creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학석사 학위논문

중국 상장폐지제도에 관한 연구

2015년 8월

서울대학교 대학원
법학과 상법전공
륙 미 령

중국 상장폐지제도에 관한 연구

지도교수 송 옥 렬

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함
2015년 4월

서울대학교 대학원
법학과 상법전공
陸 美 齡

陸美齡의 석사 학위논문을 인준함
2015년 7월

위 원 장 박 준 (인)

부위원장 천 경 훈 (인)

위 원 송 옥 렬 (인)

초 록

중국 증권시장은 1990년대부터 눈부신 속도로 성장해 왔으며 주목할 만한 성과를 이루었다. 하지만, 상장폐지제도의 실행효과는 여전히 만족스럽지 못하다. 2001년에 첫 상장폐지회사가 있은 후부터 2014년까지 총 85개의 회사가 상장폐지되었다. 이는 세계 기타 발달한 증권시장과는 비교된다. 발달한 증권시장의 경우 높은 상장폐지율을 유지하면서 상장회사의 수준을 일정한 정도로 유지하고 있다. 상장폐지제도는 증권시장의 기초적인 역할을 수행하며 자원의 최적화배치, 상장회사의 지배구조 개선 등 면에서 중요한 작용을 한다.

성숙된 증권시장의 경험에서 알 수 있듯이 상장제도와 상장폐지제도는 균형적으로 발전되어야 한다. 하지만 중국의 상장폐지제도는 여러 가지 구조적인 모순과 제도적인 결함으로 그 본연의 기능을 발휘하지 못하고 있다.

따라서 본 논문에서는 중국 상장폐지제도의 문제점을 발견하고 개선방안을 제시하기 위하여 중국에서 상장폐지제도가 안착하고 발전해온 전반 과정을 살펴보는 데 이어 그 실행효과에 대하여 분석하고 미국, 일본, 한국, 등 성숙된 증권시장과의 비교법적 고찰을 통하여 중국 상장폐지제도의 문제점을 짚어보며 개선방안을 모색하고자 한다. 본 논문에서는 강제상장폐지요건, 강제상장폐지절차 및

자진상장폐지로 나누어 현행 규정, 문제점, 외국의 입법례를 정리하였고 선진 증권시장의 입법례에 기초하여 중국 현행 법 체제하에서 실행 가능한 개선방안을 제시하였다.

주요어: 상장회사, 상장폐지요건, 상장폐지절차, 자진상장폐지

학번: 2011-24124

목 차

제1장 서론 ····· 1
제1절 연구의 목적 및 의의 ····· 1
제2절 논문의 구성 ····· 3

제2장 상장폐지제도의 일반이론 ····· 5
제1절 상장폐지제도의 개론 ····· 5
Ⅰ. 상장폐지의 개념 ····· 5
Ⅱ. 상장폐지의 유형 ····· 5
1. 강제상장폐지 ····· 6
2. 자진상장폐지 ····· 6
Ⅲ. 상장폐지제도의 필요성 ····· 9
1. 자원의 최적화 배치 ····· 9
2. 기업지배구조 개선 ····· 10
3. 투자자 이익 보호 ····· 10
제2절 중국 상장폐지제도의 형성 및 발전 연혁 ····· 11
Ⅰ. 제1단계: 맹아단계(1990년-1994년) ····· 12
Ⅱ. 제2단계: 초기단계(1994년-2001년) ····· 13
1. 1994년 <회사법>의 시행 ····· 13
2. 1999년 <증권법>의 시행 ····· 14
3. <주식상장규칙>의 시행 ····· 15
4. 특별처리(ST)제도와 특별양도(PT)제도 ····· 16
Ⅲ. 제3단계: 실행 및 발전단계(2001년-2012년) ····· 19
Ⅳ. 제4단계: 완성단계(2012년-현재) ····· 20
제3절 중국 상장폐지제도의 실행효과 ····· 22
Ⅰ. 상장폐지기업수 및 상장폐지율 ····· 22
Ⅱ. 상장폐지 원인분석 ····· 23
Ⅲ. 자진상장폐지 ····· 24

제3장 중국 강제상장폐지요건의 문제점 및 개선방향 ····· 28
제1절 중국 강제상장폐지요건 현행 규정 및 문제점 ····· 28

Ⅰ. 중국 강제상장폐지요건 현행 규정 ····· 28
1. 증권법상 관련 규정 ····· 28
2. 거래소 상장규칙상 관련 규정 ····· 29
Ⅱ. 중국 강제상장폐지요건의 문제점 ····· 34
1. 정성적 요건의 부실 ····· 34
2. 정량적 요건의 문제점 ····· 35
3. 상장폐지의 회피를 조장하는 문제점 ····· 38
제2절 외국의 강제상장폐지요건 ····· 41
Ⅰ. 미국 뉴욕증권거래소 ····· 41
Ⅱ. 일본 도쿄증권거래소 ····· 42
Ⅲ. 한국증권거래소 유가증권시장 ····· 44
1. 관리종목지정기준 ····· 44
2. 상장폐지기준 ····· 45
3. 상장폐지 실질심사제도 ····· 47
제3절 중국 강제상장폐지요건에 대한 개선방안 ····· 52
Ⅰ. 정량적 요건에 대한 보완 ····· 52
1. 상장요건과 상장폐지요건의 대응 ····· 52
2. 순이익요건에 대한 수정의견 ····· 52
Ⅱ. 질적 요건에 의한 실질심사제도의 도입 ····· 53
1. 실질심사제도의 개념 ····· 53
2. 입법례 ····· 53
3. 기대효과 ····· 54
Ⅲ. 정량적 요건 회피 문제에 대한 개선 ····· 55
1. 주식발행제도의 개혁 ····· 55
2. 국유주의 비중 축소 ····· 59

제4장 중국 강제상장폐지절차의 문제점 및 개선방향 ····· 61
제1절 중국 강제상장폐지절차 현행 규정 및 문제점 ····· 61
Ⅰ. 중국 강제상장폐지절차 현행 규정 ····· 61
1. 리스크경고 공고 ····· 61
2. 강제상장폐지 심의 ····· 62

3. 심의결과 통지 및 공고 ····· 62
4. 상장폐지 정리매매기간 ····· 62
5. 거래소시장 퇴출 ····· 63
6. 장외시장거래 ····· 63
7. 재심신청 ····· 63
8. 재심심의 ····· 63
Ⅱ. 중국 강제상장폐지절차의 문제점 ····· 64
1. 증권거래소 상장폐지결정에 대한 내부구제 ····· 64
2. 증권거래소 상장폐지결정에 대한 외부구제 ····· 65
제2절 외국의 강제상장폐지절차 ····· 66
Ⅰ. 미국 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange) ····· 66
1.거래소의 상장폐지결정 통지 및 자구계획안 제출 요구 ····· 66
2. 자구계획안 ····· 67
3. 자구계획안에 대한 평가 ····· 67
4. 상장폐지결정 통보 ····· 67
5. 재심신청 및 재심결정 ····· 68
6. 상장폐지요구서 송부 ····· 68
Ⅱ. 일본 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange) ····· 69
Ⅲ. 한국증권거래소 ····· 69
1. 정량적 요건에 따른 상장폐지절차 ····· 70
2. 실질심사 상장폐지절차 ····· 71
제3절 중국 강제상장폐지절차에 대한 개선방안 ····· 72
Ⅰ. 증권거래소 상장폐지결정에 대한 내부구제 ····· 72
1. 상장폐지 심의기관의 독립성 ····· 72
2. 증권거래소 내부불복절차의 개선 ····· 73
Ⅱ. 증권거래소 상장폐지결정에 대한 외부구제 ····· 75
1. 상장폐지결정의 법적성격 ····· 76
2. 행정심판에 의한 구제 ····· 79
3. 행정소송에 의한 구제 ····· 80
제5장 중국 자진상장폐지제도의 문제점 및 개선방안 ····· 81
제1절 중국 자진상장폐지제도 관련 규정 및 문제점 ····· 81
Ⅰ. 중국 자진상장폐지제도 관련 규정 ····· 81

1. 자진상장폐지의 실체적 요건 ····· 81
2. 자진상장폐지절차 ····· 82
Ⅱ. 중국 자진상장폐지제도의 문제점 ····· 85
1. 소수주주의 주식매수청구권에 관한 문제점 ····· 86
2. 공정가격의 산정에 관한 문제점 ····· 88
제2절 외국의 자진상장폐지제도 ····· 91
Ⅰ. 미국 ····· 91
1. 연방법에 의한 규제 ····· 92
2. 주법에 의한 규제 ····· 95
3. 소수주주에 대한 구제책 ····· 102
Ⅱ. 한국 ····· 103
1. 자진상장폐지요건 ····· 103
2. 자진상장폐지절차 ····· 104
제3절 중국 자신상장폐지제도에 대한 개선방안 ····· 105
Ⅰ. 소수주주의 주식매수청구권에 대한 개선의견 ····· 105
1. 주식매수청구권 행사에서의 실체적 요건 ····· 106
2. 주식매수청구권 행사에서의 절차적 요건 ····· 111
Ⅲ. 공정가격의 산정에 관한 개선방안 ····· 115
1. 시너지효과의 포함여부 ····· 115
2. 시장가격의 적정 여부 ····· 117
3. 기업가치에 의한 산정 ····· 119
4. 소결 ····· 120

제5장 결론 ····· 121

참고문헌 ····· 124

표 목 차

<표 1> 2001-2014 상해 및 심천거래소 상장폐지 현황 ····· 22
<표 2> 2001-2014 상해 및 심천거래소 상장폐지 원인 분석표 ····· 24
<표 3> 상해증권거래소 자진상장폐지 상황 ····· 25
<표 4> 심천증권거래소 자진상장폐지 상황 ····· 26
<표 5> 뉴욕증권거래소와 나스닥의 강제상장폐지 및 자신상장폐지 통계 ····· 27
<표 6> 상장폐지 리스크경고 기준 ····· 30
<표 7> 상장일시정지기준 ····· 31
<표 8> 상장폐지기준 ····· 32
<표 9> 뉴욕증권거래소 상장유지요건 ····· 41
<표 10> 도쿄증권거래소 상장폐지요건 ····· 43
<표 11> 한국 유가증권시장 관리종목지정기준 ····· 44
<표 12> 한국 유가증권시장 상장폐지기준 ····· 46
<표 13> 유가권시장 상장폐지 실질심사 대상 선정기준 ····· 48
<표 14> 상장적격성 실질심사기준 ····· 50

제1장 서론

제1절 연구의 목적 및 의의

중국 증권시장은 1990년 상해증권거래소 및 심천증권거래소의 설립을 시작으로 25년의 발전을 거쳐 2015년 3월말 현재 상해증권거래소 및 심천거래소를 포함하여 합계 2,680개의 기업이 상장되어 있고 시가총액이 약 7,100조원[1]에 이르는 세계에서 가장 큰 신흥시장으로 성장하였다. 하지만, 주목할 만한 성과를 이룬 동시에 여전히 발전 초기단계에 머물러 있는 중국 증권시장은 아직 많은 문제점을 안고 있다. 그 중에서 상장폐지제도는 중국 증권시장 발전과정에서 가장 빈약한 부분으로 지적되고 있다.

성숙된 증권시장의 경험에서 알 수 있듯이 상장제도와 상장폐지제도는 균형적으로 발전되어야 한다. 상장제도는 일정한 기준에 부합되는 양질의 기업이 증권시장에 진입하여 자금을 조달하는 것을 가능케 하고, 상장폐지제도는 상장요건에 부합되지 않는 부실기업을 증권시장에서 퇴출시킴으로써 증권시장의 활력을 증강하고 자원의 합리적인 배치를 실현한다.[2] 하지만 중국의 상장폐지제도는 여러 가지 구조적인 모순과 제도적인 결함으로 그 본연의 기능을 발휘하지 못하고 있다.

세계에서 가장 발달한 증권시장을 갖고 있는 미국의 경우에는 상장폐지제도가 활발하게 사용되고 있다. 현재, 미국 뉴욕거래소 및 나스닥에 상장되어 있는 상장회사의 수는 비교적 안정적인 수준을 유지하고 있는데, 뉴욕거래소에는 약 2,300여개의 상장회사가 상장되어 있고 나스닥에는 약 2,600여개의 상장회사가 상장되어 있다. 최근 매년 뉴욕거래소에 신규 상장되는 기업과 상장폐지 되는 기업은 약 100~200여개의 수준을 유지하고 있으며, 상장되어 있는 기업의 수는 비교적 안정적이다. 나스닥의 경우에는 매년 신규 상장되는 기업이 약 100~200여개인 반면 상장폐지 되는 기업은 약 200~300여개로 상장회사의 수가 오히려 감소하는 추세를 보인

1) 참고로 2015년 3월말 기준, 한국 코스피시장 및 코스닥시장에 상장되어 있는 기업은 도합 1,826개, 시가총액은 1,429조에 이른다.
2) 馮科, 李剛, “中外退市制度比較分析”, 首都師範大學學報 總第22期, 2014, 71면.

다.[3] 한편 중국에서는 1990년에 증권시장이 개장한 때부터 현재까지 25년간 약 2,700여개의 기업이 상장되었지만 상장폐지 된 기업은 2014년 말까지 85개에 불과하다.

중국에서 상장폐지제도가 제대로 기능하지 못하고 있는 것에는 여러 가지 제도적인 원인들이 존재한다. 중국 증권시장 설립 초기에 규제당국은 상장폐지제도의 구축에 대해 별로 관심이 없었다. 왜냐하면 1980년대 경제개혁, 특히 전반적인 국유기업 개혁에 따라 기업의 자금조달방식에 변화가 발생하였는데, 국가가 더 이상 기업에 무상으로 자금을 제공하지 않자 기업은 은행을 통하여 간접적으로 자금을 조달해야 했다. 이와 같은 자금조달 방식은 기업의 자금 수요를 충족시킬 수 없었으므로 생산발전의 수요와 자금부족의 모순을 해결하기 위해 직접적인 자금조달방식의 개혁의 필요성이 대두되었고 이로써 증권시장이 발전하게 되었다. 이처럼 증권시장의 형성 및 발전은 국유기업의 자금조달을 위해 서비스를 제공하는 것을 목적으로 하였기 때문에 이러한 취지에서 발전된 증권시장은 상장폐지제도에 관한 이론적 준비가 전혀 되어 있지 않은 상태였다.[4]

오늘날 중국의 증권시장은 위안화의 국제화 정책 및 자본시장의 점진적인 개방에 힘입어 전례 없는 속도로 성장하고 있으며, 증권 관련 규제에 있어 새로운 국면을 맞이하고 있다. 특히 중국 정부는 상장폐지제도의 정비에 박차를 가하고 있는바, 2014년 10월 증권관리감독위원회(이하 "증감위")는 그 동안 상장폐지제도에 관하여 논의된 내용을 바탕으로 <상장회사 상장폐지제도를 개혁, 보완하고 엄격히 실시할 것에 관한 일부 의견(關于改革完善幷嚴格實施上市公司退市制度的若干意見)>(이하 "2014년 상장폐지의견")을 제정하여 발표함으로써 중국 상장폐지제도 개선에 관한 구체적인 방안을 제시하였다. 상해증권거래소와 심천증권거래소는 동 상장폐지의견을 반영하여 <상해증권거래소 주식상장규칙>, <심천증권거래소 주식상장규칙>, <심천증권거래소차스닥 주식상장규칙>을 수정하였고, 수정된 주식상장규칙은 2014년 11월 16일부터 시행되었다.

---

3) 馮科, 李剛, 앞의 논문(주2), 75면.

4) 邱永紅, 我國上市公司退市法律制度的歷史變遷與演進實證硏究, 證券法苑第十一卷, 2014, 177면.

본 논문에서는 2014년 상장폐지 관련 규정의 개정을 계기로 법적인 측면에서 상장폐지제도의 이론적 기초와 상장폐지제도의 필요성을 검토하고, 중국에서 상장폐지제도가 안착하고 발전해온 전반적 과정을 살펴보는데 이어 그 시행효과에 대한 분석을 통하여 중국 상장폐지제도에 존재하는 문제점을 검토한다. 미국, 일본, 한국, 등 성숙된 증권시장과 비교하였을 때, 25년의 발전과정을 거친 중국 증권시장은 아직 걸음마 단계에 있다고 할 수 있다. 본 논문은 성숙된 증권시장과의 비교법적 고찰을 통하여 2014년 주식상장규칙에 남아있는 문제점을 짚어보며 개선방안을 모색하고자 한다. 상해증권거래소의 상장규칙에서의 상장폐지 규정과 심천증권거래소 메인보드시장의 상장폐지제도가 기본적으로 일치하므로 본 논문에서는 편의상 상해증권거래소의 상장규칙을 예로 설명하도록 하겠다.

제2절 논문의 구성

제1장에서 서술한 배경과 목적에 이어, 본 논문은 다음과 같이 구성된다.

제2장에서는 상장폐지제도의 일반론으로 상장폐지제도의 개념, 유형 및 필요성에 대해 설명하고 이어서 중국 상장폐지제도가 현재까지 발전해온 연혁을 소개하였으며 나중에 중국 상장폐지제도의 시행효과를 분석하였다.

제3장은 중국 강제상장폐지요건에 관한 내용으로, 먼저 중국의 강제상장폐지요건을 소개하고 강제상장폐지요건이 정량적 요건에 치우쳐 있다는 점을 밝히면서, 정량적 요건 중에서 순이익요건, 주식거래가액요건 등 개별적 요건에 존재하는 문제점을 지적하였다. 이어서 미국, 일본, 한국 등 발전된 증권시장의 강제상장폐지요건을 살펴보았고, 이에 기초하여 개별적 형식 요건에 대한 개선방안을 제시하였으며 정량적 요건에 치우치지 않고 정성적 요건도 균형적으로 판단하게 되는 한국 실질심사제도의 도입을 제안하였다. 또한 중국에서 현재 실행하고 있는 주식발행 심사제를 등록제로 변경할 것을 제안하였다.

제4장은 중국 강제상장폐지절차에 관한 내용으로, 우선 중국 현행 강제상장폐지절차 관련 규정을 살펴보고 거래소의 상장폐지결정에 대하여 이의를 제기하는 제도적 장치가 미흡하다는 문제점을 제기하였다. 이어서 미국, 일본, 한국 등 발전된 증권시장의 강제상장폐지절차를 살펴본 것에 기초하여, 중국 현 법체제하에서 상장기업의 증권거래소 내부적 구제 및 외부적 구제 방법에 대하여 살펴보았다.

제5장은 자진상장폐지에 관한 내용으로, 자진상장폐지는 상장철회(withdrawal of listing)와 폐쇄기업화(going private)로 나뉘게 되지만 상장철회에 비하여 폐쇄기업화 과정에서 다수주주가 소수주주를 축출하게 되어 소수주주에 대한 보호 문제가 절실하므로 폐쇄기업화를 중점적으로 살펴보겠다. 미국의 경우에도 자진상장폐지에서 폐쇄기업화를 중심으로 규제되어 왔다. 연방법 및 주제정법, 판례를 살펴본 것에 기초하여 소수주주에 대한 구제 및 지급 대가의 공정성 등 문제를 중심으로 문제점을 제기하고 개선방안을 제시하도록 하겠다.

제6장은 결론부분으로 앞 장의 내용을 정리하면서 마무리하였다.

제2장 상장폐지제도의 일반이론

제1절 상장폐지제도의 개론

Ⅰ. 상장폐지의 개념

상장이란 주식회사가 발행한 주식이나 기타 유가증권이 증권거래소 장내시장에서 거래될 수 있는 자격을 부여하는 것을 말하는데, 이와 반대로 상장폐지란 상장된 유가증권에 대하여 증권거래소 시장에서 거래될 수 있는 자격을 상실시키는 것을 말한다.[5)]

상장폐지제도는 자본시장의 중요한 기초적인 제도로서 상장폐지요건, 상장폐지절차, 상장폐지 퇴출경로 등 세 가지 요소가 포함된다. 상장폐지요건은 증권거래소의 관리감독 이념을 반영하고 있으며 주로 상장회사의 시가, 수익률, 매출액 등 양적인 기준과 정보공개 등 준법성 측면의 요소를 고려하여 증권거래소에서 상장지위를 유지하기 적절치 않은 회사를 감별하기 위한 것이다. 상장폐지절차는 증권거래소의 관리감독이념이 구체적으로 실시되는 과정으로 상장폐지의 각 절차, 심사결정권 및 불복절차 등을 포함한다. 상장폐지 퇴출경로는 주식이 상장폐지 된 후의 후속적인 처리경로를 말한다. 통상적인 방식으로는 다원화 자본시장을 통한 상장폐지 퇴출경로와 장외거래방식이 포함된다.[6)]

Ⅱ. 상장폐지의 유형

상장폐지는 크게 두 가지로 나눌 수 있는데, 신청에 의한 상장폐지와 신청에 의하지 않는 상장폐지가 있다. 신청에 의한 상장폐지는 자진상장폐지라고 하며, 신청에 의하지 않는 상장폐지를 강제상장폐지라고 한다.

---

5) 김화진, 송옥렬, 기업인수합병, 박영사, 2007, 238면.
6) 趙萌, 我國創業板退市制度硏究, 碩士學位論文, 吉林大學, 2013, 10면.

1. 강제상장폐지

강제상장폐지는 증권거래소가 시장에서 거래되는 증권의 전반적인 수준을 유지시키고 시장의 신뢰 저하를 방지하기 위하여 거래가 활발하지 않거나 주식분포가 불합리하거나 시가가 과도하게 낮은 수준으로 형성되어 있어 공개적으로 거래되는 것이 부적절하다고 인정하는 경우, 또는 불법행위가 존재하는 경우에 해당 증권을 강제적으로 시장에서 퇴출시키는 것을 말한다.[7)]

2. 자진상장폐지

(1) 자진상장폐지의 개념

자진상장폐지는 상장회사가 발전전략, 회사경영 등 요소를 고려하여 더 이상 상장지위를 유지할 필요가 없거나 상장지위를 유지하는 경우에 회사의 발전에 긍정적인 효과가 없다고 판단할 때 자발적으로 증권거래소에 상장폐지를 신청하는 경우를 말하는 것이다.[8)] 자진상장폐지는 다시 상장철회(withdrawal of listing)와 폐쇄기업화거래(going private transactions)로 나뉘게 된다. 상장철회는 여러 개의 거래소에 상장되어 있는 상장회사가 그 중의 하나 또는 여러 개의 증권시장에서 퇴출할 것을 결의하고 거래소의 승인을 얻어 상장폐지 되는 것을 말한다.[9)] 한편, 폐쇄기업화거래란 공개회사의 지배주주가 현금, 사채 또는 주식과 교환으로 소수주주들의 주식을 매입함으로써 회사의 상장을 폐지하는 거래를 말한다.[10)]

폐쇄기업화는 상장회사가 상장폐지를 목적으로 합병, 인수, 공개매수, 주식병합, 자산매각 등 일련의 거래를 진행하여 상장회사의 지분구조가

---

7) <상장회사 상장폐지제도를 개혁, 보완하고 엄격히 실시할 것에 관한 일부 의견(關于改革完善幷嚴格實施上市公司退市制度的若干意見)> 서론부분.

8) 위와 같음.

9) 翟浩, 上市公司退市：理論分析和制度構建, 博士學位論文, 華東政法大學, 2012, 20면.

10) Michael J. McGuinness & Timo Rehbock, Going-Private Transactions: A Practitioners Guide, 30 Delware Journal of Corporate Law, Vol. 30, Issue 2, (2005) p. 437

상장요건에 부합되지 않는 상황에서 거래소에 상장폐지를 신청하는 반면에 상장철회는 상장회사의 지분구조가 거래소의 상장요건에 부합되는 상황에서 주주총회결의를 통하여 거래소에 상장폐지를 신청하는 것으로 상장폐지 전에 복잡한 주식거래가 발생하지 않는다는 점에서 양자가 구분된다.[11)]

(2) 자진상장폐지의 동기

일반적으로 상장회사가 자진하여 상장자격을 포기하는 것은 기업이 상장으로 인하여 발생하는 비용과 이득을 종합적으로 고려하여 결정하는 전략적인 선택이다.

1) 기업가치 저평가 국면 해소

증권시장에 상장하게 되면 증권시장에서 거래를 할 수 있으므로 주식의 시장성이 높아져 거래비용이 감소하게 되므로 결과적으로 기업가치가 증가한다. 그러나 증권시장의 가격변동을 적극적으로 주도하지 못하거나 회사의 주식가치가 시장에서 다른 주식의 수익에 비하여 상대적으로 낮게 평가된다면 자금조달과정에서 높은 자본조달비용에 비하여 기대이하의 결과가 있을 것이다. 또한 이러한 회사의 주식은 자연스럽게 유동성의 문제를 가지게 되고 가격이 저평가 될 수 있다.[12)] 미국의 경우에는 이런 현상이 심각한데 시가총액이 250만 이하인 기업은 시장의 주목을 받지 못하는 경향이 있다. 이런 기업이 증권시장에서 퇴출할 경우에는 오히려 주당주식가치가 상승하고 장기적인 발전에 유리할 수 있다.[13)]

2) 경영권 확보

상장회사의 경우 주식소유가 널리 분산되어 있어 경영에 적극적인 대주

11) 翟浩, 앞의 논문, 22면.
12) 안성포, 유가증권 상장폐지의 법률적 문제에 관한 고찰, 증권법연구 제6권 제2호, 2005, 15-16면.
13) 翟浩, 앞의 논문(주9). 85면.

주에 의한 효율적인 경영통제가 쉽지 않다. 그러나 경영에 소극적인 소수주주로 구성되어 있고 자금이 풍부하여 외부로부터의 자금조달의 필요성을 느끼지 않는 상장회사는 효율적인 경영통제를 통하여 고유이익을 강력하게 추구하기 위하여 상장폐지를 고려하게 된다. 한편으로 주식소유가 분산되어 있는 상장회사의 주식이 낮은 가격을 형성하고 있다면 그 기업은 적대적 인수합병의 위험이 상존하게 된다. 따라서 경영권을 방어하고 안정적으로 유지하기 위해서 기업은 상장을 포기하고 주식양도의 가능성을 제한할 수 있는 폐쇄회사로의 전환을 고려하게 된다.[14]

3) 상장비용의 절감

상장폐지는 기업으로 하여금 상당한 비용을 절감하게 할 수 있다. 상장회사는 근본적으로 투자 이상으로 주가와 주주관리에 신경을 써야 된다. 즉, 자사주를 매입 하거나 배당률을 높이는 등 주가관리와 주주의 환심을 사는 데 노력하게 된다. 상장회사가 부담하는 주주관리비용으로 주요한 것은 주식발행비용, 명의개서비용 그리고 주주총회 소집비용 등을 들 수 있다. 기업공시제도는 정보의 효율성을 통한 증권시장의 효율화와 투자자보호라는 명제 하에 계속 강화되고 있다. 기업의 경영진은 상장으로 인하여 반드시 이행해야 하는 이러한 공시제도에 대한 과도한 부담을 느끼게 된다.[15]

특히 상장회사는 증권시장에서 퇴출한 후, 증권감독기관과 거래소의 감독을 받지 않게 되므로 기업지배구조를 간소화 할 수 있다. 예컨대, 법률, 회계, 재무 등 전문가를 초빙하고 내부통제시스템을 구축하며 사외이사로 구성된 이사회를 운영해야 하는 부담을 줄일 수 있다.[16]

---

14) 안성포, 앞의 논문(주12), 16면.
15) 안성포, 앞의 논문(주12), 16-17면.
16) 翟浩, 앞의 논문(주9), 86면.

Ⅲ. 상장폐지제도의 필요성

1. 자원의 최적화 배치

자본시장은 크게 두 가지 기능을 한다. 하나는 자금조달기능이고, 다른 하나는 자원배치기능이다. 자금조달기능은 잠재적 자금을 생산성 투자로 이어 놓는 것이고 자원배치기능은 일정한 기간 내에 자금이 효율적이고 성장성이 있는 기업으로 유입되는 것이다.[17]

자본시장 발전 초기단계에서는 시장의 자금조달기능을 더욱 중시하게 되고, 일정 단계까지 발전하게 되면 자원의 최적화 배치를 통해 자본의 집중을 가속화시켜 산업의 발전을 이루는 것에 중점을 두게 된다.[18] 자본시장에서 자원의 최적화 배치를 실현할 수 있는 방법 중의 하나가 바로 시장퇴출메커니즘 즉 상장폐지제도이다.

발전된 자본시장에서는 일반적으로 자금이 양질의 회사로 집중되기 마련이다. 이로써 영업실적이 양호한 상장회사는 더 많은 자금을 이용할 수 있게 되고 영업상태가 좋지 않은 회사는 퇴출되게 된다. 즉 시장에 의한 우승열패 기능이 작동하게 된다. 하지만 미숙한 신흥 자본시장의 경우에는 자원의 최적화 배치 기능이 잘 작동하지 않기 때문에 자금이 상대적으로 영업상태가 좋지 않은 회사로 유입되는 경우가 많다. 이러한 경우에 투자자들의 제한된 자금이 마땅히 시장에서 퇴출되어야 할 기업에 유입됨으로써 투자 리스크가 증가할 뿐만 아니라 제한된 자원의 낭비를 초래하게 된다. 또한 영업상태가 좋지 않은 회사의 주식가격이 저렴한 경우가 많아 투자자들의 관심을 끌게 되는데, 악화가 양화를 구축하는 현상(bad money drives out good)이 발생하기도 한다.[19]

때문에, 상장폐지제도를 보완하여 자본시장의 우승열패 기능을 작동시키고 투자자의 보다 이성적인 투자를 유도하며 자금이 양질의 기업으로

---

17) 井濤, 退市法律研究, 上海交通大學出版社, 2004, 122면.
18) 이향빈, 중국 상장회사의 상장폐지 관한 법적 연구, 박사학위논문, 동아대학교, 2012, 68면.
19) 翟浩, 앞의 논문(주9), 4면.

유입되게 함으로써 자원의 최적화배치를 실현하여야 한다.

2. 기업지배구조 개선

상장폐지제도를 구축하는 또 하나의 중요한 의의는 회사로 하여금 상장자격을 유지하려면 경영 개선을 통하여 효율성을 향상시키기 위하여 끊임없이 노력해야 한다는 것을 인식시키는 데에 있다. 회사는 상장 여부를 신중히 고려하여야 한다. 그것은 상장을 위하여 일정한 기준에 부합되어야 하지만 상장 후에도 지위를 유지하는 데도 상당한 노력이 따라야 하며 그렇지 않을 경우에 시장에서 "해고" 당하기 때문이다. 상장폐지제도의 구축으로 상장회사는 경영관리를 개선하고 주주이익의 최대화를 위하여 힘쓸 것이다. 그렇게 되면 상장회사의 전체적인 수준이 향상되고, 투자자가 부담해야 하는 투자리스크도 줄어 들 것이다.[20]

상장폐지제도를 통해 구축된 우승열패 메커니즘은 상장회사의 전반적인 수준을 향상시키는 데에 유리하고 증권시장의 지속적인 발전이 가능할 수 있는 제도적인 보장이다.[21] 이는 상장회사의 지위를 유지하기 위해 회사에 대한 관리를 강화하도록 경영자들에게 인센티브를 부여할 수 있고 주가를 조종하거나 회사자금을 유용하는 등 행위도 일정한 정도에서 억제할 수 있다. 상장폐지제도는 기업의 지배구조를 개선하여 상장회사의 전체적인 수준을 제고하는 효과적인 방법이기도 하다.

3. 투자자 이익 보호

투자자가 주식을 매수하는 데에는 크게 두 가지 목적이 있다. 하나는 가치증대 목적이고, 또 하나는 리스크의 분산이다. 하지만 중국의 경우에는 상장폐지제도의 미비로 인하여 증권시장의 가격발견 기능이 제대로 작동하지 못하고 투자의식이 심각하게 왜곡되어 있어 증권시장의 리스크가 높은 수준을 유지하고 있다. 예컨대, 실적이 저조한 회사가 증권시장에

20) 이향빈, 앞의 논문(주18), 67면.
21) 李東方, 上市公司監管法論, 中國政法大學出版社, 2013, 536면.

남아 있으면서 투자자들의 투기행위를 유발하고 있다. 따라서 상장폐지제도를 확실히 구축하는 것은 증권시장 전반적인 리스크의 상승을 방지할 수 있다.

상해, 심천 증권거래소에 상장되는 기업의 수가 증가함에 따라 부실기업의 수도 늘고 있다. 투자 리스크가 증가하고 있다는 의미이다. 이러한 부실기업이 시장에서 지속적으로 자금을 모집하고 있다면 최종적으로 투자자의 이익에 악영향을 미치게 된다. 상장폐지제도를 통해 부실기업을 축출할 수 있다면 시장의 투자 리스크를 줄이고 투자자의 이익을 보호하는 데 유리할 것이다.

제2절 중국 상장폐지제도의 형성 및 발전 연혁

중국은 성문법을 주요 법원(法源)으로 하는 국가이다. 중국 법률체계에서 주요 법원(法源)은 헌법, 법률, 행정법규, 부문규정, 지방성 법규, 지방정부규정, 국제조약 등이 있다.[22] 상장폐지 관련 법 체계는 주로 법률, 행정법규, 부문규정으로 이루어진다. 그 중 <회사법>과 <증권법>은 상장폐지 문제를 규범화하는 최상위 법률로써 각각 증권 상장폐지 기준과 상장폐지 결정권을 규정하고 있으며, 상장폐지와 관련된 법률제도의 토대를 이루고 있다. 다음으로 국무원에서 발표한 상장폐지 관련 지침이나 증권관리감독위원회에서 발표한 상장폐지 관련 규정을 포함한 행정법규와 부문규정이 있고, 마지막으로 상해, 심천 두 증권거래소가 회사법과 증권법의 위임으로 제정한 일련의 상장회사 상장폐지 규칙이 있다.

중국 상장폐지제도는 크게 4개 단계로 나눌 수 있다. 첫 번째 단계는 상장폐지제도의 맹아(萌芽)단계인 1990년 12월부터 1994년 7월까지이고 두 번째 단계는 초기 설립단계 및 방황단계인 1994년 7월부터 2001년 2월까지이고 세 번째 단계는 상장폐지제도가 정식 시행되고 점차 발전한 2001년 2월부터 2012년 5월까지이며, 마지막으로 네 번째 단계는 상대적으로 보완된 단계인 2012년 5월부터 현재까지이다.

---

22) 한대원, 현대 중국법개론, 박영사, 2002, 29면.

Ⅰ. 제1단계: 맹아단계(1990년-1994년)

중국인민은행의 승인을 거쳐 1990년 11월 26일에 상해증권거래소가 설립되었고 그 뒤 1990년 12월 1일에 심천증권거래소가 설립되었다. 이 두 증권거래소의 설립은 중국 현대화 증권거래시장이 탄생했음을 의미하며, 중국 증권거래시장의 기본적인 틀이 확립되었음을 뜻한다.

다만 중국 자본시장 설립 초기에 증권관리감독기구는 상장회사 상장폐지제도의 구축에 대해 별로 관심이 없었다. 왜냐하면 중국 자본시장이 발전된 계기는 기업의 자금조달 문제를 해결하기 위해서였기 때문이다. 1980년대 경제개혁의 전반적인 기치 아래 기업의 자금조달방식에도 변화가 발생하였다. 국가는 더 이상 기업에 무상으로 자금을 제공하지 않았고 기업은 은행을 통해 간접적으로 자금을 조달해야 했다. 이와 같은 자금조달 방식은 기업의 자금 수요를 충족시킬 수 없었다. 따라서 생산발전의 수요와 자금부족의 모순을 해결하기 위해 직접적인 자금조달방식의 개혁의 필요성이 대두되었고 이로써 증권시장이 점차 발전되었다. 이처럼 주식시장의 형성 및 발전은 국유기업의 자금조달을 위해 서비스를 제공하는 것을 목적으로 하였기 때문에 이러한 취지에서 발전된 자본시장은 상장폐지제도에 관한 이론적 준비가 전혀 되지 않은 상태였다.[23]

이 시기 공포된 법 규정으로는 주로 국무원에서 공포한 행정법규 및 각 부서에서 공포한 부문 규장이 있다.

국무원은 1993년 4월 22일에 <주식발행과 거래관리 잠행조례(股票發行與交易管理暫行條例)>(이하 “1993년 국무원 조례”라 함)를 공포하였다. 이 조례는 증권시장을 규제하는 최고 효력의 법률문건이다. 1993년 국무원 조례는 주식발행 및 증권거래소에서의 거래에 대해 명확히 규정하였다. 하지만 이에 해당하는 상장폐지제도를 규정하지 않았고, 거래정지, 거래종결 등과 같은 표현도 없었다. 상장폐지와 관련된 유일한 조항은 동 조례 제51조에 규정되어 있는데, 이에 따르면 공개매수기간 만료시 인수청약자가 보유하고 있는 주식의 수량이 대상회사 주식의 75%를 초과할 경우 해당 상대회사는 증권거래소에서의 거래를 종료해야 한다고 규정하였다[24].

---

23) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 177면.

1992년 심천 증권거래소에서 상장한 原野公司는 재무사기로 인해 거래 정지되었다. 하지만 어떻게 처리할지를 두고 많이 논의되었지만 결국 현지 정부가 나서 原野公司에 대한 구조조정을 추진하여 世紀星源의 이름으로 1994년 1월에서 다시 심천증권거래소에서 거래되기 시작하였다. 이는 중국 주식시장 발전사에서 행정적인 힘에 의해 상장지위가 유지된 선례이기도 하다.[25]

이 시기 중국 학계와 입법기관은 상장폐지제도에 대해 충분한 인식이 형성되지 않았으며, 그 표현 또한 매우 모호하였다. 따라서 이 시기는 중국 상장폐지제도의 맹아단계라고 할 수 있다.[26]

Ⅱ. 제2단계: 초기단계(1994년-2001년)

1. 1994년 <회사법>의 시행

이 시기에는 중국 <회사법>과 <증권법>이 출범되면서 상장폐지제도에 법적 근거가 마련되었다.

1994년 7월 <회사법>이 발효되면서 처음으로 법적으로 상장폐지기준과 상장폐지 결정권 관련 조문이 나타났다. 이는 상장폐지제도의 가장 기본적인 틀을 구축하였으며 상장폐지제도의 기초를 마련하였다. 구체적으로 보면 <회사법> 제157조는 거래정지에 대해 규정하였는데 "상장회사는 다음 사항의 하나에 속하는 경우, 국무원 증권관리감독부서에서 그 주식의 상장을 정지시킬 것을 결정한다. (1) 회사주식자본의 총액이나 주식 배분에 변화가 생겨 더 이상 상장여건을 갖추지 못한 회사, (2) 회사가 규정에 따라 재무현황을 공개하지 않거나 재무회계를 허위로 보고하고 기재한 경우, (3) 회사가 심각한 위법행위를 저질렀을 경우"라고 규정하였고, 제158조는 상장폐지에 관한 결정인데, 즉 "조사를 거쳐 상장회사가 제(2)항, 제(3)항과 같은 사항에 해당하는 경우가 있고, 그 정도가 심각할 경우 또는 제(1)항, 제(4)항의 상황이 발생하였을 경우 기한 내에 문제를 해결할 수

24) 股票發行與交易管理暫行條例 제51조 제2항.
25) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 177면.
26) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 179면.

없을 때 상장조건을 구비하지 못한 것으로 간주하며 국무원 증권관리감독부서에서 해당 주식의 상장폐지 결정을 한다. 회사가 결의에 따라 해산하고 행정주관부서에 의해 법률적인 책임을 물어 도산하거나 파산을 선고받을 경우 국무원 증권관리감독부서에서 해당 주식의 상장을 종료한다.”

이 시기의 상장폐지 관련 규정은 아래와 같은 특징이 있다. ① 증권거래소가 아닌 국무원 증권 관리감독부서에 상장폐지의 결정권을 부여하였다. ② 회사의 상황에 변화가 발생하여 상장조건에 부합하지 않을 경우 일정한 기간을 두고 해당 사유 소멸 시 기존의 상장자격을 그대로 유지할 수 있었다. ③ 회사에 심각한 규정 위반, 법률 위반 행위가 발생할 경우 거래정지, 조사, 상장폐지 이러한 절차를 거친다.

위 내용에서 볼 수 있다시피 1994년 회사법은 불명확한 부분이 많다. 우선 158조에는 “기한 내에 문제를 해결할 수 없을 때”의 “기한”에 대한 명확한 규정도 없었고, 또한 “그 정도가 심각할 경우”에서 어느 정도 심각해야 하는지에 대한 판단은 주관적인 재량에 따른 것으로 그 판단결과에 있어서 객관성과 공정성이 떨어질 수 있다. 이와 같이 1994년 회사법은 상장폐지제도의 법적인 틀을 구축한 데 있어서 매우 획기적인 의의가 있지만 지나치게 원칙적이고 그에 따른 세부규정도 없으므로 시행가능성이 매우 떨어진다. 사실상 1994년 회사법이 시행된 후 7년 동안 효과적으로 시행되지 못했으며 결국에는 “서면상의 법률”로 밖에 존재할 수 없었다.

물론 이러한 제도적인 결함은 당시의 입법배경과 밀접히 연관되어 있다. 해당 법률이 제정된 당시 중국의 자본시장은 방금 설립되었으며 상장폐지문제가 특별히 드러나지 않았고 이에 관한 실무경험도 없었다. 따라서 상장폐지제도에 대한 관심을 불러일으키지 못했다.[27]

2. 1999년 <증권법>의 시행

그 뒤로 1999년에 <증권법>이 공포, 시행되었다. 이는 중국의 첫 <증권법>이며 중국 자본시장의 기본법이다. 5년 간격을 두고 제정된 법률이

27) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 181면.

지만 상장폐지제도의 실질적인 발전은 없었다. 1999년 <증권법>의 상장폐지 관련 규정은 1994년 <회사법>에 대한 단순한 반복이며, 유일한 발전이라면 증권거래소에서 국무원 증권관리감독기구의 수권 하에 거래정지, 상장폐지 또는 채권상장에 대한 규정을 제정할 수 있다고 규정하였다. 따라서 1999년에 시행된 증권법은 상장폐지제도의 발전에 별로 큰 의미가 없다.[28]

3. <주식상장규칙>의 시행

1998년 1월 1일, 상해 증권거래소와 심천 증권거래소는 처음으로 <주식상장규칙>을 공포, 시행하였다. 하지만 내용상 1994년 회사법에 대한 중복일 뿐 시행가능성도 높지 않았다. 구체적인 내용은 아래와 같다. <심천증권거래소 주식상장규칙>[29] 제10.1조, 제10.2조는 거래정지, 재상장, 상장폐지에 대해 규정하였다. 제10.1조는 거래정지에 대한 회사법 제157조와 동일한 내용을 규정하고 있고, "거래정지된 상장회사는 중국 증감위의 요구에 따라 회사상황을 개선하는 조치를 취해야 하며 상장여건을 구비한 후 증권거래소에 재상장신청을 제기해야 한다. 증권거래소는 3개 영업일 내에 의견을 제시하여 중국 증감위의 승인을 받은 후 해당 회사의 상장지위를 회복한다"라고 규정되었고 제10.2.1조는 "상장폐지란 회사법 제158조에서 규정한 경우를 말하며 중국 증감위에서 최종적으로 상장폐지여부를 결정한다."고 규정하였다. 1998년 규칙은 거래정지, 상장회복 및 상장폐지의 결정권은 모두 중국증감위에 속하며 증권거래소는 다만 중국 증감위의 결정을 집행하기만 하는 것으로 규정하였다. 또한 거래정지에 대한 경우만 열거하였고 상장폐지에 대한 규정은 여전히 모호하였다. 1994년 규칙이 시행된 후 중국 증권시장에서 처음으로 거래정지처분을 받은 회사가 나타났다. 蘇三山公司는 연속 3년 동안 재무적자를 기록하면서 1998년 9월 14일 거래 정지되었다.

---

28) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 182면.

29) <상해증권거래소 주식상장규칙>과 <심천증권거래소 주식상장규칙>의 내용이 거의 동일하기 때문에 편의상 <심천증권거래소 주식상장규칙>을 예로 설명한다.

2000년 5월에 상해 증권거래소와 심천 증권거래소는 1998년에 개정된 <주식상장규칙>에 대해 개정하였다. 이번 개정의 변화는 다음과 같다. 첫째, 회사법 제157조 거래정지 유형 중 연속 3년간 적자인 경우 거래정지 결정권이 증권거래소에 속한다고 규정하였고 기타 세 가지 유형에 의한 상장폐지 결정권은 여전히 중국 증감위에 속한다고 규정하였다. 둘째로 최근 3년간 연속 재무적자로 인해 거래 정지되는 유예기간을 3년으로 규정하였다. <심천증권거래소 주식상장규칙(2000년 개정)> 제10.1.11조는 최근 3년간 재무적자로 인해 거래정지된 회사는 3년 내에 흑자 전환시 증권거래소에 재상장신청을 제기할 수 있으며, 증권거래소는 신청일로부터 3일 내에 의견을 제시하여 중국 증감위의 승인을 받은 후 회사의 상장지위를 회복시킨다고 규정하였다. 이러한 규정에서 볼 수 있듯이 상장 폐지에는 6년의 기간이 소요되었다.[30] 하지만 이러한 법조문은 단지 상장폐지의 근거조항으로 되었을 뿐 시행가능성은 여전히 낮았다. 또한 이 시기가 중국증권시장발전에 초기단계이기 때문에 상장기준에 미달로 인해 상장 폐지된 회사는 없었다.[31]

4. 특별처리(ST)제도와 특별양도(PT)제도

(1) 특별처리제도

상장기준에 미치지 못하는 회사가 속출함과 더불어 자본시장의 건전한 발전을 위해 중국 증감위는 1998년 3월 16일에 <상장회사 상황 이상기간 주식에 대한 특별처리방식에 대한 통지(關于上市公司狀況異常期間的股票特別處理方式的通知)>에서 과도기적인 조치를 취했다. 즉 연속 2년간 결손을 본 회사에 대하여 거래소에서 특별처리제도를 실행한다고 규정하였다.[32] 특별처리제도는 “ST”로 표기하며 Special Treatment의 약칭이다.

특별처리란 상장회사의 재무상황 또는 기타 이상 상황이 발생하여 투자

30) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 184면.
31) 周世峰, 中國上市公司退市制度的發展及其影向分析, 淸華大學 碩士學位論文, 2004, 11면.
32) 倪勇, 中國股票市場退出機制硏究, 復旦大學, 博士學位論文, 2005, 40면.

자가 회사의 미래에 대해 판단하기 어려워 투자자에게 피해를 줄 경우 증권거래소에서 주식거래에 대해 특별처리를 진행하는 것을 말한다. 재무상황 이상이란 1. 감사보고서에 의해 직전 연속 2개 회계연도 결손을 본 경우, 2. 직전 회계연도 주당 순자산이 주식 액면가보다 낮은 경우, 3. 직전 회계연도 재무제표에 대하여 의견거절 또는 부정적 의견을 표명한 경우, 4. 직전 회계연도의 자본이 자본금보다 적은 경우, 5. 직전 회계연도 감사를 거친 재무제표에서 직전 연도 이익을 조정하여 연속 2개 회계연도 결손을 본 경우, 6. 증권거래소 또는 중국 증감위에 의해 재무이상으로 판단된 경우를 말한다. 특별처리 내용에는 특별처리에 대한 공고, 특별처리 주식의 등락폭 5%, 주식 앞에 ST 표기, 전문 지면을 통해 특별처리 주식에 대한 매일 동향 기재 등 내용을 포함한다.

1998년 4월 28일 遼物資成은 첫 ST 상장회사로 되었으며, 그 뒤를 이어 그 한해만 해도 23개의 회사의 주식 앞에 ST 표기가 붙었다.[33]

한편, 한국에도 이와 유사하게 관리종목지정이란 것이 있는데 관리종목지정은 상장회사의 영업실적 악화 등으로 기업부실이 심화되거나 유동성 부족 또는 기업지배구조 등이 취약하여 상장폐지 우려가 있다고 판단되는 경우 사전예고단계로서 투자자의 주의를 환기시키기 위한 조치이다.[34]

(2) 특별양도제도

1999년에 들어서 일부 ST 상장회사가 연속 2년간 결손을 본 상태에서 세 번째 해에도 계속하여 결손을 보았다. 이러한 상황에서 증권시장의 거래질서를 수호하고 투자자의 합법적인 권리를 보호하기 위해 1999년 6월 16일에 <주식 거래정지 관련 사항의 처리원칙(股票暫停上市相關事項的處理規則)>이 발표되면서 과도기 조치인 특별양도제도가 시행되었다.

특별양도제도는 “PT”로 표기하며 Particular Transfer의 약칭이다. 상장회사가 연속 3년 결손을 본 경우 거래소는 해당 주식에 대해 거래정지결정을 내리는데 거래정지 기간 동안 거래소는 투자자들에게 특별양도 서비

33) 倪勇, 앞의 논문(주32), 41면.
34) 송지영 현대한국자본시장론, 2014년 8월, 청목출판사, 140면.

스를 제공한다.

특별양도제도는 다음과 같은 내용이 포함된다. (1) 회사 주식 앞에 “PT”로 표기한다. (2) 주식은 매주 금요일에 양도하되 양도 가격은 직전 양도가격의 5%를 초과할 수 없으며 하락폭은 제한이 없다. (3) 양도정보는 거래시세에 반영되지 않으며 회사 주식은 지수의 계산에 포함되지 않으며 시장통계에 포함되지 않는다.

특별양도제도가 도입된 취지는 중국 자본시장이 발전 초기단계에 있고 투자자의 투자이념이 확립되지 않았기에 시장에 경고신호를 보냄으로써 투자자들을 보호하기 위한데 있고 또한 회사 경영자들에게 실적 개선의 기회를 제공하기 위한 것이었다. 물론 특별양도제도가 시장의 유동성이 강화되었고 직접적인 상장폐지로 인한 사회에 대해 충격과 시장 압력이 완화되기도 했지만 전반적으로 볼 때 그 효과는 이상적이지 못했다. 특별처리제도가 실시된 후 시장에는 PT회사가 점점 많아졌으며 상장폐지문제도 점점 더 심각해졌다. 또한 유통시장에서 PT 주식은 투기대상으로 되어 나쁜 분위기가 조성되었다. 특별양도제도는 사실상 상장폐지를 기피함에 있어서 편의를 제공하였다.[35]

이와 같이 특별처리제도와 특별양도제도는 그 실제 시행 과정에 중국 주식시장이 발달되지 않은 이유로 본연의 역할을 제대로 발휘하지 못하였으며 자본시장이 우승열패의 기본원칙에 부합되지 않고 상장회사의 전반적인 수준에 부정적인 영향을 미치기도 하였다. 또한 유통시장에서 상장회사와 기관투자자들이 주가를 조종하는 도구로 되었다. 특히 일부 특별처리주식과 특별양도주식은 긴급구조조정 등 원인으로 주가가 폭등하기도 했다. 이러한 현상 때문에 감독당국은 특별처리제도와 특별양도제도와 관련하여 등락폭 제한, 거래정지 기간 연장 등 여러 차례의 개정을 진행했지만 상장폐지 시스템이 갖추어지지 않았기 때문에 상장기준에 미달한 회사도 결국에 자본시장에 남아있을 수밖에 없었으며 이러한 회사는 투자할 가치가 크지 않고 투기성이 강하기 때문에 사실상 위 두 가지 제도가 큰 역할을 발휘했다고 보기는 어렵다.[36]

---

35) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 187면.
36) 周世峰, 앞의 논문(주31) 14면.

Ⅲ. 제3단계: 실행 및 발전단계(2001년-2012년)

21세기 초, 상해증권거래소와 심천 증권거래소에 상장한 회사의 숫자는 1,100개를 초과하였다. 적자상태인 상장회사의 수가 날로 늘어나면서 상장폐지제도에 대한 시장의 요구도 날이 갈수록 높아졌다. 이러한 배경에서 본격적으로 상장폐지제도에 대해 다루기 시작하였다.

2001년 2월 22일에 중국 증감위는 <결손상장회사 거래정지 및 상장폐지 시행방법(亏損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法)>를 공포하여 상장폐지제도에 관한 상세하고 시행가능성이 높은 조문을 마련하였다. 이에 따라 상해 증권거래소와 심천증권거래소에서 상장폐지제도를 일부 보완하였고, 이 제도에 따라 2001년 4월 23일에 상해증권거래소에 상장한 水仙公司가 중국에서 처음으로 상장폐지가 되었다.[37] 이는 중국의 상장폐지제도가 전면적으로 시작되었음을 의미하기도 한다. 그 뒤에 2002년에 개정된 <결손상장회사 거래정지 및 상장폐지 시행방법(亏損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法)>에 의해 상장폐지 결정권이 증권거래소에 속하게 되었고 특별양도제도는 폐지되었다. 2004년의 개정을 통해 상장폐지 후 주식은 주식양도대리시스템(代瓣股份轉讓系統)에 의해서 거래될 수 있다고 규정함으로써 상장 폐지된 후의 주식거래와 투자자권리보호에 관한 제도가 마련되었다.[38]

2004년 1월에 국무원은 <자본시장 개혁개방과 안정적 발전 추진에 관한 일부 의견(關于推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見)>("국9조"라 함) 제5조에서 자본시장 퇴출 체제를 개선, 보완하고 효과적인 조치를 통해 다층차자본시장체계를 구축하며 상장회사 고급관리임원의 책임을 추궁하는 메커니즘을 마련하여 투자자의 권리를 보호할 것을 규정하였다. 이러한 규정은 중국 상장폐지제도를 건전히 하고 상장회사의 전체 수준을 향상하는 데 중요한 의의가 있다.[39]

2003년 5월 8일부터 <상장폐지 위험이 있는 회사에 대한 리스크 강화

---

37) 賀立杰, 建立完善有效的上市公司退市制度, 中國證券期貨, 2013년 1월호, 17면.
38) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 196면.
39) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 199면.

관련 문제에 관한 통지(關于對存在股票終止上市風險的公司加强風險警示等有關問題的通知)>를 집행하기 시작하여 상장폐지위험이 있는 주식에 대하여 상장폐지 위험이 있음을 경고하는 특별처리방식을 시행하였다. 이는 특별처리제도의 특수한 경우로 "*ST"로 표기한다. 2004년에 개정된 <주식상장규칙(股票上市規則)>에도 위 내용이 규정되었다. 이에 따라 특별처리제도는 상장폐지 위험에 대한 경고인 *ST와 기타 위험에 대한 경고인 ST로 구분되었다.

이후 2005년의 <회사법>과 <증권법> 개정은 사회주의 경제체제가 가진 한계점을 극복하고 각국의 법제와 조화를 이루고자 하는 시도에서 나온 것이었다. 그중 <회사법>의 상장폐지 관련 내용은 삭제되었고 <증권법>에서 내용을 일부 보완하였다. 전체적으로 볼 때 2006년의 개정된 <회사법>과 <증권법>은 중국에서 상장폐지제도가 새로운 단계에 들어섰음을 의미하기도 한다. 우선 상장폐지 기준에서 기존에 연속 3년 결손 시 상장 폐지한다는 기간을 4년으로 변경하였고 또한 법률 차원에서 정식으로 상장폐지 결정권을 증권거래소에 부여하였으며 상장폐지 기준 관련 제정권도 일부 부여하였다.[40] 또한 1998년 1월 1일에 상해 증권거래소와 심천 증권거래소가 처음으로 공표, 시행한 <주식상장규칙>에 대하여 2001년부터 2008년까지 총 5차례 개정하면서 상장폐지제도에 관한 규정을 보완, 발전시켰다.

또한 2009년 10월 23일에 차스닥이 출범하면서 <창업판 상장폐지제도 보완방안>이 시행되었다. 유가증권시장과 비교해 볼 때 차스닥시장의 상장폐지기준은 회사의 지속적인 경영능력에 관한 지표를 추가하였고 직접적인 상장폐지와 쾌속적인 상장폐지 조치를 추가하였다.

Ⅳ. 제4단계: 완성단계(2012년-현재)

심천증권거래소는 2012년 4월에 <차스닥 주식상장규칙>을 개정하면서 차스닥 상장폐지제도를 정식으로 실시하였다. 차스닥 상장폐지제도의 실

40) 邱永紅, 앞의 논문(주4), 200면.

시는 차스닥시장의 발전에 있어서 매우 획기적인 의미가 있다.

2012년 6월 투자자의 적법한 권리를 보호하기 위해 상장폐지제도를 개혁하고 보완하는 작업이 시작되었으며 상장폐지제도의 보완과 시행가능성 보장을 위해 상해, 심천 두 증권거래소는 상장폐지의 실무경험 및 기존에 발견된 문제를 바탕으로 새로운 상장폐지제도를 출범시켰다. 2012년 상해증권거래소는 <상해증권거래소주식상장규칙(上海證券交易所股票上市規則)>을 개정하였고 <상해 증권거래소 상장폐지제도 보완에 관한 방안(關于完善上海證券交易所上市公司退市制度的方案)>을 제시하였고 심천 증권거래소는 <심천 증권거래소 주식상장규칙(深圳證券交易所股票上市規則)> 개정본과 <심천 증권거래소 창업판주식상장규칙(深圳證券交易所創業板股票上市規則)> 개정본을 시행하였다. 위와 같은 규정들은 순자산 기준, 매출액 기준 등 상장폐지 기준을 추가하여 기존의 상장폐지기준의 단일성과 모호성 문제를 해결하였고 과학적인 재상장절차를 마련하였으며 상장폐지 위험 경고보드와 상장폐지처리보드를 설립하여 상장폐지 위험이 있는 회사의 주식은 상장폐지위험 경고보드에서 거래되고 상장폐지가 결정된 회사의 주식은 상장폐지정리보드에서 양도할 수 있도록 하였다. 또한 상장폐지 회사의 주식이 양도될 수 있도록 제도를 마련하기도 했다.[41] 한국의 경우도 상장폐지가 결정이 된 종목은 투자자에게 최종매매기회를 주기 위해 7일 동안 정리매매를 할 수 있도록 한 후에 상장폐지하고 있다.[42]

중국 증감위는 2014년 10월에 <회사상장폐지제도 개혁, 보완 및 엄격한 실시에 관한 일부 의견(關于改革完善幷嚴格實施上市公司退市制度的若干意見)>(이하 “2014년 의견”)을 발표하여 같은 해 11월 16일부터 시행하였다. 2014년 의견에서는 중국 상장폐지제도 개선에 관한 구체적인 방안을 제시하였으며 특히 중소투자자를 보호하는 것은 상장폐지제도를 설계함에 있어서 가장 중요한 부분이라고 강조하였다. 2014년 의견에 따라 상해 증권거래소와 심천 증권거래소는 각각 <상해증권거래소 주식상장규칙(2014년 개정)>, <심천증권거래소 주식상장규칙(2014년 개정)>, <심천증권거래소 차스닥 주식상장규칙(2014년 개정)>을 공포 및 시행하였다.

---

41) 李曦, 淺析我國證券市場中上市公司的退市制度, 西北大學 碩士學位論文, 2014, 10면.
42) 송지영, 앞의 책(주34), 140면.

제3절 중국 상장폐지제도의 실행효과

이하에서는 상장폐지기업의 수, 상장폐지율, 상장폐지원인 및 자진상장폐지에 대한 통계적 분석을 통하여 중국 상장폐지제도의 실행효과를 분석해 보도록 하겠다.

Ⅰ. 상장폐지기업수 및 상장폐지율

2001년에 첫 상장폐지 사례가 나온 이후부터 2014년 말까지 총 85개의 상장회사가 상장폐지 되었다. 그 중에서 47개 회사가 강제상장폐지 되었고 38개는 자진상장폐지 하였다.

<표 1> 2001-2014 상해 및 심천거래소 상장폐지 현황

연도	상장폐지 기업수			상장회사수[43]	상장폐지 비율
	상해거래소[44]	심천거래소[45]	합계		
2001년	1	2	3	1160	0.26%
2002년	1	6	7	1224	0.57%
2003년	2	2	4	1287	0.31%
2004년	4	6	10	1377	0.72%
2005년	7	5	12	1381	0.87%
2006년	4	7	11	1434	0.77%
2007년	7	3	10	1550	0.65%
2008년	2	0	2	1625	0.12%
2009년	3	3	6	1718	0.35%
2010년	4	0	4	2063	0.19%
2011년	2	1	3	2342	0.13%
2012년	3	1	4	2494	0.16%
2013년	2	5	7	2489	0.28%
2014년	0	2	2	2613	0.08%
합계	42	43	85	-	-

이와 대조적으로 미국은 세계에서 가장 발달한 주식시장을 가지고 있으며 동시에 상장폐지제도 또한 매우 발달되어 있다. 현재, 미국 뉴욕거래소 및 나스닥에 상장되어 있는 상장회사의 수는 비교적 안정적인 수준을 유지하고 있는바, 뉴욕거래소에는 약 2,300여개의 상장회사가 상장되어 있고 나스닥에는 약 2,600여개의 상장회사가 상장되어 있다. 최근 매년 뉴욕거래소에 신규 상장되는 기업과 상장폐지 되는 기업은 약 100~200여개 정도를 유지하고 있으므로 상장회사의 합계는 변화가 크지 않다. 반면에, 나스닥에서 상장폐지 되는 기업은 매년 약 200~300여개에 달하지만 신규 상장되는 기업은 약 100~200여개에 지나지 않으므로 나스닥 상장회사의 수는 감소하는 추세를 나타내고 있다.[46] 도쿄증권거래소의 2014년말 기준 총 3468개의 상장회사가 있으며, 2013년에는 75개의 회사가 신규상장하여 64개의 회사가 상장폐지되었고, 2014년에는 90개의 회사가 신규상장하여 42개의 회사가 상장폐지되었다[47]. 한국거래소의 경우 2014년말 기준 총 1911개의 상장회사가 있으며, 2013년에 79개의 회사가 신규상장하여 51개의 회사가 상장폐지되었고 2014년에는 107개의 회사가 신규상장하여 39개의 회사가 상장폐지되었다[48].

Ⅱ. 상장폐지 원인분석

중국 상장기업이 상장폐지 되는 원인을 분석해 본 결과 강제상장폐지원인으로는 순이익요건 미달, 정기보고서 미제출 등이 있고 자진상장폐지원인으로는 흡수합병, 폐쇄기업화, 주식교환 등이 있다. 초기에는 순이익요건 미달로 인해 상장폐지 되는 것이 대부분이었으나 최근에는 흡수합병에

43) 中國證券監督管理委員會, 2014 中國證券監督管理委員會年報, 中國財政經濟出版社, 2015. 14면.
44) 상해증권거래소 상장폐지기업수량 통계.
http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/name/ 2015. 7. 24. 최종 방문.
45) 심천증권거래소 상장폐지기업수량 통계
http://www.szse.cn/main/marketdata/jypz/ztzzssgs/ 2015. 7. 24. 최종 방문.
46) 馮科, 李剛, 앞의 논문(주2), 75면.
47) 일본증권거래소 수치 통계.
http://www.jpx.co.jp/listing/stocks/delisted/index.html 2015. 7. 24. 최종 방문.
48) 한국거래소 수치 통계.
http://www.krx.co.kr/m6/m6_1/m6_1_1/JHPKOR06001_01.jsp 2015. 7. 24. 최종 방문.

의하여 상장폐지 되는 것이 주원인으로 보인다. 허위공시, 불법행위 등 원인으로 상장폐지 된 사례를 발견할 수 없었는데 중국 상장폐지제도의 집행에 문제가 있지 않을까 하는 의문을 가지게 된다.[49]

<표 2> 2001-2014 상해 및 심천거래소 상장폐지 원인 분석표[50]

연도	상장폐지 원인	
	강제상장폐지	자진상장폐지
2001년	3	0
2002년	7	0
2003년	4	0
2004년	8	2
2005년	12	0
2006년	4	7
2007년	6	4
2008년	0	2
2009년	1	5
2010년	0	4
2011년	0	3
2012년	0	4
2013년	2	5
2014년	0	2
합계	47	38

Ⅲ. 자진상장폐지

2004년까지는 자진하여 상장폐지를 하는 상황은 거의 찾아볼 수 없었으나, 2004년부터 국유기업의 지분구조개혁을 계기로 국유기업의 자진상장

49) 馮科, 李剛, 앞의 논문(주2), 77면.
50) 馮科, 李剛, 앞의 논문(주2), 78면.

폐지가 한동안 붐을 이루었다. <표 4> 및 <표 5>에서 보는 바와 같이, 상해증권거래소의 경우 자진상장폐지한 회사는 총 21개이고, 그중 18개 회사는 피흡수합병, 2개 회사는 공개매수, 1개 회사는 해산에 의해 자진상장폐지되였다. 심천증권거래소의 경우 자진상장폐지한 회사는 총 17개이고, 그중 7개 회사는 피흡수합병, 7개 회사는 공개매수에 의해 상장폐지되였고, 3개 상장회사는 기타 거래소에 상장하기 위해 자진상장폐지되였다.

<표 3> 상해증권거래소 자진상장폐지 상황[51]

순번	회사명	상장폐지원인	상장폐지일자
1	華聯商廈	피흡수합병	2004년 11월
2	齊魯石化	공개매수	2006년 04월
3	山東鋁業	피흡수합병	2007년 04월
4	蘭州鋁業	피흡수합병	2007년 04월
5	包頭鋁業	피흡수합병	2007년 12월
6	東方鍋爐	공개매수	2008년 03월
7	上電股份	피흡수합병	2008년 11월
8	新湖創業	피흡수합병	2009년 08월
9	邯鄲鋼鐵	피흡수합병	2009년 12월
10	承德釩鈦	피흡수합병	2009년 12월
11	上海航空	피흡수합병	2010년 1월
12	上實醫藥	피흡수합병	2010년 02월
13	中西藥業	피흡수합병	2010년 02월
14	東北高速公路	해산	2010년 02월
15	太行水泥	피흡수합병	2011년 02월
16	百聯股份	피흡수합병	2011년 08월
17	萊鋼股份	피흡수합병	2012년 02월
18	路橋建設	피흡수합병	2012년 03월

51) 상해증권거래소 자진상장폐지수량 통계 http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/name/ 2015.7.24. 최종 방문.

19	廣汽長豐	피흡수합병	2012년 03월
20	天方藥業	피흡수합병	2013년 07월
21	東南發電	피흡수합병	2013년 11월

<표 4> 심천증권거래소 자진상장폐지 상황[52)]

순번	회사명	상장폐지원인	상장폐지일자
1	TCL通訊	피흡수합병	2004년 01월
2	錦州石化	공개매수	2006년 01월
3	遼河石油	공개매수	2006년 01월
4	吉林化工	공개매수	2006년 02월
5	揚子石化	공개매수	2006년 04월
6	石油大明	공개매수	2006년 04월
7	中原油氣	공개매수	2006년 04월
8	S湘火炬	피흡수합병	2007년 04월
9	長城股份	피흡수합병	2009년 05월
10	攀渝鈦業	피흡수합병	2009년 05월
11	鹽湖股份	피흡수합병	2011년 03월
12	中集集團B	기타 거래소 상장	2012년 12월
13	白雲山	피흡수합병	2013년 04월
14	金馬集團	공개매수	2013년 8월
15	美的股份	피흡수합병	2013년 9월
16	麗珠B	기타 거래소 상장	2014년 1월
17	萬科B	기타 거래소 상장	2014년 6월

중국의 경우, 2004년부터 비로소 자진상장폐지가 시작되었지만 발전된

52) 심천증권거래소 상장폐지기업수량 통계 http://www.szse.cn/main/marketdata/jypz/ztzzssgs/ 2015.7.24. 최종 방문.

기타 증권시장에 비하였을 때 자진상장폐지 수는 아직까지 현저히 낮은 수준이다. <표 6>을 보면 1998년부터 2002년까지 뉴욕증권거래소의 경우 전체 상장폐지 가운데서 자진상장폐지가 50% 이상을 유지하였으며, 나스닥시장도 50%에 근접하는 수준이었다.

<표 5> 뉴욕증권거래소와 나스닥의 강제상장폐지 및 자신상장폐지 통계[53)]

거래소	구분	2002년	2001년	2000년	1999년	1998년
뉴욕증권거래소	강제상장폐지	63	65	61	50	29
	자신상장폐지	82	148	225	204	180
	합계	145	213	286	254	209
	자진상장폐지 비율	56.55%	69.48%	78.67%	80.31%	86.12%
나스닥	강제상장폐지	280	390	240	440	489
	자진상장폐지	289	275	235	433	280
	합계	569	665	475	873	769
	자진상장폐지 비율	50.79%	41.35%	49.47%	49.60%	36.41%

53) 馮科, 李剛, 앞의 논문(주2), 76면.

제3장 중국 강제상장폐지요건의 문제점 및 개선방향

제1절 중국 강제상장폐지요건 현행 규정 및 문제점

Ⅰ. 중국 강제상장폐지요건 현행 규정

중국 상장회사의 상장폐지는 일반적으로 3단계로 진행이 되는데, 첫 단계는 상장폐지 리스크경고 단계이고, 두 번째 단계는 상장일시정지 단계이며, 마감 단계가 상장폐지단계이다. 1993년 <회사법>이 시행하기 전까지 상장회사에 대한 상장일시정지 및 상장폐지는 상해 및 심천증권거래에서 결정하고 증권감독위원회에 보고하여 승인을 받거나 등록만 하는 방법을 취하였으나, 1993년 <회사법>이 시행되면서 상장일시정지 및 상장폐지 결정권은 증권감독위원회에서 직접 행사하게 되었다. 1998년 <증권법>에서도 원칙상 증권감독위원회에 상장폐지 결정권이 있고, 필요한 경우 증권감독위원회에서 증권거래소에 상장폐지 권한을 위임할 수 있다고 규정하였다. 그러다가 2005년 증권법이 개정되면서 상장폐지 결정은 다시 증권거래소의 권한으로 정해졌다. 다만, 상장폐지 관련 당사자는 증권거래소의 상장폐지 결정에 불복하는 경우 증권감독위원회에 재심을 신청할 수 있다.

강제상장폐지의 요건에 대해서는 증권거래 관련 최상위 법률인 증권법에서 일부 기본적인 내용을 규정하고 있고, 구체적인 내용은 거래소에서 증권법에 근거하여 상장규칙에 정하고 있다.

1. 증권법상 관련 규정

(1) 상장일시정지

상장회사가 아래 사항 중의 하나에 해당되는 경우 증권거래소는 해당

주식의 거래를 일시정지 시킬 수 있다. ① 자본총액[54]이나 주식분포에 변화가 발생하여 상장요건을 충족시키지 못하는 경우, ② 재무상황을 공개하지 않거나 재무회계보고에 허위기재가 있는 경우, ③ 중대한 불법행위가 있는 경우, ④ 최근 3년 연속 적자인 경우, ⑤ 거래소 상장규칙에서 정한 기타 경우 등이다.[55]

(2) 상장폐지

상장회사가 아래 사항 중의 하나에 해당되는 경우 증권거래소는 해당 주식의 거래를 정지 시킬 수 있다. ① 자본총액이나 주식분포에 변화가 발생하여 상장요건을 충족시키지 못하고, 또한 증권거래소에서 부여한 기간 내에 상장요건을 충족시키지 못하는 경우, ② 재무상황을 공개하지 않거나 재무회계보고에 허위기재가 있으며, 시정을 거절하는 경우, ③ 최근 3년 연속 적자이고, 그 다음 연도에 흑자 전환하지 못한 경우, ④ 해산 또는 파산 선고를 받은 경우, ⑤ 거래소 상장규칙에서 정한 기타 경우 등이다.[56]

2. 거래소 상장규칙상 관련 규정

상해증권거래소와 심천증권거래소의 메인보드시장 상장폐지제도가 기본적으로 일치하므로 이하에서는 상해증권거래소를 예로 설명하겠다.

(1) 상장폐지 리스크경고 기준

거래소는 상장기업의 재무상황 또는 기타 상황에 이상이 발생하여 당해 기업의 주식이 상장폐지 될 우려가 있거나 투자자가 당해 기업의 전망을 판단할 수 없어 손해를 받을 우려가 있는 경우에 당해 기업의 주식거래에

54) <증권법> 제50조에 의하면, 상장기업의 자본총액은 3,000만 위안 이상이어야 한다.
55) <증권법> 제55조.
56) <증권법> 제56조.

리스크경고 조치를 취할 수 있다.[57]

리스크경고 조치는 상장폐지 리스크경고 조치와 기타 리스크경고 조치 두 가지로 나뉘게 되는데, 상장폐지 리스크경고 조치는 상장폐지의 우려가 있는 기업의 주식에 대하여 취하는 것이고 기타 리스크경고 조치는 상장폐지 우려 외에 기타 중대한 리스크가 존재할 경우에 취하게 된다. 상장폐지 리스크경고 조치를 취할 경우 당해 기업의 주식종목 앞에 "*ST"를 표기하고 기타 리스크경고 조치를 취하는 경우에는 "ST"를 표기하여 일반 주식과 구분하며,[58] 리스크경고 조치를 받은 주식은 "리스크경고시장"에서 거래되게 된다.[59]

<표 6> 상장폐지 리스크경고 기준[60]

요건	내용
순이익	최근 연속 2개 사업연도 순이익 적자인 경우
순자산	최근사업연도 순자산 마이너스인 경우
영업이익	최근사업연도 영업이익 1,000만위안 이하인 경우
감사의견	최근사업연도 감사의견이 의견거절 또는 부적정의견인 경우
회계처리	최근사업연도 재무제표에 중대한 회계오류 또는 허위기재가 있어 증권감독위원회로부터 시정명령을 받은 후 기한 내에 시정하지 않은 이유로 당해 기업의 주식이 2개월간 거래정지 된 경우
정기보고서	연도 또는 반기보고서 미공시로 당해 기업의 주식이 2개월간 거래정지 된 경우
주식분산	주식분산이 상장요건을 충족하지 못하여 1개월 내에 구제방안을 제출하였으나 거래소의 승인을 받지 못한 경우
주식 사기발행	- 주식 첫 공개발행 신청서 또는 공시 문서에 허위기재, 오해의 소지가 있는(誤導性) 진술 또는 중대한 누락이 존재하여 발행조건에 부합되지 않는 발행인이 발행인가를 받았거나 신주 발행가격에 실질적인 영향을 미치게 됨으로 인하여 증권

57) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 13.1.1.
58) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 13.1.2.
59) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 13.1.4.
60) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 13.2.1.

	감독위원회의 행정처분을 받았거나 - 주식 사기 발행 혐의로 사건이 경찰에 이송된 경우
중대한 정보 공시의무위반	- 중대한 정보의 불법공시로 증권감독관리위원회 행정처분을 받았거나 - 불법공시, 중요정보의 미공시로 사건이 경찰에 이송된 경우
강제해산	강제해산의 우려가 있는 경우
구조조정/화의/파산	법원이 당해 기업의 구조조정, 화의 또는 파산신청을 수리한 경우
기타	거래소에서 인정하는 기타 경우

(2) 상장일시정지기준

상장일시정지 조치는 대부분의 경우 상장폐지 리스크경고 조치를 취한 후 일정한 기간 내에 해소하지 못할 경우에 내려지게 된다. 다만, 자본총액요건을 충족시키지 못할 경우에는 상장폐지 리스크경고 단계를 거치지 않고 직접 상장일시정지 조치를 취하게 된다.

<표 7> 상장일시정지기준[61)]

요건	내용
순이익	리스크경고 조치 후 최근사업연도 순이익 적자인 경우
순자산	리스크경고 조치 후 최근사업연도 순자산 마이너스인 경우
영업이익	리스크경고 조치 후 최근사업연도 영업이익 1,000만 위안 미만
감사의견	리스크경고 조치 후 최근사업연도 감사의견이 의견거절 또는 부적정의견인 경우
회계처리	리스크경고 조치 후 2개월 내에 재무제표를 요구에 따라 수정하지 않은 경우
정기보고서	리스크경고 조치 후 2개월 내에 연도 또는 반기보고서 미공시
자본총액	상장요건을 충족시키지 못하는 경우
주식분산	주식분산 상장요건을 충족하지 못하여 거래정지 된 후, 1개월

61) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.1.1.

	내에 구제방안을 거래소에 제출하지 않았거나 제출한 구제방안이 거래소의 승인을 받지 못하였거나 또는 주식분산요건으로 리스크경고 조치를 받은 후 6개월 내에 여전히 주식분산 상장요건을 충족시키지 못한 경우
증권 사기발행	주식 사기 발행으로 시장일시정지 조치 후 30거래일 만료
중대한 정보 공시의무위반	- 중대한 정보의 미공시로 증권감독위원회의 행정처분을 받았거나 - 불법공시, 중요정보의 미공시로 사건이 경찰에 이송된 경우
기타	거래소에서 상장폐지 위험이 존재한다고 인정하는 기타 경우

(3) 상장폐지기준

상장일시정지 조치를 취한 후 상장기업이 상장일시정지요건을 해소한 경우에는 거래소에 재상장을 요청할 수 있다. 상장요건에 부합되어 거래소에서 재상장을 승인할 경우 당해 기업은 거래소에 다시 상장되게 되는 반면, 일정한 기한 내에 재상장신청을 하지 않을 경우 또는 상장요건을 충족시키지 못하여 거래소에서 당해 기업의 재상장신청을 승인하지 않을 경우에는 상장폐지절차가 개시 되게 된다.

다수의 상장폐지 조치 역시 상장일시정지 조치 후 일정한 기간 내에 해소하지 못할 경우에 내려지게 된다. 다만, 상장일시정지기준에 비하여 거래량 및 주주수 요건이 추가되었는데 거래량 및 주주수 요건을 충족시키지 못할 경우에는 상장일시정지 단계를 거치지 않고 직접 상장폐지절차를 개시하게 된다.

<표 8> 상장폐지기준[62]

요건	내용
순이익	시장일시정지 조치 후 최근사업연도 순이익 적자인 경우
순자산	시장일시정지 조치 후 최근사업연도 순자산 마이너스인 경우

62) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.1.

영업이익	시장일시정지 조치 후 최근사업연도 영업이익 1,000만 위안 미만
감사의견	시장일시정지 조치 후 최근사업연도 감사의견이 의견거절 또는 부적정의견인 경우
연말보고 공시	- 순이익/순자산/영업이익/감사의견으로 시장일시정지 조치 후 기한 내에 최근사업연도보고서를 공시하지 않은 경우 또는 - 연도보고서를 공시하였으나 5거래일 내에 상장회복 신청을 하지 않은 경우
회계처리	- 시장일시정지 조치 후 6개월 이내에 재무제표를 요구에 따라 수정하지 않은 경우 또는 - 재무제표를 수정하였으나 5거래일 내에 상장회복 신청을 하지 않은 경우
정기보고서	- 시장일시정지 조치 후 2개월 내에 연도 또는 반기보고서를 공시하지 않았거나 또는 - 공시 후 5거래일 내에 상장회복 신청을 하지 않은 경우
거래량/주가	- A주식만 상장하였을 경우, 연속 120거래일 누적 거래량 500만주 미만 또는 연속 20거래일 주식 종가 액면 미만 - B주식만 상장하였을 경우, 연속 120거래일 누적 거래량 100만주 미만 또는 연속 20거래일 주식 종가 액면 미만 - A, B주식을 동시에 상장하였을 경우, 동시에 위 거래량/주가 요건을 충족시키지 못하는 경우
주주수	연속 20거래일 평균 주주수가 2,000명 미만(거래정지일 제외)
자본총액	- 자본총액요건을 충족시키지 못하였고, 거래소가 지정한 기한 내에도 상장요건을 충족시키지 못한 경우 또는 - 지정한 기간 내에 자본총액요건을 충족시켰으나 5거래일 내에 상장회복 신청을 하지 않은 경우
주식분산	- 시장일시정지 조치 후 6개월 내에 주식분산 상장요건을 충족시키지 못한 경우 또는 - 주식분산요건을 충족시켰으나 5거래일 내에 상장회복 신청을 하지 않은 경우
강제해산	법에 의하여 강제해산 된 경우
파산	법원의 파산선고를 받은 경우
증권	- 시장일시정지 조치 후 기한 내에 상장회복하지 못한 경우

사기발행	또는 - 증권 사기발행으로 상장일시정지 조치를 받은 후 상장일시조치 철회 사유가 발생하였으나 5거래일 내에 상장회복 신청을 하지 않은 경우
중대한 정보 공시의무위반	- 시장일시정지 조치 후 기한 내에 상장회복하지 못한 경우 또는 - 공시의무위반으로 상장일시정지 조치를 받은 후 상장일시조치 철회 사유가 발생하였으나 5거래일 내에 상장회복 신청을 하지 않은 경우
상장회복신청	- 상장회복 신청이 수리되지 않은 경우 - 상장회복 신청이 승인 받지 못한 경우
기타	거래소에서 인정하는 기타 경우

Ⅱ. 중국 강제상장폐지요건의 문제점

1. 정성적 요건의 부실

중국의 강제상장폐지제도는 정량적 요건을 중심으로 운영되고 있다. 정량적 요건의 경우 감사보고서를 기준으로 계량적으로 평가하기 때문에 주관적인 판단이 배제되어 객관성을 확보할 수 있으나 회피가 용이하다는 문제점을 갖고 있다.

주식시장에 상장된 기업은 기업공개를 통해 자금조달 능력의 증가, 주식가치의 공정한 결정, 각종 법률상의 혜택 등 비상장기업에 비해 상당한 경영상의 이점이 있기 때문에 대부분의 상장회사들은 상장을 지속적으로 유지하고자 하는 의지가 있다. 그 결과 실질적인 기업 내용은 상장을 유지하기 어려운 상태임에도 불구하고, 각종 편법을 동원하여 정량적인 상장폐지요건을 피하는 방법으로 부당하게 상장을 유지하는 사례가 빈번하게 발생하고 있다. 이와 같이 상장폐지를 부당하게 피해가는 사례들은 상장폐지 규정 및 적용이 모두 정량적 요건에만 치우쳐 있었기 때문에 가능한 측면이 크다. 밖으로 드러나는 정량적 요건에만 부합한다면 상장폐지

를 피할 수 있다 보니 비정상적 방법을 동원하여 숫자를 조작하는 기업이 빈번히 나타났으며, 투자자들에게 막대한 피해를 입혔음에도 불구하고 상장폐지가 이루어지지 않는 문제에 대한 지적도 끊이지 않았다.[63]

또한, 상장회사의 상장폐지가 대부분 정량적 요건에 따라 결정되고 있어 기업의 회생가능성을 적절히 고려하지 못하고 있으며, 불복소송 제기 등 상장폐지의 신뢰성 저하가 우려된다. 일부기업의 경우 경영개선 등 기업 실질내용에 변화가 없는 형식적 자구행위만으로 반복적으로 퇴출을 모면하는 사례도 다소 발생하고 있다.

2. 정량적 요건의 문제점

이하에서는 요건별로 문제점을 살펴하도록 하겠다.

(1) 순이익요건

1) 상장규칙상 규정

순이익요건은 연속적자 요건이라고도 하는데, 중국에서 상장회사들이 상장폐지 되는 원인 중에서 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 상장기업은 연속 2개 사업연도 순이익이 적자인 경우에 상장폐지 리스크경고 조치를 받게 되고, 조치 후 다음 사업연도에도 적자인 경우에는 상장일시정지 되며, 상장일시정지 된 후에도 계속하여 순이익이 적자가 되면 상장폐지기준에 해당되어 상장폐지 절차가 개시된다. 다시 말하면, 상장기업은 4개 사업연도 연속적자인 경우에 상장폐지 될 수 있는 것이다.

2) 순이익요건의 문제점

순이익은 경상이익과 특별이익을 포함하는 개념이다. 경상이익은 영업

63) 박홍조, 지현미, 상장폐지 실질심사 제도 시행이 회계정도의 신뢰성에 미치는 영향, 세무와회계저널 제11권 제4호, 2010, 254면.

이익에 영업외수익(수입이자 및 할인료 등)을 가산하고 영업외비용(지급이자 및 할인료 등)을 공제하여 계산하는 것으로 일정 기간의 경상적 수입과 지출의 차액을 말하며, 일시적으로 발생하는 특별이익 등은 포함하지 않기 때문에 기업의 재무실태를 파악할 수 있다. 반면에, 특별이익은 영업활동과 관계없이 비경상적으로 발생하는 수익으로 영업외 수익에 포함되지 않은 임시거액의 유형자산처분이익, 투자자산처분이익과 자산수중이익, 채무면제이익, 보험차익 등이 이에 속한다.

한편 순이익에 경상이익과 특별이익이 포함되기 때문에, 상장기업에게 상장폐지요건을 회피할 수 있는 가능성을 열어주게 되었다. 왜냐하면, 상장기업은 일상적인 영업활동에서 적자가 발생하였을 경우에 즉, 영업이익이 적자가 되었을 경우에 특별이익의 확대를 통하여 당기순이익의 흑자를 실현할 수 있기 때문이다. 또한 순이익요건은 외부감독기관이 상장회사의 회계정책에 대한 선택이 합리적인지 여부에 대하여 판단하기 어렵다는 점을 이용하여 상장회사는 자신에게 유리한 회계정책을 선택하는 방법을 통하여 기업의 이익을 조정함으로써 회피할 수 있다.[64] 이런 이유로 미국의 회계학 학자 James Ohlson은 일찍 1980년에 발표한 연구논문에서 “상장회사의 연속 2년 적자와 상장회사의 장기적 가치의 하락 사이에는 현저한 관련이 없다”고 하였다. 그는 “상장회사가 과거 2년 동안 연속 적자였다는 점과 상장회사의 가치하락이나 파산 가능성 사이에는 관련성이 크지 않다”는 점을 강조하였다.[65]

중국 증권시장에서 순이익요건에 의한 상장폐지는 도입당시의 목적을 달성하지 못하는 실정이다. 순이익요건에 대한 회피법을 중국에서는 “212 조정법”이라고 부른다. 즉, 연속 2년 손실을 입은 후에 다시 1년간 박리를 취하고 이렇게 지속적으로 순환하게 되면 상장폐지가 되지 않는다는 것이다.[66] 많은 부실 상장회사들은 회계이익의 조정을 통하여 중요한 시점에 흑자전환을 실현함으로써 상장폐지의 위험에서 벗어나고 있다. ST星美, ST華龍, ST珠峰, ST太光, ST聯華, ST博信 이 밖에도 많은 회사들은 회

64) 翟浩, 앞의 논문(주9), 67면.
65) James. A. Ohlson, Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy, Journal of Accounting Reserarch, Vol. 18, No.1, Spring, 1980. p.109-112
66) 이향빈, 앞의 논문(주18),126면.

계이익 조정, 예를 들면 비경상적 손익 조정을 통해 흑자전환을 실현하여 순이익 요건 미달로 인한 상장폐지위험을 모면하였다.

(2) 주가요건

1) 상장규칙상 규정

주가요건 즉, “연속 20거래일 주식 종가 액면 미만” 요건은 2012년 상해증권거래소 주식상장규칙 수정 시에 신규 추가된 상장폐지요건이다.

2) 주가요건의 문제점

주가수준미달에 의한 상장폐지는 기타 상장폐지요건과 마찬가지로 상장회사의 재무내용, 기업지배구조 등 기업투명성 등이 부실하여 더 이상 다수의 투자자 사이에서 거래대상으로 인정하지 않는 것으로 시장의 건전성을 제고하고, 잠재적인 다수의 투자자를 보호하기 위해서 마련된 요건이다. 다만, 대주주가 실질적으로 상장폐지를 원하고 있는 상태에서 이 요건을 악용하여 상장폐지를 방임함으로써 실질적으로 소수주주의 권익이 부당하게 침해되는 경우가 발생될 수 있다.[67] 주가수준미달에 의한 상장폐지의 요건은 주가가 일정한 기간 동안에 상장폐지요건에서 정한 기준에 미달하기만 하면 다른 요건은 필요 없이 상장폐지가 될 수 있도록 되어 있다. 하지만 이 외에 추가적인 요건이 없기 때문에 다른 목적이나 의도하에 상장기업을 비상장기업으로 만들기 위한 수단으로 이용될 여지가 있다.[68]

(3) 영업이익요건

영업이익요건에서는 1,000만 위안에 특수관계자거래를 포함해야 하는지

67) 김승열, 주가수준미달에 의한 상장폐지에 대한 소고, 성균관법학 제19권 제2호, 2007, 425면.
68) 김승열, 위의 논문, 441면.

여부에 대하여 명확한 설명이 없다. 만약, 영업이익에 특수관계인과의 거래를 포함할 경우에 회피가능성이 높아진다.[69]

(4) 기업지배구조요건 부재

상장요건에 사외이사, 감사위원회 등 기업지배구조에 관한 요구가 있는 반면에 상장폐지요건에는 기업지배구조에 관한 기준이 존재하지 않는다. 상장폐지요건과 상장요건이 대칭되는 개념이기 때문에 요건항목에 있어서도 기본적으로 상장요건과 대칭이 되어야 할 것이다[70] 따라서 사외이사, 감사위원회 등 기업지배구조에 관한 상장요건이 있으면 이에 관한 상장폐지요건도 있어야 한다. 즉, 기업지배구조가 상장요건의 기준에 도달하지 못하면 당연히 상장폐지 되어야 한다. 또한 건전한 지배구조는 회사운영, 이익창출, 투자자보호 등에 대해서 중요한 의미가 있다. 따라서 기업지배구조가 상장요건에 부합하지 않는 것을 상장폐지요건에 포함시켜 상장회사에게 지배구조를 개선할 동기와 건전한 지배구조를 유지할 압력을 가할 필요가 있다.[71]

3. 상장폐지의 회피를 조장하는 문제점

앞서 설명한 ST星美, ST華龍 등 회사가 회계이익 조정을 통해 상장폐지를 회피하려는 것처럼 중국의 경우 많은 상장회사들은 갖은 수단과 방법을 다하여 상장자격을 유지하려고 하는 경향이 있다. 그 주요원인은 아래와 같은 몇 가지가 있다.

(1) 주식발행제도

주식발행에 있어서 한국이 등록제를 시행하고 있는 것과 달리, 현행 중

69) 王慧, 我國股票退市制度缺陷及完善對策, 金融經濟, 2015, 98면.
70) 劉讓武, 創業板退市制度硏究, 碩士學位論文, 湖南大學, 2008, 31면.
71) 이향빈, 앞의 논문(주18), 114면.

국 증권법 제10조에 따르면 중국에서 증권을 공개발행하려면 반드시 법률, 행정법규가 규정한 조건에 부합되어야 하며 국무원 증권관리감독기관 또는 국무원에서 수권한 부서의 심사비준을 받아야 한다. 법에 따라 심사비준을 받지 않을 경우 어떤 조직이나 개인이든 증권을 공개발행할 수 없다. 심사제 하에서 기업이 상장하려면 일련의 복잡한 절차를 거쳐야 하고 오랜 시간이 소요된다. 또한 상장자격의 최종 취득은 산업정책, 상장금액, 시장수요 및 각 지역, 업계이익의 균형 등 여러 가지 요소의 영향을 받으므로 상장 자체가 매우 어려운 일이다. 이러한 체제하에서 많은 상장요건에 부합되는 기업들이 증권거래시장에 상장되지 못하고 있고 반면에 많은 부실기업들은 상장된 후 갖은 방법으로 상장폐지를 회피하면서 증권시장에서 퇴출되지 않고 장기적으로 머물러 있는 상황이다.

사실상 위와 같이 부실기업이 상장폐지를 회피하려는 문제는 상장폐지제도의 실현에 영향을 미칠 뿐만 아니라 자원의 낭비가 발생되기도 한다. 성숙된 자본시장에서는 경영실적이 양호한 상장회사가 더 많은 자금을 이용할 수 있고 경영상황이 좋지 않은 회사는 증권시장에서 퇴출된다. 즉 우승열패의 기능이 작동함으로써 자원의 최적화 배분이 가능해 진다. 이와 반대로, 상장폐지제도가 제대로 작동하지 못하고 있는 시장에서는 부실기업의 퇴출이 이루어지지 않아 자원의 낭비가 발생하게 된다.

(2) 쉘(shell)의 가치 과대평가

앞서 설명한 바와 같이 중국의 주식발행 심사제, 산업정책, 각 지역, 업계 간의 이익문제, 시장수요 등 이유로 중국 기업은 애초에 상장하면서 상당한 시간과 금전을 소모하게 된다. 이외에도 상장자격을 유지하고자 하는 또 하나의 유인은 상장을 통해 자금조달이 쉬워지고 각종 법률적 혜택을 받는 등 비상장기업에 비해 경영상의 이점을 누릴 수 있기 때문이다. 따라서 상장회사의 자원은 상대적으로 희소한 자원인 반면에 많은 기업들은 상장을 통해 자금조달 및 기타 경영상의 이점을 누리고자 한다. 이 같은 상황에서 비상장회사의 입장에서는 복잡한 상장절차를 통해 상장하는 것보다는 실적이 저조한 쉘을 이용하여 우회상장하는 방식을 택하는

것이 보다 효율적이다. 쉘이란 상장회사의 자격을 보유하고 있지만 경영 실적이 부실하고 심지어 이미 거래가 정지된 상장회사를 말한다. 이와 같이 쉘을 통해 우회상장할 경우 비용을 절감할 수 있기 때문에 쉘에 대한 시장 수요가 매우 많으며 그 가치 또한 과대평가되고 있다. 이는 상장회사가 상장폐지를 회피하는 또 하나의 유인이다.

(3) 지방보호주의

쉘(shell)자원의 희소성 등으로 인해 회사는 가급적 상장지위를 유지하려고 애쓰고 지방정부 또한 실적을 강화하기 위해 상장회사의 상장폐지를 막으려고 하는 것이 현실이다. 중국 상장폐지제도에는 많은 결함이 있고 선진국의 성숙한 증권시장에 미치지 못하기는 하지만 전체적인 짜임은 비교적 완벽한 편이다. 만약 엄격히 시행된다면 상장회사의 수준을 유지시키는 효과를 발휘할 수 있다. 하지만 현재 중국의 상장회사의 상장폐지제도는 엄격히 시행되고 있지 않다. 왜냐하면 법률적인 집행이 손익관계가 있는 자들과 연관이 있기 때문이다. 결국 그 때문에 집행기관은 상장폐지제도를 과감하게 시행하지 못할 수밖에 없다.

상장회사는 자금조달기능을 이용해 지역의 재정을 부풀릴 수 있으며 현지 정부를 위해 실질적인 문제를 해결해 줄 수 있다. 또한 지방정부도 지역의 상장회사 수량을 그 지역의 경제발전의 지표로 보며, 정치적인 실적의 표현이라 생각한다. 상장회사가 일단 상장폐지 되면 현지 정부의 이익에 반하게 될 뿐만 아니라 수많은 투자자와 직결된 문제이기 때문에 사회적인 문제도 발생하게 된다. 그렇기 때문에 현지의 상장회사가 상장폐지 기준이 되더라도 지방정부는 자신의 이익을 보호하기 위하여 “지방보호주의”를 시행하여 거대한 정부행정권력으로 구조조정을 거쳐 회사의 상장폐지를 만회한다.[72]

72) 이향빈, 앞의 논문(주18), 52면.

제2절 외국의 강제상장폐지요건

Ⅰ. 미국 뉴욕증권거래소

미국에는 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange, NYSE), 나스닥(NASDAQ, NASD), 미국증권거래소(American Stock Exchange, AMEX) 3대 증권거래소가 있다. 그 중에서도 뉴욕증권거래소의 규모가 가장 크다. 뉴욕증권거래소의 상장유지 및 폐지에 관한 내용은 NYSE Listed Company Manual Sections 801-804 에 규정되어 있으며, 상장폐지는 일정한 상장폐지요건에 해당되면 자동적으로 상장폐지 되는 것이 아니라 상장유지요건을 규정하고 있고 상장유지요건을 충족시키지 못할 경우에 뉴욕증권거래소가 SEC에 상장폐지요구서를 제출함으로써 상장폐지절차를 개시할 수 있으며 최종적인 상장폐지결정은 SEC에서 하게 된다.

<표 9> 뉴욕증권거래소 상장유지요건[73]

요건	내용
주식분산정도	- 주주수 400명 미만, 또는 - 주주수 1,200명 미만, 12개월 평균거래량이 10만주 미만, 또는 - 유통주식수 60만주 미만
자기자본 및 시가총액	- 30거래일 연속 평균 시가총액 5,000만 달러 미만, 및 자기자본 5,000만 달러 미만, 또는 - 30거래일 연속 평균 시가총액 15,000만 달러 미만
주가	- 30거래일 연속 평균종가가 1달러 미만
기타	- 영업자산이나 영업부문의 현저한 축소 - 파산선고 또는 청산 - 증권의 가치가 없다는 당국의 조언을 받는 경우 - 증권등록의 무효화

73) NYSE Listed Company Manual Sections 802.

	- 대리권 모집에 실패 - 거래소와의 계약 사항을 위반 - 주식전체의 상환, 주식매수 등의 행위가 있는 경우 - 공공의 이익에 반하는 행위 - 감사위원회 활동이 거래소의 기준에 부합하지 않는 경우 - 시의적절하고 충분하고 정확한 공시를 하지 못하는 경우 - 실적 및 재무상태 보고에 있어 양호한 회계실무를 지키지 못하는 경우 - 공공정책에 반하는 행위 - 재무상태나 영업상태가 불건전한 경우 - 최근 감사의견 한정의견, 부적정의견, 의견거절 또는 적정의견(계속기업의문) - 채무초과 또는 자금을 충분하게 조달하지 못하는 경우 - 판매 가격 또는 거래규모가 비정상적으로 낮은 경우 - 지분 증권 환매에 대한 회사 자금의 부당한 사용 - 상장 계약 위반 - 거래소에 의해 기타 증권 거래 및 상장에 부적절한 상황이 존재한다고 인정되는 경우

뉴욕증권거래소에는 상장유지와 관련하여 양적요건 외에 기업의 계속성이 문제되거나, 기업지배구조 등 상장기업의 의무를 충족하지 못하는 경우에 대한 상장폐지요건 들이 존재한다.[74]

Ⅱ. 일본 도쿄증권거래소

도쿄증권거래소는 1부시장과 2부시장으로 구성되어 있다. 1부시장의 신규 상장은 2부 상장을 원칙으로 하며, 상장 후 주식의 유동성이 매우 높을 것으로 기대되는 기업은 1부시장에 직상장이 가능하다. 1부시장은 2부시장 보다 엄격한 상장주식수, 시가총액 및 주주 수 등 요건의 충족을 요

74) 김진희, 세계 주요 주식거래소의 상장 및 퇴출 제도에 관한 연구, 사회과학논문집 제27권 제1호, 2009, 211면.

구하며 기업의 계속성 및 수익성, 경영의 건전성, 공시의 적정성, 자회사의 독립성 등을 질적요건으로 규정하고 있다.[75]

됴쿄증권거래소의 상장폐지요건은 1부시장, 2부시장 구분 없이 적용하고 있다. 1부시장에서 2부시장에로의 상장이전 요건이 존재하기 때문에 1부 상장종목은 상장폐지요건을 적용받기 이전에 2부시장으로 이전하는 경우가 더 많으며 상장요건에 비해 현저히 낮은 요건을 부과하고 있다. 상장요건과 달리 자본잠식, 거래량요건이 부과되고 있고, 계속적인 영업이 불가능한 사건이 발생할 때에도 상장폐지심사에 들어가게 된다.[76]

<표 10> 도쿄증권거래소 상장폐지요건[77][78]

요건	내용
주주수량	400인 미만
유통주식수	2,000단위 미만(유예기간 1년)
유통주식시가총액	5억엔 미만(유예기간 1년)
유통주식비율	5% 미만
시가총액	10억엔 미만인 경우(유예기간 9개월) 상장주식수에 2를 곱한 수치 미만인 경우(유예기간 3개월)
채무초과	채무초과상태가 1년 이상 지속될 경우
거래량	최근 1년간의 월평균 거래량이 10단위 미만, 또는 3개월간 거래가 이루어지지 않은 경우
기타	은행거래정지, 파산·회생절차, 영업활동 중단, 부적절한 합병, 지배주주와의 거래 건전성 훼손, 유가증권보고서 및 연도보고서 제출지연, 허위기재, 상장규칙 위반, 주주권리 부적절한 제한, 완전소유 자회사로 변경, 주권예탁 철회, 사회적대적세력의 참여, 기타(사회공공이익 및 투자자보호)

75) 김진희, 앞의 논문(주74), 216면.
76) 김진희, 앞의 논문(주74), 221면.
77) 有価証券上場規程第６０１條.
78) 有価証券上場規程施行規則第６０1條.

Ⅲ. 한국증권거래소 유가증권시장

유가증권시장 상장폐지기준은 관리종목지정기준과 상장폐지기준으로 이원화하여 적용하고 있다.[79]

1. 관리종목지정기준

유가증권시장에서의 상장기업이 영업실적 악화 등으로 부실이 심화되거나, 발행주식의 유동성이 부족한 경우 또는 기업지배구조 미구축 등으로 상장폐지기준에 해당할 가능성이 높은 경우 관리종목으로 지정된다. 이러한 관리종목 지정제도는 상장폐지기준에 해당할 우려가 있는 법인을 관리종목으로 지정하고 공시하여 투자자에게는 투자판단에 있어 주의를 환기하고, 당해 법인에게는 일정한 경과기간을 부여하여 관리종목 지정사유를 해소하도록 함으로써 조속한 정상화를 촉진하기 위한 제도이다.[80] 구체적인 관리종목지정기준은 <표 12>과 같다.

<표 11> 한국 유가증권시장 관리종목지정기준[81]

요건	내용
정기보고서	- 사업보고서 미제출 - 반기•분기보고서 미제출
감사의견	- 감사보고서상 감사의견이 감사범위 제한에 따른 한정인 경우 - 반기 검토보고서상 검토의견이 부적정 또는 의견거절인 경우
자본잠식	최근사업연도 사업보고서상 자본금 50% 이상 잠식
주식분산	- 최근사업연도 사업보고서상 일반주주수 200명 미만 - 최근사업연도 사업보고서상 일반주주 지분율 10% 미만. 다만, 200만주 이상인 경우 해당되지 않는 것으로 간주
거래량	반기 월평균거래량이 반기말 현재 유동주식수의 1% 미만
지배구조	- 사외이사수가 이사 총수의 1/4 미만 등(자산총액 2조원 이상

79) 송지영, 앞의 책(주34), 141면.
80) 김진희, 앞의 논문(주74), 225면.
81) 유가증권시장 상장규정 제47조.

	법인의 경우 사외이사 3인 이상, 이사 총수의 과반수 미충족) - 감사위원회 미설치 또는 사외이사수가 감사위원의 2/3미만 등 (자산총액 2조원 이상 법인만 해당)
공시의무 위반	- 최근 1년간 공시의무위반 누계벌점 15점 이상 - 불성실공시법인이 개선계획서 미제출 - 공시책임자/공시담당자 교체 요구 불응
매출액	최근사업연도 50억원 미만(지주회사의 경우 연결매출액 기준)
주가/시가총액	- 주가가 액면가의 20% 미달 30일간 지속 - 시총 50억원 미달 30일간 지속
회생절차	회생절차 개시신청
파산신청	파산신청

2. 상장폐지기준

상장법인의 기업내용에 중대한 변화가 발생하여 당해 증권을 계속 상장시킬 경우 투자자에게 커다란 손실이 발생하거나 유가증권시장의 신뢰에 해가 된다고 판단될 경우 상장폐지 조치를 취하게 되는데[82], 상장기업이 관리종목으로 지정된 이후 일정기간동안 지정사유를 해소하지 못하여 상장폐지기준에 해당되는 경우에 상장폐지절차에 들어가게 된다. 상장폐지요건은 상장기업의 재무구조, 기업지배구조 등 기업투명성 등이 부실하여 더 이상 다수의 투자자간 거래대상으로 인정하지 않는 것으로서 시장의 건전성을 제고하고 잠재적인 다수의 투자자를 보호하기 위한 조치이다. 유가증권시장의 상장폐지요건은 부실기업, 공개기업으로서의 의무를 다하지 못하는 경우, 유동성기준 등이 투자대상 주권으로서 부적합한 경우, 당연 상장폐지 사유 등으로 구성된다.[83]

82) 송지영, 앞의 책(주34), 140면.
83) 김진희, 앞의 논문(주74), 226면.

<표 12> 한국 유가증권시장 상장폐지기준[84)]

요건	내용
정기보고서	- 사업보고서 미제출로 관리종목지정 후 법정제출기한부터 10일 이내 - 반기•분기보고서 미제출로 관리종목지정 후 사업•반기•분기 보고서 미제출
감사의견	- 감사보고서상 감사의견이 부적정 또는 의견거절인 경우 - 2년 연속 감사의견이 감사범위 제한에 따른 한정인 경우
자본잠식	- 최근사업연도 사업보고서상 자본금 전액 잠식 - 자본금 50% 이상 잠식 2년 연속
주식분산	- 최근사업연도 사업보고서상 일반주주수 200명 미만 2년 연속 - 최근사업연도 사업보고서상 일반주주 지분율 10% 미만 2년 연속. 다만, 200만주 이상인 경우 해당되지 않는 것으로 간주
거래량	2반기 연속 월평균거래량이 반기말 현재 유동주식수의 1% 미만
지배구조	2년 연속 사외이사수 미달 또는 감사위원회 미설치 등
공시의무 위반	- 관리종목지정 후 최근 1년간 공시의무위반 누계벌점 15점 이상 - 공시책임자/공시담당자 교체 요구 불응 - 관리종목지정 후 고의, 중과실로 공시의무 위반(상장적격성 실질심사)
매출액	2년 연속 매출액 50억원 미만
주가/시가총액	관리종목지정 후 90일 이내 관리지정사유 미해소
회생절차	- 회생절차기각, 취소, 불인가 등 - 기업의 계속성 등 상장법인으로서의 적격성이 인정되지 않는 경우(상장적격성 실질심사)
파산신청	- 법원의 파산선고 결정
기타 즉시퇴출 사유	- 최종부도 또는 은행거래정지 - 법률에 따른 해산사유 발생 - 주식양도에 제한을 두는 경우 - 당해법인이 지주회사의 완전자회사가 되고 지주회사의 주권이 신규 상장되는 경우 - 우회상장시 우회상장 기준 위반

84) 유가증권시장 상장규정 제48조.

상장적격성 실질심사	- 주된 영업이 정지된 경우(분기 매출액 5억원 미달) - 주권의 상장 또는 상장폐지와 관련한 제출서류의 내용 중 중요한 사항의 허위기재 또는 누락내용이 투자자보호를 위하여 중요하다고 판단되는 경우 - 기업의 계속성, 경영의 투명성, 기타 공익과 투자자보호 등을 종합적으로 고려하여 상장폐지가 필요하다고 인정되는 경우(유상증자나 분할 등이 상장폐지요건을 회피하기 위한 것으로 인정되는 경우, 당해 법인에게 상당한 규모의 재무적 손실을 가져올 것으로 인정되는 횡령•배임 등과 관련된 공시가 있거나 사실 등이 확인된 경우, 외감법 제13조제3항(분식회계)의 중대한 위반이 확인된 경우, 주된 영업이 정지된 경우, 자본잠식에 따른 상장폐지기준에 해당된 법인이 자구감사보고서를 제출하여 상장폐지사유를 해소한 경우, 거래소가 투자자보호를 위해 상장폐지가 필요하다고 인정하는 경우)

3. 상장폐지 실질심사제도

코스닥시장은 1997년 개설된 이후 2000년 활황기를 거쳐 중소벤처기업의 자금조달창구로서 기능을 훌륭히 수행하여 세계적으로 성공한 시장으로 발전하였다. 그러나 최근 일부 기업의 횡령, 배임, 분식회계 등 불건전 행위가 다수 발생하고, 정량적 상장폐지기준의 한계로 인하여 부실기업들이 교묘하게 상장폐지기준을 회피하여 우량기업을 포함한 전체 코스닥시장 상장법인의 기업이미지 저하, 투기적 머니게임 시장으로 인식 등 시장 개설 이후 최대의 위기에 봉착하게 되었다. 이에 기업의 실질을 종합적으로 판단하여 부적격기업을 퇴출시킬 필요성이 강하게 대두됨에 따라 2007년 이후 관련제도의 연구가 본격적으로 검토되어 소위 '상장폐지실질심사제도'를 도입하게 되었다.[85] 상장폐지 실질심사제도의 도입취지는 기업경영의 계속성, 투명성, 투자자보호에 중대한 영향을 미치는 사실이 발생하면 구체적인 내용, 영향 등을 종합적으로 고려하여 기업의 상장적격성을

85) 김정수, 자본시장법원론 제2판, 서울파이낸스앤로그룹, 2014, 621-622면.

심사하고 필요한 경우 개선기간을 부여하여 기업의 회생을 지원하기 위함이다.[86] 아래에서는 유가증권시장의 실질심사제도에 대하여 살펴보도록 하겠다.

(1) 실질심사대상

거래소는 실질심사대상에 해당하는 상장회사에 대하여 상장적격성 실질심사를 실시하여 기업의 계속성, 경영의 투명성, 그 밖에 공익 실현과 투자자 보호 등을 종합적으로 고려하여 필요하다고 인정하는 경우에 해당 상장회사를 상장폐지하게 된다. 유가증권시장 상장폐지 실질심사대상 선정기준은 아래 <표 14>와 같다.

<표 13> 유가권시장 상장폐지 실질심사 대상 선정기준[87]

구분	기준
회생절차	회생절차 개시신청으로 관리종목으로 지정된 상태에서 법원의 회생절차개시신청 기각, 회생절차개시결정 취소, 회생계획 불인가, 회생절차폐지의 결정 등이 있는 경우
공시의무위반	- 공시의무 위반으로 관리종목으로 지정된 상태에서 불성실공시에 따른 누계벌점이 최근 1년간 15점 이상 추가된 경우 - 기업경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대하여 고의나 중과실로 공시의무를 위반하여 불성실공시법인으로 지정된 경우
허위기재	상장 또는 상장폐지 심사 과정에서 제출한 서류에 투자자보호와 관련하여 중요한 사항이 거짓으로 적혀있거나 빠져있는 사실이 발견된 경우
상장폐지회피	- 유상증자, 분할 등이 상장폐지를 회피하기 위한 것으로 인정되는 경우 - 매출액 미달 사유로 관리종목으로 지정된 이후 임의적·일시적 매출을 통해 매출액 미달 관련 상장폐지 사유를 해소한 것

86) 박상훈, 상장폐지 기업의 이익조정 형태와 상장폐지 실질심사제도가 이익조정에 미치는 영향, 박사학위논문, 한성대학교, 2014, 36면.
87) 유가증권시장 상장규정 제48조 제2항 및 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제50조.

	으로 인정되는 경우
횡령·배임	상당한 규모의 횡령·배임 등과 관련된 공시가 있거나 검찰 기소 등을 통해 확인된 경우
회계기준위반	- 사업보고서, 사업보고서의 정정 및 증권선물위원회의 감리결과 등을 통하여 회계처리기준 위반사실이 확인되고, 해당 위반내용을 반영할 경우 상장폐지 사유에 해당하는 경우 - 회계처리기준 위반으로 금융위원회 또는 증권선물위원회가 검찰 고발·통보의 조치를 의결하거나 검찰이 직접 기소한 사실이 확인된 경우
주된 영업의 정지	다음 각 목의 어느 하나에 해당하여 실질적으로 영업을 영위하기 어려운 경우 - 주된 영업의 생산 및 판매활동이 중단되는 경우 - 주된 영업과 관련한 면허가 취소 또는 반납되는 경우 - 주된 영업이 양도되거나 분할 또는 분할합병 등에 따라 이전되는 경우 - 분기별 매출액이 5억원 미만인 경우 - 외국지주회사가 자회사 지분의 전부를 매각하거나 일부를 매각하여 해당 자회사가 외국지주회사 자회사 지위를 상실하게 되는 경우 - 그 밖에 거래소가 인정하는 경우
자본잠식	자본잠식으로 장폐지 사유에 해당된 보통주권 상장법인이 사업보고서의 법정 제출기한까지 세칙으로 정하는 감사보고서를 제출하여 그 사유를 해소한 사실이 확인되는 경우
기타	공익 실현과 투자자 보호를 위하여 상장폐지가 필요하다고 인정되는 경우

(2) 실질심사기준

거래소는 유가증권시장 상장적격성 실질심사지침을 제정하여 상장적격성 실질심사기준을 구체적으로 제시하고 있다.

<표 14> 상장적격성 실질심사기준[88]

심사기준	심사항목
1. 영업, 재무상황 등 기업경영의 계속성	
① 영업의 지속성	
매출의 지속 가능성	- 영업활동의 지속적 악화로 인한 매출의 계속성 여부 - 영업활동 개선 계획으로 인한 매출 회복 가능성 - 매출액 미달로 관리종목에 지정된 기업이 일시적인 상품매출로 인한 퇴출기준 회피여부 등
수익성 회복 가능성	- 영업활동의 현저한 악화로 발생한 손실규모 및 향후 손실 지속여부 - 영업외손실이 당기순손익에서 차지하는 비중 및 추가 감액 등 손실발생 가능성 - 비경상적 이익 발생으로 일시적 수익성 회복 여부 등
② 재무상태 건전성	
재무상태 취약 여부	- 차입금 규모, 만기구조, 상환계획 등을 고려한 채무불이행이나 부도발생 가능성 - 자본잠식이 있는 경우 잠식의 정도, 자본잠식의 해소 가능성 - 자본잠식 해소를 위한 유상증자 등 자구의 반복성 여부 - 자구행위를 통해 조달된 자금의 성격 및 시설투자·운영자금등 기업경영을 위해 자금이 사용되었는지 여부 등
경영진의 불법행위에 의한 재무상태 악화 여부	- 횡령·배임 등이 재무상태에 미치는 영향 - 횡령·배임 등의 발생금액에 대한 구상권 행사 및 회수 가능성 - 분식회계가 재무상태에 미치는 영향 등
우발채무의 실현으로 재무상태 악화 여부	- 최대주주 및 경영진에 대한 지급보증, 담보제공 등 우발채무의 실현으로 인한 재무상태에 대한

88) 유가증권시장 상장적격성 실질심사지침 [별표 2] 상장적격성 실질심사기준.

	영향 - 경영권분쟁 등 기업경영에 중대한 영향을 미치는 소송이나 불법행위로 인해 재무상태에 미치는 영향 등
2. 지배구조, 내부통제제도, 공시체제 등 경영투명성	
① 지배구조의 중대한 훼손 여부	
최대주주 및 경영진의 불법행위 여부	- 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 관련여부 - 횡령·배임 금액의 정도 - 최대주주 및 경영진의 조직적인 분식회계 관여 여부 등
경영의 안정성 위협 여부	- 최대주주의 빈번한 교체 및 경영권 분쟁 등으로 인한 경영 안정성 위협 여부 등
② 내부통제 제도의 중대한 훼손 여부 검토	- 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 등으로 인한 내부통제제도의 중대한 훼손 여부 - 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 등을 사전에 방지하기 위한 내부 통제장치 확립 및 운영 여부 등
③ 공시체계의 중대한 훼손 여부	
회계처리 투명성 여부	- 분식회계의 발생연도, 지속성, 규모 및 현재 재무상태에 미치는 영향을 고려한 위반행위의 중대성 여부 - 분식회계의 재발 방지 위한 내부회계관리제도 구축 여부 - 감사의견의 변경 내용 등
공시위반 행위의 악의·상습성 여부	- 공시위반 내용이 최대주주 변경 등 경영권 관련여부 - 제3자 배정증자 등 자금조달 관련여부 - 공시위반 내용이 타법인출자 등 자금유출 활동을 통한 추가적 횡령발생 가능성 여부 등
3. 기 타	
투자자 보호 및 증권시장의 건전한 발전 저해 여부	- 기업경영의 계속성 및 경영투명성에 준하는 사유로서 투자자 보호 및 증권시장의 건전한 발전 저해로 상장적격성 인정 곤란한 경우 등

제3절 중국 강제상장폐지요건에 대한 개선방안

Ⅰ. 정량적 요건에 대한 보완

1. 상장요건과 상장폐지요건의 대응

세계 주요 거래소의 경우 실질심사에 중점을 둔 포괄적 상장폐지제도를 운영하고 있는데 메인보드시장도 이를 고려해보는 것이 바람직하다. 뉴욕증권거래소와 런던증권거래소 모두 상장요건에 해당하는 항목을 보다 구체화 하여 퇴출요건에 적용하고 있다. 특히 뉴욕증권거래소는 상장요건과 거의 일대일 대응으로 퇴출요건을 구비하는데 여기서 실질심사에서 요구되는 다소의 사항도 구체적인 퇴출요건으로 반영된다. 런던증권거래소의 상장폐지기준은 뉴욕증권거래소와 동일하나, 구체적 수준은 낮게 설정되어 있다. 그리고 최종적으로 상장폐지결정에 이르기까지 실질심사 및 다양한 절차를 두어 가급적 기업의 입장을 고려하려 한다. 단지, “기타 거래소가 공정한 시장질서 유지에 필요하다고 판단하는 경우”와 같은 포괄적인 예외조항을 삽입함으로써, 예측치 못한 사건에 대한 상장폐지의 가능성을 열어두고 있다. 따라서 유가증권시장의 경우 상장폐지기준의 획일적 적용 및 실질적인 상장폐지심사제도의 미비로 회생 가능한 기업도 즉시 상장폐지 되고 있다. 따라서 실질적인 상장폐지심사제도 특히, 자구계획사의 실질적인 심사가 요구된다.[89]

2. 순이익요건에 대한 수정의견

순이익요건을 “누적적자” 또는 “자본잠식”요건으로 수정하는 것이 바람직하다. 앞에서 서술했듯이 순이익요건은 경상이익과 특별이익을 포함하는 것으로 특별이익을 발생시키는 것으로 회피가 가능하고, 또한 순이익요건은 기업이 연속 4년 순이익이 적자가 되어야만 상장폐지가 되는 것이므로 회계조정을 통하여 연속 2년 손실을 입은 후에 다시 1년간 약간의 순이익을 발생하는 것으로 회피가 용이하다는 문제점이 존재한다.

---

89) 김진희, 앞의 논문(주74), 232면.

누적적자를 상장폐지요건으로 적용할 경우 연속 적자 요건에 비하여 2가지 장점을 가지고 있다. 첫째, 상장회사가 이익을 조정하는 방식으로 상장폐지를 회피하는 것을 억제할 수 있다. 연속 적자 요건의 경우, 상장회사는 이익을 조정하여 2년 적자를 기록하다가 그 다음해에 약간의 흑자를 실현하는 방법으로 상장폐지의 회피가 가능하지만, 누적 적자의 경우에는 상장폐지 되는 시점을 일정 정도 지연시킬 수 있지만 궁극적으로는 회피가 불가능 할 것이다. 왜냐하면, 상장기업이 회계조정을 하더라도 수익 또는 비용을 앞당겨 또는 지연하여 인식하여도 최종적으로 누적 적자에 반영되기 때문이다. 둘째, 누적 적자 요건은 기업 경영의 실질에 중심을 둔 요건이다. 누적 적자 요건은 상장회사의 일정 기간 동안의 실적을 점검하는 것이므로 상장회사의 입장에서는 영업의 질을 개선하여 지속적인 수익창출능력을 갖추어야만 상장폐지 되는 국면을 도피할 수 있다.[90] 상장기업은 더 이상 2년 연속 적자를 내고, 그 다음해에 약간의 흑자를 내는 돌려막기로 빠져나갈 수 없을 것이다.

Ⅱ. 질적 요건에 의한 실질심사제도의 도입

1. 실질심사제도의 개념

상장폐지 실질심사제도는 정량적 상장폐지기준 뿐만 아니라, 기업경영의 계속성, 투명성, 투자자보호에 중대한 영향을 미칠만한 원인 행위가 발생하면, 기업의 재무내용, 경영현황 등 기업실질에 기초하여 상장적격성을 종합적으로 심사하는 제도이다. 이를 통하여 부실, 한계기업을 조기에 퇴출시킬 수 있게 된다.[91]

2. 입법례

한국의 경우, 일부 상장기업이 유상증자로 자본을 조달하여 상장폐지를 모면한 후, 이를 인수인에게 대여하는 등 가장납입, 현물출자대상에 대한

90) 翟浩, 앞의 논문(주9) 205면.
91) 김승열, 앞의 논문(주67), 2010,

과도한 평가, 회사분할 회계처리기준을 악용하여 상장폐지 회피를 목적으로 회사를 분할하거나 분식회계 등의 위법적인 방법을 동원하여 정량적 상장폐지요건을 회피하는 사례가 증가하고 공시의무위반, 횡령·배임 등 시장의 건전성을 훼손하는 불건전 행위가 증가함에 따라 더 이상 정량적 상장폐지요건의 강화만으로 한계가 있다고 보고 이를 개선하기 위하여 2009년부터 상장폐지 실질심사제도를 도입하여 시행하게 되었다.[92]

실증분석 결과에 의하면, 상장폐지 실질심사제도 시행 이후의 기간에 있어 시행 이전에 비해 재량적 발생액을 통한 이익조정이 유의적으로 감소하였다. 이는 상장폐지 실질심사제도 시행으로 인해 회계정보의 신뢰성이 더 높아졌다는 것을 의미한다. 상장폐지 실질심사제도의 시행이 회계정보의 투명성 및 신뢰성 제고에 긍정적인 영향을 미쳤으며 이를 통해 일반투자자 보호라는 궁극적인 목적을 효과적으로 달성하고 있으므로 정책적 정당성은 충분히 부여할 수 있다.[93]

3. 기대효과

상장폐지 실질심사제도는 회계정보의 투명성 및 신뢰성 측면에도 중요한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 회계처리기준 위반행위가 적발될 경우 실질심사 대상이 된다. 상장폐지 실질심사 제도가 시행되기 전에는 설사 분식회계가 적발된다 하더라도 기업의 상장여부와 직접적인 관련은 없었으나, 실질심사를 시행하게 되면 분식회계 적발이 곧바로 상장폐지로 이어질 위험을 부담하게 된다는 것을 의미한다. 따라서 대부분의 상장기업들은 상장을 유지하고자 하는 유인이 있으므로 상장폐지 실질심사제도의 시행이 상장기업의 회계 관행 및 회계정보의 신뢰성 제고에도 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다.[94]

상장폐지 실질심사 결과 상장폐지가 결정될 경우, 외부감사인이 부담해야 할 감사위험이 커지게 될 것이다. 따라서 이러한 감사위험을 회피하기

92) 박상훈, 앞의 논문(주86), 30면.
93) 박홍조, 지현미, 앞의 논문(주63), 272면.
94) 박홍조, 지현미, 앞의 논문(주63), 256면.

위하여 보다 강화된 외부감사절차를 수행할 것이며, 이로 인해 회계투명성에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다. 즉, 외부감사인의 입장에서도 부실한 외부감사 절차를 수행할 경우 상장폐지 실질심사를 통해 적발될 가능성이 높아졌기 때문에 실질심사 시행 이전에 비해 보다 강화된 외부감사 절차를 수행해야 할 필요성이 더욱 커졌다. 이러한 점은 상장폐지 실질심사 제도가 시행된 이후에 의견거절이나 부적정의견을 표명하는 사례가 과거에 비해 급격히 증가할 것이다.[95]

일률적인 상장폐지기준을 설정하여 이에 따라 상장기업의 폐지여부를 결정하는 현 퇴출제도를 개선하여 실질심사에 중점을 둔 포괄적 상장폐지 제도를 운영할 필요가 있다. 현재 상장폐지기준의 획일적 적용 및 실질적인 상장폐지심사제도의 미비로 회생 가능한 기업도 즉시 상장폐지 되고 있다. 따라서 실질적인 상장폐지심사제도 특히, 자구계획사의 실질적인 심사가 요구된다.[96]

Ⅲ. 정량적 요건 회피 문제에 대한 개선

1. 주식발행제도의 개혁

중국 상장폐지제도가 본연의 기능을 발휘하지 못하는 원인 중의 하나로 주식발행심사제를 들 수 있다. 주식발행시에 심사제를 실시함으로써 기업들의 상장이 매우 어렵게 되었고, 상장의 어려움으로 인하여 쉘의 가치가 매우 높게 평가되고 있는 상황이다. 이는 부실 상장기업에게 상장을 유지하는 동기를 부여해 주었고 상장기업은 갖은 방법을 동원하여 상장폐지요건을 회피하려 하고 있다. 그러므로 주식발행제도의 개혁은 상장폐지제도가 정상적으로 작동하는 데에 저항을 덜어줄 것이다.[97]

투자자가 투자를 결정할 때에는 증권발행 회사에 대한 정보를 근거로 투자 여부를 판단하게 되는바, 기업공개를 통하여 회사의 중요한 경영정

95) 박홍조, 지현미, 앞의 논문(주63), 262면.
96) 김진희, 앞의 논문(주74), 232면.
97) 馮科, 李剛, 앞의 논문(주2), 80면.

보를 공시함으로써 투자자는 투자에 대한 정확한 판단을 이끌어 낼 수 있게 된다. 그러나 투자자의 판단능력이 완전하지 않은 경우, 즉 발행인이 정보공개를 함에 있어 허위가 있거나 오해를 불러일으킬 만한 사항이 있을 경우에는 투자자의 지위가 공정하게 확보될 수가 없다. 이러한 경우를 예방하고자 관련 행정기관에서는 증권발행 전에 엄격하게 심사하고 심사내용을 근거로 하여 발행을 허가할 것인지의 여부를 결정하는데 이를 심사제라고 한다.[98]

심사제는 실질심사방식을 취하는바, 관련 행정기관은 발행신청한 회사의 자본규모와 기관 및 경영에 따른 수익상황 내지 발기인의 수, 주식인수비율 등 실질적인 요건이 일정한 기준에 도달하는지에 대하여 발행신청서류의 내용의 진위 여부를 확인하고 필요시 그에 대한 조사를 할 수 있다. 실질심사를 통한 발행의 심사에서는 증권에 대한 품질이 보증되고 발행인이 공개한 정보의 진실성이 보증된다.[99]

신주공개발행은 수많은 투자자들의 이익과 직결되는 문제일 뿐만 아니라 발행지역 나아가서 전 세계경제질서에도 영향을 미치기 때문에 각 나라는 모두 신주발행행위를 관리 감독한다.[100]

신주발행에 규제를 하는 방식은 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 하나는 규제당국이 부실한 투자대상이라고 판단하는 증권을 투자자들로부터 격리시키는 방식으로 내용규제(merit regulation)이라고 불린다. 다른 하나는 규제당국이 증권이 투자자의 투자대상으로서 적절한지 여부에 대해서는 간여하지 않고 증권정보가 투자자들에게 충분히 제공되는 것만을 담보하는 방식으로 공시규제(disclosure regulation)이라고 한다.[101]

공시규제는 내용규제에 비해 사적자치에 대한 간섭이 크지 않아 규제비용이 덜 들뿐 아니라 규제자의 자의가 개입될 여지도 적다는 장점을 가진다. 반면에 투자자가 공시된 정보를 검토하여 투자하고 그 결과에 대해서 스스로 책임을 지는 자기책임원칙이 정착되지 않은 풍토에서는 공시규제에만 의존하기는 어려운 면이 있다.[102]

---

98) 김명아, 중국 증권법 바로알기, 아담, 2009, 167면.
99) 김명아, 위의 책, 167면.
100) 范健, 王建文, 證券法, 法律出版社, 2010, 100면.
101) 김건식, 정순섭, 자본시장법, 두성사, 2013, 164면.

중국의 경우 현재 한창 주식발행 심사제를 심사제(審核制)에서 등록제(注冊制)로 개혁하고 있는데 전자는 실질적인 심사를 받는 것으로 내용규제에 해당하고 후자는 형식적인 심사만 받는 것으로 공시규제에 해당한다.

2013년 11월에 중국 정부는 <전면적 개혁 심화에 관한 중공중앙의 중대결정(中共中央關于全面深化改革若干重大問題的決定)>을 발표하여 자본시장과 관련하여 다층적 자본시장체제, 주식발행등록제 개혁 등을 제시하였다. 중국은 자본시장 설립 초기 주식발행에 대하여 사전심사제를 실시하였다. 이러한 제도 하에서 정부는 각 지역의 상장기업 수량을 제한하고 매우 엄격한 심사를 진행하였다. 그 뒤로 증감위에서 2000년 3월16일에 <중국 증감위 주식발행인가절차에 관한 통지>를 발표하면서 사전심사제에서 심사제로 변경되었다. 하지만 심사제는 증감위가 주식공개상장을 신청하는 기업을 상대로 해당 기업 주식의 가치를 평가하여 신주 발행 여부를 결정하는 방식인데, 심사대기 시간이 길고, 소수의 기업만 상장의 "행운"을 누릴 수 있는 등 단점이 있었다. 이는 투자 수요가 신주의 발행량을 초과하는 공급 부족 상황 및, 이로 인한 높은 발행가격・높은 발행수익률・소수기업에 투자자금 집중 (高發行價・高市盈率・高超募資金) 문제를 초래하고 shell resources의 희소성을 초래하였다. 심사제 하에서는 투기가 횡행할 수밖에 없으며 건전한 투자문화의 조성이 어렵고 상장폐지제도의 효과적인 시행에도 영향을 주었다.

등록제 개혁을 주장하는 핵심적인 이유는 다음과 같은 세 가지가 있다.[103]

첫째, 중국 기업의 현재 주요한 자금 조달 방식은 은행 대출, 신탁제품 발행 등을 통한 간접적인 자금 조달방식이다. 간접적인 루트를 통해 조달된 자금은 변제해야 하고 이자도 따른다. 중국 기업의 전체 부채비율은 세계에서 가장 큰 규모이며 이미 경고라인(예경선)을 넘어선지 오래다. 주

102) 김건식, 정순섭, 앞의 책(주101), 164면.
103) 總理會議暗示中國人財富重新配置偉大時代已到來
http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MjM5NjM0MTI0Mw==&mid=202500055&idx=4&sn=c836fe14d70ae5bcc0464c2487052dce#rd

식시장을 통한 자금 조달 방식은 직접적인 자금 조달 방식이고, 또한 채권과 달리 투자자들이 주식을 사면 기업의 주주로 되며 리스크를 자체 부담한다. 따라서 대출 이자 없이 배당과 주식의 차액을 받을 수 있기에 기업의 부담이 대폭으로 줄어든다.

둘째, 중소기업, 민영기업의 자금 조달의 어려움은 줄곧 해결되지 않은 문제이며 은행은 리스크 통제를 위해 부득이하게 이자를 높이는 등 방식을 취하게 된다. IPO 등록제 하에서 기업 공개상장이 대폭 쉬워지므로 기업은 주식시장을 통한 자금조달 방식을 활용할 수 있다.

셋째, 최근 중국의 부동산시장은 새로운 경황을 보여 주고 있다. 10여 년간 부동산 가격이 폭등하면서 중국의 부동산 시장에 거품이 많았다. 중국 부동산시장은 지금까지 가장 큰 "자금풀"로 되어 있었는데 현재로써 중국의 경제를 추진하기에는 좀 어려운 면이 있다. 중소기업, 민영기업을 활성화 시키는 것이 좋은 방법이며, IPO등록제 개혁은 중소기업, 민영기업을 활성화시키는 매우 핵심적인 조치이기도 하다.

등록제의 특징을 보면 다음과 같다. 첫째, 공개원칙이다. 등록신청서를 작성함에는 반드시 회사 정관, 재무제표 등 증권발행 관련 모든 서류를 공개해야 한다. 둘째, 증권감독기관은 증권의 발행을 심사하고 비준하는데 그치는 것이 아니라 절차상 형식적으로 정보의 공개를 보장하고 시장에서 선택하도록 하는 좋은 환경을 마련할 책임을 진다. 셋째, 증권발행은 발행인의 고유한 권리로서 정부의 동의나 특별한 수권이 필요 없다. 넷째, 사후심사와 처벌을 강조된다.[104]

따라서 등록제는 증권시장이 정부의 행정적인 간섭을 받는 것을 피할 수 있고 상대적으로 주식발행의 효율성을 확보할 수 있다. 등록제는 시장경제 하에서 시장 참여자들의 평등의 원칙을 잘 구현하였고 증권시장에서의 관리 감독 비용 감소를 가져왔다. 다만 등록제하에서 신주발행에 대한 관리감독이 실효성을 거두려면 몇 가지 조건이 선행되어야 할 필요가 있다. 첫째, 성숙하고 리스크 감내 능력이 우수한 투자자가 있어야 하고, 발행인이 공시해야 할 구체적인 사항을 명시하는 명문화된 법규범 체계, 마지막으로 지속적인 감독능력을 구비한 규제기관 등이 있어야 한다.[105] 등

104) 李曉珊, 證券市場監管法律制度之比較研究, 中國法制出版社, 2014, 60면.

록제는 정보공시에 대해 매우 높은 요구를 제기한다. 등록제하에서 공개된 정보의 정확성을 담보할 수 없다면 투자자의 이익감소를 초래할 수 있다. 등록제는 투자자에게 보다 이성적인 투자를 요구하고 증권의 정보와 투자가치에 대한 보다 높은 판단력을 요구한다. 또한 규범화된 시장질서와 건전한 법률제도를 담보로 할 것을 요구한다. 물론 발행인 및 중개기구의 자율적인 관리도 매우 중요하다.[106] 정보비대칭과 자기책임원칙 하에서 투자자는 약자의 지위에 처해 있기 때문에 감독당국은 강제적인 공시제도를 통해 정보의 진실성, 정확성, 완전성을 확보해야 한다. 사실상 신주발행 등록제 개혁에서 핵심은 발행제도 자체를 변경하는 것이 아니라 등록제를 시행할 수 있는 환경을 마련하는 것이다. 현재 가장 필요한 부분은 법 집행을 강화하여 재무사기를 처벌하고 정보공시를 강화하여 정보비대칭으로 인한 투자자의 불리한 지위를 변화시키는 것이다.[107]

주식발행등록제를 추진하기 위해서는 완전한 사법시스템이 필요하므로 증권법 등 관련 법령의 개정이 잇따라 진행될 것이고, 증감위의 기능도 사전 관리감독에서 사후 관리감독으로 전환될 필요가 있을 것이다. 주식발행인가제에서 등록제로의 전환은 단순히 신주발행제도 자체를 수정하는 것이 아니라 자본시장 각 분야를 모두 아우르는 시스템적 개혁으로서 점진적으로 추진해 나가야 할 과제이며 단기간에 시행되기는 어려울 것으로 보인다.

2. 국유주의 비중 축소

현재 중국 주식시장에서 국유주가 차지하는 비중은 적지 않다. 그러나 국유주는 유통되지 않는 주식으로 주식시장의 활성화를 저해하는 가장 큰 요인 중의 하나로 지적되고 있다. 일례로 과대한 국유주 비중으로 인하여 증권시장 감독에 대한 정부의 지나친 간섭이 증권감독기관에 의한 독립적인 감독을 저해한다는 비판이 있다. 따라서 증권감독기관의 독립적이고

105) 賀今凌, 海外創業板發行上市制度研究, 深證綜研字 第0032號, 2001, 4면.
106) 李曉珊, 앞의 논문(주104), 61면.
107) 王嘯：我們需要什么樣的注冊制, 上海證券報, 2013.11.20.

공정한 감독이 이루어지기 위해서는 국유주의 비중이 축소되어야 한다는 지적이 일고 있다.[108]

108) 구기보, 중국금융론 제2판, 삼영사, 2013, 301-302면.

제4장 중국 강제상장폐지절차의 문제점 및 개선방향

제1절 중국 강제상장폐지절차 현행 규정 및 문제점

Ⅰ. 중국 강제상장폐지절차 현행 규정

1. 리스크경고 공고

상장기업은 상장폐지기준에서 순이익, 순자산, 영업이익, 감사의견요건에 해당 될 우려가 있는 경우, 최근사업연도 종료일로부터 10거래일 내에 당해 기업의 주식이 상장폐지 될 우려가 있다는 내용의 리스크경고 공고를 해야 한다.[109] 사업연도보고서가 이사회 심의를 통과하여 위 요건에 관한 우려가 현실로 되었을 경우에는 사업연도보고서를 공시하는 동시에 당해 기업의 주식이 상장폐지 될 우려가 있다는 내용의 리스크경고 공고를 해야 한다.[110]

그 외에 거래량 요건에 관련하여, 단지 A주식을 발행한 상장기업이 연속 90거래일 누적 거래량이 375만주 미달인 경우 또는 단지 B주식을 발행한 상장기업이 연속 90거래일 누적 거래량이 75만주 미달인 경우, 다음 거래일부터 해당 사항이 해소되거나 거래소에서 상장폐지결정을 하는 날까지 매일 당해 기업의 주식이 상장폐지 될 우려가 있다는 내용의 리스크경고 공고를 해야 한다. A주식과 B주식을 동시에 발행하였을 경우에는 A주식 및 B주식이 동시에 위 상황에 해당될 때에 리스크경고 공고를 해야 된다.[111]

주가 요건에 관련하여, 단지 A주식 또는 B주식만 발행한 상장기업의 주가가 연속 10거래일 주식 종가가 액면가에 미달할 경우, 다음 거래일부

109) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.2.
110) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.3.
111) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.6.

터 해당 사항이 해소되거나 거래소에서 상장폐지결정을 하는 날까지 매일 당해 기업의 주식이 상장폐지 될 우려가 있다는 내용의 리스크경고 공고를 해야 한다. A주식과 B주식을 동시에 발행하였을 경우에는 A주식 및 B주식의 주가가 동시에 위 상황에 해당될 때에 리스크경고 공고를 해야 한다.[112]

주주수 요건에 관련하여, 상장기업 주주수가 연속 10거래일 일평균 2,000명 미만인 경우, 다음 거래일부터 해당 사항이 해소되거나 거래소에서 상장폐지결정을 하는 날까지 매일 당해 기업의 주식이 상장폐지 될 우려가 있다는 내용의 리스크경고 공고를 해야 한다.[113]

2. 강제상장폐지 심의

거래소 상장위원회에서는 상장폐지 여부에 대하여 심의하여 독립적인 판단을 하며 이에 근거하여 심사의견을 작성한다. 거래소는 상장위원회의 심사의견에 근거하여 상장폐지 여부를 최종 결정한다.[114]

3. 심의결과 통지 및 공고

거래소는 결정일로부터 2거래일 내에 심의결과를 상장기업에게 통지하여야 하며 동시에 해당 사항을 공고하여야 한다. 동시에, 해당 상황을 증권감독위원회에 보고하여야 한다.[115] 상장기업 역시 거래소의 통지를 받은 후 적시에 상장폐지공고를 하여야 한다.[116]

4. 상장폐지 정리매매기간

거래소에서 상장폐지결정을 공고한 후 5거래일이 만료되는 날의 다음

112) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.6.
113) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.7.
114) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.16.
115) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.18.
116) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.19.

거래일로부터 기업의 주식은 상장폐지 정리매매기간에 들어간다. 상장폐지 정리매매기간은 30거래일이며, 기업의 주식은 리스크경고시장에서 거래된다.[117] 정리매매기간에 주식이 종일 거래정지 된 경우에는 정리매매기간에 산입되지 않는다.[118]

5. 거래소시장 퇴출

상장폐지 정리매매기간 만료 후 5거래일 내에 당해 기업의 주식은 거래소시장에서 퇴출되며 상장폐지 된다. 기업의 주식이 상장폐지 정리매매에 진입하지 않을 경우, 당해 기업의 주식은 거래소의 상장폐지 결정일로부터 5거래일 내에 거래소시장에서 퇴출된다.[119]

6. 장외시장거래

상장기업의 주식은 거래소시장에서 퇴출한 후 퇴출일로부터 45거래일 내에 장외시장인 전국중소기업지분양도시스템(全國中小企業股份轉讓系統)에서 거래되어야 한다.[120]

7. 재심신청

상장기업이 거래소의 결정에 불복할 경우, 결정문을 수령한 날로부터 5거래일 내에 거래소에 재심을 신청할 수 있다.[121]

8. 재심심의

거래소는 상장기업의 재심신청을 받을 날로부터 5거래일 내에 수리여부

117) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.20.
118) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.22.
119) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.25.
120) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.3.28.
121) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014), 15.1.

를 결정하여 통지하여야 하며,[122] 재심신청을 받아들일 경우 재심위원회를 구성하여 재심신청을 심의하여야 한다.[123]

거래소는 재심신청을 수리한 날로부터 30거래일 내에 재심위원회의 심의의견에 근거하여 상장폐지 여부를 결정하며 해당 결정은 최종결정이다.[124]

Ⅱ. 중국 강제상장폐지절차의 문제점

1. 증권거래소 상장폐지결정에 대한 내부구제

(1) 상장폐지 심의기관의 독립성

거래소의 상장규칙에는 상장기업이 거래소의 상장폐지결정에 불복할 경우에 거래소에 재심을 신청할 수 있고, 거래소는 재심신청을 받아들일 경우 재심위원회를 구성하여 재심신청을 심의한다[125]고 규정하고 있다. 상장규칙에는 재심위원회를 구성하여 재심신청을 심의한다고 하고 있을 뿐, 재심기관의 구성, 구성원 선정방법 등 구체적 사항에 관해서는 아무런 규정을 두고 있지 않다. 그렇기 때문에 재심과정에서 재심위원회 구성원의 독립성은 보장되기 어려울 것으로 보인다.[126] 아울러 재심 심사주체인 재심위원회는 상장폐지기관에 재심의견을 제공하기만 하고 상장폐지에 관해 최종적인 결정을 내릴 수 없다. 재심위원회는 거래소에게 의견을 제시할 수만 있고, 거래소의 결정에 결정적인 영향을 미칠 수 있는 것이 아니라는 것이다.[127] 상장폐지 결정주체와 재심주체가 동일한 경우에 재심결과와 상장폐지결정이 큰 차이가 있을 가능성이 매우 적을 것이다. 거래소에서 최종적인 결정을 하게 되므로, 이론상 기존의 상장폐지결정과 동일하

---

122) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014), 15.3.
123) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014), 15.4.
124) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014), 15.5.
125) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014), 15.4.
126) 翟浩, 앞의 논문(주9), 70면.
127) 楊帆，我國創業板退市制度研究，碩士學位論文，中國政法大學，2011, 31면.

거나 비슷한 결정을 할 수 있게 된다. 이러한 불복제도는 그 본연의 작용을 발휘하지 못한 것이라는 의견도 있다.[128]

(2) 증권거래소 내부불복절차의 문제점

<상소재심위원회공작세칙> 제16조에 의하면, 상소재심위원회는 당사자의 대표 또는 추천보증인의 대표에게 상소재심위원회 회의에 참석하여 의견을 진술하고 상소재심위원회의 질문에 대답할 것을 요구할 수 있다. 다시 말하면, 상장폐지 관련 당사자는 재심위원회의 요청에 의하여 의견을 진술하고 질문에 대답해야 하는 의무는 있을 뿐, 재심위원회에 참가하여 의견을 진술할 권리는 없는 것이다. 당사자에게 진술의 기회를 제공하고 거래소가 청취된 상장회사의 의견을 기초로 해서 상장폐지 여부를 결정해야만 결정과정에서 거래소의 편견을 해소시킬 수 있고 거래소의 자의성을 억제하여 상장폐지결정의 합리성을 향상시킬 수 있을 것이다.

2. 증권거래소 상장폐지결정에 대한 외부구제

(1) 현행 규정

상장기업은 증권거래소의 상장거절, 상장일시정지, 상장폐지 결정에 불복하는 경우에 증권법 및 증권거래소 상장규칙에 근거하여 증권거래소의 재심기관에 재심을 신청할 수 있다.[129] 증권거래소는 재심위원회의 심의의견에 근거하여 상장폐지 여부에 관한 최종결정을 내리게 된다.[130]

(2) 문제점

증권법 및 증권거래소 상장규칙은 상장기업이 증권거래소의 상장폐지결

128) 張菊, 論我國創業板直接退市制度-以投資者利益保護爲視角, 法制與社會 第33期, 2010, 97면.
129) 증권법 제62조. 상해증권거래소 상장규칙(2014) 15.1.
130) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014), 15.5.

정에 불복하는 경우 재심을 신청할 수 있다고 규정하고 있을 뿐, 재심결정에 불복하는 경우 어떠한 구제를 받을 수 있는지에 관한 규정은 존재하지 않는다. 일반적으로 권리구제에는 민사적 방법과 행정적 방법이 있을 수 있다. 상장기업은 민사적으로는 민사소송을 제기하여 관련 행위의 취소 또는 무효를 주장하거나 관련 행위로 인한 손해배상을 청구할 수 있고, 행정적으로는 행정청의 행정행위에 관하여 상급 행정기관에 행정심판을 신청하거나 법원에 행정소송을 제기하여 행정행위의 취소를 주장할 수 있다.

증권거래소의 상장폐지결정에 대한 구제의 경우에는 상장폐지결정의 성격에 따라 민사 또는 행정적인 구제수단을 취해야 할 것이다. 만약, 증권거래소의 상장폐지결정의 성격을 민사적 계약의 해지로 본다면 민사소송의 방법으로 상장폐지무효확인의 소를 제기하거나 손해배상을 청구해야 할 것이고, 상장폐지결정을 행정처분으로 본다면 행정심판 및 행정소송을 통하여 상장폐지결정취소를 주장함으로써 권리를 구제해야 할 수 있다.

제2절 외국의 강제상장폐지절차

Ⅰ. 미국 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange)[131]

1.거래소의 상장폐지결정 통지 및 자구계획안 제출 요구[132]

거래소는 상장기업에 대해서 상장폐지요건에 해당하는지를 심사하고, 해당한다는 결론이 날 경우 10일 이내에 해당 기업에게 통지하여야 한다. 통지함과 동시에 거래소는 통지를 받은 날로부터 18개월 내에 다시 상장요건을 충족시키기 위한 자구계획안의 제출을 요구하여야 한다. 상장기업은 상장폐지 통지를 받은 날로부터 10일 내에 통지를 받은 사실을 거래소에 알려야 하며 재무데이터 등 거래소의 결정에 영향을 미칠 수 있는 소

131) NYSE Listed Company Manual Sections 804.
132) NYSE Listed Company Manual Sections 802.02.

명자료 또는 자구계획안을 제출의사를 표명한다. 위와 같이 제료를 제출하지 않거나 자구계획안 제출의사를 표명하지 않을 경우 상장폐지절차가 시작된다.

2. 자구계획안[133]

통상적으로 상장기업은 통지를 받은 날로부터 45일 이내에 자구계획안을 제출할 수 있다. 자구계획안은 거래소가 상장기업의 진척사항을 파악할 수 있도록 분기별 조치 등을 명시해야 한다. 기업이 45일 내에 자구계획안을 제출하지 않을 경우 거래소는 상장폐지절차를 개시한다.

3. 자구계획안에 대한 평가[134]

거래소는 상장기업이 제출한 자구계획안에 대하여 18개월 내에 상장폐지요건을 해소할 수 있을지 여부를 평가한 후 자구계획안 받은 날로부터 45일 내에 그 결과를 해당 기업에 서면으로 통지한다.

자구계획안이 거래소에 의해 거부되었을 경우 SEC에 해당 회사에 대하여 상장폐지를 신청했음을 공시해야 한다.

자구계획안을 수락했을 경우 거래소는 분기별로 회사에 대해 점검할 것이며 기업이 자구계획안의 내용을 충족하지 못했을 경우 상장폐지절차를 재개할 수 있다.

4. 상장폐지결정 통보[135]

거래소에 의해 기업의 상장폐지가 결정될 경우 해당 사유, 근거 규정을 서면으로 통보하여야 한다. 이와 동시에 거래소 웹 사이트에 회사의 상황

133) NYSE Listed Company Manual Sections 802.02.
134) NYSE Listed Company Manual Sections 802.02.
135) NYSE Listed Company Manual Sections 804.00.

및 거래소의 결정 근거를 공시하여야 하며 매일 해당 유가증권에 대해 가격과 정보를 공개하여야 한다.

5. 재심신청 및 재심결정

거래소는 위의 사실을 통보함에 있어서 해당 기업에게 통보를 받은 날로부터 10일 이내에 거래소장 앞으로 재심요구서를 제출할 수 있다는 사실을 서면으로 통지해야 하며 요구서에는 재심을 요구하는 구제적인 근거, 정황 등을 설명하여야 하고 구두변론을 원하는지 여부에 대해 명시하여야 한다.

재심을 신청한 경우에는 재심을 신청한 25일 내에 첫 Review Day가 열려야 한다. 위원회는 재심을 함에 있어서 구두(있을 경우), 서면 및 모든 제출자료를 참고하여 결정하게 된다. 해당 기업은 재심청구서에 제시된 이외의 근거로 상장폐지에 반대할 수 없으나 위원회에 대해 보충증거나 자료를 제출할 기회를 요청할 수 있다. 이때에 위원회는 보충 증거나 자료가 상당한 가치가 있다고 판단하면 이를 허용할 수 있다.

위원회는 제출된 자료를 근거로 직접 결정을 내리거나 거래소에게 재평가하도록 요구할 수 있다. 위원회가 거래소에게 재평가를 요구할 경우, 거래소는 7일 내에 재평가 하여 그 결과를 위원회에게 통보해야 한다.

6. 상장폐지요구서 송부

위원회가 재심 신청이 이유가 타당하다고 판단할 경우, 해당 기업은 상장폐지 되지 아니하며, 거래소는 이와 같은 내용을 해당 기업에게 즉시 통보하여야 한다. 반면에, 재심 청구기간 내에 결정이 없거나 재심 후 위원회가 재심신청이 이유 없다고 결정할 경우, 거래소는 해당 유가증권의 거래를 중단시키고 SEC에 상장폐지요구서를 송부하며 이 요구서의 사본은 해당 기업에게도 송부한다.

Ⅱ. 일본 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange)[136][137]

도쿄증권거래소는 유가증권상장규정 제605조부터 제612조 및 유가증권상장규정 시행규칙 제604조부터 제 606조에 상장폐지절차에 대해 규정하고 있다.

도쿄증권거래소는 상장폐지에 대하여 단계적인 방법을 적용하고 있다. 우선 상장기준 미달인 회사를 발견할 경우 중국의 ST제도와 유사한 특별관리조치를 하고 기한 내에 상장요건을 충족시킬 것을 요구한다. 기한 내에 여전히 상장기준 미달일 경우 추가적으로 제한조치를 취한다. 이와 같이 기회를 부여했음에도 불구하고 여전히 상황이 호전되지 않을 경우 해당 회사는 상장폐지하게 된다. 상장폐지 결정이 내려진 3개월 내에 해당 주식은 여전히 거래소에서 거래될 수 있으며 3개월 후에 정식으로 상장폐지된다.

Ⅲ. 한국증권거래소

한국증권거래소의 상장폐지절차는 그 상장폐지 사유가 정량적 상장폐지요건에 해당되느냐 아니면 실질적 심사대상에 해당하는 사유에 해당하는 것이냐에 따라 다르다. 만약 상장폐지의 사유가 정량적 상장폐지요건에 해당하는 것이면 증권거래소는 즉시 상장법인의 증권거래를 정지시키고 상장기업에게 상장폐지기준에 해당한다는 사실을 통보한다. 반면, 상장폐지사유가 상장폐지 실질심사 대상에 해당하는 경우에는 상장폐지 실질심사위원회의 심의를 거쳐 당해 주권의 상장폐지를 결정하고 그 사실을 상장기업에게 통보한다.[138]

---

136) 有価証券上場規程第６０５條―第６１２條.
137) 有価証券上場規程施行規則第６０４條―第６０６條.
138) 문일호, 증권거래소의 상장법인에 대한 상장폐지결정에서의 실무상 쟁점, 서강법학 제11권 제1호, 2009, 220면.

1. 정량적 요건에 따른 상장폐지절차

(1) 상장폐지사유 발생

관리종목으로 지정된 상장기업이 일정기간(보통 1년) 이내에 관리종목 지정사유를 해소하지 못하는 경우 상장폐지기준에 해당된다. 다만, 사유에 따라서 관리종목의 지정 없이 바로 상장폐지기준에 해당되는 경우도 있다.

(2) 매매거래정지

상장기업이 상장폐지기준에 해당되면 주권의 매매거래가 정지된다.

(3) 이의신청

거래소는 감사의견, 주식분산, 거래량, 지배구조, 주가, 시가총액, 최종부도 또는 은행거래 정지, 주식양도 제한, 우회상장기준 위반, 상장적격성 실질심사대상에 해당 등으로 상장폐지 사유에 해당되는 상장기업에게 상장폐지의 사유와 근거, 이의신청이 가능하다는 내용 등을 서면으로 알려야 한다.[139] 통지를 받은 상장기업은 통지를 받은 날부터 15일 이내에 거래소에 이의를 신청할 수 있다.[140]

(4) 이의신청에 대한 심의

상장기업의 이의신청이 있는 경우, 특별한 사유가 없는 한 신청을 받은 날부터 20일 이내에 상장공시위원회를 개최하여야 하며 상장기업의 대표자에게 의견진술 기회를 주어야 한다.[141] 거래소는 상장공시위원회의 심의를 거쳐 상장폐지 또는 개선기간 부여 여부 등을 결정하며, 상장기업에 개선기간을 부여하였을 경우에는 개선기간이 종료 후 개선계획의 이행 여

139) 유가증권시장 상장규정 제25조 제1항, 제48조 제3항.
140) 유가증권시장 상장규정 제25조 제2항.
141) 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제19조 제2항.

부 등에 대한 심의를 거쳐 상장폐지 여부를 결정한다.[142]

(5) 상장폐지결정 및 공시

거래소의 실무부서가 정기검사 또는 수시검사를 통하여 상장기업이 정량적 상장폐지요건에 해당한다고 판단한 경우, 당해 법인에게 그 사실을 통보하고 공시기준에 의하여 공시하게 된다. 이때의 통지는 지체 없이 서면으로 하여야 한다.[143]

(6) 정리매매

거래소는 상장폐지를 결정한 경우, 상장폐지일 전에 최종 환금기회를 부여하기 위해 7일간의 정리매매기간을 두고 매매거래를 허용한다. 이 절차가 끝나면 비로소 상장폐지가 이루어지게 된다.

2. 실질심사 상장폐지절차

(1) 실질심사대상의 결정

거래소는 상장기업이 실질심사대상 사유 중의 하나에 해당하는 사실을 확인한 날부터 15일 이내에 기업심사위원회의 심의대상인지 여부를 결정해야 한다. 다만, 심의대상인지를 결정하기 위하여 추가조사가 필요한 경우에는 15일 이내에서 그 기간을 연장할 수 있다.[144]

(2) 실질심사대상에 대한 통지

거래소는 상장기업이 실질심사대상 사유 중의 하나에 해당하는 사실을 확인한 경우 상장적격성 실질심사의 방법과 절차에 관한 사항, 상장적격성 실질심사의 결과 상장적격성이 인정되지 않는 경우에 상장폐지 등의

142) 유가증권시장 상장규정 제25조 제3항, 제4항.
143) 김승열, 앞의 논문(주67), 28면.
144) 유가증권시장 상장규정 제49조 제1항.

처리에 관한 사항 등을 지체 없이 서면으로 통지해야 한다.[145]

(3) 기업심사위원회의 심의

거래소는 상장기업을 기업심사위원회의 심의대상으로 결정한 후에 지체 없이 기업심사위원회를 개최하여 상장적격성 유지 여부 또는 개선기간 부여 여부 등에 대하여 심의한다. 또한 거래소는 심사 또는 심의에 필요하다고 인정하는 경우에 상장기업에게 관련 자료의 제출 또는 관계자의 의견진술을 요청하거나 현지조사를 실시할 수 있다.[146] 이때 상장기업은 개선계획서를 거래소에 제출할 수 있으며, 기업심사위원회는 해당 개선계획 등을 고려하여 심의할 수 있다.[147]

제3절 중국 강제상장폐지절차에 대한 개선방안

Ⅰ. 증권거래소 상장폐지결정에 대한 내부구제

1. 상장폐지 심의기관의 독립성

(1) 입법례

한국의 경우에 상장기업 상장폐지 여부를 결정하기 위한 심의기구로 기업심사위원회를 구성하여 운영하고 있다. 기업심사위원회는 증권유관기관 또는 우수 컴플라이언스 회원사, 법조계, 공인회계사, 학계 등 각계의 전문가로 이루어진 30명 이내의 심의위원으로 구성되며, 상장기업의 상장폐지여부 심의시마다 이들 중 8인이 선정되어 심의에 참여하는 풀(pool)제 방식을 채택하고 있다.[148] 8인은 한국거래소 임원과 법률자문 2명이 당연

145) 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제51조 제1항.
146) 유가증권시장 상장규정 제49조 제2항, 제3항.
147) 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제51조 제3항.
148) 한국거래소 코스닥시장 기업심사위원회 운영세칙 제4조.

직 위원으로 나머지 6인은 각계에서 1~2명씩 선정하여 구성된다. 기업심사위원회의 운영에 있어서도 심사위원단 풀(pool)제 방식은 기업으로부터의 로비 등 부적절한 의사결정을 방지하는 데에 효과적일 수 있다.[149]

(2) 소견

한국의 심사위원단 풀제 방식을 도입함으로써 재심위원회의 독립성을 확보해야 한다고 본다. 위원회를 둘러싼 부정의 소지를 원천적으로 제거하는 것도 중요하지만, 심사과정에서 기업심사위원회가 과연 어느 정도의 전문성을 가지고 대상기업을 심의하는지도 매우 중요한 문제이다. 실질심사 과정에서는 심의대상기업의 대표자로 하여금 충분한 소명기회를 부여하고 있으나, 정작 기업심사위원회 위원들 중에는 업계를 대표하는 위원이 없다는 것이다. 이는 급속하게 변화하는 기업환경에 대한 심도 있는 논의가 필요하다는 점과 위원회의 의사결정이 미치는 영향이 지대하다는 점에서 반드시 보완되어야 할 것이다. 구체적인 해결방안으로 벤처업계 대표나 코스닥기업이 회원사로 있는 코스닥협회의 임원을 기업심사위원으로 참여시키는 것도 바람직하다고 본다.[150]

2. 증권거래소 내부불복절차의 개선

(1) 입법례

상장폐지결정 대상회사를 위한 구제방법을 규정하고 있는 나스닥시장을 고찰함으로써 상장폐지절차에 대한 시사점을 도출해 볼 수 있다. 나스닥거래소는 상장기업이 상장유지요건에 부합하지 않는다는 점을 인지하면 당해 회사에게 “결함존재통지”로 고지한다. 이와 같은 통지에서 회사의 상장유지요건 미달의 원인이 되는 각 경우에 따라 다른 개선기간을 부여

149) 강홍기, 코스닥시장에서의 잠재적 투자자보호를 위한 퇴출제도 운영방향에 관한 연구, 석사학위논문, 고려대학교, 2013, 47면.
150) 강홍기, 앞의 논문(주149), 50면.

한다. 지정 기간 경과 후 해당 상장회사가 상장유지요건에 부합하지 않는 요인이 개선되지 않으면 거래소는 즉시 상장폐지결정 혹은 공개질책편지를 발송하며, 동시에 당해 회사에게 청문회의 개최를 요구할 수 있음을 고지한다.

일반적으로 청문회는 해당 기업이 개최요청을 한 날로부터 45일 내에 개최된다. 또한 청문회 이전에 해당 회사는 구두진술 또는 서면진술 등을 선택할 수 있다. 서면진술의 경우에는 개선계획서 및 일정기간 내의 상장요건적용 예외에 관한 요청 또는 상장폐지결정 등이 잘못되었다고 입증하는 서면증거를 제출할 수 있다. 구두진술의 경우에는 해당 회사의 이사, 회계사, 고문 등 관계자들이 출두하여 진술할 수 있다. 각 청문회는 적어도 2명 이상의 구성원이 참여하여야 진행이 가능하다. 청문회패널은 상장폐지, 상장유지 등을 결정할 수 있으며, 스탭이 생각하지 못한 부분을 포함해 양적이나 질적으로 모든 상장요건에 부적합한지 여부를 고찰할 수 있다. 또한 청문회패널은 일치된 결정을 내릴 수 없을 경우 해당 회사에게 고지하여 1차 청문회에 참석하지 아니한 3명의 구성원에 의한 2차 청문회를 실시하도록 한다.

청문회의 결정에 불복할 경우, 청문회 결정일로부터 15일 내에 상장위원회에 이의신청을 할 수 있다. 일반적으로 이의신청은 서면으로 해야 하며, 서면제출을 통한 이의신청은 청문회 결과 혹은 해당 증권의 거래정지를 보류시키지 못한다. 해당 회사는 상장위원회의 결정이 잘못된 자료에 입각한 것이라고 여기면 상장위원회에 재심의를 요구할 수 있으며, 재심의 요구는 이전 상장위원회의 결정을 보류시킬 수 없다. 상장위원회는 청문회의 결정을 확정, 변경, 파기, 환송할 수 있다.

마지막으로 나스닥 이사회는 최종적으로 상장위원회의 결정을 심의할 수 있다. 만약 나스닥 이사회의 심의 요구가 없으며 아울러 상장위원회의 결정이 상장폐지이면 SEC에 신고를 하고 해당 기업을 상장폐지 시킨다. 마찬가지로 나스닥 이사회도 상장위원회의 결정을 확정, 변경, 파기, 환송할 수 있다. 나스닥 이사회의 결정은 최종적이며 상장폐지결정이 내려진 경우에는 SEC에 신고하고 즉각 해당 기업을 상장폐지 시킨다.

(2) 소견

현행 상장규정에 의하면 상장기업은 상장폐지에 관하여 거래소에 단 1회의 이의제기만 가능하다. 또한, 상장폐지 관련 당사자는 재심위원회의 요청에 의하여 의견을 진술하고 질문에 대답해야 하는 의무는 있을 뿐, 재심위원회에 참가하여 의견을 진술할 권리는 없다. 하지만 당사자에게 진술의 기회를 제공하고 거래소가 상장회사의 의견을 청취한 기초에서 상장폐지 여부를 결정해야만 결정과정에서 거래소의 편견을 해소시킬 수 있고 거래소의 자의성을 억제하여 상장폐지결정의 합리성을 향상시킬 수 있을 것이다.

거래소의 결정에 불복할 경우, 상장위원회에 이의를 제기하고, 상장위원회의 재심결정에 불복할 경우, 거래소 내부에 설치된 상소재심위원회에 상소하며, 상소재심위원회의 결정에 불복할 경우, 증권감독위원회에 이의를 제기하며 증권감독위원회의 결정은 최종결정으로 이에 불복할 경우에는 법원에 소를 제기할 수 있는 이의제기제도로 개선하는 것이 바람직하다. 또한, 상장규칙에 상장기업의 의견진술권을 명시적으로 부여하여야 한다.

Ⅱ. 증권거래소 상장폐지결정에 대한 외부구제

앞에서 살펴본 바와 같이, 증권거래소의 상장폐지결정의 성격에 따라 민사 또는 행정적인 구제수단을 선택하게 되는 바, 증권거래소의 상장폐지결정의 성격을 민사적 계약의 해지로 본다면 민사소송의 방법으로 상장폐지무효확인의 소를 제기하거나 손해배상을 청구해야 할 것이고, 상장폐지결정을 행정처분으로 본다면 행정심판 및 행정소송을 통하여 상장폐지결정취소를 주장함으로써 권리를 구제해야 한다. 그러므로 우선 증권거래소의 상장폐지결정의 성격을 판단할 필요가 있고, 상장폐지결정의 성격을 판단하였다면 그 다음으로 현행 법 체제 하에서 민사 또는 행정적 방식의 권리구제가 가능한지 여부를 검토하고, 만약 구제가 불가하다면 입법적인 보완이 필요할 것이다.

1. 상장폐지결정의 법적성격

(1) 입법례

독일 증권거래법상 증권거래소와 그 기관은 강력한 국가의 감독을 받으며 법적 통제를 받고 있다. 증권거래소의 법적 지위에 대하여 다툼이 있으나 일반적으로 공법상 영조물법인[151]으로 파악하고 있으며 이들이 공법상의 기능을 수행한다는 점에 대하여는 이론이 없다. 증권거래소의 기관 중의 하나인 상장허가기관의 상장허가의 취소 및 철회는 당연히 행정행위로 인정되고 행정소송의 대상이 된다.[152]

영국의 경우에는 행정청의 개념을 실질적 기능적으로 파악하며 비록 법령상의 근거 없이 권한을 행사하는 경우라도 그것이 실질적으로 공법적 기능을 수행하고 공적 규제체계의 부분으로서 기능하는 한 행정소송의 대상으로 삼고 있다. 이러한 기준에 비추어 1986년 금융업법에 의하여 활동하고 있는 자율규제단체들과 증권거래소를 행정소송의 대상으로 보고 있다.[153]

반면, 한국에서는 증권거래소를 공법인으로 보면서 본래적 행정청으로 보고자 하는 견해, 공무수탁사인으로서의 지위를 인정하려고 하는 견해 등이 있었으나 증권거래소가 한국증권선물거래소법에 의하여 주식회사로 변경되면서 그리고 대법원과 헌법재판소에서 증권거래소의 상장폐지결정의 법적성격이 행정처분이 아니라는 판단이 내려지면서 증권거래소의 법적성격이 직접적으로 논란이 되지 않고, 증권거래소의 상장폐지결정이 행정처분이 아니라는 전제하에서 상장폐지결정에 대한 분쟁은 민사소송의 방식으로 진행되고 있다.[154] 대법원은 2007. 11. 15. 선고 2007다1753 판결

---

151) 영조물이란 공익목적에 제공된 인적 물적 결합체로 정의된다. 여기서 공익목적이란 국민 또는 행정 이외의 권리주체에 대하여 이용관계에 기초하여 일정한 급부를 제공하는 데 있다. 따라서 영조물은 주로 급부행정의 영역에서 나타난다. 공기업의 대부분이 이러한 영조물법인의 형태를 취하고 있다. 독일의 경우 공기업은 그 조직형식과 관계없이 형식적으로나 실질적으로나 행정의 일부로 이해되고 있다.

152) 이원우, 항고소송의 대상인 처분의 개념요소로서 행정청, 저스티스 통권 제68호, 2002, 173면.

153) 이원우, 위의 논문, 180면.

에서 주식회사 한국증권선물거래소는 한국증권선물거래소법 제4조의 규정에 따라 설립된 주식회사로서 그 유가증권시장에 유가증권의 상장을 희망하는 발행회사와 주식회사 한국증권선물거래소 사이에 체결되는 상장계약은 사법상의 계약이라고 보았고, 헌법재판소는 2005. 2. 24. 선고 2004헌마442 결정에서 증권거래소는 첫째, 회원조직으로서의 법인인 점, 둘째, 거래소에 대하여 법 또는 법에 의한 명령에 특별한 규정이 있는 것을 제외하고는 민법 중 사단법인에 관한 규정을 준용하도록 하고 있는 점, 셋째, 거래소는 회원인 증권회사의 자발적인 신청에 의하여 가입처리 되는 임의가입 형태이고 회원인 증권회사는 거래소의 승인을 얻어 탈퇴할 수 있도록 되어 있는 점, 넷째, 회원은 출자의무를 부담하지만 그 내용은 정관에서 정한 방식에 따르는 것인 점(법 제76조의3), 다섯째 거래소의 임원구성에 있어서 이사장을 제외하고는 대체로 회원총회의 결의를 통하여 자발적으로 선출되는 점, 여섯째, 법률상 거래소의 임직원을 그 지위와 관련하여 공무원으로 간주하는 규정이 없는 점, 일곱째 거래소가 행한 결정에 대한 불복방법으로 행정심판에 의한 구제절차를 밟도록 하는 규정이 없는 점 등을 종합하여 증권거래소의 기본적인 성격은 민법상 사단법인에 준하는 것이라고 하였다.

(2) 중국의 경우

중국 증권법에서는 증권거래소를 증권의 대량거래를 위하여 장소와 설비를 제공하고 증권거래를 조직하고 감독하며 자율관리를 진행하는 법인이라고 정의하고 있다.[155] 증권거래소는 그 정의에서 보는 바와 같이 증권거래를 감독하는 공법인으로서의 성격과 자율관리 법인으로서 사법인의 성격을 동시에 가지고 있다. 증권거래소의 설립 및 해산은 국무원에서 결정하고,[156] 정관의 제정 및 수정은 반드시 증권감독위원회의 승인을 받아야 하며,[157] 증권거래소에서 제정한 상장규칙, 거래규칙, 회원관리규칙 및

154) 문일호, 신병동, 증권거래소가 행하는 상장결정 및 상장폐지결정의 법적 의미, 고려법학 제49권, 2007, 720-721면.
155) 증권법 제102조 제1항.
156) 증권법 제102조 제2항.

기타 규칙도 반드시 증권감독위원회의 승인을 받아야 하는[158] 점에 비추어 보면 중국에서의 증권거래소는 공법인의 성격이 더 강한 것으로 보인다.

이와 같은 이유로 최고인민법원의 <증권거래소의 감독관리기능과 관련된 소송사건의 관할과 수리 문제에 관한 규정(關於對於證券交易所監管職能相關的訴訟案件管轄與受理問題的規定)>에서는 상해증권거래소 및 심천증권거래소를 피고 또는 제3자로 하는 증권거래소의 감독관리기능과 관련된 제1심 민사 및 행정사건을 중급인민법원에서 관할한다고 규정하였다. 증권거래소의 기능을 사법적 기능과 공법적 기능으로 구분하여 사법적 기능과 관련해서는 민사소송을, 공법적 기능과 관련해서는 행정소송을 진행한다는 의미로 받아들일 수 있다.

그렇다면 증권거래소의 상장폐지결정이 공법적 기능과 관련된 것인지 아니면 사법적 기능과 관련된 것인지 판단해야 하는 문제가 발생한다. 증권거래소의 정의에서 알 수 있듯이, 증권거래소는 증권거래를 감독하고 관리하는 기능을 갖고 있다. 이는 증권감독위원회가 증권법에 의거하여 증권시장 전반에 대하여 감독, 관리하는 기능[159]과 충돌된다는 의문을 제기할 수 있으나 증권법에서는 증권거래소가 증권거래에 대하여 실시간 모니터링하고 증권감독위원회의 요구에 따라 보고할 의무가 있다는 방식으로 서로 간의 역할을 정리하였다. 증권거래소는 증권법의 직접적인 수권에 의하여 정부기관인 증권감독위원회의 일부 기능 즉, 증권거래를 조직하고 감독하는 기능을 수행하게 된 것이다. 때문에, 증권거래와 관련된 증권거래소의 상장폐지결정은 증권법에 의거하여 증권감독위원회의 일부 기능을 수행하는 것으로 보는 것이 합당하고, 증권거래소의 상장폐지결정에 대하여 불복할 경우 행정심판 또는 행정소송의 방식을 통하여 상장폐지결정의 취소를 주장해야 한다.

---

157) 증권법 제103조.
158) 증권법 제118조.
159) 증권법 제7조.

2. 행정심판에 의한 구제

(1) 현행 규정

<증권감독관리위원회 행정심판방법(證券監督管理委員會行政復議辦法)>에 의하면, 증권감독관리위원회 또는 증권감독위원회의 파출기구(派出機構) 또는 수권조직의 구체적 행정행위로 인하여 합법적 권리가 침해당하였을 경우에 증권거래위원회에 행정심판을 청구할 수 있다.[160] 그러므로 증권거래소의 상장폐지결정에 대하여 증권감독위원회에 행정심판을 제기하려면 우선 증권거래소가 증권감독위원회의 "파출기구" 또는 "수권조직"에 해당되어야 할 것이다. 파출기구는 행정기관의 단일 행정기능을 수행하기 위하여 설립된 기관으로 예컨대 경찰파출소, 세무서 등을 말하는 것이므로 증권거래소는 증권감독위원회의 파출기구에 해당되지 않을 것이다.

그렇다면 증권거래소가 증권감독위원회의 수권조직에 해당되는지 여부가 문제된다. 증권감독위원회가 <증권거래소관리방법(證券交易所管理辦法)>을 제정하고 있고 증권거래소의 정관, 상장규칙, 거래규칙, 회원관리규칙 등 제정 시 반드시 증권감독위원회의 승인을 받아야 하는 등 증권거래소가 증권감독위원회의 감독, 관리를 받아야 한다는 점에 비추어 보면, 증권거래소를 증권감독위원회의 수권으로 증권감독위원회의 일부 기능을 행사하는 수권조직으로 볼 수 있는 여지가 있다.

한편, 증권거래소의 상장규칙에서 거래소는 재심위원회의 심의의견에 근거하여 상장폐지 여부를 결정하며 해당 결정은 최종결정이라고 하였는데, 여기에서 말하는 최종결정의 의미가 논란이 되고 있다. 일부는 증권거래소의 상장규칙에서 정한 내용으로 증권거래소와 상장기업 등 관련자들에게만 구속력이 있으므로 증권거래소에서의 기타 내부적인 불복절차가 불가능하다는 것으로 해석하고 있다. 다른 견해는 증권거래소의 상장규칙에서 최종결정이라고 명시하지 않아도 별도의 불복절차에 관한 규정이 존재하지 않는 한 상장기업은 이의를 제기할 수 없는 것은 당연한 것이므로 상장규칙에서 특별히 최종결정이라고 명시한 것은 상장규칙이 증권감독위

160) 증권감독관리위원회 행정심판방법 제2조.

원회의 승인을 받아 제정되었다는 점에서 볼 때, 증권거래소의 상장폐지 결정에 대하여 증권거래소의 감독기관인 증권감독위원회에 이의를 제기할 수 없다는 의미가 깔려있을 수 있다고 해석하고 있다.

(2) 소견

중국의 현행 법 체제하에서 증권거래소의 상장폐지결정은 공법적 기능에 해당됨은 앞에서 검토한 바가 있다. 때문에, 증권거래소의 상장폐지결정에 대한 구제는 민사소송이 아니라 행정적인 방식을 취해야 할 것이다. 다만, 증권거래소를 증권감독위원회의 수권조직으로 보아 증권감독위원회에 행정심판의 제기가 가능하다고 추론할 수도 있으나 명확한 법적 근거가 존재하지 않고, 증권거래소의 상장규칙에서 거래소의 재심결정이 최종결정이라고 규정한 의도가 분명하지가 않으므로 입법적인 보완이 필요하다.

3. 행정소송에 의한 구제

(1) 현행 규정

앞에서 살펴본 바와 같이, <증권거래소의 감독관리기능과 관련된 소송사건의 관할과 수리 문제에 관한 규정>에서는 상해증권거래소 및 심천증권거래소를 피고 또는 제3자로 하는 증권거래소의 감독관리기능과 관련된 제1심 민사 및 행정사건을 중급인민법원에서 관할한다고 규정하면서 상장기업, 증권거래소회원 및 관련 참여자에게 민사소송 또는 행정소송의 방식으로 권리를 구제할 수 있는 길을 열어주었다.

(2) 소견

다만, 어떠한 경우에 민사소송을 제기해야 하고 어떠한 경우에 행정소송을 제기해야 하는지가 명확하지 않으므로 하여 증권거래소의 상장폐지 결정에 대한 권리구제에 상당한 어려움이 있을 것이다.

제5장 중국 자진상장폐지제도의 문제점 및 개선방안

제1절 중국 자진상장폐지제도 관련 규정 및 문제점

Ⅰ. 중국 자진상장폐지제도 관련 규정

증권거래와 관련하여 가장 상위법인 <증권법>에서는 강제상장폐지에 대하여 규정하고 있을 뿐 자진상장폐지에 관하여 아무런 법적근거를 마련하지 않고 있다. 다만, 2014년 상장폐지의견에서 자진상장폐지는 상장회사가 발전전략, 회사경영 등 요소를 고려하여 더 이상 상장지위를 유지할 필요가 없거나 상장지위를 유지하는 경우에 회사의 발전에 긍정적인 효과가 없다고 판단할 때 자발적으로 증권거래소에 상장폐지를 신청하는 경우를 말하는 것이라고 정의하고 있다. 아울러, 상해 및 심천증권거래소에서는 2014 상장폐지의견을 구체화하여 자신상장폐지 신청할 수 있는 7가지 경우를 명시적으로 규정하고 있다.

1. 자진상장폐지의 실체적 요건

상해증권거래소 주식상장규칙에 의하면 아래 경우 중의 하나에 해당되는 상장기업은 거래소에 상장폐지를 신청할 수 있다.[161]

① 상장기업 주주총회에서 당해 기업의 주식을 상해증권거래소에서 상장폐지하고 더 이상 거래소에서 거래하지 않을 것을 결의한 경우

② 상장기업 주주총회에서 당해 기업의 주식을 상해증권거래소에서 상장폐지하고 기타 거래소에서 상장 거래할 것을 결의한 경우

③ 상장기업이 기업의 모든 주주에게 전부 또는 일부 주식을 공개매수하려는 의향을 밝힘으로써는 기업의 자본총액, 주식분포 등에 변화가 발

161) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.1.

생하여 상장요건을 충족시키지 못하는 경우

④ 상장기업의 주주가 기업의 기타 모든 주주에게 전부 또는 일부 주식을 공개매수하려는 의향을 밝힘으로써는 기업의 자본총액, 주식분포 등에 변화가 발생하여 상장요건을 충족시키지 못하는 경우

⑤ 상장기업 주주 이외의 자가 기업의 모든 주주에게 전부 또는 일부 주식을 공개매수하려는 의향을 밝힘으로써, 기업의 자본총액, 주식분포 등에 변화가 발생하여 상장요건을 충족시키지 못하는 경우

⑥ 상장기업이 신설합병 또는 흡수합병으로 독립적인 법적주체 자격을 상실하고 등록 말소한 경우

⑦ 상장기업 주주총회에서 회사해산을 결의한 경우

⑧ 증권감독관리위원회 또는 거래소에서 인정하는 기타 경우 등 위 7가지 경우 중에서 ①, ② 등 2가지 경우는 상장철회에 의한 자진상장폐지에 속하고, 기타 ③, ④, ⑤, ⑥, ⑦ 등 5가지 경우는 폐쇄기업화에 의한 자진상장폐지이다. 첫 상장폐지회사가 생긴 2001년부터 2014년 말까지 중국에 총 38개의 자진상장폐지회사가 있었는데 그 중 25개 회사는 흡수합병, 9개 회사는 공개매수, 3개 회사는 기타 거래소 상장, 1개 회사는 해산에 의해 자진상장폐지되었다.

2. 자진상장폐지절차

(1) 주주총회 소집공고[162)]

상장기업은 자진상장폐지를 결의내용으로 하는 주주총회를 소집하기 전에 자진상장폐지방안, 상장폐지원인 및 상장폐지 후의 발전전략 등을 충분히 공시해야 한다. 공시내용에는 구체적으로 인수합병방안, 경영발전계획, 재상장계획, 이의주주에 대한 보호조치 등 부분이 포함되어야 한다.

그 외에, 상장기업 사외이사는 위 내용이 기업의 장기적인 발전과 전체 주주의 이익에 부합되는지 여부에 관하여 중소주주의 의견을 충분히 수렴

162) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.3.

한 후 독립적 의견을 제시하여야 하며, 사외이사의 독립적 의견은 주주총회 소집통지와 동시에 공고되어야 한다.

또한, 상장기업은 재무고문 및 변호사를 선임하여 자진상장폐지에 관하여 자문을 받아야 하며, 재무고문 및 변호사의 의견 역시 주주총회 소집통지와 동시에 공고되어야 한다.

(2) 주주총회결의

상장기업은 자진상장폐지를 신청할 경우에 사전에 주주총회의 특별결의를 통하여 승인을 얻어야 한다. 특별결의는 a) 출석한 전체 주주의 유효한 의결권의 2/3 이상 동의를 얻어야 하는 동시에, b) 상장기업의 이사, 감사, 고급관리인원과 단독 또는 공동으로 상장기업 5% 이상의 지분을 소유한 주주를 제외한 기타 주주의 유효한 의결권의 2/3 이상의 동의를 얻어야 한다.[163]

주주총회에서 자진상장폐지에 관한 사항이 부결된 경우, 상장기업은 주주총회결의 공고일로부터 주식거래를 회복할 것을 거래소에 신청해야 한다.[164]

(3) 자신상장폐지신청

위 자진상장폐지요건 ①항 및 ②항에 따라 자진상장폐지를 신청하는 경우, 상장기업은 거래소에 주주총회 주주권리 등기일의 다음 거래일부터 주식거래를 정지할 것을 신청하여야 하며 주주총회에서 자진상장폐지를 결의한 후 15거래일 내에 거래소에 자진상장폐지 신청을 하여야 한다. 기타 ③항 내지 ⑦항의 경우에는 관련 규정에 따라 적시에 자진상장폐지 신청을 해야 한다.[165]

163) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.2.
164) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.7.
165) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.5.

(4) 자진상장폐지신청 수리

거래소는 상장기업의 자진상장폐지 신청을 받은 날로부터 5거래일 내에 수리 여부를 결정하여 상장기업에 통지하여야 한다. 상장기업은 거래소의 결정문을 받은 후 적시에 해당 내용을 공시하여야 하며 동시에 상장폐지 가능여부에 대한 리스크경고(風險警示) 공고를 해야 한다.[166]

(5) 자진상장폐지신청 심의

거래소 상장위원회에서 자진상장폐지 신청을 심의하며, 투자자보호 특히 중소투자자보호를 중심으로 검토하게 된다. 상장위원회는 상장기업의 결의절차 합법성에 대한 심사에 기초하여 독립적인 판단을 하게 되며 이에 근거하여 심사의견을 작성한다. 거래소는 상장위원회의 심사의견에 근거하여 상장폐지 여부를 최종 결정한다.[167]

(6) 심의결과 통지 및 공고

거래소는 심의결과를 결정일로부터 2거래일 내에 상장기업에게 통지하여야 하며 동시에 해당 사항을 공고하여야 한다. 상장기업은 거래소의 통지를 받은 날로부터 2거래일 내에 적시에 해당 사항을 공시하여야 하며 상장폐지공고를 하여야 한다.[168]

(7) 상장폐지처리

강제상장폐지된 기업은 30일 간의 정리매매 기간을 갖지만 자진상장폐지된 기업은 정리매매의 기간이 없으며, 상장폐지 결정일로부터 5거래일 내에 시장에서 퇴출되면서 상장폐지된다.[169] 자진상장폐지한 기업은 상

166) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.9.
167) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.10.
168) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.11.
169) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.12.

장폐지된 주식의 양도, 거래, 이의주주 보호 등에 대해 적절한 조치를 취함으로써 중소투자자의 권리를 보호해야 한다.[170]

(8) 증권감독관리위원회 보고

거래소는 자진상장폐지 신청에 대하여 승인 또는 불허 결정을 내린 날로부터 15거래일 내에, 그리고 상장기업이 거래시장에서 퇴출한 날로부터 15거래일 내에 자진상장폐지 관련 상황을 증권감독위원회에 보고하여야 한다.[171]

Ⅱ. 중국 자진상장폐지제도의 문제점

거래소는 상장기업의 자진상장폐지 신청을 심의할 때, 투자자보호를 중심으로 검토하게 된다. 다시 말하면, 자진상장폐지에서 핵심적인 문제는 투자자보호가 확실히 이루어졌는지 여부이다. 여기에서의 투자자는 모든 투자자를 말하는 것이 아니라 지배주주가 아닌 소수주주를 말하는 것이다. 자진상장폐지제도에서 소수주주에 대한 보호가 이루어지려면 회사 상장폐지 이후의 소수주주에 대한 보호도 물론 중요하겠지만 자진상장폐지 과정에서의 소수주주에 대한 보호 역시 매우 중요하다. 따라서 자진상장폐지 과정에 실체적 공정성과 절차적 공정성이 확보되어야 할 것이다. 실체적 공정성은 소수주주를 상대로 진행하는 공개매수에서 공정한 가격이 지급되는 여부가 중심이고, 절차적 공정성은 반대의견을 표시하는 주주에게 주식매수청구권을 부여함으로써 공정한 가격에 보유 주식을 매각할 기회를 주었는지 여부가 중심이 된다.

거래소에서 상장회사의 자진상장폐지결정에 동의하여 공개매수에 응하는 소수주주에 대한 보호를 심사하고 있지만 공개매수의 “합리적인 가격” 또는 “공정가격”에 대한 논의가 충분히 진행되어 사회적인 공감이 형성되어 있지 못한 상태에서 거래소에서 과연 정확한 판단을 내릴 수 있을 지

170) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.13.
171) 상해증권거래소 주식상장규칙(2014) 14.4.15.

가 의문이다. 또한, 회사법에서 주주총회결의에 반대하는 주주에 대한 주식매수청구권을 인정하고 반대주주에게 합리적인 가격을 지급할 것을 요구하고 있으나 주식매수청구권의 행사요건, 행사절차, 합리적인 가격의 의미 등에 대한 구체적인 내용이 결여되어 있으므로 소수주주를 보호함에서의 실효성이 많이 떨어지고 있는 것이 실정이다. 아래에서는 이런 문제점들을 하나씩 구체적으로 짚어보도록 하겠다.

1. 소수주주의 주식매수청구권에 관한 문제점

소수주식의 공개매수를 통한 폐쇄기업화는 외견상으로는 소수주주의 자발적 행위에 기한 것으로서 법률적인 의미의 강제성을 띤다고 볼 수 없지만, 실질적으로는 거래의 조건 등의 결정에 있어서 소수주주에게 선택의 여지는 거의 주어지지 않는 문제가 있고, 또 자발적으로 주식을 매각하지 않는 소수주주들에게도 궁극적으로는 현금지급합병 또는 기타의 몰아내기 수단에 의하여 비자발적으로 소유주식을 매각하게 된다는 묵시적 또는 명시적 위협이 가해지는 문제도 있다.[172] 물론 지배주주가 상장폐지로 인한 소수주주들에게 적정한 수준의 대가를 지급한다면 소수주주들을 축출하는 과정에서 분쟁이 발생하지 않겠지만 소수주주보호절차가 제대로 되어있지 않는 상태에서 상장폐지 대상이 된 상장회사의 소수주주들은 지배주주의 일방적인 결정에 따라 축출될 위험이 발생한다.[173] 이러한 문제는 중국에서도 마찬가지로 존재한다.

독일주식법에서는 주주총회결의의 하자를 결의무효의 경우와 결의취소의 경우로 나누고 있다. 통설적으로 충실의무에 위반하는 주주총회결의는 결의취소의 소의 대상으로 보고 있다. 그러므로 주주의 충실의무에 위반되는 총회결의로 인하여 손해를 입은 회사나 소수주주는 당해 결의의 취소를 구하는 소송을 제기할 수 있다.[174]

---

172) 송종준, 폐쇄기업화거래의 공정요건과 소수파주주의 보호, 상사법연구 제19권 제1호, 2000, 214면.

173) 김선웅, 자진 상장폐지과정에서 투자자 보호제도의 강화 필요성, 경제개혁연구소, 법·제도 30, 2004, 4면.

174) 임중호, 주주의 충실의무론, 중앙대학교 법학 제20집, 1995, 213면.

소수주주의 축출에 있어 공정성을 확보하는 제도로는 이사 및 지배주주 등에 대한 손해배상청구, 조직개편 무효의 소, 주주총회결의 취소의 소, 주주총회결의 무효의 소 등과 같은 행위의 효력을 다투는 소송 등이 있다.[175]

소수주주의 퇴출이 소수주주를 기망하거나 주식의 저평가와 관련하여 소수주주에게 명백하게 해를 주는 재량권 남용에 해당하거나, 공시의무를 위반한 경우에는 소수주주가 지배주주에 대하여 사전적인 구제수단으로서 유지청구권을 행사할 수 있도록 하여야 할 것이다.[176]

(1) 필요성

주식매수청구권이란 주주총회에서 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 일정한 사항이 결의된 경우 그 결의에 반대하는 주주가 회사에 대하여 자기의 소유주식을 청구할 수 있는 권리이다.[177] 주식매수청구권제도는 처음 미국에서 채택되었다. 과거 미국법상 회사가 합병과 같은 근본적인 변경을 하기 위해서는 주주전원의 동의가 필요하였다. 이러한 만장일치제도하에서는 사실상 모든 주주가 거부권을 가지므로 소수주주의 보호는 가장 완벽하게 이루어 질 수 있었으나, 회사의 입장에서는 새로운 의사결정자체가 불가능하게 될 수 있어 최종적으로 만장일치제를 포기하게 되었다. 만장일치제를 포기하고 다수결을 채택함으로써 다수결에서 패배한 소수주주의 보호가 중요한 과제로 부각되었고, 이런 배경 하에 주식매수청구권이 등장하게 되었다.[178]

(2) 현행 규정

주식매수청구권에 관하여 회사법에서 유한회사와 주식회사의 경우를 구

175) 서완석, 상법상 소수주주 축출제도-소수주식 강제매수제도와 교부금 합병제도를 중심으로-, 상사법연구 제30권 제2호, 2011, 417면.
176) 송종준, 소수주주 강제퇴출법제의 국제적 신조류와 그 입법론의 수용 가능성-미국·영국·독일법의 비교분석을 중심으로-, 증권법연구 제6권 제1호, 2005, 33-34면.
177) 송옥렬, 상법강의 제4판, 홍문사, 2014, 922면.
178) 김건식, 미국회사법상 반대주주의 주식매수청구권, 서울대학교 법학 제34권 제3호, 1993, 103면.

분하여 각각 하나의 조항 규정을 두었을 뿐이고 증권법에는 주주총회의 결의에 반대하는 주주의 주식매수청구권에 관한 규정이 존재하지 않는다.

유한회사의 주주는 회사법 제75조에 의하여 ① 연속 5년 주주에게 이익을 배당하지 않는 경우, ② 합병, 분리, 주요 자산을 양도하는 경우, ③ 정관에서 정한 영업기간이 만료되거나 해산사유가 발생하였으나 주주총회결의를 통하여 회사가 존속하는 경우에 회사에 대하여 합리적인 가격으로 주식을 인수할 것을 청구할 수 있다. 주주는 주식매수에 관련하여 회사 측과 협의해야 하며, 주주총회 결의일로부터 60일 내에 합의하지 못할 경우에는 결의일로부터 90일 이내에 법원에 소를 제기할 수 있다.

주식회사인 경우에는 회사법 제142조에 의하여 회사합병, 분립에 관한 주주총회의 결의에 반대하는 경우, 회사에게 자신의 주식을 매수할 것을 요구할 수 있다. 상장회사가 주식회사에 속하므로 상장회사의 주주는 동 조항에 의하여 주식매수청구권을 행사하여야 한다. 아래에서는 상장회사 주주의 경우를 전제로 주식매수청구권을 살펴보겠다.

(3) 문제점

우선 합병 외의 기타 경우의 상장폐지에 관한 주주총회 결의에 반대할 경우 주식매수청구권을 적용할 수 있다는 명확한 근거가 없고 설령 적용 가능하더라도 주식매수청구권의 구체적인 행사 조건 및 절차, “합리적인 가격”의 구체적인 의미 등에 대해서는 규정하고 있지 않으므로 회사 측에 자의로 주주의 주식매수청구권에 응할 수 있는 기회를 제공해 주었고 주주의 입장에서는 회사의 일방적인 결단에 따를 수밖에 없는 처지가 되어 버렸다.

2. 공정가격의 산정에 관한 문제점

앞에서 살펴본 바와 같이, 상장회사는 자진상장폐지를 위하여 소수주주에 대하여 공개매수를 통하여 소수주주가 보유하고 있는 소액주식을 매입하는 것이 대부분인데 거래소는 공개매수가격이 공정한지 여부를 중심으

로 상장폐지신청을 심의하게 된다. 다만, 현재 중국 법 규정에는 공정가격에 대한 규정이 부족하고 또 그에 대한 논의가 부족하다는 문제가 있다. 아래에서는 먼저 시장성이 있는 주식에 대하여 공개매수를 진행하는 것에 대하여 규제를 해야 할 필요성이 있는지 여부를 살펴보고, 이어서 중국 법상 공개매수의 핵심으로 되는 공정가격에 대한 규정을 살펴보며, 공정가격 관련 규정의 미비로 인하여 발생하는 문제점을 짚어보도록 하겠다.

(1) 필요성

우선 공개매수란 Wellman v. Dickinson[179] 판결에서 개발된 Wellman 기준에 해당 되는 행위를 말한다. 이 기준에 따르면, 공개매수로 보기 위해서는 ① 주주에 대한 적극적이고 광범한 권유, ② 주식의 상당비율에 대한 권유, ③ 현재의 시장가격에 프리미엄이 붙은 매수가격, ④ 확정적인 청약조건, ⑤ 일정 수 이상의 주식의 취득을 조건으로 하는 청약, ⑥ 확정기한부청약, ⑦ 주주에 대한 매도압력, ⑧ 매수계획의 공표 등이 존재하여야 한다. 이러한 Wellman 기준은 단지 하나의 지침에 불과하며, 따라서 반드시 위 8가지 요건이 모두 충족해야만 공개매수로 인정받을 수 있다거나, 대부분의 요건이 충족되지 않으면 공개매수로 인정받지 못한다고 단정적으로 말할 수 있는 것은 아니다.[180]

공개매수 규제의 취지는 일반투자자들이 정보부족으로 인하여 신중하지 못한 결정을 내릴 위험을 방지하려는 것이다.[181] 공개매수 조건에 대하여 여러 가지 실체적인 규제를 가하지 않을 경우 인수합병이 비효율적인 방식으로 이루어질 수 있다. 예컨대, 대상회사의 주주들로서는 당연히 회사의 가치를 감소시키는 공개매수에 대해서는 반대하겠지만, 그 반대의 의사표시가 주주총회를 통하여 집단적으로 표출되는 것이 아니라, 주식을 매각하는지 하지 않는 지와 같은 개인적인 방식으로 이루어지기 때문에, 흔히 말하는 “용의자의 딜레마” 또는 “매도압력” 현상이 발생한다. 다시 말해서, 대상회사의 주주는 자신이 다른 주주들보다 불리한 대우를 받을

179) Wellman v. Dickinson, 497 F. Supp. 824 (S.D.N.Y 1980).
180) 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, 2001, 265면.
181) 김건식, 송옥렬, 위의 책, 265면.

지도 모른다는 불안감으로 인하여 조급하게 매도결정을 내릴 가능성이 있고, 이는 대상회사의 주주에게 정보를 모두 공시한다고 하더라도 달라지지 않는다는 것이다.[182] 또한, 소수주주들은 상장폐지로 인한 거래정지의 위험 때문에 회사나 지배주주가 제시한 공개매수가격을 받아들이고 주주의 지위를 포기하게 된다.[183]

공개매수 과정에서 회사 또는 지배주주가 적정한 가격을 제시하여, 소수주주에게 충분한 보상을 하여 손해를 발생시키지 않는다면 분쟁이 발생할 가능성은 상당히 적어질 것이다. 그러므로 공개매수의 공정성은 역시 공개매수가격의 공정성으로 판단하게 된다. 물론 공정가격의 형성은 모든 정보가 충분히 반영된 가격일 것이다.

(2) 현행 규정

<상장회사 인수관리방법>에 의하면, 공개매수의 방법으로 상장기업을 인수할 경우 같은 종류의 주식에 대하여 같은 대가를 지급해야 하고, 공개매수가격은 인수사전공고(收購提示性公告)일 전 6개월 기간 동안 인수자의 매수가격 중에서 가장 높은 가격의 이하가 되어서는 아니 된다. 또한, 공개매수가격이 인수사전공고일 전 30 거래일 가중평균가격 이하일 경우에 인수자는 재무고문을 선임하여 해당 주식의 6개월간의 거래상황을 분석하여 주가가 조작된 상황이 존재하는지 여부, 인수자가 공개하지 않은 기타 특별관계인이 존재하는지 여부, 인수자가 6개월 사이에 취득한 주식에 대하여 기타 지급조건이 있는지 여부 및 공개매수가격이 합리적인지 여부를 설명하여야 한다.[184]

(3) 문제점

중국에서 폐쇄기업화는 대략 아래와 같은 절차에 따라 진행되는 경우가 많다. 대상회사에서 실적을 발표하여 적자가 발생하였다는 정보를 시장에 알리면서 주식 보유액이 비교적 큰 투자자들의 매도를 유인한다. 그리고

182) 김화진, 송옥렬, 기업인수합병, 박영사, 2007, 173-174면.
183) 김선웅, 앞의 논문(주173), 4면.
184) 상장회사 인수관리방법 제35조.

대상회사를 폐쇄화하려는 지배주주들이 계속하여 대상회사의 경영상에 문제가 있다는 정보를 발표하는 동시에, 소수주주들에 대하여 공개매수를 진행하여 주식을 매집함으로써 폐쇄화에 의한 상장폐지를 완성한다.[185] 吉林化工, 齊魯石化, 中原油氣, 揚子石化 경우에도 주가가 지속적으로 하락하고 있는 중에 상장회사가 폐쇄기업화를 진행한다는 정보를 발표하였다. 이와 같이 상장회사의 폐쇄화는 일반적으로 상장회사에게 불리한 재무정보가 공개된 후에 진행되었다.[186]

이런 현실에 보았을 때, 과연 공고일 전 6개월 내에서 인수자가 자의적으로 선택하여 매수한 가격 중에서 가장 높은 가격을 최저기준으로 하는 정하는 방법이 소수주주의 보호에 어느 정도의 도움이 될 지는 의문이다. 시장가격을 공정가격의 기준으로 하는 데는 많은 문제점들이 존재한다는 것은 공정가격 산정에 대한 개선의견 부분에서 후술하기로 하겠다.

제2절 외국의 자진상장폐지제도

Ⅰ. 미국

미국에서의 자진상장폐지는 통상 폐쇄기업화의 방식으로 진행되므로, 미국에서 자진상장폐지에 대한 규제는 주로 폐쇄기업화를 대상으로 한다.[187] 상장을 폐지하게 되면 주식의 거래가 장외에서만 가능하므로 주식의 유동성 및 환금성이 크게 제한받게 된다. 주식의 시가를 확인하기는 어렵지만, 아무래도 상장되어 있는 경우보다 당장은 주식의 가치가 하락할 것으로 보아야 할 것이다. 소수주주들의 경우 상장폐지로 인하여 주식의 유동성, 환금성이 저하되면 손해를 입게 되거나 현실적으로 손해가 발생하지 않더라도 상장폐지에 반발할 가능성이 크고, 그러한 소수주주가 회사의 주주로 남아 있게 되면 상장폐지 후 회사의 경영에 부정적인 역할을 미칠 수 있다. 이러한 이유로 상장폐지는 소수주주의 축출과 불가분의

185) 翟浩, 앞의 논문(주9), 117면.
186) 李德林, 操控私有化：中石油中石化私有化案例剖析, 證券市場周刊 總1208期, 2006.
187) 翟浩, 앞의 논문(주9), 106면.

관계를 가진다.[188]

미국에서의 폐쇄기업화는 연방법과 각주의 법률에 의해 규제된다. 현행 연방법은 공시와 제출요건에 초점을 두고 있으며 주로 Rule 13e-3에 의해 규제된다. 주법은 거래의 실질에 초점을 두고 있는데 이에는 관계인의 신임의무와 거래의 적법성 심사기준, 그리고 폐쇄기업화가 구조화되는 여러 가지 수단들의 적법성 등을 포함한다.[189] 대부분의 중요한 규제는 주법으로부터 유래하지만 주법을 검토하기 전에 먼저 관련 연방법을 간략하게 살펴보기로 한다.

1. 연방법에 의한 규제

연방법상 폐쇄기업화에 대한 규제는 대부분 Rule 10b-5 및 Rule 13e-3에 근거하여 이루어지고 있다.

(1) Rule 10b-5

Rule 10b-5[190]는 1942년 SEC가 1934년법 제10조 (b)항에 근거하여 제정한 규칙이다.[191] 폐쇄기업화에 반대하는 소수주주가 Rule 10b-5 소송에서 성공할 가능성은 대부분의 경우 지배주주에 의한 완전공개(full disclosure) 유무에 달려 있다. 소수주주가 Rule 10b-5의 위반을 이유로 반대할 경우, 만일 관련 정보의 완전 공개가 이루어졌다면 폐쇄기업화가

188) 김화진, 송옥렬, 앞의 책(주182), 243-244면.

189) 육태우, 공개회사에 있어서 폐쇄기업화거래의 환경 및 규제-미국의 연방법 및 주판례법을 중심으로-, 경영법률 제17권 제3호, 2007, 134면.

190) Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices:
It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,in connection with the purchase or sale of any security.

191) 김건식, 송옥렬, 앞의 책(주180), 294면.

얼마나 불공정하였는지 여부나 지배주주의 신임의무에 위반하였는지 여부와는 상관없이 Rule 10b-5 위반이 인정될 가능성은 거의 없을 것이다. Rule 10b-5는 오직 기망행위(deceptive)나 조작행위(maniqulative) 만을 금지하고 불공정행위나 신임의무 위반행위는 금지하고 있지 않기 때문이다. 반대로, 만약 지배주주가 폐쇄기업화와 관련하여 중요 정보를 숨기거나 허위표시를 하였다면 Rule 10b-5 위반이 인정될 가능성이 매우 높다.[192]

(2) Rule 13e-3

1) Rule 13e-3의 적용대상

Rule 10b-5는 일반적인 사기금지규정으로서 공개의무를 적극적으로 규정하는 것이 아니므로 SEC는 폐쇄기업화에서 소수주주들이 흔히 적절한 정보를 제공받지 못하고 있다고 판단하고 1979년 폐쇄기업화를 규제하는 Rule 13e-3을 제정하였다.[193] 이 Rule은 폐쇄기업화를 도모하는 지배주주에게 광범위한 공개의무를 부과하고 있다.[194] Rule 13e-3은 주주수가 300인 미만으로 되거나, 상장 또는 장외시장등록요건에 미달하게 함으로써 1934년 증권거래법상의 보고의무를 면하고 있는 거래에 적용되며,[195] Rule 13e-3은 순수폐쇄기업화 뿐만 아니라, 다수의 모자회사간 합병에도 적용된다. 순수폐쇄기업화 뿐만 아니라, 다수의 모자회사간 합병에도 적용된다. Rule 13e-3의 목적은 불공정한 폐쇄기업화로부터 인수인과 관계없는 주주들 즉 지배주주들을 보호하려는 것이다.[196]

2) Rule 13e-3에서의 신고내용

Rule 13e-3는 폐쇄기업화를 추진하는 회사가 SEC에 거래설명서를 제

192) 정봉진, 2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도, 강원법학 제35권, 2012, 487면.
193) 임재윤, 미국증권법, 박영사, 2009, 585면.
194) 정봉진, 앞의 논문(주192). 487면.
195) 송종준, 앞의 논문(주172), 227면.
196) 육태우, 앞의 논문(주189), 135면.

출하여 그 거래를 신고하도록 하고 있다. 신고내용은 Schedule 13E-3의 규정을 따라야 한다. 신고시점은 거래의 유형에 따라 다르나 일반적으로 그 거래와 관련하여 요구되는 권유사항, 정보설명서, 증권의 등록을 위하여 제출된 등록설명서의 최초의 신고와 동시에, 또는 공개매수가 포함되는 때에는 주주에게 공개매수가 최초로 공표되는 날에 행해야 한다.[197]

Schedule 13e-3은 16가지 사항의 제출을 요구한다. 첫 번째부터 여섯 번째까지의 요구사항은 거래조건에 대한 상세한 정보, 대상회사, 제출당사자, 대상회사와 관련인 사이의 과거의 계약이나 협상, 그리고 일상적이지 않는 거래에 이룰 수 있는 계획들을 다룬다. Schedule 13E-3의 가장 중요한 부분인 일곱 번째부터 아홉 번째까지의 사항들은 거래의 목적과 기타의 대안을 포기하는 이유, 거래의 공정성에 관한 정보와 의견, 그리고 거래에 중요하게 관련된 전문가의견과 보고서 그리고 평가를 요구한다. 열 번째부터 열두 번째까지의 사항들은 거래의 재정조달방법, 대상회사의 주식에 대한 제출당사자들의 이익, 그리고 주식발행인의 관련인이 거래에 따라 주식을 제공하거나 의결권을 행사하려고 했는지 또는 다른 사람들에게 그렇게 하도록 권유했는지 여부에 대한 공개를 요구한다. 열세 번째부터 열다섯 번째까지의 요구사항은 재정보고서의 제출, 거래를 완결하기 위하여 이용된 사람들 또는 재산들의 확인, 그리고 계획을 완결 짓기 위하여 요구되는 기타의 중요한 정보의 공개에 관한 것이다. 마지막으로 열여섯 번째의 요구사항은 거래에 관련된 다양한 서류들이 견본으로서 제출될 것을 요구한다.[198]

3) Rule 13e-3에서의 공정가격

Rule 13e-3은 공정가격에 관한 평가요소와 관련하여 가중평균방식하에서의 3가지 평가요소를 확대하여 다음과 같은 8가지를 규정하고 있는데, 현재 및 과거의 시장가격, 순장부가치, 계속기업가치, 청산가치, 과거 2년간 자기주식매입가격, 발행기업 등이 거래의 공정성에 관하여 받은 각종

197) 송종준, 앞의 논문(주172), 227-228면.
198) 육태우, 앞의 논문(주189), 138면.

보고·의견·평가내용, 합병 등 기업인수를 위하여 과거 18개월 동안의 확정계약조건 등이 있다.

이들 요소 중에서 현재 및 과거의 시장가격은 주식의 공정가치의 산정에 있어서 고려하여야 할 가장 중요한 요소이다. 그리고 계속기업가치는 주법상 수익가치 또는 투자가치에 유사한 것으로 보이며, 수익가치의 평가에서는 과거 일정기간동안의 평균수익이 고려되고 여기에서는 동종경쟁업체의 과거영업실적에 대비하여 결정되는 승수가 적용되고 예상수익과 장래의 전망도 고려된다. 청산가치는 축출거래에 있어서 다수주주가 고려해야 할 중요한 평가요소이나 일반적으로 시장가치와 수익가치에 비하여는 가중치가 현저히 낮다. 순자산가치는 유형자산의 가치만을 의미하기 때문이다.[199]

4) 주주에게 통지

Rule 13e-3에 의한 정보는 주주에게 통지되어야 한다. 통지의 방법은 폐쇄기업화의 유형에 따라 다르나, 그것이 공개매수에 의하여 실현되는 경우가 아닐 때에는 그 거래가 종결되는 날보다 최소한 20일 전에는 그 정보를 당해 주주에게 송부하여야 한다. 주주에게 송부하는 정보공시서류에는 주식매수청구권의 행사가 가능한지 또는 회사가 자발적으로 부여한 것인지의 여부를 공시해야 하고 여기에는 그 권리를 행사함에 필요한 절차 등에 관한 상세한 내용도 포함되어야 한다.[200]

2. 주법에 의한 규제

소수주주의 축출을 초래하는 폐쇄기업화에서 법률적인 관심은 그 거래의 완전한 공정성을 확보하는 데에 있다. 이 공정성 원칙은 델라웨어주 법원의 판례들이 기초를 형성한 것이며, 이것은 폐쇄기업화에서 축출의 대상인 소수주주에 대하여 객관적으로 모든 측면에서의 공정성이 유지되

199) 송종준, 앞의 논문(주172), 224면.
200) 송종준, 앞의 논문(주172), 228면.

어야 한다는 원칙을 말한다. 이 원칙의 정립에 있어서는 Singer v. Magnavox Co.,[201]사건과 Tanzer v. International General Industries, Inc.,[202] 사건의 판결이 대표적인 판례라 할 수 있다. 이들 판례에서는 소수주주를 축출할 목적의 합병이 적법하기 위한 요건으로서 공정성의 문제와 사업목적이 필요한 지의 여부가 쟁점이 되었다. Tanzer판결과 그 후속 판결에서 공정성의 판단기준으로 제시된 구성요성이 다양한데, 이것은 실체적 공정요건과 절차적 공정요건으로 분류할 수 있다.[203]

(1) 실체적 공정요건

1) 소수주주 축출의 정당성기준

i) 사업목적기준

델라웨어주에서는 1977년부터 1983년까지 사업목적요건을 채택한 바가 있다. 즉, 소수주주의 축출에 있어서 다수주주는 선의의 사업목적을 가져야 한다는 태도를 취하고 있다. 소수주주를 축출하는 거래의 형태에 따라 사업목적에 대한 평가도 다르다. 순수폐쇄화거래의 경우에는 소수주주의 축출이 그 거래의 유일한 목적인 경우에는 사업목적의 정당성 또는 선의성이 인정되기는 어렵다는 것이 판례의 일반적인 태도이다. 다수주주가 소수주주의 축출을 목적으로 하는 합병을 고려할 수는 있다하더라도 그것이 적법하기 위해서는 선의의 정당한 사업목적이 있어야만 한다는 것이다. 그런데 순수폐쇄기업화는 복수회사간의 결합이 아닌 단일회사내의 다수주주와 소수주주간의 대립구조를 전제하고 있으므로, 실제로 다수주주가 그 정당한 사업목적을 증명하기란 용이하지 않다. 그 외에 2단계합병과 모자회사간의 합병은 소수주주의 축출만의 문제가 있는 순수폐쇄기업화와는 달리, 2개의 사업회사의 결합에 해당되므로 선의의 사업목적의 존

201) Singer v. Magnavox Co., 380 A.sd 969(Del. 1977).
202) Tanzer v. International General Industries, Inc., 379 A.2d 1121 (Del. 1977).
203) 송종준, 앞의 논문(주172), 220-221면.

재를 판단함에 있어서 사업회사간의 합병은 중복기능의 제고, 세금절약, 합병에 대한 시장의 반응 등에 의하여 기업가치의 상승, 즉 시너지효과 등이 고려되고 있다. 그리하여 모자회사의 사업이익을 용이하게 할 수 있는 경우라면 정당한 사업목적의 존재를 인정하기가 더욱 용이하다.[204]

그러나 1983년 Weinberger v. UOP, Inc.,[205]에서 델라웨어주 대법원은 사업목적요건은 실질적으로 소수주주를 보호하는 기능을 하지 못하고 따라서 폐기되어야 한다고 판시하면서 델라웨어주에서 사업목적기준을 적용하지 않게 되었다. 그러나 델라웨어주 이외의 다른 주법원은 델라웨어에서 사업목적기준을 폐기한 이후에도 여전히 사업목적기준을 적용하고 있다.[206]

ii) 합리적인 기대 기준

미국의 많은 법원들은 소수주주가 사업에 참여할 당시에 가지고 있던 합리적 기대에 비추어 소수주주를 축출하려는 지배주주의 행위를 평가하기도 한다. 주주는 회사에 대해 그가 가지고 있는 소유권을 통해 실적에 따라 주식배당을 받을 수 있고, 회사의 경영활동에 참가하거나 기타 어떤 형태의 이익을 보장받을 것을 기대하는 것은 합리적이다. 그럼에도 불구하고 회사 내의 다른 주주에 의하여 그러한 기대가 좌절되고, 투하자본을 회수할 수 있는 효과적인 수단이 없다는 사실을 알게 되면 엄청난 좌절에 빠질 것이다. 그리하여 미국의 법원들은 지배주주가 소수주주를 축출하려는 시도를 하는 경우, 합리적인 기대 기준에 의하여 지배주주의 행위가 소수주주의 합리적 기대를 좌절시킬 때에는 언제나 소수주주에 대한 구제를 허용해왔다. 이는 지배주주의 행위가 회사의 행위나 회사의 정관에 의해 지배주주에게 부여된 권한의 범위 내에 해당한다 하더라도 그렇다.[207]

미국 법원은 합리적 기대 조건을 구성하는 것은 무엇인지에 대하여 첫째, 사업에 참여한 자들이 애초에 서로 관계를 맺을 당시 만들어진 합리

204) 송종준, 앞의 논문(주172), 220-222면.
205) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).
206) 정봉진, 앞의 논문(주192), 495-496면.
207) 서완석, 앞의 논문(주175), 395면.

적인 기대와 당사자들 간의 거래를 고려하면서 이것들이 시간에 따라 어떻게 변화했으며 참여한 자들이 서로 어떤 관계를 가지고 있는지 그 배경을 조사해야 하고, 둘째, 다른 참여자들의 이해관계와 그들이 가진 견해도 고려하여야 한다는 원칙을 세웠다. 그리고 합리성에 초점을 맞출 경우, 원고가 기대한 바는 다른 주주들의 기대와 일치해야 하며, 다른 주주들도 알고 있거나 추정할 수 있는 기대여야 한다. 다른 참가자들이 합리적인 것이라고 생각하지 않는 기대는 그저 원고 1인의 주장에 불과하고, 참가자들 간에 명시적으로 혹은 묵시적으로 구체화된 기대이어야 한다.[208]

iii) 전체적인 공정성기준

Weinberger 판결에서 델라웨어주 대법원은 소수주주 축출거래를 분석하기 위하여 배타적이고 전체적인 공정성기준을 확립하였다. 전체적인 공정성기준은 공정한 거래와 공정한 가격 두 가지 모두를 포함하는 것으로, 분석을 할 때도 두 가지를 나누어 볼 것이 아니라 전체적으로 검토하여야 한다고 판시하였다. 거래가 공정하였는지를 결정하기 위해서는 ① 거래의 시기, ② 당사자가 서로 독립된 주체로서 냉정하게 자신의 이익을 위하여 거래하는 관계에 있는지, ③ 계약을 체결함에 있어 이사들이 다른 경쟁입찰자들의 참여를 허용했는지, ④ 이사들은 어떠한 의도로 동 거래를 승인하게 되었는지, 그리고 ⑤ 주주들은 거래가 승인되기 전에 모든 중요한 정보를 충분히 제공받았는지 등을 고려하여야 한다고 하였다. 한편 공정한 가격은 거래의 대가가 가지는 경제적 가치와 관련이 있으므로 반사기적 거래가격이 존재하는 경우에는 이를 최우선으로 고려하여야 하고, 자기거래에 의한 이익상충이 없을 경우에는 그 상황에서 합리적인 매도인이 공정한 가치에 해당한다고 생각하는 금액이 이에 해당된다고 하였다.[209]

지배주주에 의한 소수주주의 축출거래에서 법원은 당해 거래가 공정하다는 사실을 입증할 책임을 지배주주에게 먼저 부과한다. 그러나 지배주주와 대등한 지위에서 협상할 수 있는 이해관계 없는 이사들로 구성된 이

208) 서완석, 앞의 논문(주175), 396면.
209) 서완석, 앞의 논문(주175), 398-399면.

사회 특별위원회가 거래를 승인한 경우나 거래 관련 정보의 완전 공개 후 소수주주의 과반수 동의를 얻은 경우에는 거래의 불공정성에 대한 입증책임이 다시 원고에게 전환된다.[210]

2) 지급대가의 공정성

판례는 다양한 형태의 폐쇄기업화에 있어서 지급대가에 대한 공정가치의 산정요소를 제시하여 왔고, 이것은 주식매수청구권의 행사 및 사기 또는 충실의무위반으로 인한 손해배상액의 산정에 있어서도 유사하게 적용되고 있다. 공정가치의 산정기준에 대하여는 주마다 차이가 있지만 대표적으로 델라웨어주의 경우에 판례에 의하여 가중평균방식이 전통적인 기준으로 이용되어 왔다. 그 뒤에는 가중평균방식을 수정한 새로운 방식이 채택되기도 하였다.

ⅰ) 델라웨어주의 가중평균방식

미국 델라웨어주 법원과 기타 여러 주의 법원이 전통적으로 주식매수청구권과 관련하여 주식의 가치를 평가하는데 사용하던 방법을 델라웨어 가중평균방식이라고 한다. 이는 주식의 순자산가치, 시장가치, 수익가치 등을 가중평균함으로써 주식의 가치를 계산하는 방법인데 와인버거 판결이 나오기 전까지 미국에서 널리 사용된 바 있고 아직도 미국 여러 주의 법원에 의해 사용되고 있다.[211]

그런데 여기서 평가대상으로서의 요소는 시장가치, 순자산가치, 수익가치 등으로 그 범위가 제한되어 있는 것이 특징이다. 판례상 시장가치는 소수주주 축출거래가 주식의 시장가격이 하락할 때를 그 실행시점으로 선택할 우려가 있다는 이유로 일반적으로는 가중치가 높지 아니한다. 순자산가치는 청산가치를 말하며 여기서는 계속기업가치가 고려될 수 있고 높은 가중치가 부여되는 것이 보통이다. 수익가치는 투자가치라고도 하는데

210) 정봉진, 앞의 논문(주192), 494면.
211) 김화진, 송옥렬, 앞의 책(주182), 137면.

여기서는 거래이전의 일정기간 동안의 평균수익과 당해 연도의 예상수익 가치가 고려된다. 이와 같은 가중평균방식을 적용함에 있어서 대부분의 판례와 주제정법은 거래로 인한 주가상승 또는 하락분과 같은 가격변동요인은 배제하는 것이 일반적이다.[212]

그 외에 시장가치, 순자산가치, 수익가치 중 가중치를 어떻게 부여할 지는 법원이 사건별로 판단하여 결정하게 되는데, 이와 같은 평가방식은 가중치의 설정이 자의적일 수 있다는 단점도 있다.[213]

ii) 새로운 방식

델라웨어주 대법원은 1983년 Weinberger 판결에서 종래의 가중평균방식을 포기하고 "금융계에서 사용되는 일반적으로 인정된 모든 가치평가기법"이 고려되어야 한다는 원칙을 새로 천명하였다. 델라웨어주 대법원은 이른바 델라웨어 가중평균 방식이 금융계 등에서 일반적으로 통용되는 기타의 평가기법을 배제하여 배타적으로 적용되는 방식으로 보기에는 명백히 시대에 뒤떨어진 방식이라고 보고, 그러한 의미에서 주식매수청구에 의한 주식의 가치평가나 기타의 절차에서 그러한 사실을 받아들이고 관련 법원칙을 시대에 맞게 변경할 시기가 되었다고 하였다. 따라서 종래의 델라웨어 가중평균 방식은 더 이상 배타적으로 적용되어서는 안 되고, 금융계에서 사용되는 일반적으로 인정된 모든 가치평가기법이 자유롭게 사용될 수 있다고 판시하였다.[214] 그리하여 종래의 가중평균방식에서는 고려될 수 없었던 요소, 예컨대 합병의 성취 또는 합병의 기대로 인하여 나타나는 평가요소와 같은 장래요소도 고려할 수 있게 되었다.[215]

그러나 와인버거 판결 이후에도 상당수의 미국 판례들이 여전히 델라웨어방식을 사용하고 있는 것으로 알려져 있다. 해당 주의 회사법문이 와인버거 판결의 수용을 여의치 못하게 하거나, 아니면 법원이 와인버거 판결의 대단히 유연하고 선택의 여지가 큰 원칙을 채택하는 데 어려움을 느끼

212) 송종준, 앞의 논문(주172), 222-223면.
213) 김화진, 송옥렬, 앞의 책(주182), 138면.
214) 김화진, 송옥렬, 앞의 책(주182), 138-139면.
215) 송종준, 앞의 논문(주172), 223면.

는 것이 그 이유이다.[216]

(2) 절차적 공정요건[217]

1) 소수주주대표의 참여

폐쇄기업화를 실행하고자 하는 회사는 독립이사의 과반수가 소수주주를 위하여 협상할 소수주주의 대표를 선임하기로 했는지의 여부를 공시하여야 한다. 실무상으로 증권거래위원회는 그 대표에게 전문적 조언의 확보, 거래의 대가 및 구조의 협상, 상대적인 의미에서의 공정성의 판단 및 보고서의 준비 등을 포함하여 포괄적인 권한이 부여되어 있는 경우에는 그 독립성을 인정하는 경향이 있다.

2) 독립이사의 승인

폐쇄기업화를 추진하는 회사는 독립이사의 과반수에 의하여 그 거래가 승인된 사실도 공시하여야 한다. 또 독립이사위원회가 투자은행 및 변호사의 자문에 따라 행동한 경우에는 거래절차의 공정성을 인정할 수 있는 유력한 증거로 보는 것이 연방 및 주판례의 입장이다.

3) 소주주주의 다수결에 의한 승인

폐쇄기업화가 소수주주의 다수결에 의한 승인에 의하여 성립될 수 있도록 한 경우에는 이를 공시할 의무가 있다. 이것이 절차적 공정성의 필수요건은 아니더라도 최소한 전반적인 공정성을 평가함에 있어서는 중요한 요소라 할 수 있다. 그리하여 폐쇄기업화의 불공정성을 이유로 그 효력을 다투는 경우에 소수주주가 회사로부터 통지를 받고 다수결에 의하여 폐쇄기업화를 승인하였다면, 그 거래의 불공정에 대한 입증책임은 불공정을

216) 김화진, 송옥렬, 앞의 책(주182), 140면.
217) 송종준, 앞의 논문(주172), 224-225면.

주장하는 소수주주에게 있다고 한 판례가 있다. 이것은 그러한 승인이 거래의 공정성을 어느 정도는 확보하는 기능을 발휘한다고 할 수 있다.

4) 전문가의 의견

폐쇄기업화의 공정성여부에 대한 독립전문가의 의견표시는 SEC 규칙상 단순한 공시사항일 뿐이지만, 판례상으로는 절차적 공정성을 인정하는 증거로서 취급한 예가 있다.

3. 소수주주에 대한 구제책

(1) 주식매수청구권

미국법상 주식매수청구권은 폐쇄기업화의 불공정성을 전제로 하여 허용되는 것이 아니라 그 거래에 반대하는 입장을 가지는 주주에게 일반적으로 인정되고 있는 제도이다. 그러므로 불공정한 폐쇄기업화에 있어서 축출당하는 소수주주의 구제책에 관한 문제의 핵심은 주식매수청구권 이외에 형평법상의 다른 구제수단도 허용되는 지의 여부에 있다. 이것이 곧 주식매수청구권의 배타성에 관한 문제이다. 이 문제에 관하여 델라웨어주의 경우 전통적으로 소수주주의 축출에 대하여 소수주주가 다수주주의 사기 또는 명백한 권한남용이 있음을 입증하지 못하는 한, 주식매수청구권으로 그 구제책이 제한되고, 소수주주는 불공정한 합병에 대하여 그 효력을 다투거나 다른 구제책을 주장할 수 없다고 보는 것이 일반적이었다.[218]

그러다가, Weinberger 판결에서 소수주주의 축출 합병에 있어서 그 합병거래에 사기, 허위표지, 자기거래, 고의적인 회사자산의 훼손, 중대하고도 명백한 권한남용이 존재하는 경우에는 주식매수청구권만이 적절한 구제수단은 아니라고 하여 주식매수청구권의 배타성을 부정하였다. 그리하여 소수주주 퇴출목적의 거래에 대하여는 형평법상으로 그 거래의 유지명령청구권과 손해배상청구권을 행사할 수도 있다.[219]

218) 송종준, 앞의 논문(주172), 231-233면.
219) 송종준, 앞의 논문(주176), 17면.

(2) 유지명령청구권

폐쇄기업화에 있어서 유지명령을 청구할 수 있는 원인은 연방법과 주제정법을 위반한 경우에 인정된다. 연방증권거래법 중 일반적 사기금지 규정인 Rule 10b-5상의 정보공시의무를 위반하여 사기적 행위가 되거나 시세조종적 행위가 되는 경우, 또한 Rule 13e-3상 발행인 또는 발행인의 지배관계자 등 회사의 내부자들이 정보공시의무를 이행하지 않은 경우에도 합병의 유지를 청구할 수 있다. 그런데 소수주주의 축출에 대한 구제는 연방법에 의하는 것보다 주법에 의하는 것이 더욱 효과적이라고 한다. 대부분의 주제정법은 소수주주 축출거래에 대한 적법요건으로서 본질적 공정성과 정당한 사업목적을 요구하므로 이러한 요건을 위반하는 경우에 당해 거래의 유지를 청구할 수 있고, 그 거래에 충실의무의 위반이 있는 경우에도 마찬가지이다.[220]

(3) 손해배상청구권

손해배상청구는 일반적으로 소수주주 퇴출목적의 거래가 연방법이나 주제정법 또는 정관규정에 반하여 위법하거나, 사기에 해당되거나, 거래가 현저히 불공정하거나 불공정한 자기거래로서 이사나 지배주주의 충실의무 위반으로 되어 사기가 의제되는 경우 등에 인정된다.[221]

Ⅱ. 한국

1. 자진상장폐지요건

상장법인은 상장증권의 종목별로 거래소에 상장폐지를 신청할 수 있다.[222] 다만, 상장법인은 아래와 같은 요건을 충족시켜야 한다. ① 해당 상장법인이나 최대주주 등이 해당 주권에 대하여 공개매수(그에 준하는

220) 송종준, 앞의 논문(주172), 234면.
221) 송종준, 앞의 논문(주176), 17면.
222) 유가증권시장 상장규정 제7조 제1항.

방법을 포함)나 장내매수를 하였을 것, ② 상장폐지 신청일 현재 해당 상장법인의 최대주주 등이 해당 종목의 발행주식 총수의 100분의 95 이상을 보유하고 있을 것, ③ 해당 상장법인의 최대주주 등이 상장폐지 이후 일정기간 동안 투자자에게 보유 주식의 매각 기회를 부여하기로 확약하였을 것, ④ 그 밖에 공개매수의 조건 등 공익 실현과 투자자 보호를 위하여 필요한 사항이 충족되었을 것 등이다.[223]

2. 자진상장폐지절차

(1) 자진상장폐지 신청

자진상장폐지를 하고자 하는 상장법인은 상장폐지신청서와 특별결의(출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식 총수의 3분의 1 이상의 수를 말한다)의 방법으로 상장폐지를 결의한 주주총회의사록 사본 등 첨부서류를 거래소에 제출하여야 한다.[224] 다만 주주총회의 위임 또는 정관에 의하여 이사회결의로 상장폐지신청을 할 수 있도록 정한 상장법인은 주주총회의사록 대신 이사회의사록 사본으로 대체할 수 있다. 보통주를 제외한 주식에 대하여 종목별로 상장폐지를 신청하는 경우 상장폐지신청서에 상장폐지를 결의한 이사회의사록 사본을 첨부하여 거래소에 제출하여야 한다.[225]

(2) 자진상장폐지 심의

증권거래소는 투자자보호 상항의 이행 여부 등을 고려하여 상장폐지 신청을 심의한다.[226] 증권거래소는 공익 및 투자자보호를 위하여 상장폐지기준에 해당하지 아니할 경우 상장폐지 신청을 거부할 수 있다. 다만, 강제상장폐지기준이나 관리종목지정기준에 해당하는 기업이 상장폐지를 신

223) 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제6조 제2항.
224) 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제6조 제1항.
225) 김정수, 앞의 책(주85), 615면.
226) 유가증권시장 상장규정 제7조 제5항.

청하는 경우에 거래소는 이를 거부할 수 없다. 증권거래소는 관리종목지정기준 또는 상장폐지기준에 해당하지 않는 경우 상장폐지 신청을 거부할 수 있지만, 관례적으로 소수주주보호절차를 준수하는 기업들에 대해서는 상장폐지를 승인해왔다. 상장폐지를 신청하는 기업들은 대주주가 많은 지분을 보유하여 분산요건이 미달하는 경우가 대부분인데, 이 경우 증권거래소가 상장폐지 신청을 거부하더라도 2년 동안 분산요건을 충족하지 못하면 강제상장폐지 요건에 해당되므로 거부할 실익이 없기 때문이다.[227]

(3) 자진상장폐지 승인

자진상장폐지가 승인되면 거래소는 이를 시장에 안내한다.[228]

제3절 중국 자신상장폐지제도에 대한 개선방안

제1절에서 소수주주의 주식매수청구권, 지배주주의 소수주주에 대한 충실의무, 공정가격의 산정 등에 존재하는 문제점들을 하나씩 짚어보았다. 이번 절에서는 각 문제점에 대한 개선방안을 논의하기로 한다.

Ⅰ. 소수주주의 주식매수청구권에 대한 개선의견

미국 모범회사법(the Model Business Corporation Act)(이하 “모범회사법”)과 미국법률가협회에서 1992년에 발표한 Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations(Proposed Final Draft 1992)(이하 “Principles”)에 기초하여 중국에서의 주식매수청구권 개선방안을 제시하고자 한다.

---

227) 이지수, 이지영, 한국과 미국의 상장폐지 제도 비교, 기업지배구조연구 제12권, 2004, 2면.
228) 김정수, 앞의 책(주85), 616면.

1. 주식매수청구권 행사에서의 실체적 요건

(1) 시장성 예외의 인정 여부

1) 입법례

미국의 일부 주에서는 거래소에 상장되어 있는 상장회사 주주의 주식매수청구권을 부정하는 시장성 예외조항을 두고 있었다. 미국의 모범회사법에서도 1969년에 시장성 예외조항을 두었다가 1978년에 예외를 폐지하였다. 시장성 예외조항을 폐지한 원인은 아래와 같은 것들이 있다. ① 시장이 침체되어 거래가 거의 없거나 주가가 현저하게 낮게 형성되어 있는 경우에는 시장에서 매각하는 것은 반대 주주에게 합리적인 대안이 될 수 없다. ② 주주가 증권법상의 이유로 시장에서 매각하는 것이 불가능한 경우도 있다. ③ 보유주식의 규모가 큰 경우에는 시장에서 그것을 처분하는 것이 어렵다. ④ 시장가격이 반대주주가 회사의 변화를 이미 반영하여 낮게 형성되었을 가능성이 있다. Principles에서도 시장성 예외를 인정하는 것을 반대하고 있다. 그 이유로는 ① 시장의 평가는 향후 소수주주가 입을 불이익을 반영하여 낮게 형성될 수 있다는 것이다. 만약 공개매수가 성공적으로 완료되는 경우에는 향후의 불리한 합병을 예상하여 시장가격은 크게 하락할 것이다. 그러므로 합병에 반대하는 주주는 시장에서 주식을 매각하는 것만으로는 자신의 이익을 충분히 보장받을 수 없을 것이다. ② 경영진과 주주사이에 존재하는 정보의 비대칭성으로 주주가 불이익을 입을 수 있다. 경영진은 시장에서 회사의 주식이 과소평가되고 있다고 판단하는 경우에 직접 낮은 가격에 회사를 인수하거나 관계회사에 합병시키려할 가능성이 있다. ③ 주식매수청구권은 다른 구제수단보다 비용이 적게 드는 수단이다. 반대주주는 합병을 금지하거나 무효화하기 위하여 또는 그로 인한 손해를 보상 받기 위하여 법원에 소를 제기할 수도 있는데, 이러한 소송에는 시간과 비용이 소요되고 또한 합병에 대한 금지나 취소의 판결이 내려지면 회사가 변화를 추구하는 길이 막혀버리게 된다.[229)]

2) 소견

시장성 예외를 인정하는 견해들은 크게 주주의 입장과 회사의 입장에서 논리를 펼치고 있다. 주주의 입장에서 볼 때, 주식매수청구권의 발동 사유 거래가 발생하게 되면 시장의 효율성에 의하여 공정가격이 형성될 것이므로 주주들은 유동성이 있는 시장에서 자신한테 가장 유리한 시점에서 주식을 매도할 수 있다고 한다. 또한 주식매수청구권의 범위에 대한 실질적인 제한 이외에도 매수청구를 행사하는 절차상의 어려움 및 상당한 비용 부담의 위험은 소수주주를 보호하는 데에 있어서 주식매수청구권의 유효성이 감소하고, 주주가 절차에 응한다 할지라도 해당 주식에 대하여 보상받는 가격은 상장주식이든 비상장주식이든 예측이 불가능한 단점이 있다.[230] 이런 견해들은 대부분 주식매수청구권의 효용성 측면에서 시장성 예외의 필요성을 주장하고 있다.

그러나 주식매수청구권은 회사의 결의가 만장일치에서 다수결로 전환됨에 따라 피해가 발생할 수 있는 소수주주를 보호하기 위한 장치인 것이라는 점에서 보면, 시장성이 있는 경우에 주식매수청구권제도가 비효율적 또는 비실용적이라는 이유로 시장성 예외를 인정하고자 하는 논리는 납득하기 어려울 것이다. 소수주주의 보호를 위한 제도라면 소수주주에게 선택의 기회를 부여하는 것이 당연한 것이라고 생각된다. 다만, 소수주주의 횡포 또는 남용을 억제하기 위한 장치를 두어 주식매수청구권의 단점을 최소화하는 노력은 필요할 것이다.

(2) 주식매수청구권 적용범위

1) 입법례

미국의 주법은 대체적으로 회사의 근본적인 변경이 발생하는 사항에 대해서만 주식매수청구권을 인정하고 있다. 미국 모범회사법에서는 ① 합병,

229) 김건식, 앞의 책(주178), 110-111면.
230) James D. Cox/Thomas Lee Hazen, Corporations(2nd edition). Aspen. 2003. p.625

② 주식교환, ③ 회사의 실질적인 전재산의 처분, ④ 정관변경, ⑤ 기타 정관에서 정한 사유 등 5가지 경우를 정하고 있다[231]. 한편, Principles에서는 ① 회사의 합병 등 기업결합, ② 축출합병 등 소수주주를 회사외로 축출하는 거래, ③ 회사의 실질적인 전재산의 처분, ④ 정관변경, ⑤ 기타 정관에서 정한 사유 등 5가지를 규정하고 있다.Principles의 경우에 모범회사법에 비하여 소수주주에 대한 축출거래를 추가로 정하고 있는 축출합병 등 축출거래에서 소수주주의 이해관계가 근본적으로 변화하게 되므로 주식매수청구권을 소수주주에게 부여하고 있다.[232]

2) 소견

중국 회사법에서는 현재 유한회사와 주식회사의 경우를 구분하여 주식매수청구권의 적용범위를 규정하고 있다. 유한회사의 경우에는 ① 연속 5년 이익 미배당, ② 합병 또는 분리, ③ 주요 자산의 양도, ④ 영업기간 만료 또는 해산사유 발생 시 주주총회 결의를 통한 존속 등 4가지 경우를 정하고 있고, 주식회사의 경우에는 명문상 회사합병, 분립의 경우에만 주식매수청구권이 인정되고 있다. 현재 회사법상 정관변경, 정관에 의한 임의적 부여, 소수주주 축출거래의 경우에는 주식매수선택권을 인정하지 않고 있다.

정관변경에 의한 주식매수 미국의 예에서 보는 것처럼 어떠한 범위에서 허용할 것인가 하는 입법 정책상의 판단이 쉽지 않고, 규정하더라도 특정 정관 변경행위가 과연 주식매수청구권을 발생시키는 요건사실에 해당하느냐의 판단이 어려워 상당한 해석상, 운용상의 문제점이 발생한다.[233] 이런 이유에서 정관변경에 의한 주식매수청구권은 특별히 인정해야 할 필요성이 없다고 생각된다. 회사의 정관에 의한 임의적인 주식매수권의 부여도 입법상, 해석상의 어려움으로 아직까지는 도입을 보류할 필요가 있다.

앞서 소수주주 보호에 관한 문제점에서 지배주주에 의한 소수주주의 축

231) The Model Business Corporation Act, § 13.02(a).
232) 김건식, 앞의 책(주178), 106-108면.
233) 권기범, 주식매수청구권, 고시계 통권 제451호, 1994, 54면.

출에 있어서 주식매수청구권의 인정 필요성에 대하여 살펴본 바가 있다. 현재 회사법상 주주총회의 결의에 반대하는 주주에 한하여 주식매수청구권을 인정하고 있는데, 주식매수청구권의 부여가 반드시 주주총회의 결의를 전제로 해야 하는지가 의문이다. 지배주주가 소수주주의 이익을 침해하는 것은 반드시 주주총회의 결의를 통해서만 이루어지는 것이 아니기 때문이다. 미국에서는 소수주주가 축출합병을 어떠한 경우에 저지할 수 있는가를 비롯한 축출합병의 문제점에 대하여 논의가 계속되고 있지만, 소수주주의 주식매수청구권이 부여된다는 점에 대해서는 별로 논란이 없다. 이런 이유로 중국에서도 소수주주 축출거래에서 소수주주의 보호를 위한 주식매수청구권을 인정할 필요가 있을 것이다.

(3) 주식매수청구권자

1) 입법례

미국의 모범회사법은 원칙적으로 주주의 의결권을 주식매수청구권의 발생을 위한 전제조건으로 하고 있다. 다만, 예외적으로 주주의 의결권과 관계없이 모자회사간의 합병, 정관변경, 정관에 정한 경우에 주식매수청구권을 인정하고 있다.[234] 또한 모범회사법은 실질상의 주주도 명의상의 주주의 동의를 얻으면 주식매수청구권을 행사할 수 있는 것으로 규정하고 있다[235]. Principles는 주식매수청구권을 행사할 수 있는 주주를 적격주주라고 표현하고 ① 의결권이 있는 자, ② 의결권이 없지만 회사의 잔존이익을 배당받을 수 있는 자, ③ 의결권도 없고 잔존이익 배당권도 없지만 정관변경으로 권리가 침해된 자 중의 하나에 해당되는 보통주나 우선주를 보유하고 있는 주주에게 주식매수청구권을 부여하고 있다.[236]

2) 소견

주식매수청구권 발생 사유가 의결권이 없는 주주에게도 동일하게 중대

234) The Model Business Corporation Act, § 13.02(a)(1)(ii).
235) The Model Business Corporation Act, § 13.02(b).
236) 김건식, 앞의 책(주178), 111-112면.

한 변화를 발생시키게 되고 의결권이 없는 주주에게도 잔여재산분배청구권이 부여되므로 특별한 이유 없이 의결권이 없는 주주의 주식매수청구권을 제한하는 것은 부당하다고 생각한다. 그 외에 보호예수조치를 받은 등 거래가 제한된 주식에 주식매수청구권이 인정될지 여부에 관해서는 주식거래의 제한규정이 주주로서의 행사권한인 주식매수청구권보다 우월하다고 보기 어려우므로 거래가 제한된 주주도 주식매수청구권을 행사할 수 있어야 한다.[237]

주주가 주식매수청구권을 발생시키는 거래를 공시 한 회사의 주가가 매수청구가격보다 낮은 경우에는 공시 후에 주식을 취득하여 주식매수청구권을 행사하여 차액을 얻고, 반대로 시가가 매수청구가격보다 상승하면 시장에서 매도하여 차익을 얻는 등 주주의 기회주의적 행위를 억제하기 위하여 주식의 취득시점을 공시하는 날까지 한정시킬 필요가 있을 것이다.

(4) 주식매수청구권 행사대상

1) 입법례

주식매수청구권의 행사대상은 원칙적으로 회사이고, 그 회사가 다른 회사에 흡수합병되어 소멸하는 경우에는 존속회사가 매수의무를 부담한다. Principles는 회사의 재산을 매수하는 회사도 매도회사가 의무를 부담할 수 없는 경우에는 예외적으로 의무를 부담하는 것으로 보고 있다.[238]

2) 소견

주식매수청구권이 회사를 대상으로 행사하는 것에 대해서는 의문이 없을 것이다. 다만, 지배주주에 의한 소수주주의 축출거래에서 소수주주의 매수청구권을 인정하는 방안도 고려해 볼 필요가 있다. 소수주주의 매수

237) 김진옥, 주식매수청구권제도 개선의 필요성, 기업법연구 제24권 제3호, 2010, 186면.
238) 김건식, 앞의 책(주178, 112면.

청구권은 소수주주가 지배주주에게 그가 보유한 주식을 매수할 것을 요구하는 권리로서 영국의 경우에 소수주주가 공개매수자로부터 압박을 받지 않도록 탈출권을 보장해주기 위해 만들어진 것이다. 이는 주주들에게 불리한 조건의 공개매수 제안이 이루어진 경우, 소수주주들이 압박의 가능성이 높은 새로운 지배주주 하에서 주식을 보유하느니 염가의 공개매수에 응하는 현상을 방지하자는 의미도 있다.[239]

2. 주식매수청구권 행사에서의 절차적 요건

(1) 회사의 통지

1) 입법례

미국 모범회사법에 의하면 회사는 주식매수청구권을 발생시킬 가능성이 있는 조치에 관한 주주총회를 소집하는 경우에 그 통지서에 주식매수청구권의 발생가능성을 명시하여야 하고, 주주총회의 결의가 필요 없는 경우에도 주식매수청구권의 통지는 해야 한다. 그리고 주주총회의 후에 주주에게 다시 반대주주 통지서를 발송하도록 하고 있다.[240] Principles에서 보다 상세하게 정하고 있는데, 주식매수청구권을 발생시킬 수 있는 조치를 취하려면 회사는 다음과 같은 조치를 취해야 한다. ① 주주총회일로부터 상당시간 전에 기준일 현재 장부상의 주주에게 주식매수청구권을 통지하여야 하고, 실질적인 주주에게도 통지하도록 선의의 노력을 기울여야 한다. ② 주식매수청구권의 행사방법을 설명하여야 한다. ③ 문제의 조치에 관하여 중요한 사항을 공개하고 재무제표 사본을 교부하여야 한다. ④ 주주가 용이하게 반대의사를 표명할 수 있는 상당한 수단을 제공해야 한다.[241]

---

239) 노혁준, 주요국가의 기업규제 개혁법제에 관한 비교법적 연구(III)-영구, 한국법제연구원(2008), 122면.
240) The Model Business Corporation Act, § 13.20.
241) 김건식, 앞의 책(주178), 113-114면.

2) 소견

주주의 주식매수청구권 행사는 회사에서 주식매수청구권에 관한 통지를 받은 후부터 시작된다. 회사는 주주총회를 소집하는 경우에 그 통지서에 주식매수청구권에 관한 내용을 명시하여야 하고, 주주총회의 결의가 필요 없는 경우에도 주식매수청구권의 통지는 해야 한다. 해당 통지에는 주식매수청구권의 행사방법, 반대의사의 표명방법 등 필요한 내용이 기재되어야 한다.

회사가 주식매수청구권에 대한 통지를 하지 않았거나 통지의 내용이 부실하여 발생하는 모든 불이익은 회사 측이 부담해야 한다. 예컨대, 주주총회결의전에 반대표시를 해야 하는 등 주주의 의무가 면제될 것이고 주주는 언제든지 주식매수청구권을 주장할 수 있을 것이다.

(2) 반대의사의 통지

1) 입법례

미국 모범회사법은 주주에게 ① 먼저 주주총회결의일까지 반대의사를 표시하고, ② 결의에 반대하거나 기권하며, ③ 주주총회결의 후에 매수대금의 지급을 청구할 것을 요구하고 있다. Principles는 주주총회결의일까지 반대의사를 표시하고, 결의에 반대하거나 기권할 것만 요구하고 있다.[242]

2) 소견

중국 회사법에서 주주가 주주총회결의에 대하여 반대표시를 하는 방법에 대하여 정하고 있지 않으므로, 일부 회사에서 이것을 악용하여 주주가 직접 주주총회에 참가하여 반대표시를 하는 경우에 한하여 주식매수청구권을 부여하는 사례들이 발생하고 있다. 중국과 같이 면적이 큰 나라에서

242) 김건식, 앞의 책(주178), 113-114면.

주주에게 직접 주주총회에 참석할 것을 요구하는 것은 현실성이 부족하다고 할 수 있다.

반대의사의 표시는 회사가 사전에 매수해야 할 주식의 규모를 파악함으로써 문제의 거래에 대해서 다시 고려할 시간을 주게 되고, 주주가 주주총회에서 무조건 기권함으로써 우선 주식매수청구권이란 옵션을 얻고 후에 주가의 변동추이를 보아 그 행사여부를 결정하는 기회주의적 행동을 억제하기 위하여 필요할 것이다.[243] 다만, 반대의사 표시 방법을 명확하게 정하지 않을 경우에는 위와 같이 회사에서 악용할 가능성이 있기 때문에 회사에게 주주에 대하여 우편, 팩시밀리, 이메일 등 여러 가지 선택 가능한 방법을 제공할 것을 강제하는 것도 고려해볼 수 있다.

반대의사는 주주총회결의 일까지 위 방법을 이용하여 회사에서 지정한 주소에 발송해야 하고, 도착시점이 아니라 발송시점을 기준으로 적정한 의사표시를 했는지 여부를 판단해야 할 것이다. 또한, 주주총회결의일전에 반대의사를 표시한 주주가 주주총회결의 일까지 철회할 기회를 제공해야 하고, 주주총회에 참가하여 찬성표시를 함으로써 반대의사표시를 무효화시킬 수 있어야 한다.

(3) 당사자의 협상 및 매수대금의 선급의무

1) 입법례

미국의 모범회사법과 Principles은 모두 강제교섭에 관한 규정을 두고 있지 않다. 대신 미국 모범회사법에서는 문제의 조치를 취하는 즉시 또는 대금지급의 청구를 받은 즉시 회사에게 자신의 평가에 따른 공정한 가치를 즉시 반대주주에 지급하도록 하고 있다. Principles도 선급의무 규정을 두고 있다. 주주가 그 금액을 수령한다고 하여 그 금액의 공정성을 인정하는 것은 아니다. 또한 회사는 주주에 따라 상이한 금액을 지급해서는 아니 된다.[244] 회사가 지급을 거부하거나 너무 적은 금액을 지급하는 경

243) 김건식, 앞의 책(주178), 113-114면.

244) American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, American Law Institute Publishers, 2008, p.1012.

우에는 반대주주의 비용을 부담할 가능성이 있다.[245]

2) 소견

미국의 경우에는 회사에게 주식매수청구권이 발생되는 조치를 취하는 즉시 또는 대금지급의 청구를 받은 즉시 회사에게 자신의 평가에 따른 공정한 가치를 즉시 반대주주에 지급하도록 하는 선급의무를 부담시키고 있으므로 당사자에게 교섭기간을 제공하는 것은 그다지 의미가 없을 수도 있다. 하지만, 중국에서는 아직 회사에게 반대주주에 대한 선급의무를 규정하고 있지 않기 때문에 회사법상 회사와 반대주주에게 60일간의 협상기간을 부여하고 있다.

회사와 반대주주 사이에 협의가 되지 않을 경우에 법원에 의한 가치평가절차가 있으므로 주주의 주식매수청구권이 행사되어 매수대금을 지급받기까지는 상당한 기일이 소요될 것이다. 미국에서 회사에게 부과하는 선급의무는 여러 가지 효용을 가지고 있다. 우선 주주들은 지급을 받음으로써 회사와의 소송에 사용하는 자금을 확보하게 된다. 또한 회사에서 공정한 것으로 추정되는 매수금액을 지급함으로써 회사와 주주사이의 의견 차이를 줄이는 데도 도움이 된다.[246]

중국 회사법에서는 회사의 매수대금 지급의무가 언제 발생하는지에 대해서는 명확히 정하고 있지 않다. 때문에 회사의 매수대금 지급의무는 일반적으로 법원의 판결이 확정된 때에 동시에 확정되는 것으로 이해하여, 회사 측에서는 주주의 주식매수청구권에 대하여 법원의 판결이 확정될 때까지 아무런 의무를 부담하지 않고 있다. 주주는 장기간의 회사와의 힘겨루기에서 지칠게 되고, 주식매수청구권의 효용성은 감소 될 수밖에 없다.

위와 같은 이유로, 회사법에서 회사의 매수대금 지급의무를 명확히 정하는 것이 바람직하다. 매수대금의 지급의무는 회사와 반대주주와 협의가 될 경우에 협의되는 날로 하고, 협의가 되지 않은 경우에는 60일이 만료되는 날로 정해야 할 것이다.

---

245) 김건식, 앞의 책(주178), 116면.

246) 엄세용, 주식매수청구권 법제 비교 및 개선방향 연구, 증권법연구 제14권 제2호, 2013, 173면.

Ⅲ. 공정가격의 산정에 관한 개선방안

상장회사의 신청에 의한 자진상장폐지에서 소수주주에 대한 보호가 핵심적인 문제라는 점은 누차 강조하였다. 소수주주를 보호하기 위하여 거래소에서는 소수주주에 대하여 공개매수를 주문하는 경우 공정한 가격을 제시할 것을 요구하고 있고, 자진상장폐지를 반대하는 소수주주에게 주식매수청구권을 부여하면서 회사 또는 지배주주에게 역시 공정한 가격으로 매수할 것을 요구하고 있다. 그렇다면, 공정한 가격의 의미가 무엇인지, 공정한 가격을 어떻게 산정하는지가 우선 해답해야 할 문제일 것이다. 이를 위해서는 논의 되어야 할 여러 가지 문제들이 존재한다.

주식의 가치를 산정하는 방법에는 여러 가지가 있다. 시장가격이 존재하는 경우 이를 기준으로 할 수도 있고, 자산가치, 수익가치에서 접근할 수도 있으며, 현대 재무관리 이론에서 사용하는 현재가치할인법 등에 의해서도 가격산정이 가능하다. 문제는 이러한 방식 중 어떤 것을 기준으로 보상액을 산정할지가 문제된다. 또한 공정한 보상이 되려면 어떠한 요소를 추가적으로 고려해야 할지도 문제가 된다. 소수주주 축출을 통해 새로운 지배주주 또는 기존의 지배주주에게 어떤 추가적인 이익이나 시너지효과가 기대되는 경우 이러한 이득 역시 축출되는 소수주주에게 배분되어야 하는지가 먼저 문제된다. 소수주주의 지위에서 나타나는 소수주주 디스카운트, 유통성 부족에 따른 디스카운트를 고려하여 보상액을 산정할 것인지도 이론적으로 쉽지 않은 문제이다.[247] 아래에서는 먼저 시너지효과를 보상의 범위에 포함시킬지 여부에 대하여 검토하고, 시장가격의 타당성 여부, 전체기업가치의 산정방식에 대하여 살펴보도록 하겠다.

1. 시너지효과의 포함여부

미국 델라웨어주를 포함한 대다수 주에서 주식의 가치는 문제의 거래가 있기 이전의 가치를 기준으로 평가되어야 한다는 내용의 규정을 회사법전

247) 노혁준, 소수주주 축출제도의 도입에 관한 연구-도입형태와 가격산정을 중심으로-, 상사법연구 제26권 제4호, 2008, 249면.

내에 가지고 있다. 즉 회사합병의 경우 합병이 초래한 주식가치의 상승이나 하락은 주식매수청구사건에서 고려될 수 없다는 것이다.[248] 공정한 보상에 시너지 효과에 따른 이익까지 포함시킨다면 소수주주에게 과도한 보상을 주는 결과를 초래할 뿐 아니라 효율적인 인수합병을 실행하려는 시도를 위축시킬 수도 있기 때문이다.[249]

합병 등을 통한 시너지, 당해 회사의 자본재구성에 따라 각종 비용 절감으로 인한 이익은 합병, 자본재구성 등 새로운 사건 자체에 의하여 발생하는 이득이므로 이를 소수주주에게 배분할 필요는 없을 것이다. 다만, 지배주주가 시장에 알려지지 않은 새로운 투자계획을 염두에 두고 소수주주를 축출하는 경우에는, ① 이러한 기회가 합병 등 새로운 사건에 의해 발생한 것이 아니고, ② 시장에 알려지지 않았을 뿐이지 이러한 투자기회는 당연히 기업 또는 주식의 가치에 반영되어야 할 것이며, ③ 기존 지배주주가 이러한 이득을 누릴 수 있도록 하면 지배주주가 개인적인 정보를 취득하고 그 보안을 유지하는데 과도한 노력을 기울이게 될 것이므로, 이러한 이득은 소수주주에게 분배하여야 할 것이다.[250]

원칙적으로 시너지 효과를 배제하더라도 추가적으로 고려하여야 할 사항들이 있다. 개념상으로는 축출의 계기가 되는 기업결합, 합병 등 새로운 사건의 발생으로 인한 시너지 효과를 배제하는 것이 간명해 보이지만, 실제로 제외되는 범위는 구체적인 분석이 필요하다. 기업 또는 주식의 가치는 기존의 자산으로부터 발생하는 현금흐름 외에 새로운 투자기회로부터 발생하는 현금흐름도 반영하고 있는바, 만약 투자기회로부터 발생하는 현금흐름을 확대하여 장래의 가능성, 전망을 모두 포함시킨다면 합병 등 새로운 사건으로 인하여 발생하는 시너지 효과와의 구분이 애매해질 수 있다.[251]

일부 견해에서는 다수주주의 기회주의적인 행동을 차단하려면 소수주주로 하여금 시너지 효과를 공유하도록 허용해야 한다고 본다. 또한 인수합병을 위한 공개매수에서 시너지 효과를 감안하여 상당한 프리미엄을 소수

248) 김화진, 송옥렬, 앞의 책(주182), 137면.
249) 노혁준, 앞의 논문(주247), 251-252면.
250) 노혁준, 앞의 논문(주247), 254면.
251) 노혁준, 앞의 논문(주247), 253면.

주주들에게 제공하는 것이 통례라는 점도 하나의 논거가 될 수 있다.[252] 또한, 소수주주가 합병에는 반대하지 않았으나 합병비율의 계산에 이의가 있어 손해배상을 청구하거나 합병에 반대하기는 하였으나 주식매수청구권을 행사하지 않고 합병무효의 소를 제기하는 경우 등에는 그 비율의 계산에 합병으로부터 발생하는 시너지 이익도 고려되는 것이 공정할 것이라는 의견도 있다.[253]

2. 시장가격의 적정 여부

시장가격이 존재하는 상장기업에서 소수주주를 축출하는 경우 시너지 효과가 반영되기 이전의 시장가격을 곧 보상액으로 하면 충분할 지가 문제된다.

(1) 긍정적 견해

이를 옹호하는 견해는 시장의 기능 및 효율성을 강조한다. 시장가격과 이른바 주식의 본질가치의 차이란 허구이고 시장은 기업의 수익가치, 자산가치 등을 모두 종합하여 주가를 결정한다는 것이다. 축출과정에서 소수주주는 축출이 없었더라면 보유하였을 이익만을 보상받으면 되므로, 만약 시장가격 이상을 보상받는다면 이는 소수주주 입장에서 횡재를 하게 되는 셈이라는 주장도 제기된다. 미국에서 해당 주식에 관한 거래시장이 있는 경우 소수주주가 주식평가 및 매수청구를 할 수 없도록 한 이른바 시장예외조항도 시장의 기능을 중시한다는 점에서 이 견해의 논거로 사용되고 있다. 만약 법원이 시장가격 이외에 추가적인 보상을 인정하는 경우, 이러한 현금보상액과 시장예외조항의 적용을 받아 보유하게 된 주식을 곧바로 시장에서 매각대금 사이에 차이가 발생하는 불평등이 발생한다는 것이다. 또한 기업지배권 시장과 관련하여 보면, 지배권 변동 직전 시장가격에 의하여 소수주주를 축출할 수 있도록 하는 것이 인수희망자에게 가장

252) 노혁준, 앞의 논문(주247), 251-252면.
253) 김화진, 송옥렬, 앞의 책(주182), 141면.

큰 인센티브를 제공한다는 주장도 제기되고 있다.[254]

(2) 부정적 견해

시장가격기준은 일응 설득력 있고 객관적인 기준처럼 보이나 많은 문제점을 안고 있다. 주식이 완전히 분산되고 정보가 공개된 효율적인 시장인 경우 시장가격이 타당한 보상기준이 될 수 있을 것이다. 그러나 많은 경우 시장가격은 소수주주에게 돌아갈 정당한 몫을 나타내지 못하고 있다. 기본적으로 시장가격은 소수자 디스카운트(minority discount)를 반영한다. 이는 회사의 지배권을 수반하는 주식과 비교할 때 이러한 지배권이 없는 주식이 저평가 받는 현상을 말한다. 이러한 디스카운트는 강력한 지배주주가 있을수록 더 크게 나타난다. 이 경우 지배주주가 소수주주를 축출하거나 소수주주의 이익을 희생시킬 가능성이 다분한 반면 적대적 인수합병이 일어날 가능성이 줄어들기 때문이다. 또한 지배주주가 있으면 상대적으로 적은 수의 주식이 거래되므로 시장가격의 신뢰도도 떨어지게 된다. 한편 시장가격에는 유통성 부족에 따른 디스카운트(marketability discount)도 반영되어 있을 수 있다. 이는 당해 주식에 관한 시장거래가 활발하지 않을 경우 이러한 점을 반영하여 거래가격 자체가 감액되는 현상을 가리킨다.[255]

소수주주 축출은 소수주주가 비자발적으로 퇴출되는 것이고, 그 퇴출의 시점을 지배주주가 임의로 정할 수 있다는 점에서, 그 절차 및 가격이 불공정하게 될 가능성이 크다는 점을 항상 염두에 두어야 한다. 예들 들어, 주식의 시장가격이 있는 경우에도 역선택의 문제로 인하여 그 시장가격이 공정가격이라고 보기 힘들다는 논의도 있다. 시장가격을 지급하고 소수주주를 축출할 수 있다면, 지배주주로서는 자신이 생각하는 기업가치보다 시장가격이 낮은 경우에만 소수주주 축출을 시도할 것이므로, 소수주주는 정당한 보상을 받지 못한다는 것이다.[256]

---

254) 노혁준, 앞의 논문(주247), 255-256면.
255) 노혁준, 앞의 논문(주247), 256-257면.
256) 송옥렬, 앞의 책(주177), 862면.

2. 기업가치에 의한 산정

미국 델라웨어 법원을 비롯한 많은 법원에서는 소수주주의 축출대가를 산정할 때 회사의 시장가치, 순자산가치 및 수익가치를 계산한 뒤 이를 가중평균 하는 방식을 취해왔다. 그러나 델라웨어주 대법원이 내린 Weinberger 판결에서 가중평균방식이 특정의 3가지 요소로 제한되어 주식의 공정가치를 산정하는 것은 획일적이라는 이유로 자본시장에서 인정되거나 그렇지 않은 경우도 법원이 허용할 수 있는 것이라면 기타 기법이나 방식도 공정가치에 관련되는 모든 요소를 고려하여야 한다고 판시하였다.[257] 그리하여 이 판결 이후 현재가치할인법 등 다양한 기법들이 이용되고 있다.

현재 가치할인법은 수익가치법에 속하는데 기업의 가치를 산정하는 방법 중의 하나이다. 기업의 가치는 이론적으로 상장기업의 경우 시장가치로 평가할 수 있고, 비상장기업의 경우에는 자산가치법과 수익가치법으로 평가할 수 있다. ① 자산가치법은 회사가 현재 보유하고 있는 순자산의 시장가치를 기준으로 한다. 과거의 자료를 가지고 평가하는 것이므로 객관성의 측면에서 우수하지만, 실제 기업의 가치라고 할 수는 없기 때문에 받아들이기 어렵다. ② 수익가치법은 회사가 미래에 벌어들이는 수익 또는 현금흐름을 적절한 할인율로 할인하여 합산하는 방법이다. 투자자들이 주식을 매수함으로써 얻고자 하는 것이 미래의 수익 또는 현금흐름이기 때문에 이론적으로 정확한 방법이다. 그러나 미래의 수익 또는 현금흐름을 추정해야 하고 할인율을 어떻게 정하는가에 따라 결과가 크게 달라지기 때문에 객관성이 떨어진다는 문제가 있다. 자산가치법은 과거의 자료를, 수익가치법은 미래의 예측을 가지고 평가한다는 점에서 이론적으로 분명하게 구별될 수 있으나, 실제로는 서로 보완적으로 사용된다. 자산가치법에 의하더라도 장부가액을 가지고 바로 자산가치로 삼지는 않고 보통시가 또는 공정가치로 평가하여 자산가치를 구하는데, 이 과정에서 자산의 미래의 수익성이 부분적으로 반영될 여지가 있다. 반면 수익가치법도

257) 송종준, 앞의 논문(주172), 223면.

평가자의 주관적 판단이 개입될 여지를 줄이기 위해서 과거의 평균수익률이 미래에도 유지된다고 전제함으로써 과거의 실적이 반영되도록 하는 경우가 있다.[258]

4. 소결

공정가격의 산정은 자진상장폐지제도에 해결해야할 가장 중요한 문제이다. 다만, 앞에서 살펴본 바와 같이 주식의 공정가치를 산정하기에는 상당한 어려움이 따르고 있다. <상장회사 인수관리방법>에서 공고일 전 6개월 내에서 인수자가 자의적으로 선택하여 매수한 가격 중에서 가장 높은 가격을 최저기준으로 하는 정하는 방법을 소수주주에 대한 보호를 시도하고 있다.

그런데 공정가격을 시장가격에 기준할 경우에는 지배주주에게 시장가격으로 소수주주를 축출할 권리를 부여하는 격이 되고 지배주주는 개인이익 추구행위 등을 통해 주가를 떨어 뜰일수록 출출대가를 덜 지급하게 되어 이익을 누리게 된다. 물론 법원이 주식가격 결정과정에서 이러한 사정을 참작할 수 있겠지만 시장가격을 기본으로 하는 이상에는 한계가 있다.[259] 델라웨어주 법원도 소수주주에게 계속기업을 전제로 한 전체 기업 중의 비례적인 지분을 보상해야 한다고 판시하여 시장가격을 지표로 이용하지 않고 있다.[260]

그러므로 공정가격은 우선 기업의 전체 가치를 산정하고 거기에 여기에 소수주주의 지분율을 곱하는 방식으로 계산되어야 할 것이다. 소수주주가 누리던 비례적 이익은 당연히 소수주주에게 보상되어야 한다.

---

258) 송옥렬, 앞의 책(주177), 1150면.
259) 노혁준, 앞의 논문(주247), 260면.
260) 노혁준, 앞의 논문(주247), 260면.

제5장 결론

중국 증권시장이 개장하여서부터 현재까지 25년의 시간이 흘렀고, 그동안 약 2,700여개의 기업이 상장되었지만 상장폐지 된 기업은 2014년 말까지 단지 85개에 불과하다. 이는 중국 상장폐지제도가 제대로 작동하지 못하고 있고, 많은 문제점을 안고 있음을 직관적으로 보여준다. 본 논문에서는 중국 상장폐지제도의 문제점을 발견하고 개선방안을 제시하기 위하여 상장폐지제도 전반에 대하여 살펴보았다. 상장폐지제도에 있어서 강제상장폐지요건, 강제상장폐지절차 및 자진상장폐지로 나누어 현행 규정, 문제점, 외국의 입법례를 정리하였고 선진 증권시장의 입법례에 기초하여 중국 현행 법 체제하에서 실행 가능한 개선방안을 제시하였다.

강제상장폐지요건과 관련하여, 상장폐지요건이 정량적인 측면에 치우쳐 있어 실질적인 기업 내용은 상장을 유지하기 어려운 상태임에도 불구하고, 각종 편법을 동원하여 정량적인 상장폐지요건만 피하는 방법으로 부당하게 상장을 유지하는 사례가 빈번하게 발생하고 있는 것에 비추어, 정량적 요건에 존재하는 문제점을 개선하고 질적 요건을 보완하고 이에 기초에서 한국의 실질심사제도를 도입할 것을 제안하였다. 실질심사제도의 시행으로 실질심사를 통한 부적격 기업의 퇴출을 위한 제도적 장치가 마련될 것이고 이로써 회령, 배임, 분식회계, 불성실 공시 등 증권관련 범죄행위 및 실질적인 기업 내용의 개선이 결여된 상장기업의 퇴출 모면 관행의 문제점을 방지할 수 있게 될 것이다. 또한, 중국 특유의 문제점인 주식발행 심사제로 인한 쉘가치의 과대평가 문제, 지방호호주의 등을 지적하였고 그에 대한 대책으로 상장기업의 상장여부를 증권감독관리위원회에서 심사하여 결정하는 심사제에서 증권거래소가 상장기업의 상장여부를 결정하고 증권감독위원회에서 등록만 하면 되는 등록제로 변경할 것을 제안하였으며 증권시장에서의 국유주 비중을 줄임으로서 지방보호주의 성향을 억제해야 한다는 점을 밝혔다.

강제상장폐지절차와 관련하여, 상장폐지결정에 대한 상장기업의 증권거래소 내부적 구제 및 외부적 구제에 있어서의 문제점을 중심으로 검토하

였다. 우선, 내부적인 구제에 있어서, 현행 상장규칙에 의하면 상장기업은 상장폐지에 관하여 거래소에 단 1회의 이의제기만을 할 수 있을 뿐 상장기업에게는 의견을 진술할 권리가 부여되지 않은 점을 문제로 제기하면서 그 해결책으로 상장규칙에 상장기업의 의견진술권을 부여를 규정할 것을 제안하였다. 다음으로 외부적인 구제에 있어서, 증권법 및 증권거래소 상장규칙은 상장기업이 증권거래소의 상장폐지결정에 불복하는 경우 재심을 신청할 수 있다고 규정하고 있을 뿐, 재심결정에 불복하는 경우 어떠한 구제를 받을 수 있는지에 관한 규정은 존재하지 않는다. 일반적으로 상장폐지결정의 성격에 따라 민사 또는 행정적인 구제수단을 취할 수 있을 것인데 만약, 증권거래소의 상장폐지결정의 성격을 민사적 계약의 해지로 본다면 민사소송의 방법으로 상장폐지무효확인의 소를 제기하거나 손해배상을 청구할 수 있고 상장폐지결정을 행정처분으로 본다면 행정심판 및 행정소송을 통하여 상장폐지결정취소를 주장함으로써 권리를 구제할 수 있을 것이다. 본 논문에서는 중국의 현행법 체제하에서 증권거래소의 상장폐지결정의 성격을 공법적 기능에 따른 행정처분으로 보아 행정심판 및 행정소송을 통한 구제가 필요하다는 전제하에서 증권법에 상장기업이 증권거래소의 상장폐지결정에 불복하는 경우, 증권감독위원회에 행정심판을 신청할 수 있고, 행정심판에 불복하는 경우에 법원에 행정소송을 제기할 수 있다는 규정을 추가하여 상장기업의 권리를 명시할 것을 제안하였다.

자진상장폐지와 관련하여, 거래소는 상장기업의 자진상장폐지 신청을 심의할 때에 투자자보호를 중심으로 검토하게 되는데 자진상장폐지에서 투자자에 대한 적절한 보호가 핵심적인 문제로 다루어진다. 여기에서의 투자자는 주로 소수주주를 말하는 것이고, 소수주주에 대한 보호가 이루어지려면 전체 거래에서 실체적 공정성과 절차적 공정성이 확보되어야 할 것이다. 실체적 공정성은 소수주주를 상대로 진행하는 공개매수에서 공정한 가격이 지급되는 여부가 중심이고, 절차적 공정성은 반대의견을 표시하는 주주에게 주식매수청구권을 부여함으로써 공정한 가격에 보유 주식을 매각할 기회를 주었는지 여부가 중심이 된다. 본 논문에서는 미국 모범회사법과 Principles에 대한 검토에 기초하여 회사법에서 주식매수청구권 행사에서의 적용범위, 청구권자, 행사대상 등 실체적 요건과 회사의 통

지, 주주의 반대의사표시, 회사의 대금 선급의무 등 절차적 요건을 명시할 것을 제안하였고 미국의 폐쇄기업화 판례에 대한 연구를 통하여 지배주주 충실의무위반 여부를 전체적인 공정성기준에 따라 판단해야 한다는 점, 공개매수 및 주식매수청구권의 행사에서의 공정가격을 시장가격이 아닌 기업의 전체 가치에 기초한 주주의 비례적 이익으로 산정해야 한다는 점을 강조하였다.

본 논문의 연구는 아직 미흡한 부분들과 향후 추가적인 연구가 필요한 내용들이 많다. 예를 들어 자진상장폐지제도와 관련하여 기업의 상장폐지가 결정된 이후 소수주주에 대해서 어떻게 보호할 것인지에 대해서는 구체적으로 전개하지 않았다. 이러한 부분은 향후 실제사례, 입법례, 이론을 결부시켜 깊이 있는 연구를 진행할 필요가 있다.

참 고 문 헌

외국문헌

<단행본>

James D. Cox/Thomas Lee Hazen, Corporations(2nd edition). Aspen. 2003. p.625.

American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, American Law Institute Publishers, 2008,

<연구논문>

Michael J. McGuinness & Timo Rehbock, Going-Private Transactions: A Practitioners Guide, 30 Delware Journal of Corporate Law, Vol. 30, Issue 2. (2005)

James. A. Ohlson, Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy, Journal of Accounting Reserarch, Vol. 18, No.1, Spring, 1980.

<외국판례>

Wellman v. Dickinson, 497 F. Supp. 824 (S.D.N.Y 1980)

Singer v. Magnavox Co., 380 A.sd 969(Del. 1977)

Tanzer v. International General Industries, Inc., 379 A.2d 1121 (Del. 1977)

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983)

한국문헌

<단행본>

송옥렬, 상법강의 제4판, 홍문사, 2014.
김정수, 자본시장법원론 제2판, 서울파이낸스앤로그룹, 2014.
송지영, 현대한국자본시장론, 청목출판사, 2014.
임재윤, 미국증권법, 박영사, 2009
김명아, 중국 증권법 바로알기, 이담, 2009.
김화진, 송옥렬, 기업인수합병, 박영사, 2007.
한대원, 현대중국법개론, 박영사, 2002.
김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, 2001.

<연구논문>

엄세용, 주식매수청구권 법제 비교 및 개선방향 연구, 증권법연구 제14권 제2호, 2013.
정봉진, 2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도, 강원법학 제35권, 2012.
서완석, 상법상 소수주주 축출제도-소수주식 강제매수제도와 교부금 합병 제도를 중심으로- 상사법연구 제30권 제2호, 2011.
박성환, 김유찬, 김영길, 상장폐지기업의 특성에 관한 실증연구, 회계저널 제20권 제5호, 2011.
황희동, 안성용, 홍정훈, 박재연, 반대주주 주식매수청구권의 법적 성격과 회사의 매수의무에 대한 소고, 법학평론 제2권, 2011.
김진옥, 주식매수청구권제도 개선의 필요성, 기업법연구 제24권 제3호, 2010.
김승열, 코스닥시장의 상장폐지실질심사에 관한 연구, 법학논총 제22권 제2호, 2010.

_____, 주가수준미달에 의한 상장폐지에 대한 소고, 성균관법학 제19권 제2호, 2007.
박홍조, 지현미, 상장폐지 실질심사 제도 시행이 회계정도의 신뢰성에 미치는 영향, 세무와회계저널 제11권 제4호, 2010.
문일호, 증권거래소의 상장법인에 대한 상장폐지결정에서의 실무상 쟁점, 서강법학 제11권 제1호, 2009.
김진희, 세계 주요 주식거래소의 상장 및 퇴출 제도에 관한 연구, 사회과학논문집 제27권 제1호, 2009.
김화진, 소수주식의 강제매수제도, 서울대학교 법학 제50권 제1호, 2009.
노혁준, 소수주주 축출제도의 도입에 관한 연구-도입형태와 가격산정을 중심으로-, 상사법연구 제26권 제4호, 2008.
문일호, 신병동, 증권거래소가 행하는 상장결정 및 상장폐지결정의 법적 의미, 고려법학 제49권, 2007.
육태우, 공개회사에 있어서 폐쇄기업화거래의 환경 및 규제-미국의 연방법 및 주판례법을 중심으로-, 경영법률 제17권 제3호, 2007.
안성포, 유가증권 상장폐지의 법률적 문제에 관한 고찰, 증권법연구 제6권 제2호, 2005.
송종준, 소수주주 강제퇴출법제의 국제적 신조류와 그 입법론의 수용 가능성-미국·영국·독일법의 비교분석을 중심으로-, 증권법연구 제6권 제1호, 2005.
_____, 폐쇄기업화거래의 공정요건과 소수파주주의 보호, 상사법연구 제19권 제1호, 2000.
이지수, 이지영, 한국과 미국의 상장폐지 제도 비교, 경제개혁연구소, 법·제도 29, 2004.
김선웅, 자진 상장폐지과정에서 투자자 보호제도의 강화 필요성, 경제개혁연구소, 법·제도 30, 2004.
이원우, 항고소송의 대상인 처분의 개념요소로서 행정청, 저스티스 통권 제68호, 2002.
임중호, 주주의 충실의무론, 중앙대학교 법학 제20집, 1995.
강희갑, 지배주주의 충실의무, 상사법연구 제12기, 1994.

권기범, 주식매수청구권, 고시계 통권 제451호, 1994.
김건식, 미국회사법상 반대주주의 주식매수청구권, 서울대학교 법학 제34권 제3호, 1993.

<학위논문>

박상훈, 상장폐지 기업의 이익조정 형태와 상장폐지 실질심사제도가 이익조정에 미치는 영향, 박사학위논문, 한성대학교, 2014.
이향빈, 중국 상장회사의 상장폐지 관한 법적 연구, 박사학위논문, 동아대학교, 2012.

중국문헌

<단행본>

李曉珊, 證券市場監管法律制度之比較研究, 中國法制出版社, 2014.
范　健, 王建文, 證券法, 法律出版社, 2010.
井　濤, 退市法律研究, 上海交通大學出版社, 2004.
李東方, 上市公司監管法論, 中國政法大學出版社, 2013.
中國證券監督管理委員會編, 2013年中國證券監督管理委員會年度報告書, 中國財政經濟出版社, 2014.
程　前, 中國資本市場論壇, 中國財富出版社, 2014.
黃紅元, 徐明, 證券法苑第十三卷, 上海證券出版社, 2014.
黃紅元, 徐明, 證券法苑第十二卷, 上海證券出版社, 2014.
黃紅元, 徐明, 證券法苑第十一卷, 上海證券出版社, 2014.

<연구논문>

馮科，李剛，中外退市制度比較分析，首都師範大學學報 總第22期，2014.

郭 靂, 上市公司私有化交易的審查標準與利益平衡-主動退市的境外經驗與啓示, 證券法苑第十二卷,上海證券出版社, 2014.

劉興成, 退市新規的法治效應, 金融法務, 2014.

邱永紅, 我國上市公司退市法律制度的歷史變遷與演進實證研究, 證券法苑 第十一卷 2014.

賀立杰, 建立完善有效的上市公司退市制度, 中國證券期貨, 2013.

王 嘯, 我們需要什么樣的注冊制, 上海證券報, 2013.

張 菊, 論我國創業板直接退市制度, 法制與社會 第33期, 2010.

喬 喆, 創業板退市制度的思考, 商, 2013年 第15期.

皮海洲, 重大違法公司强制退市莫演捉放曹, 理財, 2014年 第12期.

宋怡欣, 我國上市公司退市制度研究-以金融消費者保護爲視角, 法學研究, 2012年 第23期.

喬引花, 彭科, 遊璇, 上市公司退市與中小投資者保護, 武漢金融, 2014年 第11期.

王 坤, 出臺投保法才是根本, 董事會雜志, 2014年 第12期.

陳岱松, 證券上市監管, 法律制度國際比較研究, 法律出版社, 2009.

曾江洪, 給異議股東撑起保護傘, 董事圓桌, 2014年 第12期.

佟 岩, 控股股東影響關聯交易的博弈分析, 經濟與管理研究, 2010年 第2期.

雷志軍, A股市場借殼上市的主要模式與交易結構的設計, 金融財稅, 2010年 第9期.

簡建輝, 吳蔚, 上市公司私有化：動因與實踐分析, 財會月刊, 2007年 第11期.

王懷芳, 袁國良, 要約收購下的股東權益保護-中國石化要約收購下屬子公司案例分析, 管理世界, 2007年 第2期.

李德林, 操控私有化：中石油中石化私有化案例剖析, 證券市場周刊 總1208期, 2006.

<학위논문>

張　燕，我國上市公司退市制度的完善，碩士學位論文，西南交通大學，2014.

李　曦, 淺析我國證券市場中上市公司的退市制度, 碩士學位論文, 西北大學, 2014.

趙　萌, 我國創業板退市制度研究, 碩士學位論文, 吉林大學, 2013.

翟　浩, 上市公司退市：理論分析和制度構建, 博士學位論文, 華東政法大學, 2012.

黃　嘯, 創業板上市公司退市法律制度研究, 碩士學位論文, 中國政法大學, 2012.

倪　勇, 中國股票市場退出機制研究, 博士學位論文, 復旦大學, 2005.

周世峰, 中國上市公司退市制度的發展及其影向分析, 碩士學位論文, 淸華大學, 2004.

關　鶴，我國上市公司退市法律制度研究，碩士學位論文，中央民族大學，2013.

余路遙，我國上市公司退市制度研究，碩士學位論文，北京交通大學，2013.

閏　喆，中國A股市場退市制度的反思與建議，碩士學位論文，天津師範大學，2013.

高　娟，創業板市場退市制度比較研究，碩士學位論文，西南政法大學，2011.

Abstract

A Study on China's Delisting Regime

Lu Meiling
Department of Law
The Graduate School of
Seoul National University

China's securities market has been developed since 1990s and has made some remarkable achievements. However, the implementation effect of delisting regime is not so satisfactory. Since the first company was delisted in 2001, there were only 85 delisted companies by the end of 2014. It is different with the mature foreign securities markets. Most of the mature foreign securities markets maintain a high rate of elimination to ensure the quality of listed companies. The delisting system is an important foundation of the securities market and plays a positive role in optimizing allocation of resources and the governance structure of listed companies.

We can learn from the mature securities market that the listing regime should be developing in harmony with the delisting regime. However, in China the delisting regime is a short board of China's securities market.

On the basis of the analysis of the delisting system, this paper makes a comprehensive and systematic analysis on the implementation effect of China's delisting regime and then summarizes the possible problems of delisting regime. To point out the defects of the delisting regime and puts forward to ideas and proposals to improve the delisting regime, this paper reviews the delisting requirements, delisting procedures and volunteering delisting separately. It also introduces the delisting system of the mature securities market, including NYSE, Nasdaq, Japan Exchange and Korea Exchange, and tries to learn from the successful experience of developed securities markets and makes some suggestions on improving the China's delisting regime.

Keywords: listed companies, delisting regime, delisting requirements, delisting procedures, volunteering delisting
Student Number: 2011-24124