 지체 없이 매수할 의무를 부담한다(이른바 전부매수원칙). 다만 공개매수자가 (i) 응모한 주식등의 총수가 공개매수에 정 주식등의 수에 미달할 경우 응모주식등의 전부를 매수하지 아니한다는 조건 또는 (ii) 응모한 주식등의 총수가 공개매수에 정 주식등의 수를 초과할 경우에는 공개매수에 정 주식등의 수의 범위에서 비례배분하여 매수하고 초과부분의 전부 또는 일부를 매수하지 아니한다는 조건을 공개매수공고에 게재하고 공개매수신고서에 기재한 경우에는 그 조건에 따라 응모한 주식등의 전부 또는 일부를 매수하지 아니할 수 있는바(자본시장법 제141조 제1항 단서), 이와 같은 전부매수원칙의 예외와 관련하여

29 대상회사 자체가 공개매수자가 되는 자기주식 공개매수의 경우에도 마찬가지라 할 것이다.

30 오히려 신탁계약의 종료는 사전에 명확히 예측할 수 있는 사실로서, 상대방에 의한 권리행사로 인해 취득의무가 발생하는 경우에 비하여 별도매수 금지의무에 대한 예외를 인정할 필요성이 더 낮다 할 것이다.

31 임재연, 앞의 책(주 9), 500면 ; 한국증권법학회, 앞의 책(주 9), 612면.

32 예컨대 발행주식총수의 30%를 매수하는 것과 같은 부분공개매수도 허용된다(김건식/정순섭, 자본시장법, 두성사, 2009, 250면).

서는 (i) 응모수량 미달의 경우 당초의 조건과 달리 공개매수자가 응모된 주식등을 매수하는 것이 가능한지 여부 및 (ii) 응모수량 초과인 경우 당초의 조건과 달리 공개매수자가 초과 응모부분을 매수하는 것이 가능한지 여부가 문제 될 수 있다.

(2) 응모주식등의 총수가 공개매수에정 주식등의 수에 미달하는 경우

우선 공개매수신고서 등에 “응모한 주식등의 총수가 공개매수에정 주식등의 수에 미달할 경우 응모주식등의 전부를 매수하지 아니한다는 조건”을 기재한 공개매수자가 공개매수에정 주식등의 수에 미달한 응모주식등을 매수하는 것이 허용되는지 여부에 대하여 살펴본다. 이 경우 공개매수자가 응모된 주식등의 일부만 매수하는 것은 투자자보호의 취지상 허용되지 아니한다는 점에 관하여는 특별한 이견이 없으나, 전부를 매수하는 것에 대해서는 이를 긍정하는 견해가 있고,³³ 구 증권거래법 시절 재정경제부(현 기획재정부) 역시 같은 취지의 유권해석을 내린 바 있다.³⁴

살피건대 자본시장법 제141조 제1항 단서는 “...매수하지 아니할 수 있다”라고 하여 마치 공개매수자에게 매수 여부에 대한 선택권을 부여한 것으로 해석할 여지를 남기고 있으나, 위 조항의 전제적 취지는 공개매수자가 “응모한 주식등의 총수가 공개매수에정 주식등의 수에 미달할 경우 응모주식등의 전부를 매수하지 아니한다”라는 조건을 공개매수공고 및 공개매수신고서에 기재한 경우에 한하여, 그리고 그와 같은 조건에 따라서만 응모한 주식등의 전부 또는 일부를 매수하지 아니할 수 있다는 것이므로, 위에서 본 학설이나 유권해석의 법적 근거가 반드시 명확한 것은 아니라고 생각한다.³⁵ 특히 이 문제는 응모주주와 공개매수자 사이에 대상주식등에 관한 매매계약이 체결되었는가에 관한 문제로서, 원론적으로는 당초 공개매수자가 제시한 조건의 성

부에 따라 일률적으로 결정되는 것으로 이해하는 것이 옳다고 본다. 기존의 조건에 따르면 이미 매매계약이 불성립한 것으로 확정되었음에도 불구하고

33 한국증권법학회, 앞의 책(주 9), 615면; 임재연, 앞의 책(주 9), 504면. 다만, 이와 같은 학설은 근거에 대하여 구체적으로 설명하고 있지는 않다.

34 재정경제부 금융정책국 2007. 1. 29.자, 인터넷 민원회신 참조. 이 유권해석은, “증권거래법은 공개매수자가 자의적으로 매수를 거부함으로써 공개매수에 응한 주주의 권익을 침해하고 공개매수를 불공정거래에 이용하는 것을 방지하기 위해 원칙적으로 공개매수시 전부매수의무를 부여하고 예외적으로 응모주식수가 공개매수에정 주식수에 미달한 경우에는 공개매수 목적달성이 어렵고 공개매수자가 공개매수를 악용할 소지가 작은 점을 감안하여 응모주식 미달시 전부를 매수하지 않는다는 점을 사전에 주주에게 공시한 경우 전부매수의무를 하지 않을 수 있도록 예외를 인정하고 있다”는 점을 전제로, “전부매수의 예외를 인정한 것은 공개매수자의 편의를 위한 것이었으므로 공개매수자가 사전에 공시한 내용과 달리 응모주식을 전부 매수하더라도 공개매수에 응한 주주보호나 불공정거래 규제 측면에서 문제의 소지가 없고, 따라서 응모주식총수가 매수에정 주식수에 미달하는 경우 응모주식의 전부를 매수하지 아니한다는 공개매수신고서 기재에 불구하고 응모주식의 전부를 매수하는 것은 가능하다”라는 결론을 내리고 있다.

35 이와 관련하여 응모주주의 응모행위의 법적 성격이 공개매수자의 매수청약에 대한 승낙인지, 매도청약의 권유에 따른 매도청약인지에 관한 논의가 있다. 자본시장법은 공개매수를 “불특정 다수인에 대하여 주식등의 매수의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하고 증권시장 밖에서 그 주식등을 매수하는 것”으로 정의하고 있으며, 응모에 관하여도 “공개매수대상 주식등의 매수의 청약에 대한 승낙 또는 매도의 청약”으로 정의하고 있어 자본시장법의 문언만으로는 이 문제에 관하여 명확한 결론을 내리기 곤란하나, 학설상으로는 기본적으로 주주들의 응모를 매도의 청약으로 해석하되, 공개매수자가 사전에 명시한 조건에 따라 이를 승낙할 의무를 부담한다고 보는 견해(김건식/정순설, 앞의 책(주 32), 234-235면)과 공개매수 조건에 따라 경우를 나누어 응모주식등의 전부매수가 확정적인 때에는 주주들의 응모를 공개매수자의 매수청약에 대한 승낙으로 보고, 공개매수자가 공개매수신고서 등에 공시한 조건에 따라 응모한 주식등의 전부 또는 일부를 매수하지 않을 수 있는 때에는 주주들의 응모를 공개매수자에 대한 매도의 청약으로 보아야 한다는 견해가 대립하고 있다(임재연, 앞의 책(주 9), 464-465면). 다만, 위와 같은 견해 대립의 실제적 의의는 크지 않은 것으로 생각되고, 어느 견해를 취하든 간에 응모주식등의 수량미달시 공개매수자로 하여금 매수 여부에 대한 사후적인 선택권을 인정할 근거가 뚜렷하지 않다는 점 자체는 동일하다 할 것이다.

공개매수자가 일방적으로 매매계약이 성립된 것으로 취급할 수 있다는 것은, 매매계약 체결에 대한 응모주주의 의사가 여전히 유효하게 남아 있다는 가정하에서나 정당성을 가질 수 있는 것이나, 응모주식등의 수량이 미달하는 경우에는 위와 같은 가정이 반드시 타당하다고 보기는 어렵기 때문이다.³⁶ 당초의 조건에 반하여 공개매수자가 응모주식등을 (전부)매수하는 것이 가능하다는 취지의 학설이나 유권해석은, 응모주주는 기본적으로 자신이 응모한 주식등이 전부 공개매수자에 의해 매수될 것을 전제로 공개매수에 응모한 것이므로 결과적으로 응모된 주식등이 모두 매수된 이상 응모주주의 이익이나 신뢰가 침해된 것으로 볼 수는 없다는 점을 주된 근거로 하고 있는 것으로 보이나, 이와 같은 논리는 응모 시점의 상황만을 고려한 것으로서, 자본시장법 제139조 제4항에 따라 응모주주들이 공개매수기간 중 언제든지 응모를 취소할 수 있다는 점까지 고려하면 어느 경우에도 그 타당성을 인정받기는 어려운 것이 아닌가 한다. 다만, “...매수하지 아니할 수 있다”라는 자본시장법 제141조 제1항 단서의 문언, 통상적인 응모주주들의 의사, 전부매수원칙에 대한 예외를 인정해 주는 것은 기본적으로 공개매수자의 이익을 위한 것이라는 점 등을 고려할 때, 위의 학설이나 유권해석의 정당성을 전적으로 부인하기는 어려워 보인다. 따라서 응모수량 미달의 경우 당초의 조건에 반하는 전부매수를 허용하기 위한 보다 명확한 법적 근거 및 구체적 허용범위에 관하여는 추후 심도 깊은 논의가 필요할 것으로 생각된다.³⁷

(3) 응모주식등의 총수가 공개매수예정 주식등의 수를 초과하는 경우

다음으로 공개매수자가 공개매수신고서 등에 “응모한 주식등의 총수가 공개매수예정 주식등의 수를 초과할 경우에는 공개매수예정 주식등의 수의

범위에서 비례배분하여 매수하고 그 초과부분의 전부 또는 일부를 매수하지 아니한다는 조건”을 기재한 경우, 공개매수자가 그와 같은 조건에 반하여 초과한 응모주식등을 매수하는 것이 허용될 수 있는지 여부에 관하여 본다. 응모수량 미달에 관한 앞의 유권해석에 찬성하는 입장을 전제한다면, 이 경우에도 초과부분의 매수는 원칙적으로 가능하다고 보아야 할 것이다. 사견으로는, 응모수량 미달의 경우와 달리 초과응모의 경우에는 이른바 비율매수원칙(pro rata purchase rule)이 준수되는 이상 응모주주의 이익이나 신뢰 훼손의 위험이 거의 없고(즉 이 경우에는 초과응모주식등의 매수에 응하겠다는 것을 응모주주의 일반적인 의사로 간주하더라도 특별히 부당한 결과가 초래되지는 않을 것이다), 오히려 응모주주 입장에

36 예컨대 공개매수기간 중 대상회사의 주가에 긍정적 영향을 미치는 호재가 발생하여 공개매수가격이 대상회사의 주가를 밀리게 된 경우나 당초 공개매수 조건보다 유리한 조건의 대항공개매수가 실시된 경우, 응모주주로서는 응모주식등의 수량미달로 인해 해당 공개매수가 무산되리라 믿고 자본시장법 제139조 제4항에 따라 응모를 철회하지 않을 수도 있다. 이와 같은 경우에는 매매계약 체결에 대한 응모주주의 일반적 의사를 의제하기 어려울 것이고, “응모한 주식등의 총수가 공개매수예정 주식등의 수에 미달할 경우 응모주식등의 전부를 매수하지 아니한다는 조건”을 신뢰한 응모주주를 우선적으로 보호하는 것이 타당할 것이다.

37 현재로서는 이와 관련한 불필요한 법적 분쟁을 방지하기 위하여 공개매수자가 공개매수신고서 등에 응모주식등의 수량이 미달하는 경우 반드시 응모주식등을 “매수하지 않는다”라고 기재하는 대신 “(공개매수자의 선택에 따라) 매수하지 않을 수 있다”라고 기재하는 방안을 활용하는 것이 바람직해 보인다. 이와 같이 “응모주식의 전부를 매수하지 않을 수 있다”는 점을 공개매수신고서에 명시한 경우에는 공개매수신고서상의 조건에 따라 매수가 이루어진 것으로 볼 수 있고, 그 결과 응모주주의 신뢰가 훼손되는 결과도 일단 방지할 수 있을 것이기 때문이다. 물론 “...응모주식등의 전부를 매수하지 아니한다”라는 조건만을 언급하고 있는 자본시장법 제141조 제1항 단서의 문언상 그와 같이 공개매수자의 선택권을 유보하는 내용의 조건 기재가 효력을 가질 수 있는 것인지에 관하여도 추가적인 검토가 필요해 보이나, 적어도 당초의 조건에 반하여 전부매수가 가능하다는 유권해석이 존재하는 현 상황에서 그와 같은 조건의 기재가 자본시장법상 허용되지 않을 이유는 없다고 생각한다.

서는 응모한 주식등의 일부만 매수되는 것보다 전부 (혹은 가급적 많이) 매수되는 것이 유리하다는 점에서 응모수량 미달의 경우보다는 보다 유연한 해석이 가능할 것으로 본다.

III. 특수한 형태의 공개매수와 관련한 실무상 쟁점

1. 대항공개매수의 경우

(1) 대항공개매수의 성립범위— 공개매수의 철회 및 매수조건의 변경과 관련하여

1) 문제의 소재

원칙적으로 공개매수자는 공개매수공고일 이후 공개매수를 철회할 수 없으나(자본시장법 제139조 제1항 본문), 예외적으로 대항공개매수가 있는 경우, 공개매수자가 사망·해산·파산한 경우, 공개매수자가 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 당좌거래가 정지 또는 금지된 경우, 합병·분할 등 자본시장법 시행령 제150조 제2호 각목에 규정된 사유가 발생한 경우³⁸에는 공개매수를 철회할 수 있다(자본시장법 제139조 제1항 단서, 자본시장법 시행령 제150조). 또한 원칙적으로 공개매수자는 공개매수 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경을 할 수 없으나, 대항공개매수가 있는 경우에는 그와 같은 매수조건의 변경이 가능하다(자본시장법 제136조 제3항, 동 법 시행령 제147조 제3호). 이와 같은 대항공개매수를 사유로 한 공개매수의 철회 및 매수조건 변경과 관련하여, 예컨대 공개매수자 갑이 공개매수(A)를 실시한 데 대하여 을이 대항공개매수를 하고(B), 갑이 A를 철회하는 대신³⁹ 대항공개매수인 B가 있음을 이유로 공개매수가격의 인상 등 정정신고(A')를 한 상황에서, ① 을이 A'가 대항공개매수라는 이유로 B를 철회하거나 대금지급기간의

연장을 초래하는 매수조건의 변경을 할 수 있는가, 나아가 ② 갑이 여전히 B가 대항공개매수라는 이유로 A'를 철회하거나 재차 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경을 할 수 있는가 하는 점이 문제 될 수 있다.

2) 가능한 견해

자본시장법은 대항공개매수의 의미에 관하여 “공개매수기간 중 그 공개매수에 대항하는 공개매수를 말한다”라고 정의하고 있을 뿐(제139조 제1항), 구체적인 개념이나 성립범위에 관하여 명확한 규정을 두고 있지 않다. 따라서 위 사례의 경우 ①을 입장에서 볼 때 A'가 대항공개매수인지 여부 및 ②갑 입장에서 볼 때 A' 이후에도 여전히 B가 대항공개매수인지 여부에 관하여는 다음과 같은 해석상의 논란이 있을 수 있다.

우선 대항공개매수의 개념을 현재 진행 중인 공개매수에 대항하기 위한 ‘새로운’ 공개매수신고서가 제출된 경우만을 의미하는 것으로 해석하는 견해가 있을 수 있다. 즉 위 사례에서 A'는 A의 내용을 일부 변경한 것에 불과할 뿐 별개의 독립적 공개매수로 볼 수 없으며, 따라서 A가 존재하는 상태에서 B가 시작되면 A에 대한 관계에서 B가 대항공개매수가 되는 것으로 확정되고, A의 변형일 뿐인 A'는 B에 대한 대항공개매수로 보기 어렵다는 것이다(이하 ‘형식설’이라 한다). 이와 같은 형식설에 따르면, 일단 을은 A'를 이유로 B를 철회하거나 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경을 할 수 없다는 결론이 도출될 것이다. 그렇다면 갑이 대항공개매수인 B가 존재한다는 점을 이유로 A' 이후 공개매수를 철회하거나 재차 대금지급기간의 연장을 초래하는 매

38 다만, 이 경우에는 해당 사유 발생시 공개매수를 철회할 수 있다는 조건을 공개매수공고에 게재하고 공개매수신고서에 기재한 경우에 한하여 공개매수의 철회가 가능하다.

39 위에서 본 바와 같이 이 상태에서 갑이 A를 철회할 수 있다는 점에는 특별한 의문이 없다.

수조건의 변경을 하는 것은 어떠한가. 물론 형식설을 기계적으로 적용하면 이와 같은 조치가 가능하다고 볼 여지가 있겠지만, 대항공개매수인 B가 개시된 이후 A를 철회할 것인지 여부를 선택할 수 있었던 갑이 (철회권을 행사하는 대신) A'를 제출한 것이라면 갑은 A'의 제출로써 철회권을 포기한 것으로 볼 수 있고, 나아가 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경 기회 역시 A'를 통해 보장되었다는 점에서, 형식설에 따르면 A' 이후 갑은 자신의 공개매수를 철회하거나 재차 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경을 할 수는 없다고 보아야 할 것이다.

다음으로 대항공개매수의 개념을 현재 진행 중인 공개매수에 대항하는 실질을 가지는 공개매수를 모두 포함하는 것으로 이해하여, 다른 공개매수에 대항하는 실질을 가지는 이상 그 형식이 새로운 공개매수신고서 제출인지 기존 공개매수에 대한 정정신고서 제출인지를 묻지 않고 대항공개매수가 성립할 수 있다는 견해도 있을 수 있다(이하 '실질설'이라 한다). 실질설은 일단 대항공개매수가 발생한 이후에도 경쟁 공개매수자의 정정신고서 제출에 따라 대항공개매수 관계가 계속 변경된다고 보는 견해인데, 이에 따르면 위 사례의 경우 을이 B에 관한 공개매수신고서를 제출한 단계에서는 B가 A의 대항공개매수가 되고, 갑이 A'에 관한 정정신고서를 제출한 단계에서는 (기존의 대항공개매수 관계는 소멸하고) A'가 B의 대항공개매수가 되어 A' 이후에는 을이 B를 철회하거나 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경(B')을 할 수 있고(그러나 이 경우 갑은 자신의 공개매수를 철회하거나 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경을 할 수 없다), B'가 제출되면 갑이 자신의 공개매수를 철회하거나 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경(A'')을 할 수 있다(그러나 이 경우 을은 자신의 공개매수를 철회하거나 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경을 할 수 없다)는 결론이 될 것이다.

3) 검토

형식설에 따르면, 을은 A'에도 불구하고 대항공개매수를 이유로 자신의 공개매수를 철회할 수 없고, 나아가 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경도 할 수 없게 될 것이다. 그렇지만 그와 같은 결론은 공개매수에 관한 중대한 사정변경에도 불구하고 대항공개매수자로 하여금 공개매수를 계속 강제한다는 점에서 부당하고, 공개매수자 간 경쟁에 있어 대항공개 매수자를 기존의 공개매수자에 비하여 유독 불리하게 취급하는 것으로서 공평하지도 아니하며, 결과적으로 대항공개매수에 따른 공개매수자 간 매수조건 경쟁을 크게 제약함으로써 일반 주주들의 이익에도 반하는 문제점⁴⁰이 있다고 생각된다. 자본시장법이 원칙적으로 공개매수의 철회와 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경을 금지하면서도 대항공개매수가 발생한 경우에는 일정한 예외를 인정하고 있는 취지는, 공개매수를 둘러싼 사정변경이 발생한 경우 공개매수자로 하여금 적절한 대응수단을 취할 수 있도록 보장함과 동시에 공개매수자들 간 경쟁을 통해 일반 주주들의 이익을 극대화하기 위함에 있는 것으로 이해되므로, 결론적으로 대항공개매수의 개념을 실질적 '대항성'⁴¹을 가지고 판단하는 실질설의 입

40 이와 같은 문제를 해소하기 위하여, (철회와 매수조건의 변경을 구별하여) 위 사안에서 을이 B를 철회하는 것은 허용되지 않으나, A'에 대응하여 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건의 변경(B')을 하는 것은 가능하다고 해석하는 방안도 생각해 볼 수 있을 것이지만, 자본시장법상 공개매수의 철회와 정정신고서 제출에 있어 대항공개매수의 개념을 다르게 볼 근거는 딱히 없어 보인다.

41 물론 이와 같은 대항성의 개념이 반드시 명확한 것은 아니다. 일단 대항공개매수의 성립요소가 될 대항성을 인정하기 위해서는 새로운 공개매수 조건이 기존의 공개매수 조건에 비하여 응모주주 입장에서 실질적으로 유리한 것이어야 할 것이다. 예컨대 1주를 10,000원에 사겠다는 공개매수가 있는 상태에서, 1주를 9,000원에 사겠다는 별도의 공개매수가 시작되었다고 하여 뒤의 공개매수를 대항공개매수로 보기는 어려울 것이다. 다만, 위 사례에서 1주를 10,000원에 사겠다는 공개매수는 극히 적은 수량을 목표로 하는 것인 데 반해, 1주를 9,000원에 사겠다는

장이 자본시장법의 문언이나 취지에 보다 부합하는 것이라 본다. 금융위원회의 유권해석 역시 실질설의 입장인 것으로 생각되고,⁴² 과거 충남방직 주식에 대한 공개매수 사안에서도 최초 공개매수가 개시된 이후 대항공개매수가 발생하자 당초의 공개매수자가 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건을 변경을 하였고, 이에 대하여 다시 대항공개매수자가 대금지급기간의 연장을 초래하는 매수조건을 변경을 한 사례가 있는바,⁴³ 당시 금융감독원 역시 실질설에 따라 대항공개매수의 성립 여부를 판단하였던 것으로 이해된다.

(2) 대항공개매수에 따른 정정신고서 제출시 공개매수기간의 연장한계

자본시장법상 공개매수기간은 20일 이상 60일 이내의 기간으로 정하여야 한다(자본시장법 제134조 제3항, 동 법 시행령 제146조 제3항). 이와 같이 공개매수기간의 최단 및 최장기간을 규제하는 입법태도는 영국⁴⁴·일본⁴⁵·미국⁴⁶의 입법례를 기초로 한 것인데, 공개매수의 최단기간을 설정하는 이유에 관하여는 주주들에게 투자 판단의 의사결정에 필요한 기간을 제공하고 대상회사에게도 방어기간을 부여하기 위한 것으로, 공개매수의 최장기간을 설정하는 이유에 관하여는 공개매수기간이 장기화되어 주주들이 불안정한 위치에 놓이게 되는 것을 방지하고 공정한 가격형성의 저해요인을 신속히 제거하여 당해 주식등의 원활한 유통을 촉진하기 위해서라고 각 설명되고 있다.⁴⁷

한편 앞에서 본 바와 같이 공개매수기간 중에 당초 공개매수에 대항하는 경쟁적 공개매수, 즉 “대항 공개매수”가 발생할 수 있고, 이와 같이 대항공개매수가 있는 경우에는 자본시장법상 원칙적으로 금지되는 공개매수 대금지급기간의 연장을 초래하는 조건변경이 가능하므로(자본시장법 시행령 제147조 제3호), 공개매수자는 그에 따라 정정신고서를 제출할

수 있다.⁴⁸ 자본시장법은 그와 같은 정정신고서가 제출된 경우, (i) 정정신고서 제출일이 공개매수기간 종료일 전 10일 이내에 해당하는 경우에는 정정신고서를 제출한 날부터 10일이 경과한 날이,⁴⁹ (ii) 정

공개매수는 응모주식 전부를 매수하는 조건이라면 뒤의 공개매수 역시 대항공개매수로 인정될 여지도 있을 것이다. 결국 대항성이라 함은 매수가격이나 매수에정수량과 같은 제반 요소를 고려하여 구체적·실질적으로 판단하여야 할 것인바, 이와 같은 대항성 판단기준에 대해서는 향후 심도 깊은 논의가 필요해 보인다.

42 이 유권해석은 앞에서 예시한 사례에서 (i) 을이 A'가 대항공개매수라는 이유로 B를 철회할 수 있는지, (ii) 갑이 B가 대항공개매수라는 이유로 A'를 철회할 수 있는지에 관한 것이었는데, 금융위원회는 이에 대해 (i) 을은 A'가 대항공개매수라는 이유로 B를 철회할 수 있고, (ii) 갑은 B가 대항공개매수라는 이유로 A'를 철회할 수 없다고 회신하였다(금융위원회 유권해석(주 15) 참조).

43 구체적인 공개매수 경과를 표로 정리하면 다음과 같다.

제출일	신고서	신고인	공개매수 가격	수량	공개매수기간	결재일
06. 06. 19.	공개매수 신고서	보아스파트너스	3,000원	176만 8092주	06. 20.~ 07. 10.(21일)	07. 18.
06. 06. 26.	공개매수 신고서	CFAG-FS7업 구조조정조합	4,000원	234만 1929주	06. 28.~ 07. 27.(30일)	08. 01.
06. 07. 05.	정정 신고서	보아스파트너스	4,000원	176만 8092주	06. 20.~ 07. 21.(32일)	07. 28.
06. 07. 18.	정정 신고서	CFAG-FS7업 구조조정조합	5,000원	234만 1929주	06. 28.~ 07. 28.(31일)	08. 02.
06. 07. 19.	정정 신고서	CFAG-FS7업 구조조정조합	5,000원	321만 4412주	06. 28.~ 07. 29.(32일)	08. 02.

44 City Code rule 31.1, 31.6).

45 금융상품거래법 제27조의2.

46 Sec. 14(d)(5), Rule 14e-1.

47 한국증권법학회, 앞의 책(주 9), 596면; 김건식/정순섭, 앞의 책(주 32), 247면.

48 과거 1997. 1. 13. 구 증권거래법 개정 전에는 공개매수에 관한 정정신고의 근거규정 없이 단순히 유가증권신고서의 정정신고에 관한 규정을 공개매수신고서에 준용할 뿐이어서 해석상 일단 공개매수기간이 개시된 이후에는 대항공개매수가 발생하더라도 공개매수신고서의 정정이 불가능한 것으로 해석되었지만, 현재는 이와 같은 문제가 입법적으로 해소되었다.

49 이처럼 정정신고서가 제출된 경우 공개매수기간을 법률상 연장하는 이유는 주주들이 변경된 공개매수 내용을 고려하여 공개매수에 응할지 여부를 결정하는 데 필요한 기간을 부여하기 위한 것이다. 미국에서도 공개매수자가 공개매수기간 종료 전에 가격이나 주식을 변경하는 경우에는 10일의 기간이 연장된다고 한다(임재연, 앞의 책(주 9), 489면).

정정신고서 제출일이 공개매수기간 종료일 전 10일 이내에 해당하지 아니하는 경우에는 당초의 공개매수기간이 종료하는 날이 각 공개매수기간의 종료일이 된다고 규정하고 있는바(자본시장법 제136조 제4항), 이와 관련하여 정정신고서 제출에 따른 공개매수기간의 한계, 즉 정정신고서를 제출하는 경우 공개매수기간이 60일을 초과할 수 있는지 여부가 실무상 문제 될 수 있다.⁵⁰

이에 관하여는 우선, 정정신고가 있는 경우에도 공개매수기간이 60일을 초과할 수 없다고 한다면 결과적으로 공개매수기간이 개시된 날로부터 50일이 경과된 시점부터는 정정신고가 불가능하다는 것이 되는바, 이는 매수조건 등을 변경하고자 하는 경우 공개매수기간이 종료하는 날까지 정정신고서를 제출할 수 있도록 규정한 자본시장법 제136조 제3항에 반하는 해석이 된다는 점에서 정정신고서 제출로 인한 기간연장에 대해서는 60일의 최장기간 규제가 적용되지 않는다는 견해가 있을 수 있다. 그에 반하여 정정신고가 있는 경우 공개매수기간이 자본시장법상 최장기간인 60일을 초과할 수 있다고 보면, 공개매수자가 수차례에 걸친 정정신고를 통하여⁵¹ 공개매수기간을 무제한적으로 연장하는 것을 막을 수 없고, 그로 인해 공개매수의 최장기간을 제한하는 취지가 훼손될 수 있다는 점을 근거로 정정신고의 사유가 있어도 공개매수기간이 60일을 초과하는 것은 허용되지 않는다는 견해도 있을 수 있다. 살펴건대 정정신고서 제출에 따른 공개매수기간 연장은 자본시장법이 일반 주주의 숙려기간을 보장하기 위하여 특별히 규정한 것으로서 공개매수에 관한 일반적인 기간규정의 특칙으로 보는 것이 자연스럽고, 공개매수자로서도 애초부터 공개매수의 최장기간 범위 내에서는 (법률상 요건을 충족하는 한) 정정신고를 할 권리가 있었다는 점에서 결과적으로 정정신고서의 제출기한을 공개매수기간 개시일로부터 50일 이내로 제한하는 뒤의 견해는 부당하다고 생각한다. 반면 정정신고를 통해 공개매수

기간이 무제한 연장될 수 있다고 보는 것도 자본시장법이 공개매수 최장기간을 법정하고 있는 취지에 반하는 것이며, 나아가 공개매수자 입장에서든 원래 공개매수 최장기간인 60일 이후에는 정정신고의 제출이 더 이상 불가능하다는 점을 인식하고 공개매수를 실시한 것으로 볼 수 있다는 점에서 무제한적인 정정신고서 제출을 인정하는 것 역시 허용할 수 없다고 본다. 결론적으로 공개매수의 최장기간에 관한 규정과 정정신고에 관한 규정을 조화롭게 해석하기 위해서는, 공개매수의 최장기간인 60일 이내에 정정신고를 제출하는 것은 허용되지만, 그 이후에는 정정신고가 허용되지 않는다고 해석하는 것이 타당해 보이고, 따라서 정정신고에 의하여 연장이 가능한 공개매수의 최장기간은 법률상 70일(60일째 되는 날 정정신고를 제출한 경우)이 된다고 보는 것이 합리적이라고 생각한다. 금융위원회의 유권해석 역시 동일한 취지이다.⁵²

2. 교환공개매수(특히 공개매수자의 신주를 교환대가로 하는 공개매수)에 관한 쟁점

(1) 문제의 소재

교환공개매수란, 공개매수자가 대상회사의 주식을 공개매수하면서 그 대가로 현금이 아닌 다른 유가증권을 교부하는 것을 의미한다.⁵³ 자본시장법 제133조 제1항은 공개매수를 정의하면서 “다른 증권과의 교환을 포함한다”라고 하여 주식 대 주식형

50 이하의 논의는 대항공개매수가 존재하는 상황을 전제한 것이기는 하나, 그외 다른 사유에 의하여 적법한 정정신고서가 제출되는 경우에도 동일하게 보아야 할 것이다.

51 앞에서 본 바와 같이, 대항공개매수의 성립범위에 관하여 실질설의 입장을 취하면 공개매수자와 대항공개매수자 간 경쟁으로 인하여 정정신고서의 제출이 반복적으로 발생할 가능성이 있다.

52 금융위원회 유권해석(주 15) 참조.

53 김건식·노혁준(편저)/노혁준(집필), “교환공개매수를 통한 자회사의 설립,” BFL총서 1 지주회사와 법, 소환, 2005, 244면.

(stock-for-stock) 공개매수가 허용됨을 분명히 하고 있으나, 공개매수자가 공개매수의 대가로 자신의 신주를 교부하는 방식의 공개매수가 허용될 것인가 하는 문제는 종래부터 논란이 되어 왔으며,⁵⁴ 실제 2001. 7. 7. 구 증권거래법 시행령이 개정되기 전까지는 교환공개매수시 공개매수자가 공개매수신고서를 제출할 때에 첨부하여야 할 서류의 하나로써 “공개매수자가 교환의 대가로 인도할 유가증권의 보유를 증명하는 서류”가 요구되었던 관계로(제11조의 4 제3항 제5호),⁵⁵ 이론상의 허용 여부를 떠나 현실적으로 신주를 교환대가로 하는 공개매수는 가능하지 않은 것으로 이해되었다.⁵⁶ 다만, 위와 같은 절차적인 문제는 2001. 7. 7. 구 증권거래법 시행령 개정과정에서 제11조의4 제3항 제5호 단서에 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의2 제1항 제2호⁵⁷의 기준에 해당하지 아니할 목적으로 현물출자를 받기 위하여 공개매수를 하고자 하는 경우에는 (유가증권의 보유를 증명하는 서류 대신) 신주의 발행을 증명하는 서류⁵⁸를 제출하면 된다”라는 취지의 규정이 추가됨에 따라 제한적인 범위 내에서 해소가 되었으며,⁵⁹ 그에 따라 LGCI(현 LG)가 2001. 11. 20. LG화학·LG생활건강·LG홈쇼핑의 주식에 대한 공개매수의 대가로서 현금 대신 신주를 발행·교부하는 방식의 교환공개매수를 최초로 실시한 이래, 현재까지 다수의 회사가 신주교환 공개매수를 실시한 바 있다.

신주를 교환대가로 하는 교환공개매수는 성질상 복합적인 법적 요소 몇 가지를 포함하고 있고, 그에 따라 여러 법적 요소를 규율하는 관련 규정들이 중첩적으로 적용된다. 먼저 신주를 교환대가로 하는 공개매수도 공개매수의 일종임은 분명하고, 따라서 자본시장법상 공개매수 관련 규정들이 적용되어야 함은 물론이다. 또한 신주를 교환대가로 하여 공개매수를 하는 경우 필연적으로 공개매수자의 신주발행절차가 수반되므로 신주발행과 관련된 규정(특히 모집에 관련된 규정)⁶⁰도 적용되어야 할 것이다. 나아

- 54 다만, 종래 학설들은 일반적으로 공개매수자가 발행하는 신주를 교환대가로 교부하는 형태의 공개매수도 허용된다는 입장이었던 것으로 보인다(노혁준/은성옥, “주식의 교환매수에 관한 연구,” BFL 제2호(2003. 11), 서울대학교 금융법센터, 33면).
- 55 현행 자본시장법 시행령 제146조 제4항 제5호는 “공개매수자가 교환의 대가로 인도할 증권의 확보를 증명하는 서류”로 규정하고 있으나, 실질적인 내용이 달라지지는 않은 것으로 이해된다.
- 56 신주를 교환대가로 하는 공개매수의 경우, 공개매수신고서 제출 당시로는 (아직 발행되지 않은) 신주를 보유하고 있지 아니하여 “교환의 대가로 인도할 유가증권의 보유를 증명하는 서류”를 제출할 방법이 없기 때문이다.
- 57 지주회사의 자회사 주식보유 요건에 관한 규정으로서 현행 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 ‘공정거래법’) 제8조의2 제2항 제2호에 해당하는바, 이는 지주회사에 대하여 적용되는 행위제한 규정 중 하나로서 지주회사로 하여금 별도의 예외사유에 해당하지 않는 한 자회사의 주식을 자회사 발행주식총수의 40%(자회사가 상장법인인 경우에는 20%) 미만으로 소유하는 행위를 금지하는 것을 주요 내용으로 한다.
- 58 신주발행을 결의한 이사회 의사록 등이 이에 해당할 것이다.
- 59 이와 같은 상태는 현행 자본시장법하에서도 동일하게 유지되고 있다(자본시장법 제134조 제5항, 동 법 시행령 제146조 제4항 제5호 참조). 다만, 이와 같은 증권거래법 시행령 개정에 따라 “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적”의 신주교환 공개매수가 실무상 가능해졌다는 점은 분명해졌으나, 그외의 경우 신주교환 공개매수가 자본시장법상 허용되지 않는 것인가 하는 문제는 여전히 해석으로 남아 있다고 할 것이다. 자본시장법 제133조 제4항 소정의 “다른 증권과의 교환”에 신주발행이 포함되는 것인가 하는 문제는 공개매수의 목적과 무관하게 양자택일적으로 해석될 문제인바(김건식/정순섭, 앞의 책(주 32), 233-234면), 하위의 절차규정에 불복한 자본시장법 시행령상의 첨부서류 규정만 가지고 “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적”이 아닌 다른 경우에는 신주교환 공개매수가 허용되지 않는다는 결론을 도출할 수는 없을 것이기 때문이다. 그렇지만 적어도 실무상으로는 “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적”이 있는 경우에 한하여 신주교환 공개매수가 가능하다고 볼 수밖에 없을 것이다.
- 60 이론상으로는 신주를 교환대가로 하는 공개매수의 법적 성격이 일반공모증자인지 제3자 배정방식의 유상증자인지에 관하여 논란이 있을 수 있고, 이와 같은 논의는 신주발행기액의 기준주가 기산일 및 할인율(증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-18조 참조), 증권신고서의 효력발생일(자본시장법 제20조 제4항, 동 법 시행규칙 제12조 제1항 제2호) 등을 결정함에 있어 실익이 있다. 다만, 주식회사 LGC가 실시한 교환공개매수 당시 금융감독위원회(현 금융위원회)는 신주를 교환대가로 하는

가 이 경우에는 신주발행에 있어 신주의 대가가 금전이 아니라 공개매수 대상회사의 주식이라는 점에서 현물출자로서의 상법상 규제도 중첩적으로 적용된다. 다만, 이하에서는 본 논문의 목적상 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수에 관한 전반적인 논의는 생략하고, 공개매수로서의 규제 측면에서 특히 문제 될 수 있는 쟁점을 중심으로 논의하도록 한다.⁶¹

(2) 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수의 가능 범위

기존의 지주회사가 자회사의 주식을 20% 미만 보유하고 있는 경우, 이는 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호에 직접적으로 위반되는 것이고, 따라서 이와 같은 위반상태를 해소하기 위해서 자회사의 주식을 20%까지 취득하고자 하는 신주교환 공개매수를 실시하는 것이 가능하다는 점에는 특별한 의문이 없다. 나아가 위와 같은 경우, 취득 수량이 20%를 넘는다 하여 교환공개매수가 허용되지 않는다고 보는 것은 합리적이지 않으므로(자본시장법상 공개매수자는 원칙적으로 응모주식등의 전부를 매수하여야 함을 감안하면 더욱 그러하다), 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 위반상태를 해소하기 위한 목적으로 신주교환 공개매수를 실시하는 경우에는 대상회사 주식을 20% 초과하여 취득하는 것도 가능하다고 할 것이다. 위와 같이 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수가 가능성이 비교적 명확한 경우에는 특별한 문제가 없으나, 이하에서 살펴보는 경우에는 신주교환 공개매수가 가능한지 여부가 반드시 분명한 것이 아니고, 따라서 이에 관한 별도의 검토가 필요해 보인다.

1) 지주회사가 아닌 회사가 지주회사 전환 목적으로 신주교환 공개매수를 실시하는 것이 가능한지 여부

앞에서 본 바와 같이, 신주교환 공개매수는 공정

거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적이 있는 경우에 한하여 현실적으로 가능한데, 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호는 지주회사에 대하여 적용되는 행위제한(자회사에 대한 주식보유기준) 규정이라는 점에서, 교환공개매수 당시 공정거래법상 지주회사가 아닌 회사가 교환공개매수를 통하여 지주회사로 전환하려는 경우에도 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수를 할 수 있는가 하는 점이 문제 될 수 있다.

이에 대해서는 우선 자본시장법 시행령 및 공정거래법의 문언을 근거로, 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수는 해당 공개매수 당시 이미 공정거래법상 지주회사로 전환된 회사만 할 수 있다는 견해도 있을 수 있다. 그렇지만 사건으로서는, (i) 자본시장법 시행령 제146조 제4항 제5호는 신주교환 공개매수의 주체를 “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적”을 가지고 있는 자로 정하고 있을 뿐 명시적으로 공정거래법상 지주회사임을 요하지 않고 있다는 점, (ii) 교환공개매수 당시에는 아직 공정거래법상 지주회사가 아니어서 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 직접적 적용을 받

공개매수의 법적 성격을 일반공모증자로 보았으며(금융감독위원회 보도자료, (주)LGCI의 현물출자·신주발행방식에 의한 공개매수신고서 접수(2002. 8. 16) 참조), 그 후 실무는 신주를 교환대가로 하는 공개매수가 일반공모증자에 해당함을 전제로 운용되고 있다(농심·태평양·대상윙스·SK·CJ의 교환공개매수 사례 참조). 일반공모증자의 정의(자본시장법 시행령 제176조의8)에 비추어 볼 때, 일반공모증자에 있어서 배정 상대방이 특정인인가 불특정인인가 하는 점의 판단은 '신주의 취득을 청약하는 시점'이 아니라 '신주의 취득의 청약을 권유하는 시점'을 기준으로 하여야 할 것인바, 교환공개매수의 경우에는 청약의 권유 시점이라 할 공개매수공고 이후 공개매수기간 종료시까지 누구라도 공개매수대상 주식등을 취득하여 응모할 수 있는 것이므로, 해당 청약의 권유는 불특정한 다수인을 대상으로 하는 것이라고 봄이 타당하고, 따라서 위와 같은 실무의 운용은 합리적인 것으로 생각된다.

61 교환공개매수를 둘러싼 전반적인 법률관계에 관한 상세한 논의는 김건식·노혁준(편제)/노혁준(집필), 앞의 논문(주 53); 노혁준/은성욱, 앞의 논문(주 54) 참조.

지 않는다 하더라도, 지주회사로 전환한 이후 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 소정의 기준을 위반할 것이 예상되는 상황에서 지주회사 전환 전에 미리 (향후 발생할) 범위반 상태를 해소하기 위해 교환공개매수를 실시하는 것이라면 “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적”이 인정될 수도 있다는 점, (iii) 자본시장법의 취지가 이미 지주회사가 된 자에 한하여 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수를 허용하고 있는 것이라면 공개매수신고서의 첨부서류로서 공개매수자가 공정거래법상 지주회사임을 증명할 수 있는 서류를 요구하였을 것임에도 불구하고 자본시장법 및 관련 규정에서는 특별히 이와 같은 서류를 요구하지 않는다는 점(자본시장법 시행령 제146조 및 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제3-3조 참조), (iv) 앞에서 본 바와 같이 자본시장법상 신주교환 공개매수가 허용된다는 것이 일반적 견해임에도 불구하고, 하위법인 자본시장법 시행령의 첨부서류 규정으로 인해 사실상 그 활용이 극히 제한되고 있는바, 이와 같은 법체계상의 불합리를 완화하기 위해서는 “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적”을 가급적 넓게 해석할 필요가 있다는 점 등에 비추어 볼 때, 공정거래법상 지주회사뿐만 아니라 교환공개매수를 통하여 지주회사로 전환하려는 회사도 신주교환 공개매수의 주체가 될 수 있다고 보는 것이 합리적이라고 본다. 구 증권거래법 시절의 재정경제부(현 기획재정부) 유권해석 역시 동일한 취지이며,⁶² 실무적으로도 지주회사 요건을 갖추지 못한 회사가 지주회사 전환 목적으로 신주교환 공개매수를 한 사례가 있다.⁶³

2) 지주회사가 자회사인 공개매수 대상회사 주식을 20% 이상 보유하고 있는 상황에서 주식의 추가취득을 위한 목적으로 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수를 실시할 수 있는지 여부

이 경우에는 공개매수자가 교환공개매수 당시 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 소정의 기준을 충족하고 있는 상황이라는 점에서, “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적”을 인정할 수 있는가, 다시 말해 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수를 실시하는 것이 가능한가 하는 점이 문제 될 수 있다.

이에 대한 명시적인 유권해석은 존재하지 않는 것으로 보이나, 사견으로는 이와 같은 경우에도 (i) 지주회사로 전환하려는 회사나 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 소정의 기준을 충족하고 있는 지주회사 모두 교환공개매수 당시를 기준으로 하면 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 위반이 문제 되지 않는다는 점에서는 동일한데 유독 전자에 대해서만 신주교환 공개매수가 허용되는 것으로 달리 취급할 이유가 없고, (ii) 교환공개매수 당시에는 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호가 문제 되지 않더라도 향후 지분희석화가 발생하여 자회사 주식보유 기준을 위반하게 될 가능성을 미연에 방지하기 위하여⁶⁴ 신주교환 공개매수를 실시하는 경우에도 넓게 보면 “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적”을 인정할 수 있을 것이며, (iii) 앞에서 본 바와 같이 예컨대 지주회사가 자회사 주식을 10%만 가진 상태에서 40%까지 취득하

62 재정경제부 증권제도와 2007. 11. 23.자, 인터넷 민원회신 참조.

63 태평양 및 디피아이홀딩스의 교환공개매수 사례 참조.

64 상장회사의 경우 자금조달 등을 위하여 제3자 배정방식의 증자나 전환사채·신주인수권부사채 등을 발행하는 경우가 흔하므로, 지주회사로서는 공정거래법상 자회사에 대한 주식소유기준을 준수하기 위하여 공정거래법상의 기준보다 넉넉한 수의 자회사 주식을 보유하고 있을 필요성이 크다.

는 것이 허용된다는 점에는 특별한 의문이 없는데, 이는 곧 10%→20% 외에 20%→40%가 허용된다는 의미이고, 따라서 그와 같은 결론과의 균형을 고려하면 애초부터 자회사 주식을 20% 넘게 보유하고 있는 경우에도 자회사 주식의 추가취득을 위한 신주 교환 공개매수가 허용된다고 봄이 타당하고, (iv) 조세특례제한법 제38조의2 제2항 역시 법문상으로는 “전환지주회사의 주식소유비율이 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 각 목 외의 부분 본문에서 정한 비율 미만인 법인”의 주식을 현물출자 하는 경우 과세연을 받을 수 있도록 규정하고 있음에도, 과세관청의 예규는⁶⁵ 이미 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 소정의 주식보유비율을 충족하고 있는 지주회사가 교환공개매수를 실시하는 경우에도 과세연을 받을 수 있다고 하였음을 종합하면, 지주회사인 공개매수자가 교환공개매수 당시 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 소정의 기준을 충족하고 있는 때에도 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수가 허용될 수 있을 것으로 본다. 실무적으로도 지주회사가 이미 자회사에 대하여 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 소정의 주식보유기준을 충족하고 있는 상황에서 자회사에 대한 지분비율을 높이기 위한 목적의 교환공개매수가 이루어진 사례가 종종 있었다.⁶⁶

3) 지주회사가 자회사가 아닌 계열회사의 주식을 보유하는 것을 금지하는 공정거래법 제8조의2 제2항 제3호의 위반상태를 해소하기 위한 목적으로 교환공개매수를 실시하는 경우, 신주를 교환대가로 교부하는 것이 가능한지 여부

공정거래법상 지주회사의 자회사는 지주회사의 계열회사로서 해당 회사에 대하여 지주회사가 소유하는 주식이 해당 회사를 사실상 지배하고 있는 자 또는 동일인 관련자 각각의 자 중 최대출자자가 소유하는 주식의 수 이상인 경우 해당 회사를 의미한다

(공정거래법 제2조 제1호의3, 동 법 시행령 제2조 제3항). 따라서 지주회사의 계열회사임에도 불구하고 자회사에는 해당하지 않는 회사도 얼마든지 있을 수 있다. 한편 공정거래법은 지주회사가 자회사 외 국내계열회사의 주식을 소유하는 행위를 금지하면서도 지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 보유하고 있던 국내계열회사의 주식에 관하여는 2년의 유예기간을 부여하고 있는바(공정거래법 제8조의2 제2항 제3호), 지주회사가 위와 같은 행위제한 위반상태를 해소하기 위하여(혹은 위반상태의 초래를 미연에 방지하기 위하여) 아직 자회사로서의 요건을 갖추지 못하고 있는 계열회사의 주식을 공개매수하는 경우에 신주를 교환대가로 지급하는 것이 가능한가 하는 문제가 제기될 수 있다.

이와 같은 경우에도 형식적으로 보면, 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호와는 무관한 사유로 인한 교환공개매수라는 점에서 신주를 교환대가로 지급하는 것이 허용되지 않는다는 견해가 있을 수 있다. 그렇지만 어떤 지주회사가 자회사 이외 계열회사의 주식을 소유하여 공정거래법 제8조의2 제2항 제3호를 위반하는 경우 해당 지주회사가 위반상태를 해소하기 위한 방안으로는, 계열회사의 주식을 처분하는 것과 계열회사의 주식을 추가로 취득하여 자회사의 요건을 충족시키는 두 방법이 있을 수 있는

65 법인-283, 2009. 1. 22.

66 대상홀딩스의 대상팜스코에 대한 교환공개매수 사례(공정거래법상 지주회사였던 대상홀딩스는 교환공개매수 시행 당시 자회사로서 상장회사였던 대상팜스코의 주식 1556만 7666주(지분율 49.17%)를 소유하고 있어 이미 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호에 따른 주식소유기준을 충족하고 있었음에도, 대상팜스코에 대한 지배력을 강화하기 위하여 2005. 10. 21. 교환공개매수를 실시 및 평화홀딩스의 평화산업에 대한 교환공개매수 사례(공정거래법상 지주회사였던 평화홀딩스는 교환공개매수 시행 당시 자회사로서 상장회사였던 평화산업의 주식 841만 7772주(42.09%)를 소유하고 있어 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호에 따른 주식소유기준을 충족하고 있었음에도, 자회사의 안정적인 지분확보를 통한 효율적 지주사업 수행을 목적으로 교환공개매수를 실시)가 대표적이다.

바, 이 중 후자의 방법을 취하는 경우에는 실제 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 역시 직접적으로 적용된다고 하지 않을 수 없다.⁶⁷ 특히 지주회사가 교환공개매수를 실시한다는 것은 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호와 제3호 위반상태를 해소하기 위한 수단으로써 해당 계열회사를 자회사로 편입시키는 방안을 선택하였다는 함의를 가지는 것이고, 적어도 이 단계에서는 교환공개매수가 (장차 발생할 수도 있는) 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 위반상태를 미연에 방지한다는 의미도 함께 가진다는 점에서 “공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적” 역시 충분히 인정할 수 있다고 본다. 결론적으로 이 경우에도 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수는 가능한 것으로 보아야 할 것으로 생각한다.⁶⁸

(3) 공개매수의 대가로 신주와 자기주식을 함께 교부하는 것이 가능한지 여부

1) 자기주식이 공개매수의 대가가 될 수 있는지 여부

공개매수의 대가로 자기주식을 교부하는 것이 법률상 허용되는지의 문제는 (i) 공개매수의 대가에 관한 규제의 측면과 (ii) 자기주식의 처분방법에 관한 규제의 측면을 동시에 검토할 필요가 있을 것으로 생각된다.

우선 자본시장법은 공개매수의 대가로 금전이 아닌 다른 증권이 교부되는 형태의 교환공개매수를 명시적으로 허용하고 있으며, 특별히 교환공개매수에 있어 공개매수의 대가가 될 수 있는 증권에 관한 제한을 두고 있지도 않다. 나아가 조세특례제한법 제38조의2 제3항은 교환공개매수의 대가로 자기주식을 교부하는 것을 명시적으로 인정하고 있을 뿐 아니라 학설상으로도 교환공개매수의 대가로 자기주식을 교부하는 것은 당연히 허용되는 것으로 설명되고 있으므로,⁶⁹ 자기주식 자체가 공개매수의 대

가가 될 수 있다는 점 자체는 특별한 의문이 없다. 다음으로 자기주식의 처분방법에 관한 규제는 원칙적으로 당해 자기주식의 취득원인별로 달리 검토할 필요가 있을 것인데, 상법에 따라 취득한 자기주식의 경우에는 정관 또는 이사회 결정에 따라 처분하여야 한다는 제한(상법 제342조) 및 사업보고서 제출대상 법인인 때 자기주식 처분결의에 관한 주요사항보고서를 제출해야 한다는 제한(자본시장법 제161조 제1항 제8호) 외 구체적인 처분방법을 제한하는 규정이 없고, 자본시장법에 따라 취득한 자기주식의 처분에 관하여도 이사회 결의(자본시장법 제176조의2 제1항 본문) 주요사항보고서 제출의무(자본시장법 제161조 제1항 제8호) 및 공시의무(유가증권시장 공시규정 제7조 제1항 제2호 가목 (3), 코스닥시장 공시규정 제6조 제2항 가목 (3)), 자기주식처분 결과보고서 제출의무(증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-9조, 제5-8조) 외 구체적인 처분방법에 대해서는 별도의 제한이

67 즉 어느 지주회사가 자회사 이외의 계열회사 주식을 소유하고 있는 상황에서 해당 계열회사의 주식을 추가로 취득하여 자회사로 편입코자 하는 경우, 반드시 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호에 위반하지 않도록 일정한 비율 이상의 주식을 취득하여야만 하는 것이다.

68 나아가 기존의 지주회사가 주식을 전혀 가지고 있지 않아 현재로서는 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호나 제3호를 위반하고 있지 아니한 상황에서, 해당 주식을 20% 이상 취득하여 자회사로 편입하고자 신주교환 공개매수를 하는 경우는 어떠한가. 이때에도 현재는 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호 위반 상태가 아니지만, 만약 일부의 주식만 취득하는 경우에는 위반 상태를 초래할 수 있다는 점에서 향후의 위반상태 방지 목적을 인정할 수 있으므로 그와 같은 신주교환 공개매수가 허용된다는 입론도 일단 가능할 수 있을 것이다. 그렇지만 이와 같은 결론은 일단 지주회사이기만 하면 그리고 대상회사 주식을 20% 이상만 취득하고자 한다면 모두 신주교환 공개매수를 할 수 있다는 것인데, 자본시장법 시행령의 취지를 그와 같이 “지주회사에 대하여는 사실상 신주교환 공개매수를 일반적으로 허용하는 것”으로 확대해석할 수 있을지는 다소 의문이라고 본다.

69 김건식·노혁준(편저)/강희철·김경연(집필), “지주회사의 설립 방안에 관한 법적 고찰,” BFL총서 1 지주회사와 법, 소하, 2005, 138면; 김건식·노혁준(편저)/노혁준(집필), 앞의 논문(주 53), 259면.

없다.⁷⁰ 따라서 자기주식의 처분방법에 관한 규제의 측면에서도 교환공개매수의 대가로 자기주식을 교부하는 것에는 특별한 문제가 없는 것으로 생각된다.

2) 공개매수의 대가로 신주와 자기주식을 함께 교부하는 것이 가능한지 여부

공개매수의 대가로 현재 보유 중인 자기주식을 교부하는 것이 가능하더라도 하나의 공개매수절차에서 자기주식과 신주를 혼합하여 공개매수 대가로 지급하는 것⁷¹이 법률상 허용되는지 여부에 대해서는 별도의 검토가 필요하다.

① 공개매수대가의 균일성 측면에서의 검토

자본시장법 제141조 제2항은 “공개매수자가 공개매수를 하는 경우 그 매수가격은 균일하여야 한다”라고 규정하고 있다. 자기주식과 신주는 경제적인 관점에서 동일한 주식으로서 그 가치 역시 일단 동일한 것으로 보아야 할 것이므로,⁷² 공개매수의 대가로 자기주식과 신주를 혼합하여 지급하는 경우에는 공개매수대상 주식등과 자기주식의 교환비율 및 주식등과 신주의 교환비율이 동일하여야만 자본시장법이 요구하는 공개매수가격 균일성의 요건이 충족된다고 볼 수 있을 것이다. 문제는 하나의 공개매수절차에서 자기주식과 신주의 가치를 동일하게 설정하는 것이 현실적으로 쉽지 않다는 것이다.

자본시장법상 공개매수공고와 공개매수신고서에는 공개매수가격을 특정하여 명시하는 것이 원칙이다(자본시장법 제134조 제1항 제5호 및 제2항 제5호). 따라서 공개매수의 대가 중 자기주식 부분에 대해서는 공개매수공고와 공개매수신고서에 그 가치를 평가하고 공개매수대상 주식등과의 교환비율을 특정하여 기재하는 것이 원칙이라 할 것이다. 그러나 공개매수대가 중 신주 부분은 사정이 다르다. 앞에서 본 바와 같이 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수의 경우에는 일반공모증자로서의 성격을 갖는

것이므로, 신주의 발행가액은 증권발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-18조에 따라 청약일 전 5거래일을 기준으로 하여 그로부터 소급한 1개월의 평균종가, 1주일 평균종가 및 기준일 종가 중 높은 가격을 기준 주가로 하여 결정되며, 그 결과 신주의 가치를 공개매수공고 및 공개매수신고서 제출 시점에 확정하는 것은 (증권신고서의 효력발생기간 등을 고려할 때) 현실적으로 불가능하기 때문이다.⁷³ 이와 같이 공개매수대가 중 신주 부분의 발행가액(교환비율)이 공개매수공고 및 공개매수신고 이후에 결정되는 관계로, 자기주식의 경우에도 (신주와 마찬가지로) 공개매수공고 및 공개매수신고 시점에는 교환비율을 특정하지 않은 채 추후 신주의 발행가액(교환비율)이 확정되는 경우 그와 동일한 교환비율을 적용한다고 공개매수공고 및 공개매수신고서에 기재하는 것이 허용되지 않는다면, 결과적으로 자기주식과 신주의

70 자본시장법에 따라 회사가 취득한 자기주식을 장외에서 처분하는 것이 허용되는지 여부에 관하여는 종래부터 논란이 있었으나, 실무상으로는 자기주식을 장외에서 처분하는 것도 가능한 것으로 이해되고 있다(금융감독원, 기업공시실무안내, 2011. 7. 355면).

71 예컨대 공개매수자가 자기주식을 대가로 교환공개매수를 실시하고자 하나, 보유하고 있는 자기주식이 충분하지 않은 경우 이와 같은 방식의 교환공개매수를 검토할 실익이 있을 것이다. 물론 앞에서 본 바와 같이 실무상으로는 공정거래법 제8조의2 제2항 제2호의 기준에 해당하지 아니할 목적으로 실시되는 교환공개매수에 한하여 신주를 교환대가로 지급하는 것이 가능하므로, 이하의 논의는 결국 이와 같이 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수가 가능한 예외적 경우를 전제하는 것이다.

72 자기주식은 이미 존재하는 주식이고 신주는 아직 발행되지 않은 주식이므로 법률적 관점에서는 이를 완전히 동일한 것으로 평가할 수 없는 것이 아닌가라는 의문이 제기될 수 있다. 그러나 공개매수가격의 균일성 충족이라는 측면에서 볼 때, 자기주식과 신주의 동일성 여부는 법률적 관점이 아니라 경제적 관점에서 파악하는 것이 보다 타당할 것으로 생각되며, 경제적 관점 특히 응모주주의 입장에서 자기주식과 신주는 동일한 가치를 가지는 것으로 평가하는 것이 합리적으로 생각된다.

73 이와 같은 사정으로 인해 실무상 공개매수대가가 신주인 경우에는 공개매수공고와 공개매수신고서에 교환비율을 명시하지 않고 추후 신주의 발행가액이 확정된 후 이를 보정하는 방식을 사용하고 있다.

교환비율을 동일하게 설정하는 것이 사실상 불가능하다는 문제점이 발생한다. 사건으로는 (i) 공개매수의 대가 전부에 관해 신주를 발행하는 대신 보유 중인 자기주식을 그 대가의 일부로 교부하는 것을 굳이 규제할 필요성이나 실익이 거의 없다는 점, (ii) 자본시장법이 원칙적으로 공개매수가격을 공개매수 공고 및 공개매수신고서에 명시하도록 요구하고 있는 것은 응모주주들에게 사전에 충분한 정보를 제공하기 위한 것으로 볼 수 있을 것인데, 자기주식에 대해 신주와 동일한 예외를 인정하여 청약일 전 5거래일을 기준으로 하여 가격을 산정할 수 있도록 허용하더라도 그로 인해 응모주주들에게 충분한 정보가 제공되지 못한다거나 그 밖에 응모주주들에게 어떠한 피해가 초래된다고 보기는 어려운 점,⁷⁴ (iii) 자본시장법은 원칙적으로 공개매수가격을 공개매수 공고 및 신고서에 명시하도록 요구하고 있을 뿐, 신주에의 경우 예외적으로 이를 공고문 및 신고서에 명시하지 않고 추후 보정할 수 있다고 규정하고 있지는 않은바, 어차피 신주에 대하여 인정되는 예외 역시 현실적인 필요성으로 인해 해석상·실무상 인정되고 있는 것임을 고려하면 그와 같은 예외를 자기주식에 대하여까지 확대하여 인정하지 못할 이유는 딱히 없다는 점 등을 감안할 때, 자기주식과 신주를 혼합하여 공개매수대가로 지급하는 경우에는 자기주식에 대해서도 신주와 동일한 방식으로 매출가액(교환비율)을 산정하는 것을 허용함이 타당해 보인다. 실제 2007. 9. 이루어진 네오위즈게임즈 주식에 대한 공개매수의 경우, 공개매수자인 네오위즈는 응모주식 1주당 자기주식 1.01550649주 및 신주 8.14848065주를 교부하는 방식으로 교환공개매수를 실시하였는데, 그 과정에서 자기주식의 매출가액을 신주의 발행가액 결정과 동시에 확정되는 것으로 처리한 바 있다.

② 증권신고서 정정 측면에서의 검토

자본시장법은 증권신고서의 기재사항을 정정하고자 하는 경우에는 원칙적으로 정정신고서를 제출

하도록 하고 있고(제122조 제1항), 정정신고서가 제출된 경우에는 정정신고서가 수리된 날에 당해 유가증권신고서가 수리된 것으로 보고 있다(제122조 제5항). 또한 증권신고서의 수리일이 변경되는 경우에는 원칙적으로 변경된 수리일을 기준으로 유가증권신고서의 효력발생일을 계산하여야 하므로, 결국 정정신고서가 제출된 경우에는 그에 따라 증권신고서의 효력발생일도 변경된다(자본시장법 시행규칙 제12조 제1항). 다만, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정은 예외적으로 공개매수의 대가로 교부하기 위하여 신주를 발행함에 있어서 발행예정 주식수가 변경되는 경우에는 정정신고서의 제출에도 불구하고 당초 증권신고서의 효력발생일에 영향이 없는 것으로 규정하고 있어(제23조 제2항 제3호), 신주를 교환대가로 하는 교환공개매수의 경우에는 신주 발행가액의 확정에 따라 발행예정 주식수가 변경되어 정정신고서를 제출하더라도 증권신고서의 효력발생일에 영향을 미치지 않는다.

문제는 이와 같은 예외규정은 그 문언상 어디까지나 신주에 관한 것이고 자기주식의 경우에는 별도의 예외규정이 없다는 점에 있다. 다시 말해 공개매수의 대가로 신주와 자기주식을 함께 교부하는 경우에는 앞에서 설명한 바와 같이 자기주식의 매출가액 역시 (신주의 모집가액과 동일하게) 증권신고서 제출 이후 확정되도록 규정하여야 할 것이며, 그와 같은 매출가액의 확정에 따라 매출예정 주식수가 변경되면 정정신고서 제출이 필요함에도 불구하고 정정신고서의 제출이 증권신고서의 효력발생일에 영향을 미치는지 여부가 규정상 다소 불분명한 것이다. 만약 자기주식의 경우(별도의 근거규정이 없다는 이유로) 매출예정 주식수를 변경하는 정정신고서 제출로 인해 증권신고서의 효력발생일이 변경된

74 응모주주들 입장에서 보면, 어차피 공개매수에 응할 경우 받게 될 대가에 관한 정보는 신주의 발행가액이 확정된 이후에나 확실히 알게 되는 것이고, 이 점은 자기주식에 대한 교환비율을 미리 확정한다고 하여 달라지지 않는다.

다고 보면, 그에 따라 청약일의 변경이 초래되고 또 그로 인해 다시 신주의 모집가액이 변경되어야 하는 순환에 빠진다는 문제점이 있다. 따라서 자기주식과 신주를 동시에 공개매수대가로 지급하기 위해서는 자기주식의 경우에도 신주와 마찬가지로 매출 예정 주식수가 변경되어도 증권신고서의 효력발생 일에는 영향이 없다는 취지의 예외규정 내지는 유권해석이 필요할 것으로 생각되며, 그와 같은 예외규정 내지는 유권해석이 없는 현 상황에서는 부득이 교환공개매수를 통해 매출될 자기주식의 수량 자체는 사전에 확정하고 신주의 발행수량만(확정된 발행가액을 고려하여) 보정하는 것으로 처리할 수밖에 없을 것으로 생각된다.⁷⁵

3. 자기주식 공개매수에 관한 쟁점

자본시장법상 주권상장법인은 배당가능이익의 범위 내에서 자기주식을 취득할 수 있고 자본시장법 제165조의2 제2항은 그와 같은 자기주식 취득의 한 방법으로서 공개매수를 규정하고 있으므로, 자본시장법상 자기주식에 대한 공개매수가 가능하다는 점에는 특별한 의문이 없다.⁷⁶ 자기주식 공개매수 역시 통상적 공개매수와 특별히 다르게 취급할 이유는 없으므로 공개매수에 관한 제반 규제가 동일하게 적용되며,⁷⁷ 증권시장에서 자기주식을 취득하는 경우와는 달리 가격에 제한을 받지 않는 것으로 이해되고 있다.⁷⁸ 다만, 자기주식 공개매수의 경우 '자본시장법에 따른 자기주식 취득'이라는 속성으로 인하여 다음과 같은 점을 실무상 고려할 필요가 있다.

(1) 공시 시점의 문제

일반적 공개매수의 경우, 공개매수자가 대상회사의 주식등을 공개매수하기로 결정하더라도 공개매수공고 전까지는 그와 같은 공개매수 결정 사실을

공시하여야 할 의무는 없다. 이 점은 공개매수 사실이 사전에 시장에 알려지는 경우 주가에 결정적인 영향을 미칠 수 있고, 그로 인해 공개매수의 성공 가능성이 크게 낮아질 수 있음을 고려하면 당연하다고 볼 수 있다. 그렇지만 자기주식 공개매수의 경우에는 공개매수로서의 성격을 가짐과 동시에 자기주식 취득으로서의 본질도 가지는 것이므로, 공개매수를 결의한 이사회 당일 그와 같은 결의 내용을 공시하여야 하고(유기증권시장 공시규정 제7조 제1항 제2호 가목 (3), 코스닥시장 공시규정 제6조 제2항 가목 (3)), 그 다음 날까지 주요사항보고서를 제출하여야 한다(자본시장법 제161조 제1항 제8호). 따라서 실무상 자기주식 공개매수에 관한 비밀 유지가 필요한 경우, 자기주식 공개매수를 결의하는 이사회는 공개매수 공고일 전날 개최할 필요가 있고 공개매수에 대한 공시 역시 시장에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 장 종료 후 하는 것이 바람직하다.

75 위에서 본 네오위즈게임즈 주식에 대한 교환공개매수의 경우에도 그와 같이 처리되었던 것으로 보인다.

76 위와 같이 공개매수방식에 의한 자기주식의 취득을 최초로 허용한 것은 1999. 2. 1. 구 증권거래법 개정을 통해서였다. 참고로 우리나라에서 공개매수의 방식으로 자기주식을 취득한 최초의 사례는 2001. 4. 이루어진 연한철강공업의 공개매수로 알려져 있다.

77 미국의 경우 과거 Unical Corp. v. Mesa Petroleum Co. 판결(493 A.2d 946(Del. 1985))에서 Unical사가 적대적 공개매수에 대한 방어수단으로 채택한 차별적인 자기주식 공개매수를 적법한 것으로 인정한 사례가 있으나, 1986. 7. SEC 규칙개정을 통하여 현재는 특정한 주주가 소유하는 주식을 자기주식 공개매수대상에서 제외하는 차별적 공개매수를 금지하고 있다. 물론 우리나라의 자본시장법상으로는 이와 같이 자기주식 공개매수에 있어 주주들을 차별적으로 취급하는 것은 허용되지 않을 것이다.

78 이와 같은 측면으로 인해 자기주식 공개매수는 이른바 그린메일(green mail)에 사용될 수 있는 유일한 방법으로 평가되기도 한다(김화진, "공개매수에 관한 현행 증권거래법령에 있어서 몇 가지 문제점," 비교사법 제8권 제2호(2001), 한국비교사법학회, 173면).

(2) 공정공시 문제

위에서 본 바와 같이 자기주식 공개매수에 관한 결정이 있으면 공시규정에 따라 그 사실을 공시하여야 하고, 따라서 자기주식 공개매수에 관한 정보는 공정공시 대상정보에 해당한다(유가증권시장 공시규정 제15조 제1항 제4호, 코스닥시장 공시규정 제12조 제1항 제4호). 그런데 공개매수신고서에는 “공개매수 대상회사의 임원이나 최대주주와 사전협약이 있었는지와 사전협약이 있는 경우에는 그 협의내용”을 기재하여야 하고(자본시장법 제134조 제2항 제7호, 동법 시행령 제146조 제2항 제6호), 통상적인 자기주식 공개매수의 경우에는 최대주주 및 그와 특수관계⁷⁹에 있는 자들과 사전에 공개매수에 관한 내용을 공유하며, 최대주주 등이 공개매수에 응하지 않을 것임을 확정하여 이를 공개매수신고서에 기재하는 것이 일반적이다. 문제는 이와 같은 공개매수신고서의 기재 자체로 인하여 공정공시 정보제공대상자에 대한 공정공시 대상정보의 선별제공 사실이 드러나기 때문에, 사전에 거래소에 그 사실 및 내용을 신고하지 않았다는 점을 이유로 공시의무 위반책임을 부담할 위험성이 있다는 것이다. 실무상으로는 그와 같은 공시의무 위반책임을 발생시키는 것을 방지하기 위하여 최대주주 등과 자기주식 공개매수에 관한 사전협의를 개시하는 단계에서 최대주주 등으로부터 “제공받은 정보를 이용하여 공개매수자가 발행한 증권을 매수 또는 매도하지 않을 것”이라는 의사표시⁸⁰가 담긴 서면을 징구하는 등의 조치를 취할 필요가 있다(유가증권시장 공정공시 운영기준 제6조 제8항, 코스닥시장 공정공시 운영기준 제6조 제7항 참조).

(3) 자진상장폐지 목적의 자기주식 공개매수

실무상 그리 흔한 일은 아니나, 소액주주들의 주식을 취득한 이후 자진상장폐지를 추진하기 위하여

자기주식 공개매수를 실시하는 경우가 있다.⁸⁰ 자본시장법상 공개매수의 목적에 관하여는 특별한 제한이 없으므로 이와 같은 상장폐지 목적의 자기주식 공개매수가 법률상 허용된다는 점에는 특별한 의문이 없으며,⁸¹ 자진상장폐지에 대한 승인권한을 갖고 있는 거래소 상장위원회가 승인 여부를 결정함에 있어 가장 중요하게 고려하는 유동주식수 대비 소액주주 보유 주식수 비율을 산정함에 있어서도, 자기주식이 유동주식수에는 포함되고 소액주주 보유 주식수에서는 제외되는 관계로(유가증권시장 상장규정 제2조 제32항·제35항·제36항, 코스닥시장 상장규정 제2조 제13항 내지 제15항), 자기주식 공개매수 역시 최대주주 등에 의한 공개매수와 마찬가지로 자진상장폐지를 위한 유용한 수단이 될 수 있다.

그런데 자진상장폐지 목적의 공개매수는 통상 최대주주 등에 의하여 실시되는 것이 보통이며, 자진상장폐지 과정에서 거래소 상장위원회가 소액주주 보호대책으로 요구하는 정리매매기간 중 장내매수 의무나 상장폐지 이후 일정 기간(통상 6개월) 동안의 장외매수 의무 역시 최대주주 등이 부담하는 것이 일반적이라는 점에서, 자진상장폐지 목적의 자기주식 공개매수를 들어 “최대주주 등이 지출하여야 할 공개매수 대금 내지는 소액주주 보호대책 이행에 따른 매수 대금을 사실상 대상회사로 하여금 대신 지급하도록 하는 것”으로 보는 부정적인 시각도 일

79 이들은 “공정공시 대상정보를 이용하여 유가증권시장 주권상장 법인의 증권을 매수하거나 매도할 것으로 예상되는 해당 증권의 소유자”로서 “공정공시 정보제공대상자”에 해당한다(유가증권시장 공시규정 제15조 제3항 제6호, 코스닥시장 공시규정 제12조 제3항 제6호).

80 비록 목표수량 달성에는 실패하였으나 2004. 12. 아이에스동서가 상장폐지를 염두에 두고 자기주식 공개매수를 실시한 바 있다.

81 앞에서 본 바와 같이 우리나라에서 최초로 이루어진 공개매수 역시 상장폐지를 목적으로 한 것이었을 뿐 아니라, 자기주식 공개매수 형태가 아닌 최대주주 등에 의한 공개매수의 형태로 는 상장폐지를 목적으로 한 공개매수가 적지 않게 이루어지고 있다.

부 존재한다. 그렇지만 자기주식 공개매수 역시 어디까지나 배당가능 이익의 범위 내에서 이루어지는 자기주식 취득의 한 형태인바, 자기주식 취득의 경제적 실질이 이익배당과 다르지 않다는 점을 감안하면,⁸² 소액주주를 대상으로 자기주식 공개매수를 실시하는 것은 결과적으로 회사가 (최대주주를 배제하고) 소액주주에게만 배당을 실시하는 것과 동일한 것으로 평가할 수 있으며, 최대주주 입장에서 보더라도 예컨대 일단 스스로 공개매수 대금 등을 지출하여 대상회사 주식을 100% 취득한 후 대상회사로부터 이익을 배당받는 것과 발행회사가 자기주식 공개매수를 하는 것 사이에 특별히 차이가 있다고 보기도 어려우므로(즉 실질적 부담 전가가 있다고 보기 어렵다), 자진상장폐지 목적의 자기주식 공개매수를 반드시 부정적으로 볼 이유는 없다고 생각한다.

IV. 결론

이상에서 자본시장법상 공개매수에 관한 실무상 쟁점을 공개매수자가 부담하는 의무 측면에서 검토함과 동시에 대항공개매수, 교환공개매수, 자기주식 공개매수 등 특수한 형태의 공개매수에 관하여 실무상 제기될 수 있는 쟁점을 간략하게 검토해 보았다. 공개매수는 상장회사의 주식을 대량으로 취득하는 데 있어 상당히 유용한 수단으로서 그 활용도가 계속 높아질 것으로 예상되는바, 필연적으로 다수 당사자들의 이해관계가 교차할 수밖에 없는 공개매수제도를 합리적이고 공정하게 운용하기 위해서는 실무계와 학계의 풍부한 논의가 무엇보다 중요하다고 본다. 본 논문이 그와 같은 논의에 미약하나마 도움이 될 수 있기를 희망한다.

82 송옥렬, “개정상법상 자기주식취득과 주식소각”, BFL 제51호 (2012. 1), 서울대학교 금융법센터, 116면.