



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 원 저작자를 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 권리와 책임은 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)



법학석사 학위논문

동아시아 주요 시장의 의무공개매수 제도
및 실제운영상황

2023년 2월

서울대학교 대학원
법학과 상법 전공
강려영

동아시아 주요 시장의 의무공개매수 제도 및 실제운영상황

지도교수 정 준 혁

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함
2022년 11월

서울대학교 대학원
법학과 상법 전공
강려영

강려영의 석사 학위논문을 인준함
2023년 1월

위 원 장 _____ (인)

부위원장 _____ (인)

위 원 _____ (인)

국 문 초 록

의무공개매수 제도는 영국에서 1968년에 제정된 The City Code on Takeovers and Mergers에서 소수주주 보호의 목적으로 최초로 등장하였다. 동아시아의 주요 시장인 일본, 중국 홍콩, 중국 대륙에서도 의무공개매수 제도를 도입하였는바, 도입 후의 의무공개매수 제도의 형태는 각기 다르다. 영국과 거의 동일한 의무공개매수 제도를 취하고 있는 중국 홍콩과 대조적으로, 일본과 중국 대륙은 영국의 제도를 일정하게 완화시켰다. 다만, 그 완화의 방식에도 차이가 존재하는바, 일본이 의무공개매수의 촉발기준 및 촉발효과를 조정하고 최저 매수가격 제한을 설치하지 않는 등 방식을 취하고 있는 한편, 중국 대륙은 공개매수의무를 대폭 면제시키고 가격규제의 예외규정을 설치하는 등 방식을 취하고 있다.

구체적으로, 중국 홍콩의 경우 모 회사가 대상회사의 의결권을 30% 이상 취득할 때 전부매수의무를 부여하며 영국과 거의 동일한 규제를 취하고 있지만, 일본은 의무공개매수의 촉발점을 높여, 매수 후 주권등소유비율이 1/3을 초과하게 되는 경우 공개매수의 방식으로 비례원칙에 따라 매수를 진행할 것만을 요구하고(“**1/3률**”), 매수 후 주권등소유비율이 3분의 2 이상이 되는 경우에는 상장폐지나 회사법상 특별결의에 따른 조직개편행위가 발생할 수 있다는 점에 착안하여 전부공개매수의무를 부여하였는데(“**2/3률**”), 이는 회사의 지배권이 변동되었으나 상장폐지나 회사법상 특별결의에 따른 조직개편행위 등 중대한 사안이 발생할 우려가 없는 이상 소수주주에게 완전한 퇴출권을 부여하지 않는 것을 의미한다고 볼 수 있다. 또한 일본은, 일본식 규제는 지배주식의 취득 자체를 공개매수 방식으로 진행하도록 요구하고 있기에 매수자가 많은 투자자가 불

만을 가질만한 낮은 가격으로 공개매수 제안을 할 경우 공개매수가 실패하고 지배주식을 취득할 수 없게 될 것이라고 생각하여, 매수가격 규제를 하고 있지 않는데, 그 결과 시장가격보다 낮은 매수가격을 제시하여 공개매수의무를 사실상 도피하는 “디스카운트 공개매수”의 사례가 발생하기도 하였으며 이로 인하여 소수주주는 회사를 퇴출하고자 하는 결정을 내렸음에도 불구하고 실질적으로 퇴출할 기회가 부여되지 않는 상황에 처하게 된다.

중국 대륙도 부분매수의무와 전부매수의무를 병행하고 있는 한편, 의무공개매수가 기업 활동에 대한 저해를 감소하기 위하여 다수의 의무공개매수 면제 사유를 규정하였고 면제 절차를 허가면제로부터 자동면제로 변경시켰으며, 매수 제안가격에 대해 일정한 제한을 가한 한편 해당 최저 제안가격 규제의 적용에 대한 예외상황도 규정하였다. 이러한 예외규정들로 인하여 중국 대륙에서의 의무공개매수 면제율이 극히 높아졌고 낮은 매수가격 제안을 통한 의무공개매수의 탈피도 가능해져, 의무공개매수 제도를 실행하고 있으나 실제로는 소수주주의 보호에 있어서 부족한 부분이 존재한다.

본 논문에서는 동아시아 주요 시장의 의무공개매수 제도 관련 입법례 및 실제운영상황의 비교를 통하여, 이러한 법률이식에 차이가 존재하는 원인을 분석하고 기존 각 입법례의 장단점을 분석하며, 한국에서 의무공개매수 제도를 도입하고자 하는 경우 소수주주를 보호하는 동시에 시장의 활성화에도 적극적인 효과를 부여할 수 있는 제도를 제시한다.

주요어 : 기업인수, 의무공개매수, 소수주주, 지배권 프리미엄, 퇴출권, 지배권 거래

학 번 : 2021-26296

목 차

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구의 배경	1
제 2 절 연구의 목적과 논문의 구성	3
1. 연구의 목적	3
2. 논문의 구성	5
제 2 장 일본의 의무공개매수 제도	7
제 1 절 일본의 입법례	7
1. 도입 및 발전	7
(1) 1971년(쇼와 46년) 공개매수제도 도입	7
(2) 1990년(평성 2년) 개정	7
(3) 1994년(평성 6년) 개정	8
(4) 2003년(평성 15년) 개정	9
(5) 2005년(평성 17년) 개정	9
(6) 2006년(평성 18년) 개정	10
2. 현행 의무공개매수 제도	11
1) 촉발조건 및 매수범위	12
(1) 공개매수의무가 부과되는 경우	12
(2) 강제공개매수의무("1/3률")	15
(3) 전부권유, 전부매수의무("2/3률")	18
2) 매수조건	20
(1) 매수제안의 유효기한	20
(2) 매수제안의 철회 및 매수조건의 변경	21
(3) 매수가격	23
3) 공개매수제도의 적용제외행위	23
제 2 절 일본에서의 실제운영상황: 디스카운트 공개매수	26

1. 디스카운트 공개매수의 존재	26
2. 발생원인	28
1) 공개매수 가격의 최저가에 대한 규제의 부재	28
2) 매수자와 대상회사 주주의 사전교섭 및 매수자의 매수목적 30	
3) 부분매수의 허용 및 가격균등 룰	32
4) 소결	33
제 3 절 제도의 평가 및 개선방향	34
 제 3 장 중국 홍콩의 의무공개매수 제도	40
제 1 절 중국 홍콩의 입법례	40
1. 촉발조건 및 매수범위	41
1) 촉발조건	41
2) 공동행위에 의한 촉발	42
3) “중대한 지배”에 의한 촉발	46
4) 연쇄관계원칙 매수(Chain principle offer)	47
5) 조건부 의무공개매수와 무조건 의무공개매수	48
2. 매수조건	49
1) 매수가격	49
2) 매수제안의 유효기간 및 매수조건의 변경	51
3. 의무공개매수의 면제	52
제 2 절 중국 홍콩에서의 실제운영상황: Creeper Rule	55
제 3 절 제도의 평가 및 개선방향	57
 제 4 장 중국 대륙의 의무공개매수 제도	59
제 1 절 중국 대륙의 입법례	59
1. 촉발조건 및 매수범위	60
2. 매수조건	67
1) 매수가격	67
2) 매수제안의 유효기간, 철회 및 매수조건의 변경	71

3. 의무공개매수의 면제	72
제 2 절 중국 대륙에서의 실제운영상황: 의무공개매수의 면제	73
1. 면제제도의 필요성	73
2. 면제제도의 연혁	75
3. 중국 대륙 현행법에 따른 면제사유 및 그 절차	82
1) 면제사유	82
2) 면제절차	87
4. 중국 대륙 공개매수 면제의 특징	89
1) 전반적으로: 면제가 쉽고 면제된 비례가 높음	90
(1) 중국의 공정가치와과 효율가치의 우선순위에 대한 고려	92
(2) 면제사유에 있어서의 정책적 편향	93
(3) 낮은 촉발점	98
(4) 증권감독관리위원회에 사전문의	99
2) 증권감독관리위원회의 사전공개 부적절 및 사후감독 결여	99
제 3 절 제도의 평가 및 개선방향	101
 제 5 장 한국 법 체제 속에서의 도입필요성 및 도입방향	108
제 1 절 과거 의무공개매수 제도의 도입 및 폐지	108
제 2 절 의무공개매수 제도의 도입필요성 및 도입방향	110
1. 한국에서의 의무공개매수 제도의 도입필요성	110
2. 동아시아 주요 시장의 의무공개매수 제도 비교를 통한 한국 도입방향 제시	113
 제 6 장 결론	125
 참고문헌	126
부록 - 본 논문 관련 일본, 중국 대륙, 중국 홍콩 주요 법조문	137
Abstract	195

제1장 서론

제1절 연구의 배경

의무공개매수 제도는 영국에서 1968년에 제정된 The City Code on Takeovers and Mergers에서 소수주주 보호의 목적으로 최초로 등장하였다.¹⁾ 해당 제도는 지배권 프리미엄의 평등분배 및 소수주주의 탈퇴권을 보호하고자 하는 이념을 기반으로, 공개매수 제안 시 주주평등대우를 요구하고 대상회사 의결권 있는 주식의 30%를 취득하는 경우 전부매수의무를 부과하고 있다. 이와 대조적으로 미국은, 공개매수의무를 부과하지 않고 정보공개, 대상회사 경영진의 신인의무 및 권리 침해 시의 분쟁해결 등에 의하여 소수주주의 권리를 보호하고 있다.

일본, 중국 홍콩(편의를 위하여 이하 “홍콩”이라고 칭함), 중국 대륙(편의를 위하여 이하 “중국”이라고 칭함) 등 동아시아의 주요 시장에서도 의무공개매수 제도를 채택하고 있지만, 도입 후의 의무공개매수 제도의 형태는 각기 다르다. 홍콩은 영국과 지분소유구조에 차이가 존재함에도 불구하고 영국과 거의 동일한 의무공개매수 제도를 취하고 있는 한편, 일본과 중국은 영국의 제도를 일정하게 완화시켜 영국 방식과 미국 방식 사이에 있다고 할 수 있는 형태의 방식을 취하고 있다. 일본의 경우 1971년에 미국법을 참고하여 공개매수의 규제를 도입하였고 그 후 1990년의 영국법을 참고한 개정 등 수차례의 개정을 거친 결과, 의무공개매수 제도를 도입하기는 하였으나 영국과 다른 공개매수의무 촉발기준

1) M&A 거래 시 경영권 거래가 이루어지면 소액주주가 보유하는 주식의 가치가 변화되는데, 새로운 지배주주의 경영능력이 부족하거나, 지배주주가 자기거래, 높은 임원 보수, 사업기회의 유용 등의 방법으로 회사로부터 사적 이익을 편취하게 되면 소액주주는 손해를 입을 수 있다. 이러한 경우에 있어서, 소액주주가 좋은 가격으로 회사에서 탈퇴할 수 있는 권리를 보호하기 위하여 영국에서 의무공개매수 제도가 제정되었다.

및 촉발효과를 취하고 있고, 공개매수의무가 부과된 경우에도 최저 매수 가격 제한을 부과하지 않고 있다. 이러한 규제는 인수자의 부담을 덜어 주는 효과가 있는 한편, 최저 매수가격 제한의 부재로 인하여 실질적 상대거래가 이루어지는 현상 및 저가의 매수가격을 제안하여 공개매수의무를 탈피하는 현상이 발생하는 경우가 존재하여 소수주주 보호에 부족한 면이 있다. 중국의 경우, 영국의 방식을 참고하여 의무공개매수 제도를 도입하였지만 의무공개매수가 대량으로 면제되는 현상이 존재하고, 공개 매수에 대해 일정한 최저 매수가격 제한을 가하고 있는 한편 매수자가 고용한 재무 자문사(financial consultant, 财务顾问)가 합리적인 설명을 할 수 있는 경우 기준가격보다 낮은 가격을 취하는 것을 허용하여, 지배권 변동이 발생하는 경우 소수주주를 충분히 보호하고자 하는 외관을 가진듯하지만, 실제로는 제도의 기능을 하지 못하고 있다는 지적이 존재한다.

일본, 홍콩, 중국과 달리, 동아시아의 다른 한 주요 시장인 한국은 아직 의무공개매수 제도를 도입하지 않은 상태이다. 한국의 경영권 거래를 볼 때 그 수단으로 주식양수도 거래가 많이 사용되고 있고, 지배주주가 존재하는 경우 수수되는 경영권 프리미엄의 가액이 상대적으로 매우 높은 가운데²⁾, 기존의 규정을 볼 때, 회사법에서는 이러한 거래에 대해서는 별다른 주주 보호 수단을 두고 있지 않다.³⁾ 이러한 주주 보호 수단의 부재로 인해 소수주주들이 시장에서 공정하게 대우받지 못하는 일이 늘어나면서 소수주주 보호 문제가 점차 주목받고 있고, 근래 의무공개매수 제도의 재도입에 대한 토론이 활발하게 이루어지고 있으며, 2022년 12월

2) 천경훈, “한국 M&A의 특성과 그 법적 시사점에 관한 試論”, 『선진상사법률연구』, n o.56 (2011), p.147; 정준혁, “지배권의 사적이익과 경영권 프리미엄”, 『기업법연구』, vol. 33, no. 2 (2019), p.48.

3) 정준혁, “의무공개매수 제도의 기능과 도입 가능성에 대한 검토”, 『증권법연구』, 제20권 제2호 (2019), pp.81-82.

금융위원회는 주식양수도 방식의 경영권 변경 시 일반투자자 보호방안으로 의무공개매수 제도를 도입할 것임을 발표하기도 하였다.

한국에서 의무공개매수 제도를 도입하고자 할 때, 한국의 지분소유구조 및 법률체계를 고려하면 영국식 의무공개매수 제도를 그대로 도입하는 것은 한국의 실제 상황에 부합하지 않을 수 있고, 영국식 의무공개매수 제도를 변형하여 적용하고자 할 때, 기타 입법례 및 관련 실제운영상황을 분석해 볼 필요가 있을 것이다. 기존 의무공개매수 제도에 관한 연구는 주로 유럽의 입법례에 대해 이루어지고 있지만, 한국과 유사하게 지분소유구조가 비교적으로 집중적이거나 대륙법계의 영향을 많이 받고 있는 동아시아의 주요 시장(일본, 홍콩, 중국)에서 영국의 의무공개매수 제도를 도입할 때의 수렴과 발산(divergence & convergence), 즉 영국의 제도를 거의 그대로 도입한 홍콩과 영국의 제도를 대폭 완화시킨 중국과 일본의 의무공개매수 제도에 대해서도 비교 분석해 볼 필요가 있다고 본다. 이하 본 논문에서 일본, 홍콩, 중국의 의무공개매수 제도 및 실제효과를 분석하여, 한국에 적합한 의무공개매수 제도를 모색하고자 한다.

제2절 연구의 목적과 논문의 구성

1. 연구의 목적

상기와 같이, 일본, 홍콩, 중국은 모두 의무공개매수 제도를 도입하였으나, 그 목적, 세부규정 및 실행효과에는 차이가 존재하고, 해당 시장들의 입법례 및 실제운영현황을 분석하는 것도 한국 의무공개매수 제도 도입방식의 모색에 의미가 있다.

기존 의무공개매수 제도에 관한 연구들을 볼 때, 유럽의 입법례와 운

영상황에 대한 연구가 대부분이고, 일본의 의무공개매수 제도를 소개한 연구⁴⁾도 일정하게 존재하지만, 동아시아의 의무공개매수제도를 비교하는 연구는 비교적 적다. 또한, 동아시아의 의무공개매수 제도에 관해서는, 법률이식(Legal Transplant) 한 결과에 차이가 존재하는 원인 등에 대한 연구들은 존재하지만⁵⁾, 한, 중, 일의 규제를 세부적으로 비교하여 설명하는 연구에는 아직 일정한 공백이 존재하여, 본 논문은 한, 중, 일 3개국의 의무공개매수 제도를 최초로 상세하게 정리 및 비교하는 글이라는 점에서 의의가 있다.

본 논문을 통하여 동아시아 주요 시장의 의무공개매수 제도 입법례⁶⁾

- 4) 송종준, “일본 금융상품거래법상 강제공개매수제도의 제유형과 그 법적 시사점”, 『상사판례연구』, vol. 26, no. 2 (2013); 강희주, “일본의 의무적 공개매수제도”, 『증권법 연구』, vol. 18, no. 1 (2017); 小林成光, “強制的公開買付制度とイギリス法(1)”, 『最先端技術関連法研究』, Vol.9-10 (2011); 小林成光, “強制的公開買付制度とイギリス法(2)”, 『最先端技術関連法研究』, Vol.12 (2013); 飯田秀総, 『公開買付規制の基礎理論』, 商事法務 (2015); 田中亘・森濱田松本法律事務所, 『日本の公開買付け : 制度と実証』, 有斐閣 (2016); 日野正晴, 『詳解 金融商品取引法』, 中央經濟社 (2016); 汤欣・神田秀樹, “公开要约收购的法律规制: 从中国到日本”, 《清华法学》, vol. 13, no. 2 (2019) 등.
- 5) Varottil, Umakanth, and Wat Yee Wan, “The Divergent Designs of Mandatory Takeovers in Asia”, *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, vol. 55, no. 1 (2022); Puchnik, Dan W., and Umakanth Varottil, “Related Party Transactions in Commonwealth Asia: Complicating the Comparative Paradigm”, *Berkeley Business Law Journal*, vol. 17, no. 1 (2020); Huang, Robin Hui, and Charles Chao Wang, “The Mandatory Bid Rule Under China’s Takeover Law: A Comparative and Empirical Perspective”, *The International Lawyer*, vol. 53, no. 2 (2020) 등.
- 6) 의무공개매수제도는 좁은 의미의 의무공개매수제도와 넓은 의미의 의무공개매수제도로 나뉜다. 좁은 의미의 “의무공개매수제도”라 함은 구체적인 제도로서의 의무공개매수제도를 말한다. 해당 좁은 의미의 “의무공개매수제도”的 정의에 관해서는, 인수자가 대상 회사의 트리거 포인트에 달하는 비율의 지분 등을 취득할 때 대상 회사의 모든 주주를 대상으로 전부 주식을 매수하는 제안을 하도록 하는 제도(王建文, “强制要约收购:制度发展、评价与适用—基于经济法的视角”, 《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学版)》, no. 03 (2005), p.50.) 또는 매수하고자 하는 종류의 주식을 보유하고 있는 모든 주주에게 공개매수제안을 하도록 하는 제도(严利东, “论我国上市公司强制要约收购制度”, 《湖南经济管理干部学院学报》, no. 02 (2006), p.81.) 또는 일정 비율의 지분 등을 취득할 때 대상 회사의 모든 주주를 대상으로 공개매수제안을 하도록 하는 제도(辛振寰, “强制要约收购制度论”, 《当代法学》, no.10 (2002), p.37.) 등 여러 가지 해석이 존재하는바, 혼선을 피면하기 위하여 본 논문에서는 일정 비율에 도달하는 경우 대상회사의 전부 주식을 매수하도록 하는 의무를 “전부매수의무”로 칭하고, 부분 또는 전부매수의무를 총칭하여 “공개매수의무”라고 한다. 넓은 의미에서 사용되는 “의무공개매수제도”란 하나의 규칙체계로서의 의무공개매수제도를 말한다. 즉, 의무공개

및 실제운영현황에 대해 세부적으로 설명하고, 이러한 법률이식 차이가 존재하는 원인을 분석하며, 각 시장에 도입된 의무공개매수 제도의 효과를 비교하여, 한국이 의무공개매수 제도를 도입하고자 할 경우 소수주주를 보호하는 동시에 시장의 활성화에도 적극적인 효과를 부여할 수 있는 제도를 모색하고자 한다.

2. 논문의 구성

본 논문은 다음과 같이 구성된다.

본 논문에서는 우선 제1장 서론에서 동아시아 주요 시장의 의무공개매수 제도 도입 상황에 대해 전반적으로 살피고, 제2~4장에서 동아시아의 각 주요 시장(일본, 홍콩, 중국)에서의 입법례, 실현운영상황 및 문제점과 발전방향을 자세하게 분석하고, 제5장에서 한국 법 체제 속에서의 도입필요성 및 도입방향을 연구하고, 제6장에서는 이상의 논의를 정리한다.

구체적으로, 제2장에서는 일본 입법례의 도입 및 수차례의 개정 과정을 살피며 그 발전 과정을 설명하고, 현행 의무공개매수 제도의 세부 규정, 특히 지배권 병동을 촉발점의 판단기준으로 하는 기준의 영국식 의무공개매수 제도와는 달리 특별결의를 저지할 수 있는 비율을 의무공개매수의 촉발점으로 하는 “1/3률”, “2/3률”에 대해 자세하게 분석하고(제1절), 일본에서 “디스카운트 공개매수”가 발생하는 상황 및 그 이유에 대

매수제도를 효과적으로 실시하기 위해서는 이에 부수되는 제도를 함께 실시해야 하는데, 이러한 의무공개매수제도를 중심으로 하여 이루어진 규칙체계를 말한다. 이러한 규칙체계에는 구체적인 제도로서의 의무공개매수제도, 반인수 관련 제도, 부분매수관련 제도 등이 포함된다. 또한 의무공개매수제도는 일종의 인수 제도 모델의 의미로 사용되는 경우가 존재하는데, 이러한 경우에 있어서의 “의무공개매수제도”라 함은 자발적 공개매수제도와 대응하는 일종의 제도적 모델을 말한다. 邱灼松, 《强制要约收购制度批判研究—兼论我国收购制度模式选择》(第1版), 中国法制出版社 (2013), p.53 참고.

해 분석하며(제2절), 일본의 의무공개매수 제도에 대한 평가 및 개선방향을 제시한다(제3절).

제3장에서는 홍콩의 의무공개매수 제도 입법례에 대해 분석하고 홍콩 증권 및 선물 사무 감찰위원회(SFC, 이하 “증감회”)의 집행위원이 관련 매수행위를 판단하는데 고려하는 기준을 소개하며(제1절), Creeper rule 이 반영하는 홍콩 의무공개매수 제도 도입의 문제점을 살피고(제2절), 홍콩의 의무공개매수 제도에 대한 평가 및 개선방향을 제시한다(제3절).

제4장에서는 중국의 의무공개매수 제도 입법례에 대해 소개하고(제1절), 중국의 면제제도의 특징, 의무공개매수에 대한 대량의 면제가 존재하는 원인 및 그 효과에 대해 분석하며(제2절), 중국의 의무공개매수 제도에 대한 평가 및 개선방향을 제시한다(제3절).

제5장에서는 한국 과거의 의무공개매수 제도의 도입 및 폐지 경험을 살피고(제1절), 위 제2, 3, 4장에서의 쟁점들을 다시 살피면서 각 시장에서의 의주공개매수 제도 도입에 차이가 존재하는 원인을 분석하며, 각 시장에 도입된 의무공개매수 제도의 효과를 비교하고 부족점을 제시하며, 한국이 의무공개매수 제도를 도입하고자 할 경우 소수주주를 보호하는 동시에 시장의 활성화에도 적극적인 효과를 부여할 수 있는 규제방식을 제시한다(제2절).

마지막으로 제6장 결론에서는 이상의 논의를 요약 정리한다.

제2장 일본의 의무공개매수 제도

제1절 일본의 입법례

1. 도입 및 발전

(1) 1971년(쇼와 46년) 공개매수제도 도입

일본의 공개매수제도는 1971년(쇼와 46년) 증권거래법 개정에 의해 최초로 도입⁷⁾되었다. 당시, 일본은 자본 자유화의 발전에 따라 외국자본에 의한 일본 기업 매수 위협을 대응하기 위하여⁸⁾ 미국 월리엄즈법을 참고한 공개매수 규제를 채용하기 시작하였고, 그 목적은 1) 공개매수 관련 정보의 적절한 개시 및 투자자 간의 공평한 취급 확보⁹⁾를 통한 투자자 보호 및 2) 증권시장의 질서를 유지하는 데¹⁰⁾ 있다.

(2) 1990년(평성 2년) 개정

버블기에 추가가 치솟을 경, 주식의 매집 및 매집한 주식의 이전(肩代わり) 요구 등의 남용행위가 나타난 것을 배경으로 하여, 일본은 1990년(평성 2년)에 영국의 규제를 참고하여¹¹⁾ 증권거래소 밖에서 1/3을 초과하

7) 해당 시기에는 공개매수제도를 도입하였을 뿐, 영국식의 의무공개매수제도를 도입하지는 않았다. 그 당시의 규제는 공개매수의 사전신고제, 매수가격의 평등, 신청(申込み)의 철회권의 법정, 매수기간의 제한, 별도매수의 금지 등을 내용으로 하였다. 中村直人, 『M&A取引等のための金融商品取引法』, 商事法務 (2008), pp.58-59 참고.

8) 岩原紳作・山下友信・神田秀樹(藤田友敬), 『会社・金融・法(下)』, 商事法務 (2013), p.35.

9) 日野正晴, 앞의 책, p.346.

10) 河本一郎・大武泰南 著, 『金融商品取引法読本』, 有斐閣 (2011), p.131.

11) 1990년(평성 2년)의 증권거래법 개정에 의하여 도입된 일본의 공개매수제도는 1) 주식의 1/3을 초과하여 취득하는 것 만을 적용대상으로 하고, 2) 장내거래를 적용대상에

는 주식을 취득하는 경우 공개매수의 방식을 취해야 한다는 강제공개매수제도(이하 “**1/3률**”)를 제정하였다.¹²⁾¹³⁾ 1/3률의 도입은 지배주식 양도 시 매수자가 매도자에게 시장가격을 초과하는 프리미엄을 지급하는 것이 일반적인 점을 고려하여, 소수주주에게도 매수자에게 프리미엄을 부가한 가격으로 주식을 매각할 수 있는 기회를 제공함으로써 대상회사 주주 간 지배권 프리미엄의 공평한 분배를 실현하기 위해서였다.¹⁴⁾

(3) 1994년(평성 6년) 개정

1994년(평성 6년)의 상법 개정에 의하여 자사주 취득이 일반적으로 허용되면서, 자사주 취득을 위한 공개매수에 관한 규제¹⁵⁾가 도입되었다. 발행자가 자기주식을 장외에서 취득하는 경우 주주평등원칙의 위반, 내부자거래 및 시가조종 등의 폐해가 발생할 가능성이 존재하다는 것을 고려하여 장외에서 자사주를 취득할 때 일정한 경우에 공개매수의 절차를 취할 의무를 부과하는 것이다.¹⁶⁾

서 제외하며, 3) 매수자에게 전부매수의무를 부과하지 않은 점에서 영국과 EU의 제도와 차이가 존재한다.

- 12) 黒沼悦郎, 『金融商品取引法』, 有斐閣 (2016), p.258 참고.
- 13) 1990년(평성 2년) 개정 전 장외에서 이루어지는 거래 중 일부에 대해서만 공개매수 제도가 적용되었으나, 개정 후, 장외에서 유가증권의 매수 등을 하는 경우에는 원칙적으로 공개매수의 방식을 취해야 하게 되고, 그 예외의 경우로, 현저하게 소수의 자(60일 간에 10명 이하)로부터 주권 등의 매수를 하는 경우에는 계약자유의 원칙을 기반으로 공개매수제도가 적용되지 않는다. 다만, 공개매수 후 그 비율이 발행한 주식 총수의 1/3을 초과한 때에는 상법상 특별결의를 저해할 수 있는 등 대상회사의 지배권의 변화에 관련되고 일반주주에게 중대한 영향을 미친다는 이유로부터, 다시 원칙적으로 돌아가 공개매수에 의하지 않으면 안된다(구 증권거래법 27조의2 제1항 제4호). 河本一郎・大武泰南 著, 앞의 책, p.132 참고.
- 14) 구로누마 에츠로우 저; 권종호 역, 『일본금융상품거래법 입문』, 피앤씨미디어 (2015), p.92 참고.
- 15) 현 금융상품거래법(金融商品取引法, “금상법”) 제2장의2 제2절 발행자에 의한 상장주권등의 공개매수(発行者による上場株券等の公開買付け).
- 16) 岸田雅雄 監修, 『注釈金融商品取引法』(第一卷), 金融財政事情研究会 (2011), p.941 참고.

(4) 2003년(평성 15년) 개정

2001년(평성 13년)으로부터 본격적인 기업매수의 수법으로 공개매수를 이용하는 사례가 증가되기 시작하는데¹⁷⁾, 공개매수의 사례가 많아지는 한편, 종래의 강직한 공개매수규제가 당시의 거래를 방해하고 있다는 지적이 존재하였고¹⁸⁾, 더 나아가 지배권거래의 원활화를 촉진하기 위해 의무공개매수 제도를 폐지해야 한다는 지적도 보였다. 결과적으로 해당 개정에서는 의무공개매수의 폐지 및 소위 1/3률의 요건완화라는 근본적인 규제완화책을 채용하지 않았으나, 공개매수제도 자체를 유지하는 기초상에서, 사업재편의 신속화 및 절차의 간편화를 위하여 공개매수규제의 적용제외 범위를 확대하였다.¹⁹⁾

(5) 2005년(평성 17년) 개정

2005년(평성 17년)경부터 적대적인 기업매수의 시도가 본격화되면서 상장회사는 잇달아 방어수단을 도입하였으나, 공격하는 측에서도 방어하는 측에서도 법률의 불비를 악용하는 경우가 적지 않았기에²⁰⁾, 적대적 매수의 위협을 계기로 규제내용에 대한 재검토가 이루어졌다²¹⁾. 2005년(평성 17년) 및 2006년(평성 18년) 개정을 통하여 일본의 공개매수제도는 미국식 제도와의 괴리가 더 커졌는바, 그중 2005년(평성 17년)에는 닛폰방송(ニッポン放送) 사례를 계기로 시간외거래(立会外取引)를 공개매수규

17) 岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), p.634.

18) 사업재편에는 지배권의 변동에 수반하는 주식의 상대거래가 이루어지는 경우가 많은데, 공개매수규제가 이를 방해하고 있다는 지적 및 담보권의 행사에 의한 주식취득은 “주식 등의 유상 양수도”에 해당되므로 원칙대로라면 공개매수제도의 규제대상에 포함되나 이는 공개매수제도의 취지, 목적과 합치하지 않다는 지적이 있었다. (岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), p.634 참고.)

19) 岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), pp.634-635.

20) 구로누마 에츠로우 저 ; 권종호 역, 앞의 책, p.93.

21) 岩原紳作 · 山下友信 · 神田秀樹(藤田友敬), 앞의 책, p.37.

제의 대상으로 하는 법 개정²²⁾이 이루어지며 장내매수의 정의가 미세하게 수정되었다.²³⁾

(6) 2006년(평성 18년) 개정

2005년(평성 17년)경부터, 넷폰방송 사례를 시작으로 여러 가지 형태의 적대적 매수와 대항적 매수가 발생하기 시작하였다. 이러한 사태에 대응하기 위해 금융심의회 금융분과회 제1부회의 <중간정리>에서 재검토의 기본적인 시점으로서 ①절차의 투명성·공평성과 투자자 간의 공평성의 확보, ②증권시장에서의 가격형성 기능의 충분한 발휘, ③기업 사업재편행위 등의 원활성 확보 등의 중요성 및 공개매수제도와 회사법의 정합성에 유의할 것을 제기하였다.²⁴⁾ 해당 시기에는 주로 (i) 1/3률의 불비에 의한 탈법적 거래의 발생, (ii) 적대적 매수에 있어서 관련 당사자에게 정보를 어느 정도 제공할 것을 요구해야 하는지, (iii) 2단계매수(공개매수 후 합병/주식교환 등의 조직재편행위에 의하여 소수주주를 배제하는 거래)에 있어서의 소수주주 보호 불비의 상황에서 관련 당사자 간의 공평을 어떻게 확보해야 하는지가 문제되었고²⁵⁾, 그 후 워킹그룹의 지적 등을 참고하여 2006년(평성 18년)의 개정에 의하여 1) 거래소内外에서의 급속매수의 금지, 2)대상회사에 의한 의견표명의 의무화, 대상회사의 공개매수자에 대한 질문권, 대상회사에 의한 공개매수기간의 연장청구권을 설치하는 것(금상법 제27조의10)과 동시에, 공개매수자에 대한 배려로 매수방위책이 발동되는 경우에 있어서의 공개매수의 철회(금상법 제27조의 11 제1항), 매수조건 등의 변경(금상법 제27조의6 제1항)을 일정 정도 허

22) 현재의 금상법 제27조의2 제1항 제3호.

23) 岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), pp.635-636; 岩原紳作·山下友信·神田秀樹(藤田友敬), 앞의 책, pp.37-38 참고.

24) 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」(2005), p21-22.

25) 岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), pp.636 참고.

용 및 매수자가 경합하는 경우에 있어서의 공개매수의 강제, 3) 매수 후 주권등소유비율이 2/3이상일 경우 모든 내용의 주권 등의 소유자에게 매수 권유의무를 부과하는 동시에 응모주식을 모두 매수할 의무를 부과하는 전부매수의무(금상법 제27조의13 제4항) 및 전부권유의무(금상법 제27조의2 제5항)의 도입을 내용으로 하는 개정이 이루어졌다.²⁶⁾

2. 현행 의무공개매수 제도

현행 일본의 의무공개매수 제도를 볼 때, 해당 규제는 상대거래에 의한 지배주식의 취득을 금지하고 일반주주에게도 매각기회를 부여하고 있으나, 그 세부규정은 영국의 규제와 차이가 존재하며, 이러한 차이는 그 규제의 성격 및 목적의 차이로부터 비롯된다²⁷⁾.

일본에서 공개매수제도를 최초 도입한 당시에는 대상회사 주주에게의 정보개시, 즉 정보를 기반으로 한 숙련의 기회를 보장하여 대상회사 주주를 보호하는 것이 주된 규제목적이었으나, 수차례의 법 개정을 거쳐 그 규제목적은 다양해졌고 규제내용도 복잡해졌다²⁸⁾. 일본의 의무공개매수 제도의 목적에 관해서는 지배권 이전 시 프리미엄 분배설²⁹⁾과 탈퇴권 보장설³⁰⁾이 대립된다. 프리미엄 분배설은 지배주식이 이전되는 때에는 시장가격을 초과하는 프리미엄이 지급되는 경우가 많으므로, 일반주주에게도 프리미엄을 부가한 가격으로 매수자에게 주식을 매도할 기회를 부여하여 주주 간 지배권 프리미엄의 평등분배를 실현하는 것이 의무공개

26) 河本一郎・大武泰南, 앞의 책, p.136; 黒沼悦郎, 앞의 책, pp.260-261 참고.

27) 岩原紳作・山下友信・神田秀樹(藤田友敬), 앞의 책, pp.39-45 참고.

28) 岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), p.638 이하.

29) 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎 著, 『金融商品取引法入門』, 有斐閣 (2016), p.340.

30) 神田秀樹, “上場会社に関する会社法制の将来”, 『金融法務事情』, vol. 71, no. 2 (2010), p.29.

매수 제도의 목적이라고 보고 있고, 탈퇴권 보장설은 회사의 지배권이 이전될 때 주주에게 회사관계로부터 탈퇴할 권리를 부여하는 것이 의무 공개매수 제도의 취지라고 보고 있다.³¹⁾ 이하 일본 규제의 세부 규정을 살펴본다.

1) 촉발조건 및 매수범위

(1) 공개매수의무가 부과되는 경우

일본의 금융상품거래법(金融商品取引法, 이하 “금상법”)은 발행자 이외의 자가 주권 등을 매수함에 있어서, 일정한 경우에 해당되면 공개매수의 방법에 의하여 매수를 진행하도록 강제하고 있다³²⁾. 이러한 공개매수의무를 촉발하는 경우는 주로 다음과 같다:

A. 주권등소유비율이 5%를 초과하는 경우(“5%를”)

거래소 금융상품시장 밖에서 주권 등을 매수한 후, 그자의 소유와 관련된 주권등소유비율이 5%³³⁾를 초과하는 경우, 해당 주권 등의 매수 등에 대해서는 공개매수에 의하여 진행할 것이 요구되는³⁴⁾ 한편, 5% 이하

31) 黒沼悦郎, 앞의 책, p.259; 송종준, “지배권 프리미엄의 공유 문제와 의무공개매수제도”, 『경제법연구』, vol. 11, no. 2 (2012), p.162 참고.

32) 발행자가 일정한 지분을 취득하는 경우에도 공개매수의무가 부과될 수 있으나, 본 논문에서는 발행자 이외의 자의 매수를 다룬다.

33) 1990년(평성 2년) 전, 10%를 그 기준으로 하였으나, 1990년(평성 2년)의 개정에 의하여 공개매수의무가 촉발되는 매수 후 주권등소유비율을 10%에서 5%로 낮추었다.

34) (금상법 제27조의2 제1항 제1호) 거래소 금융상품시장 밖에서의 주권 등의 매수 등(거래소 금융상품시장의 유가증권의 매매 등에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 거래에 의한 주권 등의 매수 등 및 현저하게 소수의 자로부터 매수 등을 하는 것으로서 정령으로 정하는 경우의 주권 등의 매수 등을 제외한다.) 후, 그자의 소유(이에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 경우를 포함한다. 이하 이 절에서 같다.)와 관련된 주권 등의 주권등소유비율(그자에게 특별관계자(제7항 제1호에 열거되는 자에 대해서는 내각부령으로 정하는 것을 제외한다.)가 있는 경우에는 그 주권등소유비율을 가산한 것. 이하 이 항에서 동일)이 5%를 초과하는 경우, 해당 주권 등의 매수 등에 대해서는 공개

의 경우에는 회사 지배에 영향을 끼치지 않는 점을 고려하여 이를 공개매수의 규제범위에서 제외하고 있다³⁵⁾.

B. 주권등소유비율이 1/3을 초과하는 경우(“1/3률”)

원칙적으로 10명 이하의 자로부터 장외에서 주식을 매수하는 경우에는 공개매수의무를 부여하지 않고 있으나, 61일 동안 10명 이하의 자로부터 장외에서 매수 등을 한 후, 그 특별관계자와 합산한 주권등소유비율이 1/3을 초과하게 되는 경우에는, 해당 매수에 대해 공개매수가 강제된다.³⁶⁾ 그 구체적인 원인 및 세부규정에 관해서는 “(2)강제공개매수의무(“1/3률”)” 부분에서 후술한다.

C. 특정매수에 의하여 주권등소유비율이 1/3을 초과하는 경우

본래, 의무공개매수 규제의 대상은 장외 매수에 한정되었으나 금융상품시장에서의 시간외거래(立會外取引)는 그 사용방법에 따라 거래소 금융상품시장 밖에서 진행되는 상대거래와 유사한 형태를 띸 수 있기에,³⁷⁾

매수에 의하여 진행해야 한다.

35) 日野正晴, 앞의 책, p.363.

36) (금상법 제27조의2 제1항 제2호)거래소 금융상품시장 밖에서의 주권 등의 매수 등(거래소 금융상품시장에서의 유가증권의 매매 등에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 거래(ㄱ)에 의한 주권 등의 매수 등을 제외한다. 제4호에서 동일.)로서 현저하게 소수의 자로부터 주권 등의 매수 등을 하는 것으로서 정령으로 정하는 경우(ㄴ)에 있어서 주권 등의 매수 등 후에 그자의 소유와 관련된 주권 등의 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우, 해당 주권 등의 매수 등에 대해서는 공개매수의 방식에 의하여 진행해야 한다.

(ㄱ) “거래소 금융상품시장에서의 유가증권의 매매 등에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 거래”: 여기서 “정령으로 정한 거래”라 함은, 접두매매(店頭売買)유가증권시장에서의 접두매매(店頭売買)유가증권의 거래를 의미한다. (금융상품거래법시행령(이하 “시행령”) 제6조의2 제4항)

(ㄴ) “현저하게 소수의 자로부터 주권 등의 매수 등을 하는 것으로서 정령으로 정하는 경우”: 여기서 “정령으로 정하는 경우”란, “주권 등의 매수 등을 하는 상대방의 인수”와 ”해당 매수를 하기 전 60일간 거래소금융상품시장에서 이루어진 해당 주권 등의 발행자가 발행한 주권 등의 매수 등의 상대방의 인수”의 합이 10명 이하인 경우를 의미한다. (시행령 제6조의2 제3항)

특정매수에 의하여 주권등소유비율이 1/3을 초과하는 경우에도 동일하게 공개매수의무를 강제하고 있다³⁸⁾.

D. 거래를 조합시킨 급속 매수 등

3개월 내에 10% 초과하는 주권 등의 취득을 주권 등의 매수 등 또는 신규발행취득에 의하여 행하는 경우로서, 해당 매수 등 또는 신규발행취득 후, 그자의 소유와 관련된 주권 등의 소유비율이 3분의 1을 초과하는 때의 해당 주권 등의 매수 등에 대해서는 공개매수의 방식에 의하여 진행해야 한다.³⁹⁾

E. 공개매수의 경합

어떠한 주권 등에 대하여 공개매수가 이루어지고 있는 경우, 해당 주권 등의 발행자 이외의 자가 6개월을 초과하지 않는 범위 내에서 정령으

37) 日野正晴, 앞의 책,p.367.

38) (금상법 제27조의2 제1항 제3호)거래소 금융상품시장에서의 유가증권의 매매 등으로서 경매매수의 방법 이외의 방법에 의한 유가증권의 매매 등으로서 내각총리대신이 정하는 것(이하 이 항에서 “특정매매 등”이라 한다.)에 의한 매수 등에 의한 주권 등의 매수 등 후에 그자의 소유와 관련된 주권 등의 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우의 특정매매 등에 의한 해당 주권 등의 매수 등에 대해서는 공개매수의 방식에 의하여 진행해야 한다.

39) (금상법 제27조의2 제1항 제4호) 6개월을 초과하지 않는 범위 내에서 정령으로 정하는 기간(ㄱ) 내에 정령으로 정하는 비율(ㄴ)을 초과하는 주권 등의 취득을 주권 등의 매수 등 또는 신규발행취득(주권 등의 발행자가 새로 발행하는 주권 등의 취득을 말한다. 이하 이 호에서 같다.)에 의하여 행하는 경우(주권 등의 매수 등에 의하여 행하는 경우에는 정령으로 정하는 비율을 초과하는 주권 등의 매수 등을 특정매매 등에 의한 주권 등의 매수 등 또는 거래소 금융상품시장 밖의 주권 등의 매수 등(공개매수에 의한 것 및 적용제외매수 등을 제외한다.)에 의하여 행하는 때에 한한다.)로서 해당 매수 등 또는 신규발행취득 후의 그자의 소유와 관련된 주권 등의 소유비율이 3분의 1을 초과하는 때의 해당 주권 등(매수 등)으로서, 해당 주권 등

(ㄱ) 정령으로 정하는 기간: 3개월. (시행령 제7조 제2항)

(ㄴ) 정령으로 정하는 비율: “정령으로 정하는 비례”는 취득하고자 하는 주권 등의 발행자가 발행하는 주권 등의 총수의 10%이다. (시행령 제7조 제3항) 해당 비례의 산정에 관해서는 <발행자 이외의 자에 의한 주권 등의 공개매수의 개시에 관한 내각부령> (『発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令』, 이하 “타사주부령”) 제4조의2 제1항 참고.

로 정하는 기간 내에 정령으로 정하는 비율을 초과하는 주권 등의 매수 등을 할 때, 해당 주권 등의 매수 등은 공개매수에 의해 이루어져야 한다.⁴⁰⁾⁴¹⁾

(2) 강제공개매수의무(“1/3룰”)

위 공개매수의무가 부과되는 경우 중, “1/3 룰”이라고 불리고 있는 강제공개매수제도가 제일 중요한 의미가 있다고 할 수 있다.

1/3룰은 상기 “A. 주권등소유비율이 5%를 초과하는 경우(“5%룰”)”의 규정에 있어서 허용되는 소수자로부터의 매수라 할지라도, 주권등소유비율이 1/3이 되는 경우에는 공개매수에 의하여 진행하도록 강제하고 있다.⁴²⁾ 해당 규제는 상대거래에 의한 지배주식 취득을 금지하는 취지를 내포하고 있는바,⁴³⁾ 상대거래에 의한 소수자로부터의 매수인 경우에도 이로 인하여 대상회사의 지배권 변동이 발생하는 경우에는 일반주주와 시장에 현저한 영향을 미칠 수 있다는 점을 고려하여 공개매수의 방식을 취하도록 한 것이다.⁴⁴⁾ 5%룰과 달리, 1/3룰을 적용할 때 매수의 상대방의 수는 문제가 되지 아니하여, 1인의 상대방으로부터 매수하더라도 매수 후 주권 등의 소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우라면 해당 규제가 적용된다.⁴⁵⁾

40) (금상법 제27조의2 제1항 제5호) 해당 주권 등에 대하여 공개매수가 이루어지고 있는 경우, 해당 주권 등의 발행자 이외의 자(그 자의 소유와 관련된 주권 등의 주권등소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우에 한한다.)가 6개월을 초과하지 않는 범위 내에서 정령으로 정하는 기간 내에 정령으로 정하는 비율을 초과하는 주권 등의 매수 등을 할 때의 해당 주권 등의 매수 등(전 각 호에 열거하는 것을 제외한다.).

41) (금상법 제27조의2 제1항 제6호) 해당 5개의 경우 이외, 이에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 주권 등의 매수 등을 진행하는 경우에도 공개매수에 의해야 한다.

42) 岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), p.662 참고.

43) 岩原紳作・山下友信・神田秀樹(藤田友敬), 앞의 책, p.43 참고.

44) 日野正晴, 앞의 책, p.367; 中村直人, 앞의 책, p.60 이하 참고.

45) 森・濱田松本法律事務所, 『M&A法大系』, 有斐閣 (2015), p.534 이하; 강희주, 앞의 논문, p.55 참고.

해당 규정에서는 촉발 기준을 1/3로 정하였는데, 이는 상법상 특별결의를 저지할 수 있는 비율(발행한 주식 총수의 1/3)을 고려하여 제정한 것⁴⁶⁾이며, 그 후 2006년(평성 18년)의 개정에서도 (i) 1/3을 초과하는 경우 회사법상 특별결의를 저지할 수 있는 거부권을 취득할 수 있게 되므로 지배권에 직접적인 영향을 끼치는 점, 및 (ii) 1/3기준을 하향 조정할 경우 원활한 사업재편행위를 저해할 우려가 있다는 점을 고려하여 기존의 기준점을 유지하였다^{47), 48)}

일정한 비율을 촉발할 때의 효과로부터 볼 때, 유럽의 의무공개매수제도는 지배주식의 취득·이전이 발생한 이후, 모든 주주를 대상으로 공개매수 제안을 할 것을 요구하는 것과 대조적으로, 일본의 규제는 대상회사가 발행한 주식 총수의 1/3을 초과하여 취득하는 경우 공개매수의 방식으로 취득할 것을 요구한다. 예를 들면, 25%를 보유하는 주주가 계속하여 10%를 취득하고자 하는 경우, 유럽의 규제에 의하면 그 주주가 그 10%를 취득하는 방식에 대해서는 관여하지는 않으나, 취득 후 모든 주주에게 공개매수를 행할 의무가 부여되는(사후규제) 반면, 일본의 규제에 의하면, 주주는 원칙적으로 공개매수의 방식에 의하여 그 10%를 취득할 것을 요구되고 있다(사전규제).⁴⁹⁾

또한, 일본에서는 공개매수를 진행하는 데 있어서, 응모주주를 불안정한 지위에 두지 않기 위하여, 일정한 경우를 제외하고 매수 등에 조건을 부과하는 것을 금지하고 있다⁵⁰⁾. 다만, 예외적으로 하기 두 가지의 조건

46) 日野正晴, 앞의 책, p.367.

47) 金融審議会金融分科会第一部会「公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について～」(2005년, 12월), p.3.

48) 岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), p.662 참고. 다만, 2006년(평성 18년) 5월에 시행된 회사법에 의하여, 특별결의에 필요되는 의결권수는 정관에 의하여 변경할 수 있게 되었다는 점을 들어 1/3률의 합리성에 대해 회의를 표시한 견해도 있다. 日野正晴, 앞의 책, p.367 참고.

49) 岩原紳作・山下友信・神田秀樹(藤田友敬), 앞의 책, pp.40-41 참고.

50) 예를 들면, 매수 자금이 조달되는 경우에 한해 매수를 진행한다고 하거나 매수자에게

을 첨부할 수 있다. 그중 첫째로는, 응모주권 등의 수가 공개매수신고서 등에 기재한 매수 예정 비율에 미치지 못할 때에 그 전부를 매수하지 않는다는 조건(금상법 제27조의13 제4항 제1호)이고, 그 취지는 대상회사의 주권 등의 일정 비율(3분의 1, 과반수 등)을 취득하지 못한다면 주권 등을 매수하고 싶지 않다는 매수자의 의향을 존중하기 위해서이다. 예외적으로 허용되는 두 번째 조건은, 응모 주권 등의 수가 매수예정 수를 초과하는 경우에, 초과하는 부분의 전부 또는 일부에 대해 매수 등을 하지 않는 것(금상법 제27조의13 제4항 제2호)이다. 즉, 일본은 1/3률이 촉발되는 경우, 매수방식에 대한 강제만 있을 뿐, 매수비율에 관해서는 강제가 없기에, 이로써 부분매수가 가능해진다는 것이다⁵¹⁾. ⁵²⁾ 다만, 부분매수를 하는 데 있어서, 안분비례원칙에 따라 응모주식을 매수해야 한다.⁵³⁾

종래의 학설은 1/3률의 취지를 지배권 프리미엄의 공평 분배를 위한 것으로 보고 있다. 지배권 프리미엄이란, 예를 들어, 51%의 주식을 모집할 수 있는 경우 그 회사의 지배권을 취득할 수 있다고 가정하면 그 51%의 주식에는 단순한 주식 가치 이외의 가치가 생긴다. 모회사의 발행주식이 100주 있고, 그 시가총액이 100억 엔이라고 가정할 경우, 주당 가치는 보통 1억 엔이지만 51주가 모이면 그 가치는 51억 엔이 아닌 60억 엔이나 70억 엔이 될 수 있다. 이러한 경우 회사의 가치 총액(100억 엔)은 변하지 않으므로 결국 소수주주가 보유하는 주식의 가치가 지배주식으로 이전되었다고 볼 수 있다. 그 지배주식을 매각할 때 공개매수를

대상회사 이사의 선임 의안에 대해 위임장을 제출한 응모주로 부터만 응모한다는 조건을 첨부하는 것은 인정되지 않는다. 黒沼悦郎, 앞의 책, pp.281-282 참고.

51) 다만, 이러한 부분적 공개매수는, 매수 후 공개매수자·특별관계자의 주권등소유비율이 3분의 2를 하회하는 경우에만 인정되고(금상법 제27조의13 제4항, 시행령 제14조의2의2), 주권등소유비율이 3분의 2 이상이 되는 경우에는 응모 주권 등의 전부를 매수해야 한다.

52) 黒沼悦郎, 앞의 책, pp.281-282 참고.

53) 금상법 제27조의13 제5항, 내각부령 제32조.

의무화하는 경우, 매수자는 그 가격에 지배주식의 매도자로부터뿐만 아니라 다른 소수주주들로부터도 안분비례로 매수해야 하게 되는데, 이때 소수주주도 그 지배권 프리미엄의 배분에 참여할 수 있게 된다는 것이다. 만일 전부 주식을 매입해도 된다는 조건으로 매입을 진행할 경우, 매수가격은 주식 전부를 취득하는 가격인 셈이어서, 지배권 프리미엄은 없어진다는 것을 의미한다.⁵⁴⁾ ⁵⁵⁾

(3) 전부권유, 전부매수의무(“2/3률”)

전술한 바와 같이, 1/3률을 촉발하는 경우 매수하고자 하는 주식 수의 상한을 정하여 부분매수를 할 수 있으나, 일본은 매수 후 공개매수자·특별관계자의 주권등소유비율이 3분의 2 이상⁵⁶⁾이 되는 경우에는 응모주권 등의 전부를 매수하도록 강제하고 있다(전부매수의무)⁵⁷⁾.

종래의 공개매수규제에서는 대상회사 주주의 보호로서 “(i) 정보에 기반한 숙려 기회 보장” 및 “(ii) 거래조건의 평등 취급과 획일 처리의 요청”과 같이 현재 매수자의 매수제안을 받은 주주의 보호를 도모하는 규제와 “(iii) 매각 기회의 보장(프리미엄의 평등분배)”과 같이 해당 규제가 아니면 응모 신청을 받지 못했을 주주의 보호를 도모하는 규제만이 정해져 있었다. 그러나, 2005년(평성 17년)경부터 상장회사의 비공개화 거래

54) 中村直人, 앞의 책, pp.60-61 참고.

55) 다른 한편, 1/3률의 의미가 주주에게 충분한 정보에 기반한 숙려의 기회를 부여하고 매각압력을 해소하기 위한 것이라고 보는 견해도 존재한다. 강제공개매수제도의 취지가 프리미엄의 분배인지 여부와 관련된 논쟁으로 池田唯一 等, 『金融商品取引法セミナー : 公開買付け・大量保有報告編』, 有斐閣 (2010), pp.45-46을 참고할 수 있다.

56) 2/3의 산정에 있어서, 시행령 제8조 제5항 제3호의 문구상 “해당 매수 등을 하는 자의 주권등소유비율”로만 되어 있고 특별관계자에 관한 언급은 없지만, 기타조항(금상법 제27조의2 제5항)을 함께 고려하였을 때, 전부권유의무 및 전부매수의무의 2/3의 기준을 산정하는데 있어서 특별관계자의 주권등소유비율이 합산된다는 것으로 해석되고, 2/3의 산정은 공개매수자가 해당 공개매수에 의해 이론상 취득할 수 있는 주권 등의 수의 최대치를 전제로 한다. (岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), pp.700-701 참고.)

57) 금상법 제27조의13 제4항, 시행령 제14조의2의2.

가 나타나며, 공개매수 후 매수자가 실시하는 합병·주식 교환 등(2단계 매수)에 있어서 공개매수보다 불리하게 취급되는 것을 우려하여 선행하는 공개매수에 응해 버린다는 “공개매수의 강압성 문제”가 각광받게 되었다.⁵⁸⁾

그래서, 2006년(평성 18년) 개정에서는, 공개매수를 진행한 후 이러한 2 단계 매수의 발생을 초래할 수 있는 의결권 비율을 취득하는 경우, 즉 주권등소유비율이 2/3 이상이 되는 경우에 대해, 전부권유의무⁵⁹⁾과 전부 매수의무⁶⁰⁾를 부과하였다. 즉, 인수인이 장외거래를 통해 의결권 있는 주식을 2/3 이상 취득하게 되는 경우, 대상회사가 발행하는 모든 주식에 대하여 매수 권유를 하여야 하고(전부권유의무), 매수 예정 주권 등의 상 한을 설정할 수 없이 공개매수에 응모한 모든 주권 등을 매수하여야 한다(전부매수의무)는 것이다.

전부권유, 전부매수의무의 촉발점을 설정하는 데 있어서, 영국은 지배 권의 변동에 착안하여, 지배권이 변동되는 비율을 30%로 의제하여 이를 전부권유·전부매수의무의 촉발점으로 규정한 한편, 일본은 전부매수의 무의 촉발기준을 2/3로 정하고 있는데⁶¹⁾, 이는 영국과 같이 지배권의 변 동을 그 이론적 기초로 한 것이 아니라, 2/3가 회사의 특별결의를 통과 시킬 수 있는 최저 요구인 점을 고려하여 해당 비율을 취한 것이다⁶²⁾. 즉, 공개매수 후 매수자와 그 특별관계자의 주권등소유비율이 합산하여 3분의 2 이상이 되는 경우에는 상장폐지나 회사법상 특별결의에 따른 조 직개편행위가 발생할 수 있다는 점에 착안하여 소수주주를 보호하는 관

58) 岸田雅雄 監修, 앞의 책(각주 16), p.641 참고.

59) 금상법 제27조의2 제5항, 시행령 제8조 제5항 제3호.

60) 금상법 제27조의13 제4항.

61) 중국은 영국의 전부매수의무를 도입할 때 전부매수의무의 이념과 중국의 실제상황의 합치성을 위하여, 지배권의 변동을 전부매수의무의 이론기초로 하는 한편, 광범위한 행정 면제를 도입하였다. 汤欣·神田秀樹, 앞의 논문, p.47 참고.

62) 汤欣·神田秀樹, 앞의 논문, p.45.

점에서 공개매수할 때 매수 등의 대상으로 되는 주권 등의 내용을 한정하는 것을 금지하고 공개매수의 대상이 될 수 있는 모든 주권 등에 대해 권유 의무를 부과하고자 하는 취지다.⁶³⁾

그리고 예외적으로, 복수 종류의 주권 등을 발행하고 있는 발행자의 주권 등을 매입할 때, ① “당해 주권 등”⁶⁴⁾과 관련된 종류주주총회가 “당해 주권 등”에 대해 공개매수에 의한 매수의 신청 또는 매도의 신청 권유가 이루어지지 아니하는 것에 대해 동의한 경우 및 ② “당해 주권 등”의 소유자가 25명 미만일 때, “당해 주권 등”的 모든 소유자가 매수의 신청 또는 매도의 신청 권유가 이루어지지 아니함에 동의하고 그 취지를 기재한 서면을 제출한 경우에는, 공개매수에 있어서의 권유대상으로 하지 않아도 공익 또는 투자자 보호가 결여되는 일이 없다고 인정되어⁶⁵⁾, 해당 주권 등에 대해서는 공개매수의무를 이행하지 않아도 된다^{66).}

2) 매수조건

(1) 매수제안의 유효기한

63) 金融審議会金融分科会第一部会「公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について～」(2005년, 12월), p9.

64) 복수 종류의 주권 등을 발행하고 있는 발행자의 주권 등을 매입할 때, 상기의 “당해 주권 등”은 해당 종류주식을 의미하는지 보통주식을 포함한 모든 주식을 의미하는지에 대해 다툼이 존재하는데, 2010년(평성22년) 대법원은 25명 미만 요건 및 동의 요건을 보통주식을 포함한 모든 주권 등에 대해 요구하면 그 요건 충족이 지극히 곤란해지고, 사업재편 등의 신속화·절차의 간소화의 관점에서 규정의 취지가 몰각된다는 점 및 특정 종류의 주권 등의 매수가 공개매수에 의해 이루어지는지 여부는 매수의 대상이 되지 않는 다른 종류의 주권 등의 소유자의 이해에 중대한 영향을 미치는 것이 아니다는 점을 들어, “주권 등”에는 매수 대상이 되지 않은 종류의 주권 등은 포함되지 않는다고 판시하였다(最高裁平成22年10月22日判決(民64卷7号1843页)). (黒沼悦郎, 앞의 책, p.269; 河本一郎·大武泰南著, 앞의 책, pp.161-162 참고.)

65) 河本一郎·大武泰南著, 앞의 책, pp.161-162; 岸田雅雄監修, 앞의 책(각주 16), p.70 1.

66) 시행령 제8조 제5항 제3호; 타사주부령 제5조 제3항.

공개매수의 기간은 공개매수 개시공고를 한 날부터 기산하여 20영업일 이상 60영업일 이내(휴일 불산입⁶⁷⁾)의 기간의 범위 내에서 매수기간을 정하여 공개매수를 진행하여야 하고⁶⁸⁾, 사후적으로 매수기간을 단축하는 것은 허용되지 않는다⁶⁹⁾. 그중 최단 매수기간의 규정은 주주에게 응모기회와 심사숙고의 기회를 확보하는 기능을 가지고, 최장 매수기간의 규정은 주주를 장기간 불안정한 지위에 처해있는 것을 저지하고, 시장에서의 관련 증권의 원활한 유통과 공정한 가격 형성이 장기간 저해되는 것을 방지하는 것을 목적으로 하는데, 공개매수자가 공개매수기간을 짧게 정할 때, 특히 대상회사의 경영진이 공개매수에 반대하는 경우에 있어서 그 경영진이 대항책 등을 주주·투자자에게 적절히 제시하고 이에 기초하여 주주·투자자가 적절한 심사 및 판단을 할 수 있도록 하는 시간을 충분히 확보하지 못할 가능성의 있다는 점을 고려하여, 매수자가 30 영업일 미만의 기간을 설정하는 경우에는⁷⁰⁾ 주주·투자자의 대항제안 제시를 위한 기간 확보 등을 위하여 대상회사에 공개매수기간 연장 청구의 기회를 부여하는 규정을 추가하였다.⁷¹⁾ 그리고 한편, 연장 후의 기간이 너무 길게 되면 공개매수자가 공개매수기간을 일방적으로 설정할 수 있다는 제도 취지에 어긋나게 된다는 것을 고려하여 연장 가능한 기한을 일정한 정도로 제한하고 있다.⁷²⁾

(2) 매수제안의 철회 및 매수조건의 변경

67) 2006년의 시행령 개정 전에는 자연일을 기준으로 하였으나, 연휴 등이 포함되는 시기의 공개매수에 있어서, 대상회사의 경영진이 대항제안 등을 실시할 시간적 여유가 부족해지거나 주주·투자자에 대한 충분한 정보제공이나 주주·투자자의 충분한 심사숙려 기간의 확보 등이 저해될 우려 등이 있다는 점을 고려하여 영업일 기준으로 산정하는 것으로 개정하였다.

68) 금상법 제27조의2 제2항, 시행령 제8조 제1항.

69) 금상법 제27조의6 제1항 제3호.

70) 시행령 제9조의3 제6항.

71) 금상법 제27조의10 제2항, 제3항.

72) 日野正晴, 앞의 책, pp.399-401 참고.

공개매수자 자신의 사정에 의해 임의로 매수제안을 철회하는 것을 인정할 경우, 공개매수를 진행한 뒤 이를 철회하는 등 행동을 취함으로써 시세조종 현상이 발생될 우려가 있으므로⁷³⁾, 금상법은 공개매수 개시 후 공개매수자가 매수제안을 철회하는 것을 원칙적으로 금지하고 있다(금상법 제27조의11). 다만, 공개매수의 목적 달성을 중대한 지장이 되는 일정한 사정이 생겼을 경우에도 공개매수의 철회를 인정하지 않으면, 매수자는 매수의 목적을 달성할 수 없을 뿐만 아니라 과도한 비용·리스크를 부담할 수 있게 되어, 공개매수제도가 건전한 기업매수의 수단으로서 이용되지 않게 될 우려가 있다는 점을 고려하여, 법은 일정한 특별 사정이 존재하는 경우에 한하여 공개매수의 철회를 허용하고 있다.⁷⁴⁾

동일한 맥락에서, 일본의 규제는 응모주주의 보호 및 시세조종행위의 방지를 위하여⁷⁵⁾ ①매수가격 인하, ②매수예정 주수(최고 매수 주식 수) 감소, ③공개매수기간 단축, ④최저 매수 주식 수 인상, ⑤매수대가 변경(대가의 추가 제외), ⑥공개매수 철회조건 변경 등 일부 응모 주주에 불리한 조건 변경은 허용하지 않고 있다.^{76)⁷⁷⁾}

 다만, 매수조건의 변경은 점점 자유로워지는 경향이 존재한다. 1990년(평성 2년) 개정 전 매수조건의 변경은 엄격히 제한되어 매수가격의 인상 이외의 매수조건의 변경은 인정되지 않았지만, 1990년(평성 2년)의 개정에 의해 주주의 심사숙려 기간을 확보하는 특별한 규제를 마련함으로써 매수조건 등의 변경은 한층 자유로워졌고⁷⁸⁾, 대상회사에 의한 주식분할, 주식의 무상배당 등에 의해 주

73) 河本一郎・関要 監修, 『逐条解説証券取引法』, 商事法務 (2008), p.364.

74) 黒沼悦郎, 앞의 책, pp.287-289 참고.

75) 黒沼悦郎, 앞의 책, pp.289-290 참고. 다만, 이러한 경우에 있어서 공개매수를 철회하고자 하는 경우, 미리 특정 사유가 발생하는 경우 철회할 수 있다는 취지의 조건을 첨부해야 한다.

76) 금상법 제27조의6, 시행령 제13조.

77) 입법론으로는, 시세 조종의 방지의 관점에서 조건의 변경이 공개매수를 철회하는 것과 동등의 효과를 가지는 경우에 한해서만 금지하고 철회에 상당하지 않는 경우에는 넓게 허용해야 한다고 보고 있는 관점도 존재한다. 黒沼悦郎, 앞의 책, p.290 참고.

가가 희석화 된 경우에도 공개매수가격의 인하를 인정되지 않는다고 하면 공개매수자에게 예상치 못한 손해를 줄 가능성의 있다는 점을 고려하여⁷⁹⁾, 2006년(평성 18년)의 개정에서는, 대상회사가 주식분할 등을 실시하는 경우에 대비하여, 매수자가 대상회사의 매수분할 등의 상황이 발생하는 경우에는 가격인하를 실시할 것이라는 취지의 조건을 사전 첨부한 경우에는, 해당 희석분에 대응하는 공개매수가격의 인하를 인정⁸⁰⁾하는 것으로 하였다.

(3) 매수가격

일본은 가격 규정과 관련하여 매수가격의 산정기준 공개 및 매수가격의 균일성만 요구하고 있을 뿐, 가격의 하한에 대해서는 별도의 요구가 없다. 이러한 가격 규제방식 및 그 효과에 관해서는 “제2절 일본에서의 실제운영상황: 디스카운트 공개매수” 부분에서 후술한다.

3) 공개매수제도의 적용제외행위⁸¹⁾

영국, 중국 및 홍콩 등의 입법례와 동일하게, 일본 역시 의무공개매수 제도를 적용함에 있어서 제도의 취지와 매수의 효율의 균형을 위하여, 일부 행위에 대해서 공개매수의무의 실행을 면제하고 있다. 그 면제사유 및 원인은 주로 다음과 같다.

- i. 신주예약권(금상법 제27조의2 제1항 단서) · 주식 배당받을 권리의

78) 日野正晴, 앞의 책, pp.408-411 참고.

79) 金融審議会金融分科会第一部会, 「公開買付制度等ワーキング・グループ報告: 公開買付制度等のあり方について」(2005년, 12월), p.9.

80) 금상법 제27조의6 제1항 제1호, 시행령 제13조 제1항, 타사주부령 제19조 제1항. 예를 들어 1대 5로 주식분할을 했을 때에는 매수가격을 5분의 1까지 낮출 수 있다. 黒沼悦郎, 앞의 책, p.290 참고.

81) 해당 부분의 적용제외 이유에 관해서는 주로 黒沼悦郎, 앞의 책, pp.263-264, pp.267-271 참고.

행사 — 금상법은 급속매수의 경우를 제외하고 신규 발행 증권의 취득을 공개매수의 규제 대상으로 하지 않고 있는데, 신주예약권 또는 배당권의 행사에 따라 회사가 자기주권을 교부하는 경우에는 권리행사자로부터 보아 “매수 등”에 해당되므로, 이러한 경우에는 적용 제외 규정을 마련할 필요가 생겼다.

ii. 특별관계자로부터의 매수(금상법 제27조의2 제1항 단서) — 그 이유는 특별관계자는 매수자 측의 자이므로 보호할 필요가 없는 한편, 특별관계자의 지분은 주권등소유비율을 산정하는데 포함되어 있으므로 3분의 1률을 적용할 필요도 없기 때문이다.

iii. 주권 등의 매출에 응하여 행하는 매수(시행령 제6조의2 제1항 제10호) — 모집에 따라 이루어지는 주권 등의 취득이 공개매수규제의 대상이 되지 않는 것과 정합성이 있다. 그러나, 매수자의 공개나 매수행위에 대한 규제가 적용되지 않아도 되는지의 의문이 존재하고, 공개가 이루어지고 있는 유가증권의 매출(금상법 제4조 제1항 단서) 등 유가증권 신고서가 제출되지 않는 경우에는 적용 제외가 되지 않는다.

iv. 취득청구권부주식 · 취득청구권부신주예약권의 대가로 주권 등의 매수가 이루어지는 경우(시행령 제6조의2 제1항 제12호) — (i)과 같이 자기주권이 교부되는 경우에 대비한 규정이다.

v. 종업원 지주회 등에 의한 계획적 매입(시행령 제6조의2 제1항 제13호) — 개별적 투자 판단에 근거하지 않기 때문이다.

vi. 주권 등을 신탁하는 투자신탁에서 수익증권을 신탁재산에 속하는 주권 등과 교환하는 행위(시행령 제6조의2 제1항 제2호, 제3호) — 소유권의 실질적 이전이 없기 때문이다.

vii. 청산 참여자가 채무를 이행하지 않은 경우에 금융상품거래 청산 기관이 실시하는 주권 등의 매수(시행령 제6조의2 제1항 제15호) — 공개

매수규제가 청산기관의 업무에 방해가 되지 않도록 하기 위함이다.

viii. 의결권이 50%를 초과하는 자가 장외에서 주권 등을 매수하는 경우(시행령 제6조의2 제1항 제4호) — 이러한 경우에는 지배권의 변동이 발생하지 않으므로 프리미엄의 분배가 필요 없기에 공개매수를 강제할 필요가 없다. 다만, 매수 결과 2/3 이상의 주식을 소유하는 경우, 전부매수의무가 부과된다.

ix. 그룹기업 간의 거래(시행령 제6조의2 제1항 제5호, 제6호) — 그룹기업 전체에서 보면 지배권의 이전이 발생되지 않았다고 볼 수 있기에, 기업재편을 촉진하기 위하여 1/3률을 적용 제외하였다.

x. 주권 등의 소유자 전원의 동의가 있는 경우(시행령 제6조의2 제1항 제7호, 타사주부령 제2조의5) — 공개매수의 절차에 의하지 않는 것에 관하여 대상회사 주권 등의 소유자의 동의가 있는 경우에는, 그 절차를 준수할 것을 요구할 필요가 없다. 또한, 매수대상이 아닌 주권 등의 소유자의 동의가 있는 경우에는 지배권 프리미엄의 분배라는 투자자의 이익을 확보할 필요가 없다. 따라서 주권 등의 소유자 전원의 동의가 있는 경우, 1/3률의 적용은 제외된다.

xi. 담보권의 실행(시행령 제6조의2 제1항 제8호) — 주식을 담보로 취하고 있던 자가 담보권을 실행하여 주식을 취득한 결과 1/3을 초과하는 경우에 공개매수가 강제되면, 담보권의 실행이 방해될 뿐만 아니라 상장주식을 담보로 하는 금융의 이용이 어려워진다. 다만, 1/3률의 적용을 회피하기 위해 매도인과 매수인 간에 일단 담보권을 설정한 후 담보권의 실행으로 주식을 이전하는 것은 허용되지 않는다.

xii. 사업의 전부 또는 일부의 양수(시행령 제6조의2 제1항 제9호) — 이러한 경우 공개매수 할 것을 강요하면, 사업재편이 현저히 어려워지기 때문에 1/3률의 예외로 하였다. 다만, A가 그가 보유한 C사주만을 B로

이전하는 행위는 사업 양도에 해당되지 않고, 이는 적용 제외를 받을 수 없다.

제2절 일본에서의 실제운영상황: 디스카운트 공개매수⁸²⁾

1. 디스카운트 공개매수의 존재

일본에서는 상기와 같은 규제들을 취하여 소수주주를 보호하고자 하였으나, 실제운영상황을 볼 때 상기 규제들을 역이용하여 시가보다 낮은 매수가격을 제시하며 소수주주의 권익을 침해하는 사례들이 발생하였다.

일반적으로, 공개매수를 진행할 때, 다수의 주주들로부터 많은 주식을 매수하고자 주식 시장에서 거래되는 주가(시장 주가)보다 높은 가격을 매수 가격으로 정하는 것이 일반적인 상황이다⁸³⁾. 다만 일본의 일부 거래에서의 매수가격은 이와 다른 형태를 가지고 있다. 高橋美穂子 & 大橋良生의 연구⁸⁴⁾에 따르면, 2006년(평성 18년)까지 일본에서는 마이너스 프리미엄 매수가 빈번히 일어나고 있었으며, 2006년(평성 18년) 이후 마이너스 프리미엄 거래가 감소되기는 하였으나⁸⁵⁾, 이러한 상황은 여전히 존

82) “인수 프리미엄”이라 함은 기업 인수·합병에서 대상 기업의 시장 주가와 인수가격과의 차액을 가리키며, 기업의 소수주주로서 주식을 취득하는 경우에 비해 기업 경영을 지배하거나 경영에 영향력을 가질 정도의 비율의 주식을 취득할 때 지급되는 주식 매수가격의 추가분이다. 본 논문에서는 매수가격이 시장가격보다 낮은 공개매수를 “디스카운트 공개매수”라고 칭한다.

83) 佑児田中・士朗増田, “株式公開買付における最適なプレミアムについて: 実データに基づいた考察”, 『日本経営工学会論文誌』, vol. 59, no. 2 (2008), p.196.

84) 大橋良生・高橋美穂子, “株式公開買付における買収プレミアムに対する事前交渉の影響—全部買付案件と部分買付案件との比較”, 『青森公立大学経営経済学研究』, vol. 19, no. 2 (2014); 高橋美穂子・大橋良生, “株式公開買付の実務と制度改正後の傾向”, 『地域政策研究』(高崎経済大学地域政策学会), vol. 16, no. 3 (2014).

85) 高橋美穂子 & 大橋良生은 2006년(평성 18년) 개정에 의하여 매수가격의 설정에 관한 설명이 요구되어서, 2006년(평성 18년) 이후 매수 프리미엄이 상승하고 마이너스 프리미엄 매수가 감소되었다고 보고 있다. 高橋美穂子・大橋良生, 앞의 논문(각주 84), p.1

재 한다.⁸⁶⁾

그 예로, 2007년, 극단적인 사례⁸⁷⁾가 나타났다. 외식 상장회사 3사를 산하에 둔 G.communication은 JASDAQ에서 상장한 야끼니꾸야사카이(燒肉屋さかい) 회사를 대상으로, 시장 주가가 480엔인 주식을 80% 할인된 100엔으로, 발행한 주식수의 51%를 취득주수의 상한으로 하는 TOB를 실시하였는데, 매수제안에 응한 주주는 야끼니꾸야사카이(燒肉屋さかい) 회사 주식의 70% 이상을 보유하는 대주주(GRAND DISH) 뿐이었다. 즉, 상장 상태를 유지하면서 지배주주의 교체가 이루어진 것이다⁸⁸⁾.

본 사례에서 지배주주는 공개매수의 방법에 의하면서 그가 보유하고 있는 51%의 주식을 모두 매수자에게 매각하고자 하였고, 일반주주의 응모 의욕을 떨어뜨릴 방법으로 매수가격을 시장가격보다 낮은 가격으로 설정하였다. 공개매수신고서를 작성할 때 그 매수가격의 산정기초 및 산정경위를 기재해야 하는데, 본 사례에서 제출된 신고서에 따르면, 해당 사례에서는 담당 회계사무소는 DCF(Discounted Cash Flow) 방식에 의해 93.4엔으로 산정하였고, 이를 기초로 매수가격을 100엔으로 결정했다고 한다.

본 사례에서 상기 시장가격보다 훨씬 낮은 가격을 제시하여 공개매수를 발표한 후, 증권시장은 혼란에 빠졌는데, 500엔이었던 주가는 하한가, 상한가를 왕복하였고, 결국 공개매수의 마지막 날에는 대상회사의 주가

09, 113.

- 86) 河本一郎・大武泰南의 연구에 따르면, 2006년(평성 18년)에 발생한 TOB 중 2할은 디스카운트 TOB였다고 한다. 河本一郎・大武泰南 著, 앞의 책, p.167.
- 87) 본 사례의 경위에 관해서는 「当社親会社の株式会社焼肉屋さかい株式の公開買付による株式譲受の合意書締結に関するお知らせ(2007년 4월19일)」<http://ke.kabupro.jp/tsp/20070419/141308b0_20070419.pdf>, (2022년 11월4일 최종방문); 河本一郎・大武泰南 著, 앞의 책, pp.167-168 참고.
- 88) 「当社親会社の株式会社焼肉屋さかい株式の公開買付による株式譲受の合意書締結に関するお知らせ(2007년 4월19일)」<http://ke.kabupro.jp/tsp/20070419/141308b0_20070419.pdf>, (2022년 11월4일 최종방문).

가 293엔으로 하락되었다고 한다. 이러한 매수자의 행동으로 인하여, 소수주주들은 회사에서 퇴출할 기회를 실질적으로 취득하지 못한 한편, 이러한 공개매수로 인하여 주가가 진동되어, 탈퇴하지 못한 주주들은 또한 주가 하락의 손실도 입게 되었다. 한편, 금상법은 가격의 상정기준 공개 등 절차적 사항만 요구하고 가격 자체에는 제한이 없기에, 공개매수가 적법한 이상, 시장가격에 어떠한 변동을 초래해도 시세조종(159조 2항 1호)에 해당되지 않아, 이러한 결과를 초래한 자들에게는 그 어떠한 재제도 없었다.⁸⁹⁾ 이하 이러한 디스카운트 공개매수가 발생하는 원인에 대해 살펴본다.

2. 발생원인

1) 공개매수 가격의 최저가에 대한 규제의 부재

의무공개매수 제도를 채용하고 있는 각 입법례에서는 매각압력의 감소 및 탈퇴권의 보장을 위하여 대부분 매수가격의 하한에 대해 규정하고 있다.

영국의 경우, 매수 제안가격은 매수제안 시작 전 12개월 기간 중 지급된 가장 높은 가격이어야 한다고 규정되어 있고⁹⁰⁾, 중국에서는 공개매수의 제시성공고일⁹¹⁾ 전 6개월 내에 인수자가 해당 유형의 주식을 매입

89) 河本一郎·大武泰南著, 앞의 책, p.167.

90) Rule 9.5(a) UK Takeover Code

91) 공개매수의 방식으로 인수를 진행하고자 하는 경우, 인수자는 우선 공개매수보고서의 요약(Abstract)을 내용으로 한 공고(즉, 제시성공고)를 한 후, 일정기간 내(일반적으로 60일 이내여야 함)에 공개매수보고서를 공고해야 한다. 해당 인수가 관련 부서의 동의를 거쳐야 하는 경우에는 제시성공고를 하고 관련 부서의 동의를 취득한 후에야 공개매수보고서를 공고할 수 있다. 인수자는 공개매수의 제시성공고를 한 후 공개매수보고서를 공고하기 전에 인수계획을 취소할 수 있으나, 취소할 경우 해당 취소 원인을 공고해야 하고, 공고일로부터 12개월 이내에 해당 상장회사에 대해 인수를 할

할 때 지급한 최고 가격보다 낮지 않고 원칙적으로 제시성공고일 전 30 영업일 이내에 해당 유형의 주식의 평균 시장가격 보다 낮지 않은 가격이어야 한다⁹²⁾고 규정되어 있으며, 홍콩은 매수자 또는 그와 공동 행동하는 여하한 자가 공개매수 기간 및 공개매수 기간 개시 전 6개월 이내에 대상회사의 해당 종류의 주식에 대하여 지급한 최고가격보다 낮지 않은 가격을 매수 제안 가격의 기준⁹³⁾으로 하고 있다.

일본은 공개매수의무를 규정하는 데 있어서, 이러한 입법례들과는 달리, 그 산정기준의 공개 등 절차적 사항과 가격의 균일성을 요구하고 있을 뿐, 매수가격의 산정 자체에 대한 제한은 없다. 이는 일본의 공개매수제도의 적용방식과 영국 등 입법례에서의 촉발효과의 차이로부터 비롯된다고 볼 수 있다. 즉, 유럽은 사후규제의 방식을 취하고 있으므로 지배주식을 취득한 후 매수자가 희망하는 가격으로 공개매수 제안을 하는 것을 허용할 경우, 대상회사 주주가 응모하기를 원하지 않을 낮은 가격으로 의무공개매수를 진행할 수 있게 되고 이로 인하여 해당 규제는 무의미하게 되므로 의무공개매수의 이행에 대한 가격규제가 필요하지만, 이와 대조적으로, 일본의 경우 지배주식의 취득 자체를 공개매수 방식으로 진행하도록 요구하고 있기에, 많은 주주가 불만을 가질만한 낮은 가격으로 공개매수 제안을 할 경우 공개매수가 실패하고 지배주식을 취득할 수 없게 될 것이라는 고려 하에 가격 규제를 할 필요가 없다는 것이다.⁹⁴⁾ 다만, 위 사례에서 보듯, 이러한 규제의 부재는 오히려 낮은 매수가격을 이용한 실제적 상대거래를 초래하기도 하였으며, 이러한 매수가격에 대한 제한이 없는 상황 속에서 디스카운트 매수가 이루어질 수 있

수 없다. <상장회사 인수관리방법> 제28조, 제31조.

92) <상장회사 인수관리방법> 제35조.

93) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.3. 집행인원의 동의를 얻은 경우에만 그 최고가격을 매수가격으로 하지 않을 수 있다.

94) 岩原紳作 · 山下友信 · 神田秀樹(藤田友敬), 앞의 책, pp.40-41 참고.

는 법적 배경이 이루어졌다.

2) 매수자와 대상회사 주주의 사전교섭 및 매수자의 매수목적

실무적으로 보면, 공개매수를 실행하기 앞서 매수자가 대상회사 주주와 사전교섭을 진행하는 경우가 많이 존재한다. 매수자는 사전교섭을 통하여 응모주식 수 및 매수를 진행하는데 소요되는 금액을 사전 계산할 수 있는 한편, 매도자는 사전교섭을 통하여 일정한 프리미엄을 확보하고 매각하고자 하는 주식 수를 결정할 수 있으며, 특히 대상회사의 대주주가 회사에서 퇴출하고자 하는 경우 이로써 장내에서 단기간 내에 대량의 주식을 매각함에 따른 주가 하락을 피면할 수 있다는 인센티브가 있다.⁹⁵⁾

이와 관련하여 매수자가 대상회사 주주와 사전교섭을 진행한 경우 매수 프리미엄이 낮아진다는 가설이 존재하는데, 大橋良生&高橋美穂子⁹⁶⁾는 일본 회사를 대상으로 한 473건의 공개매수를 분석 대상으로 사전교섭을 거친 사례는 거치지 않은 사례에 비하여 낮은 프리미엄이 설정되는지에 대해 통계를 진행하였고, 그 연구결과에 따르면, 사전교섭이 매수 프리미엄에 마이너스 영향을 끼치지만, 매수를 부분매수와 전부매수로 나뉘었을 때 부분매수의 경우에는 매수 프리미엄의 마이너스 경향이 강하지만 전부매수의 경우에는 매수 프리미엄의 마이너스 경향이 약하다고 한다.

다만, 전부매수의 경우 사전교섭이 이루어지더라도 프리미엄에 대한 마이너스 영향이 적은 원인에 관해서는, 공개매수규제에 의한 전부매수 의무의 실행이 잘 작동되어 매수자로 하여금 높은 프리미엄을 설정하게

95) 大橋良生 · 高橋美穂子, 앞의 논문(각주 84), p.27-28.

96) 大橋良生 · 高橋美穂子, 앞의 논문(각주 84).

하는 것이 아니라, 근년 주식공개매수 사안 중 대상회사의 발행주식 전부를 취득을 목적으로 하는 안건이 증가되었기에 부분매수 안건에 비해 전부매수 안건의 인수 프리미엄이 높은 수준으로 설정된 것일 가능성이 존재한다.

공개매수를 실행할 때 매수자에게는 두 가지 중요한 결정 사항이 있는데, 하나는 취득하고자 하는 주식의 비율이고 다른 하나는 매수가격이다. 대상회사의 주식을 많이 취득할수록 인수 후 해당 기업에 대한 지배력이 높아지므로 취득할 주식의 비율을 정하는 것은 매우 중요하고, 취득하고자 하는 주식의 비율이 정해지면 그다음 필요한 주식을 매입하기 위한 적절한 매수가격을 결정해야 하는데, 매수가격이 높을수록 많은 주주가 주식을 매각할 것이라고 상상할 수 있다. 따라서 전부 매수하고자 하는 경우, 주주들에게 높은 매수가격을 제시하게 된다고 생각할 수 있다.⁹⁷⁾ 다만, 2/3보다 많으나 상장폐지를 초래하지 않을 만큼의 지분을 매수하고자 하는 경우(예를 들면 75%를 초과하지 않는 지분을 취득하고자 하는 경우⁹⁸⁾) 또는 1/3률이 적용되어 부분매수를 진행하고자 하는 경우, 매수자에게는 프리미엄을 낮게 설정할 인센티브가 충분히 있다고 볼 수 있다.

따라서, 사전협상은 공개매수의무를 촉발할 때 디스카운트 매수가 이루어진 원인이 아니라, 기타 원인들로 인하여 이론 결정을 소통하는 일종의 창이라고 본다. 즉, 전부매수를 진행할 때의 프리미엄에 영향을 주

97) 佑児田中・土朗増田, 앞의 논문, p.196.

98) <유가증권상장규정(도쿄증권거래소)>(有価証券上場規程(東京証券取引所)) 제501조에 따르면, 스탠다드 시장의 상장 내국주권의 경우, 상장 유지 기준중 하나가 유통주식의 비율이 25% 이상이어야 한다. 상기 75%는 해당 시장에서 상장을 유지하고자 하는 상황을 가정한 것이다.

유통주식수=상장주식수-[주요주주가 보유하는 주식수(10%이상 소유)+임원 등 보유 주식수+자기주식수+국내 일반은행, 보험회사, 사업법인 등이 보유하는 주식+그 밖의 해당거래소가 고정적이라고 인정하는 주식수]. <<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/continue/details/02.html>> 참고 (2023.01.12. 최종방문).

는 것은 사전교섭 또는 전부매수의무의 효과가 아니라, 매수자가 원래 전부매수 하고자 하는 목적이 있는지 여부라는 것이다.

3) 부분매수의 허용 및 가격 균등률

위 제2장 제1절의 “2. 현행 의무공개매수 제도”의 “(2) 강제공개매수의무(“1/3룰”)”부분에서 설명한 바와 같이, 일본은 부분매수를 허용하고 있다. 따라서 매수자는 2/3룰을 촉발하지 않는 이상, 희망하는 비율의 지분만 취득할 수 있다.

대상회사에 지배주주가 존재하고 해당 지배주주가 회사에서 퇴출하는 것을 희망할 때⁹⁹⁾, 증권거래소 내에서 그가 보유하고 있는 대량의 주식을 매도하는 경우 주가의 대폭 하락을 초래하게 된다. 따라서, 매수자가 시장가격보다 조금 낮은 가격을 공개매수 가격으로 제시하더라도, 해당 주주의 유보가격(Reservation price)¹⁰⁰⁾보다 높기만 하면 주주는 이러한 조건의 공개매수에 응할 인센티브가 있다.

아이러니하게, 일본 금상법 및 관련 시행령은 공개매수에 의하여 주권 등을 매수하는 경우 모든 응모주주에게 동일한 매수가격을 적용하도록 요구하고 있고¹⁰¹⁾, 일본의 통설적인 이해에 의하면 그 취지는 공개매수 규제는 주주를 평등하게 취급하는 제도이기 때문에, 공개매수 가격에 있어서도 동일한 공개매수에 응한 주주 간의 평등·공평을 도모하기 위하여 균일한 매수가격을 취할 것을 요구하는 것이라고 한다.¹⁰²⁾ 이러한

99) 일본 실무중 대주주가 디스카운트 공개매수에 응하는 경우에 관해서는 アンダーソン・毛利・友常法律事務所, “公開買付けに関する諸論点⑧ -ディスカウント TOB-”<http://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins1_pdf/210831.pdf>(2022.12.21. 최종방문), 2021, p.2을 참고할 수 있다.

100) 매도자의 유보가격의 판단기준은 각기 다르다. 취득가격을 기준으로 할 수도 있고, 보유기간 중 최고가 또는 평균가 등을 기준으로 할 수도 있다. 小澤宏貴・池田直史・井上光太郎, “個人投資家の参考点と株式公開買付け価格”, 『経営財務研究』, 第35巻第1.2合併号 (2015), pp.105-107 참고.

101) 금상법 제27조의2 제3항, 시행령 제8조 제3항, 시행령 제8조 제2항.

가격 균등률의 존재 및 최저 매수가격 제한의 부재로 인하여, 매수자는 시가보다 낮은 매수가격을 제시할 수 있게 되고, 이러한 경우 소수주주들에게는 회사에 남거나 낮은 가격으로 주식을 매도하는 두 가지의 선택 밖에 남지 않는다.

4) 소결

디스카운트 매수의 발생은 상기 원인들이 종합적으로 작용한 결과라고 본다. 이러한 디스카운트 매수는 대부분 대상회사의 지배주주와 이루어진 것으로 실질적인 상대거래라고 볼 수 있는데 이는 일본 의무공개매수 제도가 상대거래에 의한 지배권 변동이 일어날 때 소수주주를 보호하고자 하는 취지와 어긋난다. 일본의 의무공개매수 제도의 목적과 관련하여 여러 논의가 존재하지만, 그 목적이 그중 어느 것이든 디스카운트 매수는 모두 그 목적에 부합하지 않는다. 의무공개매수 제도의 목적이 소수주주에게 충분한 정보 기반의 숙려 기회를 부여하는 것이라고 할 때, 낮은 가격을 제시함으로 인하여 소수주주는 숙려를 거쳤더라도 그에게 남은 선택지는 낮은 가격에 매도하거나 회사에 남는 것 중 하나이므로 이는 실질적으로 소수주주에게 선택의 여지를 부여하지 않은 것이고, 그 목적이 지배권 프리미엄의 분배라고 할 때 애초에 제시한 가격에 프리미엄이 없기에 분배될 프리미엄도 없으며, 그 목적이 퇴출 기회의 보장이라고 할 때 전부매수의무를 이행한 것이 아닌 이상 여전히 잔류 주식을 보유하게 될 뿐만 아니라 이러한 낮은 매수가격을 제시할 때 그 퇴출은 손실을 수반하는 것이므로 퇴출 기회가 실질적으로 보장된 것도 아니다.

또한, 최저 매수가격의 규제가 없기에 낮은 가격으로 거래한 것도 쌍

102) 飯田秀総, “公開買付価格の均一性の解釈論”, 『神戸法學雑誌』, vol. 63, no. 3 (2013), p.1 참고.

방의 자유이니 이는 위법행위에 해당되지 않으며, 이로 인하여 기업가치가 하락하였다고 하더라도 지배주주는 신인의무를 부담하지 않으므로 소수주주는 권리의 침해를 받아도 구제받기 어렵게 된다. 따라서, 소수주주를 이러한 곤경에서 구출하기 위하여 소수주주에 대한 과잉보호가 되지 않는 선에서 기존의 디스카운트 매수에 대해 일정한 조치를 취할 필요가 있다.

제3절 제도의 평가 및 개선방향

상기와 같이 일본의 의무공개매수 제도 관련 입법례 및 일본에서의 실제운영상황을 살펴볼 때, 일본은 공개매수의무의 촉발기준을 설정할 때 지배권 변동이 아닌 상장폐지나 조직개편행위 등에 중요한 영향을 끼치는 회사법상 특별결의 관련 비례를 그 기준으로 하는 등 독특한 규제를 취하고 있어, 소수주주에게 보호를 제공하는 동시에 시장 활동에 대한 저해를 감소하려고 하는 것이 보인다. 다만, 일본은 우선 미국 방식을 참고한 후 영국의 방식을 참고하여 제도를 제정하고 발전하였는데, 이러한 다양한 방식의 규제 간의 합치성에 대한 고려가 부족하고, 소수주의 보호와 자유성 효율성의 밸런스를 이루는데 부족한 부분이 있다. 그 예가 바로 장내매수를 의무공개매수 규제대상에서 제외한 것 및 가격균일성 요구의 존재와 최저 매수가격 제한의 부재라고 본다.

1) 일본이 장내매수를 공개매수 규제대상에서 제외한 점에 관하여

일본에서 장내매수는(일부 경우를 제외하고) 공개매수규제의 적용범위에 제외되어 있다. 이에 대한 설명에는 주로 다음과 같은 관점¹⁰³⁾들이 있

103) 장내매수가 공개매수규제의 적용범위에 제외되어 있는 첫 번째 및 두 번째 이유에

다.

첫 번째로, 시장은 “자유롭고 공개적인 시장”이라는 본질을 고려하여 장내매수에 규제를 미치는 것이 적당하지 않고¹⁰⁴⁾, 나아가, 시장거래에는 ① 누구나 거래에 참가할 수 있다고 하는 의미로 “공개성”이 있고, ② 거래가 경쟁매매(auction)에 의해서 이루어져 “공정성”이 있고, ③ 거래의 수량이나 가격이 공표되어 “투명성”이 있다는 것을 이유로, 장내매수를 규제할 필요가 없다고 한다. 해당 관점은 시장 내 매입은 누구나 참가할 수 있는 경쟁매매의 방식에 의한 것이라는 점에 중점을 두고 있다.

두 번째 관점은, 시장의 가격형성기능을 그 이유로 들고 있다. 즉, 장외 거래에서는 정보의 비대칭성이 존재하고 경쟁원리가 작용하지 않으므로 정보공개 문제를 조정하고 매수자가 일방적으로 제시하는 가격을 조정하기 위하여 공개매수제도로 규제하는 것과 대조적으로, 매수가 장내에서 이루어지는 경우, 시장원리에 기반하여 가격형성이 공정하게 이루어질 수 있고, 대상회사 주주 간에 정보 및 거래조건에 관하여 부당한 격차가 발생하지 않는다는 것이다.

세 번째 관점은, 프리미엄 분배 및 탈퇴권 부여의 관점에서 볼 때, 1/3률의 목적이 지배권 프리미엄의 분배라고 가정할 때, 장내거래에 의하여 취득 지분이 1/3을 초과하는 경우에는 시장가격을 상회하는 가격이라는 의미의 프리미엄이 지급되지 않기에 투자자에게 참가의 기회를 부여할 필요가 없고, 높아진 시장가격이 프리미엄을 포함한다고 하더라도

관한 설명은 飯田秀総, 앞의 책, pp.7-13 참고.

104) 증권거래법에 처음으로 공개매수에 관한 규제가 도입된 1971년(쇼와 46년) 개정 당시의 입법담당관에 의하면, 매수를 실시하는 장소가 시장내인지 시장외인지로 적용범위를 구별하는 이유는, 시장이 “자유롭고 공개적인 시장”이라는 본질을 고려하여 시장내 매수에 규제를 미치는 것은 반드시 적당한 것은 아니기 때문이라고 한다. 강제 공개매수제도가 도입된 1990년(평성2년) 개정 당시의 입법담당관도 동일하게 설명하고 있다고 한다. 飯田秀総, 앞의 책, pp.7-8 참고.

장내매수는 누구나 참가할 수 있는 것이기에 규제의 대상으로 할 필요가 없다는 것이다.¹⁰⁵⁾

이와 반대로 장내매수의 경우에도 공개매수를 적용해야 한다는 의견으로는, 장내매수를 통해 매수를 진행할 때의 공개요구가 공개매수규제에 있어서의 공개요구와 비교하여 다소 간략하다는 점을 고려할 때, 공개매수를 강제함에 따라 더욱 높은 기준의 공개요구를 부과하는 경우 대상회사 주주가 더욱 현명하게 정보에 기반한 결정 (informed decision)을 할 수 있고 지배권 프리미엄 분배의 참여에 유리한 점을 고려하면 공개매수를 강요하는 것 역시 합리적인 부분이 있다는 견해¹⁰⁶⁾, 장내 매수에 응하여 매각할 수 있을지 여부는 “선착자 승리(早い者勝ち)” 률에 의한 것인데 이는 공개매수의 경우에 있어서의 처리 방법인 “안분비례방식”의 취지와는 정합성이 결여되어 있다는 견해¹⁰⁷⁾, 및 green mailer 규제의 관점에서 장내매수를 규제해야 한다는 견해¹⁰⁸⁾가 있다.

이에 대해 장내매수의 공개를 보완하는 것을 통하여 정보공개 문제를 해결할 수 있고, 실제로 장내거래를 통하여 대량 매수를 진행하는 경우가 드물며, green mailer의 경우 그 행위 자체를 규제하면 될 것이라는 반박으로 장내매수 규제의 불필요성을 주장할 수 있으나, 적어도 전부매수의무를 적용함에 있어서 이러한 장내매수도 규제범위 내에 포함시킬

105) 黒沼悦郎, 앞의 책, p.267.

106) 汤欣・神田秀樹, 앞의 논문, p.48.

107) 飯田秀総, 앞의 책, p.11.

108) 주식매수의 사례 중, 회사 인수 자체를 목적으로 하는 것이 아니라 주가의 이익율을 목적으로 한 것이 있는데, 이러한 경우 매수자는 장내에서 주식을 사들여 시세를 끌어올린 뒤 대상회사에 압력을 가하여 대상회사로 하여금 장외 거래를 통해 높은 가격으로 매수하게 하는데, 최종적으로 거래가 이루어지면 그 반동으로 주가 하락을 초래하게 되고 이를 모르는 일반 투자자는 예상치 못한 손해를 보게 되며, 小林成光은 이러한 문제를 해결하기 위해서는 훗날 장외에서의 고가 매수를 목적으로 하여 행해지는 장내 매수의 규제에 대해 검토할 필요가 있다고 한다. 小林成光, “支配権の取得を目的とする株式買付-イギリス法”, 『大阪市立大学法学雑誌』, vol. 28, no. 2 (1982), p.294-295 참고.

필요가 있다고 본다.

전부권유의무 · 전부매수의무의 도입은 1/3률의 목적과 달리, 의결권이 1/3 미만인 소수주주의 공정한 가격으로 퇴출할 권리를 보증하는 규제로, 촉발점을 제외하고 유럽의 규제와 동일한 성격을 지니고 있다. 일본의 기존 1/3률과 유럽형의 규제는 규제 목적의 차이를 그 적용 범위 및 규제 수법에 반영한 것으로, 이를 단순하게 결합할 수 없으므로¹⁰⁹⁾, 1/3 률을 설정할 때 장내매수를 그 규제 대상에서 제외하였다고 하더라도, 2/3률의 취지가 소수주주의 공정한 가격으로 탈퇴할 기회를 보증하는 것이라면 이러한 목적을 위하여 장내매수를 그 규제 대상에 포함시켜야 할 것이다.

2) 가격규제에 관하여

일본은 공개매수가격의 균일성을 요구하는 한편, 공개매수가격의 최저한도에 관해서는 제한이 없다. 이로 인하여 디스카운트 매수와 같이 오히려 소수주주의 권익을 침해하는 거래가 발생할 수 있게 되었다.¹¹⁰⁾

영미의 가격 균일성 규칙을 볼 때, 영국에서 이는 “특정주주의 우대방지”의 기능을 하고 있다. 영국 및 EU의 기업매수지침(Directive 2004/25/E C of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids)에 따르면, 공개매수가격은 공개매수 공표 전의 일정 기간 동안의 매수 가격 중 최고 가격 이상이어야 하기에, 공개매수 전에 행해진 매수의 가격과 공개매수 가격 사이에는 일정한 가격 규제가 존재한 것이다. 한편, 영국이나 EU의 기업매수지침의 공개매수규제는 지배권 변동을 초래하는 거래가 이루어진 경우, 사후에 공개매수를 진행하는 의무

109) 岩原紳作 · 山下友信 · 神田秀樹(藤田友敬), 앞의 책, pp.45-46 참고.

110) 중국에도 이러한 디스카운트 매수를 통하여 공개매수의무를 실질적으로 탈피한 사례가 존재한다.

를 부과하는 사후적인 규제이기 때문에, 공개매수에 앞서 해당 공개매수를 촉발시키는 거래 자체를 진행할 때 대주주로부터 공개매수가격 이하의 가격으로 상대적 취득하는 것 자체는 허용되고 있다. 그밖에, 영국에서는 공개매수 외의 계약과 관련하여, 어떠한 주주가 오퍼 수락할 즈음에 해당 주주에게 유리한 조건을 제시하는 것은 금지되어 있지만, 불리한 조건을 제시하는 것은 금지되어 있지 않다.¹¹¹⁾

미국에서는, 대주주로부터 상대적으로 주식을 취득하는 경우는 원칙적으로 공개매수규제의 대상이 되지 않기 때문에, 공개매수를 거치지 않고 주식을 취득하는 것이 허용되고 있고, 또한 공개매수 전후에 이루어지는 주식 등의 매수가격을 정함에 있어서 공개매수가격과 관련된 Best-Price Rule이 원칙적으로 적용되지 않는다. 그 때문에, 예를 들면, 특정 대주주가 불이익을 입는 조건으로 주식을 매도하고, 그 후, 다른 주주에 대해 해당 대주주에게 제시한 조건보다 유리한 조건으로 공개매수를 실시하는 것도 가능하다.¹¹²⁾

즉, 상기 영미 및 EU의 경우, 적어도 특정 주주가 다른 일반 주주보다 불리한 조건으로 주식을 매도하는 것을 허용하는 정도의 유연성이 있

111) 田中亘・森濱田松本法律事務所, 앞의 책, pp.56-58 참고.

112) 다만, 미국의 경우, 이사 및 지배주주는 신인의무를 지고 있는바, 이에 따라 피인수 회사의 이사가 해당 인수가 피인수회사의 주주에 불리하다고 판단할 때, 일정한 방어 책을 취할 의무가 있고, 해당 인수가 피인수회사에 유리하다고 판단할 때, 피인수회사의 주주들을 위하여 최고의 인수조건을 쟁취하기 위하여 노력해야 하는 의무가 있으며; 인수자가 대상회사의 지배권을 취득한 후 새로운 지배주주가 되는 경우 그는 지배주주로서 회사 및 기타 주주에 대해 신인의무를 부담하여 비지배주주를 임의로 압박할 수 없다. 또한 미국의 인수는 대량의 소송을 수반하고 있는바, 회사의 이사 또는 주주가 신인의무 등 법정의무를 다하지 않는 경우 비지배주주의 소를 직면하게 되고 관련 의무 등을 다하지 않은 책임을 부담해야 할 수 있으며, 인수자의 인수가 공정기준에 부합하더라도 해당 인수 조건에 대해 불만이 있는 소수주주는 여전히 그가 보유하는 주식의 가치에 대해 평가를 진행할 것을 요구할 수 있다(appraisal right). 따라서, 실제 인수 과정 중, 인수자는 소송으로 인한 번거로움 및 자원 낭비를 피면하기 위하여 사실상 잔여 지분들에 대해 전부공개매수를 하는 경우가 많다. 代越, “强制性公司收购要约的若干法律问题”, 《法学评论(双月刊)》, no. 02 (1998), pp.110-111 참고.

다. 이에, 공개매수의무를 이행할 때 소수주주의 프리미엄 분배권 또는 탈퇴권을 실질적으로 보장함과 동시에, 매수자의 매수비용의 과도 지출을 방지하기 위하여, 일본도 일정한 최저 매수가격 제한을 가하되, 대주주가 일반주주 보다 불리한 조건을 감수하는 것을 허용함으로써 실질적 평등을 이루는 방식을 취할 수도 있을 것이다.¹¹³⁾

113) 田中亘・森濱田松本法律事務所, 앞의 책, p.57 참고.

제3장 중국 홍콩의 의무공개매수 제도

제1절 중국 홍콩의 입법례

홍콩의 의무공개매수 제도는 주로 영국의 영향을 받고 있고¹¹⁴⁾, creeper rule¹¹⁵⁾에 대한 허용을 제외하고 영국의 제도와 거의 동일하며¹¹⁶⁾, 역시 자율적 규칙 The Codes on Takeovers and Mergers and Share Buy-backs (회사 인수 합병 및 주식환매 수칙, 이하 “**홍콩인수합병수칙**”)을 통해 상장사에 대한 인수행위를 규제하고 있다¹¹⁷⁾¹¹⁸⁾. 홍콩의 규제는 일본 및 중국 대륙의 규제와는 달리 소수주주 보호에 더 중점을 두고 있는바¹¹⁹⁾, 이러한 소수주주 보호의 목적을 달성하기 위하여, 홍콩 인수합병수칙은 매수자에게 지분 보유상황을 자세하게 공시하도록 요구하고 있을 뿐만 아니라 전부매수의무도 부과하고, 대상회사의 이사회에게는 인수활동에 대해 의견 공표를 할 것 등을 요구하고 있다. 이하 구체적인 규정에 대해 살펴본다.

114) Huang, Robin Hui, and Charles Chao Wang, 앞의 논문, p.14.

115) 홍콩에서의 creeper rule이라 함은, 매수자가(또는 그 공동행위자와 함께) 대상회사의 30% 이상 50% 이하의 의결권을 보유하는 상태에서, 12개월 이내에 2%를 초과하는 의결권을 추가 취득하는 경우 의무공개매수가 촉발된다는 것을 의미한다. 구체적으로는 본 절 “1. 촉발조건 및 매수범위”의 “1) 촉발조건” 부분에서 후술한다.

116) Varottil, Umakanth, and Wat Yee Wan, 앞의 논문, pp.110-111.

117) 李晨, “上市公司要约收购立法有待完善—香港与内地上市公司要约收购的法律比较”, 《中国律师》, no. 10 (2003), p.42.

118) 홍콩에서 상장회사에 대한 감독은 주로 홍콩 증감회(The Securities and Futures Commission (SFC))가 공표한 <회사 인수, 합병 및 주식환매 수칙/ The Codes on Takeovers and Mergers and Share Buy-backs>(“**홍콩인수합병수칙**”)을 통해 이루어진다. <홍콩인수합병수칙>은 법률이 아니므로 법적 구속력은 없으나, 홍콩연합증권거래소(香港聯合證券交易所, SEHK)가 상장회사 규칙에서 홍콩연합증권거래소에서 상장하는 회사는 <홍콩인수합병수칙>을 준수해야 한다고 명시하고 있으므로 하여 해당 수칙에게 집행 권력이 부여되었다.

119) 施婷婷, “美国、英国和中国香港关于上市公司收购的法律规定”, 《证券市场导报》, no. 05 (1993), p.15.

1. 촉발조건 및 매수범위

1) 촉발조건

홍콩은 영국의 의무공개매수 제도를 참고하여 트리거 포인트를 30%¹²⁰⁾로 규정하고 있다. 즉, 1) 매수자가 단독으로 또는 공동행위자(persons acting in concert)와 함께 대상회사의 30% 이상의 의결권을 취득하거나 2) 매수자가 단독 또는 공동행위자와 함께 대상회사의 30% 이상 50% 이하의 의결권을 보유하는 상태에서 의결권을 추가 취득하여 상기 의결권을 취득하기 전 12개월 이내에 의결권을 2%¹²¹⁾ 초과하여 증가시키는 경우(creeper rule) 공개매수의무가 촉발되며, 이러한 경우, 매수자는 집행인원의 면제를 받은 경우를 제외하고, 대상회사의 각 종류의 주식자본(equity share capital)의 보유자(의결권 보유 여부 불문) 및 그 또는 그의 공동행위자가 보유하고 있는 여하한 종류의 의결권 있는 비주식자본(voting non-equity share capital) 주식 보유자에게 공개매수를 제안해야 한다^{122).}¹²³⁾¹²⁴⁾ 해당 규칙은 <홍콩인수합병수칙>의 “모든 주주는

120) 여하한 자가 주식을 차용하거나 대출하는 경우, 해당 주식에 따른 의결권을 보유한 것으로 간주되어 의무공개매수가 촉발될 수 있다. <홍콩인수합병수칙> 규칙26.1 주석 21 (TC-26.17).

121) 과거, 영국은 creeper rule을 적용한 적이 있었으나, 1998년에 해당 규정을 취소하였다.

122) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 (TC-26.1).

123) 홍콩은 부분공개매수를 허용하고 있지만, 부분공개매수의 실행은 반드시 집행인원의 동의를 취득해야 한다. <홍콩인수합병수칙> 규칙28에 따르면, 어떠한 공개매수를 하는데 있어서 (a) 해당 공개매수는 관련 매수자 및 그 공동행위자로 하여금 대상회사의 30% 또는 그 이상의 의결권을 취득하는 것을 초래할 수 없거나, (b) 매수자 및 그 공동행위자가 대상회사의 50%이상의 의결권을 보유하고 있는 상태에서, 매수자 및 그 공동행위자가 해당 공개매수를 통하여 취득할 수 있는 주식수가 맥시멈으로 대상회사 의결권의 75% 또는 <상장규칙>이 허용할 수 있는 비교적 높은 비율을 초과하지 않는 경우에는 통상 동의를 취득할 수 있다.

다만, 홍콩에서 실제로 부분공개매수가 진행된 사례는 극히 드물다고 한다. The Hong Kong Institute of Chartered Secretaries (HKICS), “兼併與收購指引”, 2020년 5월, p 2 각주2 참고.

무조건 평등한 대우를 받아야 한다”라는 근본적 원칙을 반영하였다. 즉, 모든 주주는 공평한 대우를 받아야 하고 동일한 종류에 속하는 주주는 유사한 대우를 받아야 한다는 것이다.¹²⁵⁾

해당 트리거 포인트는 <홍콩인수합병수칙>에 규정된 “지배권(control)”의 정의와 관련되는 것으로 보인다. <홍콩인수합병수칙>의 규정에 따르면, 별도의 규정이 있는 경우를 제외하고, “지배권”이라 함은, 단독 또는 공동으로 모 회사의 30% 또는 그 이상의 의결권을 보유하고 있는 경우를 말하며, 이는 해당 보유량이 실제 지배권을 구성하는지는 막론한다¹²⁶⁾.

2) 공동행위에 의한 촉발

의무공개매수를 촉발하였을 경우 부담해야 하는 비용이 높은 이유로, 매수자는 보유 지분 비율을 촉발점 이하로 유지하여 의무공개매수를 회피하는 경향이 있다. 그 회피 방식으로는 시간적 요소를 통한 회피와 공간적 요소를 통한 회피(지분을 다른 매수자들에게 분배하는 방식)를 고려할 수 있는데, 의무공개매수를 촉발하는 30%의 기준은 절대적인 기준이기에 일정한 기간을 두어 매수한다고 하여 규제 회피의 목적을 달성할 수 없기 때문에(creeper rule 제외), 매수자 간에 각자 일정한 지분을 매수하여 “공동행위자”를 이루어 의무공개매수를 회피하는 것이 주된 방식으로 되었다¹²⁷⁾.

124) 홍콩의 <Companies Ordinance>(<회사조례>) 제 693조 및 제 700조에 따르면, 매수자가 공개매수에 대한 응모에 의하여 90%보다 적지 않는 주식을 취득할 수 있는 경우, 매수자에게는 매도청구권(Rights to “sell out”)이 대상회사 주주에게는 매수청구권이 주어진다.

125) Practice Note 21 (PN21) <https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/CF/pdf/Practice_Notes/Practice-Note-21-Final-English-version.pdf?rev=a37d881de55c4e769dc5a2c9083cf0ff&hash=BC99A0AD01AB18A65A68A227D12A1D03> (2023.01.15. 최종방문), 2016.05, p1.

126) <홍콩인수합병수칙> Def-8.

127) David C. Donald, “Evolutionary development in Hong Kong of transplanted UK-orig

이러한 의무공개매수 제도의 탈피를 방지하기 위해, <홍콩인수합병수칙>은 공동행위자들을 단일한 인수자로 간주하고, 그들이 보유하는 지분 비율을 합산하도록 하고 있다¹²⁸⁾. 즉, 홍콩의 규정에 의해서도 역시 트리거 포인트를 계산하는 데 있어서 공동행위자의 보유비율을 합산해야 한다. 따라서 공동행위자인지에 대한 판단은 기업매수를 진행하는데 있어서 매우 중요한 일환이 된다.

<홍콩인수합병수칙>에 따르면, 어떠한 자들이 합의나 계약에 의해 그 중 한 자를 통하여 대상회사의 의결권을 취득함으로써 공개매수 대상자에 대한 “지배권”을 취득하거나 공고히 하기 위해 함께 적극적으로 협력하는 경우, 해당자들은 공동행위자로 간주되며, 하기 유형에 해당되는 자는 상반되는 증거가 존재하는 경우를 제외하고 기타 동일 유형에 해당되는 자와 공동행위 하는 것으로 추정된다¹²⁹⁾.

- (1) 모 회사, 해당 회사의 모회사, 종속회사, 동 그룹 종속회사, 전술한 회사의 여하한 특수관계회사, 및 전술한 회사가 특수관계회사가 되는 회사,
- (2) 모 회사와 해당 회사의 이사, 또는 해당 회사의 모회사의 이사(그들의 근친¹³⁰⁾, 관계있는 신탁, 그 근친 또는 관계있는 신탁이 지배하는 회사 포함),
- (3) 모 회사와 그의 퇴직 기금, 공적금 및 직원 주식 계획,

in takeover rules”, *The Chinese University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper* 2015-09 (2015), pp.8-9. 전통적인 적대적 인수의 상황에서는 공동행위 문제가 발생하는 경우가 드물지만, 홍콩의 경제적 배경 하에서 각 매수자가 공동행위자를 이루는지 여부를 판단하는 것은 줄곧 인수 당국이 마주하고 있는 주요한 문제로 여겨져 왔다.

128) Practice Note 21 (PN21), 2016.05, p2.

129) <홍콩인수합병수칙> Def-1~2.

130) 유형 (2), (6), (8)에 있어서의 “근친”이라 함은 그 자의 배우자, 자녀, 부모 및 형제자매를 뜻한다. <홍콩인수합병수칙>, Def-4.

(4) 모 펀드매니저와 투자 사무가 해당 펀드매니저가 포괄위임의 방식으로 관련 투자 계좌를 처리하는 것인 투자회사, 뮤추얼펀드, 단위신탁 또는 그 밖의 자,

(5) 모 재무 자문사 또는 기타 전문 자문사와 그 고객 및 그 자문사를 지배하거나, 그 자문사의 지배를 받거나, 해당 자문사와 동일한 지배하에 있는 자,

(6) 공개매수의 대상이 되는 회사 또는 회사의 이사가 해당 회사가 공개매수의 대상으로 될 것이라고 믿는 회사의 이사(그들의 근친, 관계있는 신탁, 그 근친 또는 관계있는 신탁이 지배하는 회사 포함),

(7) 파트너,

(8) 모 개인(늘 해당 개인의 지시에 따라 행동하는 자 포함)과 그의 근친, 관계있는 신탁 및 해당 개인, 그 근친 또는 그 관계있는 신탁이 지배하는 회사, 및

(9) 의결권의 취득과 관련하여 타인(또는 그 공동행위자)에게 직접 또는 간접적으로 용자 또는 재정 지원을 제공하는 자.

상술한 지분 보유율의 합산에 의한 의무공개매수의무의 촉발 외에, 공동행위집단 중 한 자가 공동행위그룹 중의 다른 자 또는 공동행위그룹 외의 자로부터 의결권을 취득하는 경우, 또는 해당 그룹의 지분 보유량이나 구성이 변경되는 경우에도 전부공개매수를 촉발할 가능성이 존재한다. 예를 들어, 공동행위 그룹의 모 구성원이 그가 보유하는 주식의 전부 또는 대부분을 해당 공동행위 그룹의 기타 기존 구성원 또는 다른 자에게 매각하는 경우, 전부매수의무가 발생할 수 있다.¹³¹⁾

공동행위자 규칙은 “공동행위 그룹의 구조적 변경은 지배권을 취득

131) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석 1; Practice Note 21 (PN21), 2016.05, p.2.

또는 공고하는 수단으로 이용되어서는 안 된다”라는 광범위한 원칙을 나타내고 있는바¹³²⁾, 공동행위 그룹이 합하여 모 회사의 30% 혹은 이상의 의결권을 보유하고 있는 상황에서, 해당 그룹의 개별 구성원이 기타 구성원으로부터 의결권을 취득하여 30% 또는 그 이상의 의결권을 보유하게 되거나, 그 보유량이 30%~50% 사이에 있는 상황에서 임의의 12개월 내에 2%를 초과하여 의결권을 취득하는 경우에는 통상적으로 전부매수 의무를 부담하게 된다.¹³³⁾

다만, 특별한 사정이 있는 경우에 상술한 행위에 의한 전부매수의무는 면제될 수 있다.¹³⁴⁾ 우선, 통상적으로 집행인원은 하기 상황에 있어서 의결권 취득에 따른 전부매수의무를 면제시킨다:

- (i) 해당 의결권을 취득한 자는 모 기업집단(group of companies)의 구성원이고, 그 기업집단은 하나의 회사와 그 종속회사로 구성되며, 그 자는 해당 기업집단의 기타 구성원으로부터 상술한 의결권을 취득한 경우, 또는
- (ii) 모 개인, 그 근친 및 관계있는 신탁 및 해당 개인, 그 근친 및 관계있는 신탁의 지배하에 있는 회사로 구성된 집단 속에서, 해당 집단의 구성원인자가 해당 집단의 다른 구성원으로부터 의결권을 취득하는 경우.¹³⁵⁾

전술한 “통상적으로 면제시키는” 경우에 부합하지 않는 경우¹³⁶⁾, 집행인원은 의무공개매수를 면제시킬지 여부를 판단할 때 통상적으로, (i) 해당 그룹의 리더 또는 최대 개별 지분보유량에 변화가 있는지 및 해당 그룹 내 지분의 균형상태에 중대한 변화가 있는지, (ii) 해당 지분의 취득을

132) Practice Note 21 (PN21), 2016.05, p.2.

133) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석6(a).

134) Practice Note 21 (PN21), 2016.05, p.3.

135) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석6(a)

136) Practice Note 21 (PN21), 2016.05, p.4.

위해 지불된 가격, 및 (iii) 공동행위를 취한 자들 간의 관계 및 공동행위를 취한 기간¹³⁷⁾, 및 (iv) 매도자가 “내부자”인지, (v) 당사자가 나머지 의결권에 대해 옵션을 상의하였는지 및 (vi) 매도자가 매수자의 이사회 대표 관련 지명에 동의하는지 등 요소를 고려한다^{138), 139)}

3) “중대한 지배”에 의한 촉발

주식을 매수하는데 있어서 주의해야 할 점은, 매수하는 의결권 있는 주식의 비율이 30%에 도달하지 않는다고 하여 무조건 공개매수의무가 촉발되지 않는 것은 아니다. 대상회사 주주가 일부 주식만을 매도하려고 하거나, 매수자가 의무공개매수의 적용을 피면하기 위하여 30%보다 낮은 비율의 주식을 보유하고자 하는 경우가 존재하는데, 이러한 경우, 집행인원은 이러한 상황에서 매수자와 매도자 간의 의결권 안배로 인하여 매수자가 나머지 의결권에 대해 “중대한 지배”¹⁴⁰⁾를 할 여지가 있는지에 주의를 기울이게 되며, 그렇다고 인정되는 경우, 해당 매수자는 일반적으로 전부매수의무를 이행해야 한다. 또한 규제 기관은 일반적으로 이러한 거래의 본질, 특히 매도자의 남은 의결권에 대한 안배가 존재하는지에 주목하는데, 양측이 나머지 의결권 있는 주식에 대해 옵션을 상의할 경우 의무공개매수를 의도적으로 회피한 것으로 간주되어 의무공개매수

137) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석6(a).

138) Practice Note 21 (PN21), 2016.05, pp.5-6.

139) 전술한 고려사항들은 참고일 뿐, 그 외에 기타 사항들도 고려될 수 있다.

140) “중대한 지배”인지 여부는 각 사안에 따라 판단해야 하지만, 집행인원은 통상적으로 매수자가 내부자가 아닌 경우에는 “중대한 지배”를 할 가능성이 낮다고 보고, 의결권의 대가로 높은 가액을 지급하거나 당사자 간에 나머지 의결권 관련 옵션을 논의하는 경우에는 “중대한 지배”를 할 가능성이 높다고 보는 경향이 존재한다. 매도자가 매수자의 이사회 대표 관련 지명에 동의하는지도 판단에 영향을 주는 요소 중 하나인데, 양측이 해당 회사의 향후 경영방식에 대한 고려가 유사한 경우, 매도자는 해당 매수자를 선택할 용의가 클 것이고, 회사의 중대한 주식 보유율을 취득하는 매수자는 자신이 선택한 대표가 대상회사가의 이사회에 진입할 것을 희망할 것이며 이를 관련 지분 매수의 조건으로 부가할 것이라고 고려하고 있기 때문이다. <홍콩인수합병수칙> 규칙26.1 주석7 (TC-26.7~TC-26.8); Practice Note 21 (PN21), 2016.05, pp.5-6.

를 이행할 것을 요구할 가능성이 높다.¹⁴¹⁾

4) 연쇄관계원칙 매수(Chain principle offer)

<홍콩인수합병수칙>의 규정에 따르면, 일정한 상황에서, 모 회사의 주식을 직접적으로 매수하지 않았더라도 “연쇄관계원칙 매수(Chain principle offer)”에 의하여 의무공개매수가 강제되는 경우가 존재한다. 예를 들어, 모 회사(회사 A)가 기타 회사(회사 B)의 30% 또는 그 이상의 의결권을 보유하는 경우, 어떠한 자 또는 어떠한 그룹은 회사 A의 법적 지배권¹⁴²⁾을 취득함으로써, 회사 B에 대한 지배권을 취득하거나 공고히 할 수 있게 된다.¹⁴³⁾

이러한 경우, 집행인원¹⁴⁴⁾은 일반적으로 회사 A의 지배권의 취득자에게 전부매수의무를 이행할 것을 요구하지 않지만, (a) 해당 회사 B에 대한 지분 보유량이 회사 A의 중대한 부분을 구성¹⁴⁵⁾하거나, (b) 회사 B의 지배권의 취득이 회사 A의 지배권을 취득하는 주요 목적 중 하나가 되는 경우, 회사 A의 인수자는 회사 B에 대한 전부매수의무를 촉발할 수 있다.¹⁴⁶⁾

141) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석7.

142) 여기서의 “법적 지배권”이라 함은 회사가 그 종속회사에 대한 지배정도를 의미한다. <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석8.

143) Practice Note 19 (PN 19) <https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/CF/pdf/Practice_Notes/PN19-revised-ENG-0930.pdf?rev=2416615f8eee4d7e847430699bc690ba&hash=FBF0891FEBCB8AABCC616591F5EC089> (2023.01.15. 최종방문), 2019.09, p1.

144) “집행인원(Takeovers Executive)”이란 홍콩 증감회(SFC) 기업융자부(Corporate Finance Division)의 집행이사 또는 그 수권을 받은 자를 말한다. <<https://www.sfc.hk/en>About-the-SFC/Organisational-chart/External-committees/Takeovers-and-Mergers-Panel>> (2023.01.12. 최종방문).

145) 이러한 상황을 측정할 때, 집행인원은 관련 회사의 자산과 이익을 포함한 여러 요소를 고려할 것이다. 이와 같은 상대적 가치로 말하자면, 60% 및 이상일 경우 통상적으로 “중대한 부분을 구성한다”고 간주된다. <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석8.

146) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석8; Practice Note 19 (PN 19), 2019.09, p.1.

5) 조건부 의무공개매수와 무조건 의무공개매수

홍콩의 의무공개매수 제도에서 의무공개매수는 조건부 의무공개매수 및 무조건 의무공개매수로 나눌 수 있다. 매수자 또는 그 공동행위자의 매수행위가 의무공개매수를 촉발하였지만 의결권 있는 지분의 비율이 50%보다 낮을 때, 해당 매수자 또는 공동행위자는 매수자 또는 매수자와 그 공동행위자가 응모 받은 의결권과 공개매수기간 전 또는 공개매수 기간 중 취득한 의결권과 합산하여 50% 이상일 것을 공개매수의 조건으로 할 수 있고, 이외에 다른 조건을 부과하는 것은 허용되지 않는다.¹⁴⁷⁾ 매수자 또는 공동행위자가 공개매수에 상기 조건을 추가한 경우, 해당 의무공개매수는 조건부 의무공개매수가 된다. 조건이 충족되면 공개매수는 “유효”한 것으로 되어 “무조건”으로 되고, 반대로 조건이 지정된 기간 내에 충족되지 않으면 그가 한 공개매수는 무효(즉, 공개매수 실패)한 것으로 된다.¹⁴⁸⁾ 예를 들어, 대상회사의 주식을 35% 보유하고 있는 회사 A가 대상회사의 5%에 달하는 주식을 추가 보유하는 것에 따라 creeper rule을 촉발함에 따라 의무공개매수가 강제된다. 다만, 회사 A가 응모 받은 의결권과 공개매수기간 전 또는 공개매수기간 중 취득한 의결권과 합산하여 50%이상일 것을 조건으로 첨부하는 경우, 공개매수기간이 종료된 후 9%의 주주만 해당 매수권유에 응할 때, 회사 A는 해당 9%의 주식을 매수할 필요가 없게 된다.

다만, 매수자 또는 그 공동행위자의 매수행위가 의무공개매수를 촉발하였으나, 해당 매수자 및 그 공동행위자가 보유하는 의결권 비율이 이미 50%를 초과하는 경우에는 조건을 첨부하지 못한다.¹⁴⁹⁾

147) <홍콩인수합병수칙> 규칙26.2.

148) 秦耀林·张志斌, “香港要约收购制度及案例剖析”, 《新财经》, no. 10 (2004), p.106.

149) <홍콩인수합병수칙> 규칙26.2 주석1

2. 매수조건

1) 매수가격

홍콩에서 의무공개매수를 촉발하여 공개매수 제안을 하는 경우, 그 매수가격¹⁵⁰⁾은 매수자 또는 그 공동행위자가 공개매수기간 이내 및 공개 매수가 시작하기 전 6개월 내에 대상회사의 해당 종류의 주식을 취득하는 데 지급한 최고가격보다 낮아서는 안 된다. 또한, 관련된 각 종류의 주식자본에 대하여 지급하는 대가는 현금의 형식이거나 적어도 현금을 선택할 수 있도록 선택지를 부여해야 하고¹⁵¹⁾, 현금 매수 제안 또는 현금 선택지는 해당 공개매수가 “무조건”이 되거나 “무조건”임을 공표한 후 14일 이상 유지되어야 한다.¹⁵²⁾

다만, 매수자는 예외적으로 집행인원의 동의를 거쳐 기준보다 낮은 가격으로 공개매수를 진행할 수 있는데¹⁵³⁾, 이러한 경우, 집행인원은 (i) 매수 수량과 시간, (ii) 대상회사 이사회의 태도, (iii) 과거에 높은 가격으

150) 가격을 산정할 때,

- (a) 인지세 및 중개 수수료는 지급가격에 포함되지 않음.
- (b) 상장증권을 교환하는 방식으로 의결권을 취득하는 경우, 해당 가격은 일반적으로 의결권을 취득한 당일 각 거래단위(특별협상 방식으로 가격이 결정된 주식 또는 거래 단위 미만의 주식 제외)의 가중평균거래가격을 참조함.
- (c) 전환증권, 신주인수권, 옵션 또는 기타 인수권을 전환 또는 행사하는 방식으로 의 결권을 취득하는 경우, 해당 가격은 일반적으로 전환증권, 신주인수권 또는 옵션의 매입가격 및 관련 전환 또는 행사 조항을 참조하여 결정된다. 그러나 전환증권이나 신주인수권이 사적으로 구매자에게 발행되거나 매도되는 경우, 집행인원은 전환 또는 인수통지를 제출한 날 각 거래단위(특별협상 방식으로 가격이 결정된 주식 또는 거래 단위 미만의 주식 제외)의 가중평균거래가격을 고려할 수도 있음.

다만, 상기 (b) 및 (c)항의 상황이 발생하는 경우, 사전에 집행관의 의견을 문의하여야 한다. <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.3 주석2.

151) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.3 주석1.

152) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.3.

153) 매수자가 해당 상황에 최고가격이 적용되어서는 안 된다고 생각되는 경우에는, 집행인원의 동의를 취득해야 한다. <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.3(b).

로 이사 또는 기타 매수자/대상회사와 밀접한 연관이 있는 자로부터 주식을 매수한 적이 있는지, (iv) 과거 12개월 동안 매수한 주식 수 등을 고려하여 가격 조정 가능 여부를 결정한다.¹⁵⁴⁾

그밖에, 연쇄관계원칙에 의해 공개매수의무가 촉발되는 경우(Chain principle offer), 그 가격을 어떠한 기준에 의하여 정해야 할지가 문제된다. 홍콩 증감회가 공표한 응용지침에 따르면, 매수 가격을 산정하는 데 있어서 매수자가 직접적으로 매수를 한 회사(회사 A)의 주식 거래 가격과 회사 A가 30% 및 이상의 주식 보유율을 보유하고 있는 회사(회사 B)의 상대적 가치를 고려하여 객관적으로 산정해야 한다. 그 구체적인 가격 산정 메커니즘은 사건마다 다를 수 있는바, Practice Note 19¹⁵⁵⁾의 설명에 의하면, 자산을 위주로 하는 회사의 경우에는 일반적으로 자산 가치를 이용하여 매수 가격을 정하고, 소수주주지분(Non-controlling interests)이 있는 경우 집행인원은 일반적으로 소수주주지분을 공제한 순자산가치(즉, 회사 소유자가 점유하는 지분)를 자산가치로 간주하며, 기타 경우에 있어서는 이익이 더 중요한 고려 사항 또는 관련 고려 사항일 수 있고, 거래 당사자와 자문사는 그 가격을 결정할 때 비즈니스의 성격 및 관련된 자산 등 모든 관련 요소를 고려해야 한다고 한다.¹⁵⁶⁾

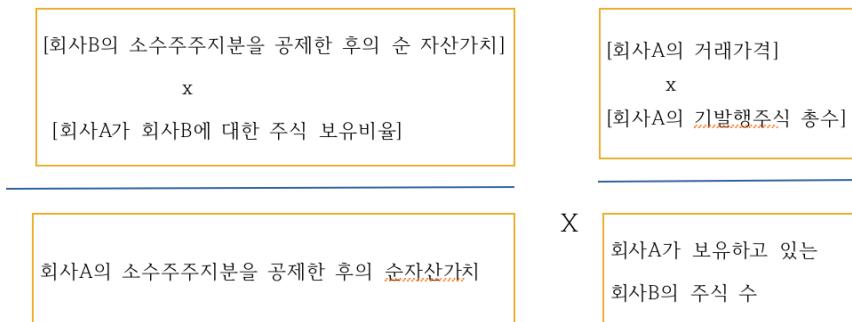
예를 들면, 홍콩 인수합병위원회(收購及合併委員會)는 1993년 중책투자유한회사(中策投資有限公司)가 패보그룹유한회사(霸寶集團有限公司) 및

154) 집행인원은 가격 조정 가능 여부를 판단할 때, (i) 매수 수량과 시간, (ii) 대상회사 이사회에 대한 태도, (iii) 과거에 높은 가격으로 이사 또는 기타 매수자/대상회사와 밀접한 연관이 있는 자로부터 주식을 매수한 적이 있는지, (iv) 과거 12개월 동안 매수한 주식 수 등을 고려한다. <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.3 주석4.

155) <Practice Note>는 인수 집행인원에 의해 발표되는 비공식적인 응용지침으로서, 인수 집행인원이 일반적으로 <홍콩인수합병수칙>의 조문을 어떻게 해석 및 응용하는지에 대한 설명을 내용으로 한다. 다만, <홍콩인수합병수칙>이 구체적인 사안에 어떻게 적용되는지를 확인하는데 있어서 해당 <Practice Note>는 인수 집행인원에 대한 자문 절차를 대체하지 못한다. <<https://www.sfc.hk/en/Regulatory-functions/Corporates/Takeovers-and-mergers/Practice-notes>> (2023.01.12. 최종방문).

156) Practice Note 19 (PN 19), 2019.09, p2.

홍콩건옥대관유한회사(香港建屋貸款有限公司)에 대한 공개매수에서의 연쇄관계원칙 매수가격 결정 메커니즘에 대해 고민한 결과, 다음과 같은 산정방식을 사용하였다.¹⁵⁷⁾



(자료 출처: Practice Note 19 (PN 19), 2019.09)

2) 매수제안의 유효기간 및 매수조건의 변경

공개매수의 유효기간은 공개매수 문서의 발송 시간 및 대상회사 이사회에 대한 통지의 발송 시간과 연관된다. 양자를 같은 날에 발송하거나 하나의 문서로 통합하여 보내는 경우, 공개매수기간은 해당 문서들을 발송한 후로부터 최소 21일 동안 유지되어야 하고, 대상회사 이사회에 대한 통지가 공개매수 문서의 발송 시간 이후에 발송된 것일 경우 공개매수의 유효기간은 해당 공개매수 문서를 발송한 후로부터 최소 28일 동안 유지되어야 한다.¹⁵⁸⁾ 그밖에, 조건부 공개매수가 “무조건”으로 되거나 “무조건”으로 된다고 공표하는 경우, 공개매수의 유효기간은 그 후로부터 적어도 14일을 유지해야 한다.¹⁵⁹⁾

매수자가 공개매수의 과정에서 매수조건을 변경한 경우, 모든 주주는

157) Practice Note 19 (PN 19), 2019.09, p.4.

158) <홍콩인수합병수칙> 규칙 15.1

159) <홍콩인수합병수칙> 규칙 15.3. 다만, 집행인원의 동의를 취득한 경우를 제외하고, 공개매수 유효기간은 맥시멈으로 최초 공개매수 문서를 발송한 후 제60일 오후 7시 까지다. (<홍콩인수합병수칙> 규칙 15.5)

모두 변경된 조건에 따라 매수권유에 응할 수 있으며, 조건변경문서의 발송일 이후로 적어도 14일 동안의 공개매수 유효기간을 유지해야 한다.¹⁶⁰⁾

그밖에, 공개매수가 실패한 후, 반복적인 인수가 초래하는 증권시장의 혼란 및 소수주주의 권리손해를 고려하여, 공개매수가 실패하는 경우, 매수자와 원 공개매수기간에서의 공동행위자는 공개매수를 철회한 날 또는 공개매수가 실효된 날로부터 12개월 내에, 대상회사에 대해 공개매수 제안을 하거나 할 수 있다는 공고를 공포하여서는 안 되고, <홍콩인수합병수칙> 제26조의 의무공개매수를 촉발할 수 있는 의결권 취득 행위를 하여서는 안 된다.¹⁶¹⁾

3. 의무공개매수의 면제

상술한 공동행위자의 경우에 있어서의 의무공개매수의 면제를 제외하고, <홍콩인수합병수칙> 및 관련 응용지침은 면제사유로 하기 경우들을 제시하였다.

1) 독립주주의 신주발행에 대한 투표를 거친 경우(화이트 워시(White wash))

자산 취득, 현금 청약 또는 가증권배당의 대가로 신규 증권을 발행하는 경우, 의무공개매수가 강제된다. 다만, 화이트 워시의 면제 및 관련 거래가 주주총회에서 각각 75% 이상 및 50%를 초과하는 독립주주(직접 참가 또는 대표 위임)의 개별 투표에 의하여 통과되는 경우, 집행인원은

160) <홍콩인수합병수칙> 규칙 16.1; <홍콩인수합병수칙> 규칙 16.1 주석3.

161) <홍콩인수합병수칙> 규칙 31.1.

통상 의무공개매수 책임을 면제한다.¹⁶²⁾

하지만, 해당 면제를 취득하였다고 하여 향후 의무공개매수를 부담할 가능성이 없다는 것은 아니며, 그 후의 의결권 취득 역시 2% creeper rule의 제한을 받는다. 예를 들어, 어떠한 자가 원래 대상회사의 31%의 의결권을 보유하고 있었고, 화이트 거래 후 해당 회사의 38%의 의결권을 취득하였다고 가정할 때, 그자의 최저 보유율은 38%로 간주되어, 그자는 그 후 12개월 기간 동안 38%+2%의 범위 내에서 임으로 의결권을 취득할 수 있고¹⁶³⁾ 이를 초과하게 되면 의무공개매수가 촉발된다.

2) 대출 관련 담보물의 강제집행, 관재인 등

정상적인 비즈니스 관계 및 은행 또는 대출 기관의 일상 업무 과정에서 특정 회사의 지분을 대출 담보로 할 때, 대출자는 해당 담보에 대한 강제집행으로 인하여 의무공개매수 제도를 촉발할 수 있으나, 대출자가 강제집행이 발생할 가능성이 높다고 믿을 만한 이유가 있을 때 대출한 것이 아닌 이상, 집행인원은 통상 의무공개매수 책임을 면제한다.¹⁶⁴⁾

3) 재무악화 상태에 처해 있는 회사를 구제하기 위한 경우

모 회사가 극도로 열악한 재정 상황에 처해 있고, 해당 회사를 구제하기 위하여 독립주주의 승인을 거치지 않는 신주발행을 하였거나 구제자가 기존의 증권을 취득하는 경우, 이러한 행동들로 인하여 의무공개매수가 촉발되어 전부매수의무를 부담하는 것이 일반적이지만, 이러한 상황에서 집행인원은 해당 구제행동의 긴급정도 등을 고려하여 해당 전부

162) <홍콩인수합병수칙> 규칙26의 면제 주석1.

163) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26의 면제 주석1; <홍콩인수합병수칙> 규칙 26.1 주석15. 다만, 해당 예시를 볼 때, 의결권의 처리로 인하여 그자의 최저 보유율이 38% 이하로 하강되는 경우에는 제외한다.

164) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26의 면제 주석2.

매수의무를 면제할 가능성이 있으며, 특히 대상회사의 이사 및 자문사의 의견을 고려하게 된다. 다만, 구제가 필요하는 자가 대상회사 자체가 아니라 대상회사의 대주주일 경우에는 일반적으로 면제를 받지 못한다.¹⁶⁵⁾

4) 부주의에 의한 실수

어떠한 자가 부주의에 의한 실수로 인해 의무공개매수를 촉발하였으나, 요구된 시간 내에 충분한 의결권을 관련 없는 자에게 매도한 경우, 이러한 전부매수의무는 일반적으로 집행인원에 의해 면제된다.¹⁶⁶⁾

5) 50% 및 그 이상의 의결권을 보유하고 있는 주주의 사전 거절

의무공개매수를 촉발하였으나, 단독으로 대상회사의 50% 및 그 이상의 의결권을 보유하고 있는 주주가 공개매수를 하더라도 그에 응하지 않을 것이라고 성명하는 경우, 또는 대상회사의 50% 및 그 이상의 의결권을 보유하고 있는 자가 집행인원에게 공개매수를 하더라도 그에 응하지 않을 것이라는 서면 보증을 제출하는 경우, 해당 전부매수의무는 집행인원에 의해 면제될 가능성이 존재한다.¹⁶⁷⁾

그밖에, 매도 후 신속하게 보충하는 거래의 경우(Placing and top-up transactions)¹⁶⁸⁾와 SPAC M&A로 인하여 30% 이상 의결권을 취득하는 경우(De-SPAC Waiver)¹⁶⁹⁾에도 그 공개매수의무는 집행인원에 의하여 면제

165) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26의 면제 주석3

166) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26의 면제 주석4

167) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26의 면제 주석5

168) <홍콩인수합병수칙> 규칙 26의 면제 주석6 (TC-26.28~TC-26.29). 모 주주가 그 공동 행위자와 함께 모 회사의 50% 또는 그 이하의 의결권을 보유하고 있고, 하나 또는 다수의 독립인사(independent persons, 해당 의결권의 매도자로부터 독립된 자)에게 그 보유하고 있는 의결권의 일부를 플레이싱(Placing)한 후, 가능한 빨리 그가 플레이싱(Placing)한 가격과 대체로 동일한 가격으로 플레이싱(Placing)한 주식 수를 초과하지 않는 신주를 청약(subscribes for new shares)하는 경우에는 일반적으로 의무공개매수가 면제된다.

받을 수 있는 가능성의 존재한다.

상기 홍콩의 의무공개매수의 면제제도를 살펴볼 때, 각 면제 사유를 규정하였음에도 불구하고 해당 사유에 해당된다고 하여 무조건 면제되는 것이 아니라, 각 사례의 세부상황에 따라 집행인원이 최종적으로 면제 여부를 결정한다는 특점이 보인다. 집행인원이 면제 여부를 최종적으로 결정하는 방식을 취하여 재량권의 남용이 발생하지 않을까라는 우려도 존재하고 있으나, <홍콩인수합병수칙> 및 관련 <응용지침(Practice Note)>에 집행인원이 최종 판단을 하는데 통상적으로 고려하는 요소들을 자세하게 기재하고 있고 면제결정을 공식 홈페이지에 정기적으로 공개함으로써 예측가능성을 제고하고 권리 남용의 가능성을 감소하였다고 본다.

제2절 중국 홍콩에서의 실제운영상황: Creeper Rule

홍콩인수합병수칙은 단독 또는 공동행위자와 함께 회사의 30% 이상 50% 이하의 의결권을 상태에서 의결권을 추가적으로 취득하여 상기 의결권을 취득하기 전 12개월 이내에 의결권을 2% 이상 증가시키는 경우 의무공개매수를 강제하는 “creeper rule”을 규정하고 있다. 이러한 규정은 1974년 영국의 City Code에서 최초로 제기되었고, 당시에 허용되는 자유증가비율은 1%였다. 1976에 영국은 그 자유증가비율을 2%로 제고하였으나, 1993년에 그 비율을 다시 1%로 감소하였으며, 그 후 1998년에

169) Practice Note 23 (PN 23) <https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/CF/pdf/Practice_Notes/Practice-Note-23-ENG-20211217.pdf?rev=a1132ffdd7e749fab3094524ca71e958&hash=F30DE0A38F912EFDD1C5B1523DFAD7B0> (2023.01.12. 최종방문), 2021.12, p.1. Practice Note 23의 설명에 의하면, De-SPAC 거래로 인하여 De-SPAC Target의 소유주가 그 승계회사(Successor Company)의 30% 또는 그 이상의 의결권을 취득하게 되는 경우, 일반적으로 의무공개매수가 면제된다고 한다.

해당 제도가 지배주주의 사적이익의 취득을 도모하고 가치증가형 거래를 저해한다는 이유로 creeper rule을 폐지하였다.¹⁷⁰⁾

홍콩은 1981년 해당 creeper rule을 최초 도입했을 때 자유증가비율을 5%로 규정하였고, 그 후 2001년에 그 비율을 2%로 감소하였다. 다만, 홍콩은 영국의 규제를 모방하여 해당 creeper rule을 도입하였으나, 도입 이유에 대한 고려가 결여되고 그 비율을 2%로 개정한 것도 기타 입법례의 단순히 모방한 것으로 보인다. 홍콩 증감회가 공표한 2001년 자문문서¹⁷¹⁾를 보면, 홍콩은 주식의 유동성 향상(increased liquidity in the shares) 및 대주주의 시장 형성 능력(the ability of major shareholders to make a market)(특히 시장 위기 때)을 이유로 creeper rule을 도입하였다. 고 해석¹⁷²⁾하는 한편, 이러한 관점을 지지할 수 있는 실질적인 근거를 제공하지 않았고, 영국에서 폐지¹⁷³⁾로 이끈 해당 제도의 제한성을 어떻게 보완해야 할지에 대한 설명도 없었다. 그리고 그 비율 기준을 2%로 정한 것에 관해서도 이유를 제공하지 못하였고 단지 홍콩과 지배구조가 비슷한 싱가포르에서 2%의 기준을 취하고 있는데 홍콩 증감회가 보기에 해당 비율이 합당하다고 판단되어 해당 기준을 취하였다고 답변하였다.¹⁷⁴⁾

170) 苗华, “中国上市公司收购的证券监管研究”, 博士学位论文, 对外经济贸易大学(2007), p.63-64; Varottil, Umakanth, and Wat Yee Wan, 앞의 논문, p.119.

171) SFC, Consultation Paper on a Review of the Codes on Takeovers and Mergers and Share Repurchases <<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/takeovers-and-mergers/doc?refNo=01CP5>> (2023.01.12. 최종방문), 2001.04.

172) SFC, Consultation Paper on a Review of the Codes on Takeovers and Mergers and Share Repurchases, 2001.04, P6. 홍콩 증감회가 공표한 해당 2001년 자문문서에 따르면, 영국은 과거에 매수 과정 중의 착오 또는 특별한 상황을 대비하기 위하여 creeper rule을 제정한 것이지 주주가 서서히 지배권을 취득할 수 있도록 해당 제도를 제정한 것이 아니라고 한다.

173) 영국은 1998년에 creeper rule을 폐지하였다. THE TAKEOVER PANEL, RULE CHANGES <<https://www.thetakeoverpanel.org.uk/download/1998-10?wpdmdl=8245>> (2023.01.12. 최종방문), 1998.

174) SFC, Consultation Paper on a Review of the Codes on Takeovers and Mergers and Share Repurchases, 2001.04, p.6.

상기와 같이, 홍콩은 creeper rule을 적용하는 데 있어서 그 배경과 상관없이 단지 기타 입법례에서 이러한 제도를 취하고 있다고 하여 그 제도를 동일하게 적용하는 경향이 있다. 그리고 이러한 법률 도입에 대한 고려의 부족은 creeper rule에만 존재하는 것이 아니라, 촉발기준의 설정 등에 있어서도 영국의 제도를 그대로 적용하여 홍콩의 집중적인 주식보유구조와 적합하지 않다는 지적이 존재한다. 또한, 이러한 홍콩의 법률이식 방식에 대해서, 홍콩에서의 의무공개매수 제도의 도입은 오직 국제적인 제도를 동일하게 적용하여 소수주주 보호에 신경 쓰는 투자환경을 보유하고 있음을 과시하고, 국제적 투자를 유치하기 위해서라는 지도 존재한다.¹⁷⁵⁾

제3절 제도의 평가 및 개선방향

상기와 같이 홍콩은 영국과 거의 동일한 방식의 규제를 취하고 있다. 우선, 소수주주 보호의 관점에서 볼 때, 이러한 제도는 지배권 거래의 상황에 있어서 소수주주에게 완전한 탈퇴 기회를 부여하는 한편, 지배권

원문에는 “7. 자유증가율 수준을 정할 때 관련 주체들은 자유증가율 설정의 목적과 관련 시장의 특성을 고려해야 한다. 과거 런던에서는 오류 및 특별한 상황이 발생할 수 있다는 것을 고려하여 자유증가율을 규정한 것이지, 주주들이 지배권을 획득할 수 있는 수준까지 취득하게 하기 위하여 결정한 것이 아니다. 이것이 바로 사실상 런던이 자유증가율을 폐지한 이유다. 홍콩에서 자유증자율을 두는 것은 주로 주식의 유동성 증가와 대주주의 능력, 특히 시장 위기 때 분위기를 띠울 능력이 있기 때문이다. 그러나 우리는 대주주가 시장분위기를 어느 정도 조성할 수 있는지를 결정할 수 없거나, 어떻게 해야 공공의 이익과 부합한 것인지에 대해서도 결정하기 어렵다. 위원회는 해당 주장을 뒷받침하는 실질적인 증거를 접수하지 못하였고, 실제로 자유증가로 인하여 의결권 보유비율이 약 35%에서 50%로 늘어난 사례도 없다. 기타 지배구조 및 가족 기업 측면에서 홍콩과 유사한 특성을 가진 시장(예를 들어, 싱가포르)을 지침으로 할 수 있다면, 합리적인 자유증가율은 연간 2%여야 한다. 위원회는 이것이 적절한 수준이라고 생각한다.”고 기재 되어 있다.

175) Varottil, Umakanth, and Wat Yee Wan, 앞의 논문 p.126; David C. Donald, 앞의 논문, p.20.

프리미엄의 분배도 강제하고 있어, 소수주주를 제일 두텁게 보호하고 있다. 규제의 합치성의 관점에서 볼 때, 홍콩은 일본과 중국처럼 여러 방식의 규제를 도입한 것은 아니므로 규제 불합치로 인한 공개매수의무의 탈피 가능성은 낮아 보인다. 또한, 제도의 운행 및 운행 감독의 관점에서 볼 때, 홍콩 역시 중국의 의무공개매수 제도와 같이 감독기관에 비교적으로 큰 재량권을 부여하여 영활성이 높은 한편, 감독기관의 판단기준에 대한 설명이 정확하게 명시되어 있고 의무공개매수의 면제 등을 함에 있어서 적절하게 공고하며, 제도 운행 중 제기되는 문제에 대해 적시에 답변을 공고함으로써 감독기관 결정의 적법성을 제고하는 한편, 예측가능성의 제고에도 유익하다.

다만, 이러한 제도는 소수주주의 권익을 충분히 보호하는 한편, 인수비용의 증가를 초래하여 효율적 거래의 발생을 저해할 가능성이 존재하여 소수주주에 대한 과잉보호라는 지적은 여전히 존재한다. 또한, 홍콩은 영국과 다르게 지분 보유구조가 집중적이고 적대적 인수가 드문 환경에 있는데 영국의 제도를 동일하게 적용하고 있는 것은 홍콩의 상황과 부합하지 않는다는 지적도 존재하며, 이러한 상황 속에서도 의무공개매수제도를 도입하여 영국과 비슷한 규정을 취하고 있는 원인에 관해서는 자신이 소수주주를 보호하고 있는 감독환경을 갖추고 있다는 점을 국제적으로 어필하기 위한 것¹⁷⁶⁾이라고 설명하는 관점도 존재한다.

전술한 Creeper rule의 기준 변경 시 감독당국의 답변으로부터 볼 때, 이러한 지적은 근거가 없는 것이 아니다. 따라서 소수주주를 보호할 수 있는 한편 현지 상황에 맞고 거래를 촉진하는 제도를 마련하기 위해서는, 그 도입 목적 및 세부 규정의 적용 방식에 대해 더 고민해 볼 필요가 있을 것이다¹⁷⁷⁾

176) Varottil, Umakanth, and Wat Yee Wan, 앞의 논문, p.126; David C. Donald, 앞의 논문, p.20.

177) David C. Donald, 앞의 논문, p.20.

제4장 중국 대륙의 의무공개매수 제도

제1절 중국 대륙의 입법례

중국은 1993년의 <주식발행 및 거래 관리 잠행조례(股票发行与交易管理暂行条例)>에 최초로 의무공개매수 제도를 도입하였는바, 관련 규칙을 제정하는 데 있어서 주로 홍콩 모델을 참고하여 전부공개매수의무를 채택하였다. 그 후 2005년 <중화인민공화국 증권법(中华人民共和国证券法)(이하 “2005년 증권법”)을 개정하며 지분보유비율이 트리거 포인트에 달할 때의 공개매수의무를 전부공개매수의무와 부분공개매수의무를 병행시키는 식으로 개정하였으며¹⁷⁸⁾¹⁷⁹⁾, 이러한 병행은 현재까지 유지되고 있다.

중국의 상장회사 인수 법제도는 영국·미국 및 홍콩 지역 제도를 종합적으로 참고한 결과지만 그중에서도 영국법과 홍콩법의 영향을 더 많이 받고 있다¹⁸⁰⁾. 중국은 (i) 이러한 제도는 모든 주주에게 평등하게 정보를 취득한 기초 상에서 자주적으로 선택할 기회를 부여하여, 내부자 거래를 방지하고, 전체 주주 특히 소수주주가 평등한 취급을 받고 동등한 조건 및 가격으로 주식을 매도하는 데 유리하고, (ii) 소수주주가 어떠한 상장회사의 주식을 보유하고 있는 것은 해당 회사의 기존 경영지배자에 대한 신뢰에 기반한 것이므로 인수에 의한 지배권 변동이 발생하는 경우에는 소수주주들에게 퇴출 여부를 선택할 권리를 부여해야 한다는 점을 고려하여 의무공개매수 제도 관련 규정을 제정¹⁸¹⁾하였는바, 이는 영국과 유

178) 2005년 증권법 제88조.

179) 郭峰 等, 《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注(上)》, 中国法制出版社 (2020), pp.325-326 참고

180) 范健 · 王建文, 《证券法》(第三版), 法律出版社 (2020), p.194 참고.

181) 王瑞贺 主编, 《中华人民共和国证券法释义》, 法律出版社 (2020), p.136 참고.

사한 목적을 가지고 있는 것으로 보인다.

한편, 전부공개매수의무와 부분공개매수의무를 병행하는 방식을 취하고 있는 점이나 제도의 적용 중 공개매수의무의 면제가 용이한 점 등 제도규정 및 실시현황으로부터 볼 때, 중국의 의무공개매수 제도는 영국보다 완화된 모습을 보이고 있다는 것을 볼 수 있다. 다만, 영국의 의무공개매수 제도를 참고하여 제정한 규제가 중국의 실제상황과 합치한지에 대해서는 아직 논의의 여지가 있다.

1. 촉발조건 및 매수범위

의무공개매수의 촉발점 즉 의무공개매수의 촉발조건이라 함은, 법률 규정에 따라 인수자가 대상회사의 모든 주주에 대하여 공개매수를 제안해야 하는 한계를 말한다. 촉발점 비율의 적절한 설정은 의무공개매수 제도가 그 역할을 발휘하는 데 있어서 중요한 의미가 있다. 촉발점이 과분하게 높은 경우, 공개매수의무가 촉발될 수 있는 경우가 드물어 소수주주의 이익을 효과적으로 보호하지 못할 뿐만 아니라 자원의 낭비를 초래할 수 있고, 촉발점이 과분하게 낮은 경우 상장회사 인수과정 중에 공개매수의무의 발생 가능성이 높아짐으로 하여 인수자는 과대한 자금부담을 부담해야 할 수 있으며, 이로 인하여 정상적인 자본유동을 저해하고 효율의 손실을 초래하게 된다¹⁸²⁾.

현행 <중화인민공화국 증권법>(2019년 개정)¹⁸³⁾(이하 “증권법”)에 따르

182) 范健 · 王建文, 앞의 책, p.198 참고.

183) 중국은 1993년 <주식 발행 및 거래 관리 임행조례>(이하 “주식조례”)의 상장회사 인수제도 부분에서 인수자의 의무공개매수제도를 규정하였는바, 해당 주식조례 제48조에 따르면 “발행자 이외의 법인이 직접 또는 간접적으로 보유하는 모 상장회사의 기발행한 보통주가 30%에 이를 경우 해당 회사의 전체 주권소유자에게 공개매수 제안을 해야 한다.” 다만 해당 시기 법적으로 공개매수의무가 전부매수의무인지 부분매수인지는 명시하지 않았다.(증권감독관리기관의 감독관행을 보면 전부매수의무를 요구

면, 투자자가 단독으로 또는 계약 및 기타 방식을 통하여 타인과 공동으로 증권거래소에서의 증권거래에 의하여 모 상장회사의 기발행한 의결권 있는 주식의 30%를 보유하는 상황에서, 계속하여 매수하고자 하는 경우, 법에 따라 해당 상장회사의 모든 주주에게 상장회사 주식의 전부 또는 일부를 공개매수하는 제안을 해야 한다¹⁸⁴⁾고 규정되어 있다. 주의해야 할 점은, 해당 규정은 증권거래소에서의 증권거래를 통해 매수를 진행하는 경우에만 적용되고, 그 촉발점은 단순히 “상장회사가 발행한 의결권 있는 주식의 30%”를 보유하는 경우가 아니라 “상장회사가 발행한 의결권 있는 주식의 30%”를 보유한 상황에서 “계속하여 매수하고자 하는 경우¹⁸⁵⁾인데, 이는 일종의 사실을 지칭하는 것이 아니라 매수자의 의사를 나타낸다¹⁸⁶⁾. 이러한 조건에 부합되는 경우, 매수자는 대상회사의 전체 주주를 대상으로 공개매수 제안을 해야 하는바, 전부매수를 할지 부분매수¹⁸⁷⁾를 할지는 매수자의 선택에 따른다.

하는 것으로 보인다.)

이후 1999년에 시행된 <증권법>에서 공개매수의무의 촉발조건을 “인수자가 증권거래소에서의 증권거래를 통하여 대상 상장회사의 기발행주식의 30%를 보유하고 있는 상황에서 ‘계속 인수하고자 하는 경우’”로 변경하였다. 즉, 30%에 도달하는 것만으로는 공매매수의무가 부여되지 아니하고 실제로 “30%+1”주를 보유할 때야 비로소 공개매수의무가 부여되는 것이다. (<증권법> (1999년) 제81조)

2002년에 공표된 <상장회사 인수관리방법>에서 인수자의 공개매수의무를 “전부매수의무”로 명시하였다.(<상장회사 인수관리방법> (2002년) 제23조)

2005년 증권법을 개정을 통하여, 공개매수의무를 “전부매수의무”에서 “전부 또는 부분매수”로 수정하였다. 감독기관이 병행으로 개정한 정책적 고려에 관해서는 苗华, 앞의 논문(각주 158), pp.144-146를 참고할 수 있다.

184) <증권법> 제65조.

185) 인수자가 30%에 달하는 주식을 취득하기 전 또는 마침 30%를 취득한 상황에서 계속하여 취득하고자 하지 않은 경우에는 공개매수의무가 부여되지 않기에, 실제로 인수자가 공개매수의무를 부담하게 되는 촉발점은 30%+1주라고 할 수 있다는 관점도 존재한다. 李东方, “上市公司收购监管制度完善研究—兼评‘《证券法》修订草案’第五章”, 《政法论坛》, vol. 33, no. 06 (2015). p.122 참고.

186) 王瑞贺 主编, 앞의 책, 136면.

187) 부분매수를 하고자 하는 경우에는 공개매수 제안을 함에 있어서, 공개매수에 응한 주식수가 매수자가 매수하고자 하는 주식수를 초과하는 경우 비례에 따라 매수할 것이라고 약정해야 한다. 또한, <상장회사 인수관리방법> 제25조에 따르면, 부분매수를 진행할 때 매수예정 주식 수는 해당 상장회사의 기발행한 주식의 5%보다 낮아서는

<증권법>의 하위법인 <상장회사 인수관리방법(上市公司收购管理办法)>은 <증권법>, <회사법> 및 기타 관련 법률, 행정법규에 따라 공개매수의 무의 촉발점 및 촉발 시 매수범위에 대해 더 세부적으로 규율하였는 바¹⁸⁸⁾, 매수방식을 기준으로 (i) 자발적으로 공개매수 방식을 통하여 상장 회사 주식을 매수하는 경우, (ii) 증권거래소를 통한 거래에 의하여 촉발비율에 도달하는 경우, (iii) 협의의 방식을 통한 매수에 의하여 촉발비율에 도달하는 경우, (iv) 간접매수를 통하여 촉발비율에 도달하는 경우 등 4가지 경우로 구분하였다.

<상장회사 인수관리방법>의 규정에 따르면, (i) [자발적 공개매수] 매수자가 자발적으로 공개매수 방식을 통하여 상장회사 주식을 매수하는 경우, 대상회사의 모든 주주에게 전부매수제안을 할 수 있는 한편 일부매수제안을 할 수도 있고¹⁸⁹⁾, (ii) [증권거래소] 매수자가 증권거래소를 통한 증권거래에 의하여 모 상장회사의 기발행한 주식의 30%를 보유하게 된 상황에서, 계속하여 지분을 취득하고자 하는 경우에는, 반드시 공개매수의 방식으로 진행하여 전부공개매수제안 또는 부분공개매수제안을 해야 하며¹⁹⁰⁾, (iii) [협의매수] 매수자가 협의의 방식을 통하여 모 상장회사 주식의 30%를 초과하는 주식을 매수하고자 할 때 30%를 초과하는 부분에 대해서는 공개매수의 방식으로 매수하여야 하지만, 법에 의하여 매수제안이 면제되는 경우에는 제안을 하지 않아도 된다. 전술한 상황에 부합하는 경우에는 해당 인수계약을 이행할 수 있으나, 전술한 상황에 부합되지 않는 경우에는 인수계약을 이행하기 전에 전부매수제안을 해야 한

안 된다.

188) <상장회사 인수관리방법> 제47조에 따르면, “인수자가 보유한 권익 있는 지분이 해당 회사의 기발행 주식의 30%에 달할 때 계속 매수하고자 하는 경우, 법에 따라 해당 상장사의 주주에게 전부 또는 일부 매수를 제안해야 한다”고 규정되어 있다.

189) <상장회사 인수관리방법> 제23조.

190) <상장회사 인수관리방법> 제24조.

다¹⁹¹⁾. 또한, (iv) [간접매수] 상장회사의 주주가 아니지만 투자관계, 계약 및 기타 방식을 통하여 인수자가 권익을 보유하는(“간접매수”) 지분이 해당 회사의 기발행 주식의 30%를 초과하는 경우, 해당 인수자는 해당 회사의 모든 주주에게 전부매수제안을 하여야 하고, 30일 내에 전부매수 제안을 할 수 없을 것으로 예상되는 경우에는 전술한 30일 이내에 그가 지배하는 주주로 하여금 보유하는 상장회사의 지분을 30% 또는 30% 이하로 감축하도록 촉구하여야 한다¹⁹²⁾.

매수 유형	족발조건	족발효과
자발적 공개매수	자발적으로 공개매수 방식을 통하여 상장회사 주식 매수하는 경우	전부매수제안을 할 수 있는 편, 부분매수제안을 할 수도 있음.
증권거래소를 통한 매수	a) 증권거래소를 통한 증권거래에 의하여 모 상장회사가 발행한 주식의 30%를 보유하게 된 상황에서 b) 계속하여 지분을 취득하고자 하는 경우	반드시 공개매수의 방식으로 진행하여 전부매수제안 또는 부분매수제안을 해야 함.
협의매수	매수자가 협의를 통하여 모 상장회사의 30%를 초과하는 주식을 인수하고자 할 때	a) 30%를 초과하는 부분에 대해서는 공개매수의 방식으로 매수해야 함(다만 법에 의하여 매수제안이 면제되는 경우에는 제안을 하지 않아도 됨). b) a)의 경우에 부합하지 않는 경우에는 인수계약을 이행하기 전에 전부매수제안을 해야 함.
간접매수	간접매수를 통하여 권익을 보유하는 지분이 해당 회사의 기발행 주식의 30%를 초과하는 경우	a) 해당 회사의 모든 주주에게 전부매수제안을 해야 함. b) 일정한 기한 내에 전부매수 제안을 할 수 없을 것으로 예상되는 경우에는 전술한 30일 이내에 그가 지배하는 주주로

191) <상장회사 인수관리방법> 제47조.

하여금 보유하는 상장회사의
지분을 30% 또는 30% 이하로
감축하도록 촉구하여야 함.

(중국 <상장회사 인수관리방법>에 규정된 촉발조건 및 촉발효과)

상기 <상장회사 인수관리방법>에 규정된 촉발조건 및 촉발효과 및 <증권법>의 규정을 보면, 촉발기준이 “상장회사 주식의 30%”, “상장회사의 기발행 주식의 30%”, “상장회사의 기발행한 의결권 있는 주식의 30%”으로 통일되지 않은 한편, 인수방식의 차이에 따라 촉발효과도 다르게 규정되어 있다. 이러한 <증권법>과 <상장회사 인수관리방법>의 규정의 괴리 및 표현의 충돌로 인하여, 해당 법조문들에 대한 이해에는 일정한 차이점이 존재한다.

일부 학자¹⁹³⁾는 촉발점을 크로스 하는 방식을 기초로, “대상 상장회사의 주식을 30% 초과하여 보유하는 행위” 관련 규정에 대하여 다음과 같이 해석하였다: ①인수자가 대상 상장회사 30%이상의 지분을 취득하고자 할 경우, 우선 유통시장(二级市场, secondary market)을 통하여 또는 협의매수, 공개매수 방식을 통하여 대상상장회사의 30% 또는 그 이하의 지분을 취득하고, 그 후 규정에 따라 5%보다 낮지 않은 공개매수를 제안하여 최종적으로 계획한 지분율을 취득할 수 있다. 즉, 대상회사의 주식 보유비율이 30% 또는 그 이하에서 30% 이상으로 크로스(跨越, cross) 할 때 주동적으로 부분 매수를 제안한다면 지분보유비율이 30%를 초과한다

192) <상장회사 인수관리방법> 제56조.

193) 汤欣·神田秀樹, 앞의 논문, pp.33-35. 해당 학자는 2005년의 법률 및 관련 규정을 기준으로 해석한 것이지만, 05년과 비교할 때, 19년의 <증권법>에서는 “주식”을 “의결권 있는 주식”으로 변경한 점, 및 <상장회사 인수관리방법>에서 “증권감독관리기관의 승인에 따른 면제”를 “법적 규정에 따른 면제”로 변경한 점 외에는 차이가 없으므로, 개정된 부분은 해당 해석에 영향을 미치지 않는다.

고 하더라도, 이는 전부매수의무를 촉발하지 않는 것이다. 한편, ② 만약 인수자가 공개매수 이외의 방식(예를 들면, 유통시장(二级市场, secondary market)을 통하여나, 협의를 통한 취득 등)으로 30% 또는 그 이하의 보유비율에서 30% 이상으로 크로스 하였고 동시에 중국 증권감독관리위원회로부터 면제를 받지 못하였거나 면제를 신청하지 않은 경우 전부매수의무가 촉발된다는 것이다.

한편, 일부 학자¹⁹⁴⁾는 중국이 인수 방식에 따라 부분매수의무의 촉발 점과 전부매수의무의 촉발점을 달리 규정하고 있다고 해석하고 있다.¹⁹⁵⁾ 해당 학자의 해석에 따르면 ① 공개매수의 방식으로 대상회사의 기발행한 주식의 30%를 취득할 때 부분공개매수의무만 촉발할 뿐 전부공개매수의무를 촉발하지 않고, ② 협의매수의 방식으로 매수를 하는 경우에는 “대상회사의 기발행한 주식”의 30%를 취득할 때 부분매수의무가 촉발되고 “대상회사 주식”의 30%를 취득할 때, 전부매수의무가 촉발되며, ③ 간접매수의 경우에는 대상회사의 기발행한 주식의 30%를 취득할 때 전부공개매수의무만 촉발된다고 한다.¹⁹⁶⁾

194) 唐烈英·唐林垚, “论我国上市公司要约收购之抑扬—兼评《证券法》第88条第1款”, 《社会科学研究》, no. 05, (2018), p.82,86; 唐林垚, “我国要约收购及触发点的保留与改革—兼析与欧美上市公司收购规则的比较”, 《政法论丛》, no. 3 (2018), pp.86-87.

195) 동일한 견해로: 郭锋 等, 앞의 책, pp.376-377. 해당 저서에서는 <상장회사 인수관리방법>에서의 협의매수에 대한 규정은 협의매수가 일정한 비율에 도달하면 공개매수에 의하여 매수를 진행하여야 한다는 것을 명시한 한편, 면제조건에 부합되지 않는 매수자는 전부매수제안을 해야 하게 되므로, 이는 실질적으로 협의매수를 진행하는 매수자가 부분매수를 선택하는 권리를 배제한 것으로, <증권법>에서 부분매수 또는 전부매수를 선택하게끔 하는 취지와 어긋난다고 해석하고 있다. 따라서, 관련 법률은 그 어떠한 방식으로 주식을 매수하든 촉발점에 도달 할 때 모두 부분공개매수 또는 전부공개매수를 선택할 선택권이 있다는 것을 명시해야 한다고 제시하고 있다.

196) 또한 해당 학자는 중국 상장회사가 아직 주식의 완전한 유통(股本全流通)을 실현하지 못하였기에, “회사 주식의 x%”와 “회사 기발행 주식의 x%”의 의미는 다르다는 점을 제시하며, 상장회사의 기발행한 주식이 회사 자본 총액의 10%, 25%, 50%일 경우, 상응하는 회사 주식은 3%, 7.5%, 15%에 해당되어 대상회사 97%, 93%, 85%의 주식을 공개매수할 의무가 주어지는데, 이로 인하여 중국 대륙의 전부공개매수의무의 촉발점은 사실상 전 세계에서 제일 낮은 것이라고 말할 수 있다고 주장하였다.

우선, 자발적으로 공개매수 방식을 통하여 상장회사 주식을 매수하는 경우, 전부매수를 할 것인지 부분매수를 할 것인지는 매수자의 선택에 따른다는 것에 관해서는 어느 관점도 이의가 없다.

증권거래시장을 통한 매수의 경우, <증권법>에는 “대상회사의 기발행한 의결권 있는 주식의 30%를 취득한 상태에서 계속하여 취득하고자 하는 경우”라고 규정되어 있고, <상장회사 인수관리방법>에는 “대상회사의 기발행한 주식의 30%를 취득한 상태에서 계속하여 취득하고자 하는 경우”라고 기재되어 있어 의결권 요소를 명시하지 않았지만, <증권법>이 상위법이라는 점을 고려할 때, <증권법> 상의 규정을 기준으로 해야 한다고 본다. 또한, 조건 촉발시의 매수범위에 있어서는, 문언해석에 따라 해석할 때, 해당 계속하여 매수하고자 하는 주식을 공개매수의 방식으로 매수할 것만 요구하고 있을 뿐, 부분매수¹⁹⁷⁾를 할 것인지 전부매수를 할 것인지는 매수자의 자유다.

조문의 해석과 관련하여, 주로 협의매수와 간접매수의 경우에 있어서의 공개매수의무에 대한 이해에 차이점이 존재하는데, 다수 해석에 의하면, 협의매수와 간접매수의 경우 매수자가 보유하는 대상회사의 권익 있는 주식이 대상회사의 “기발행주식의 30%”에 도달한 상황에서 계속하여 매수하고자 하는 경우, 역시 공개매수의 방식에 의해서 매수해야 하되, 전부매수 또는 부분매수를 선택할 수 있다. 다만, 협의매수의 경우 및 간접매수의 경우 매수자가 보유하는 지분이 대상회사의 주식의 30%를 한 번에 크로스 하는 경우, 대상회사의 전체 주주에게 전부매수제안을 해야 하는 바¹⁹⁸⁾, 이는 상기 기타 방식의 매수보다 엄격한 형태를 취하

197) 다만, 전술한 바와 같이 부분매수를 선택한 경우에도 그 매수비율은 해당 상장회사의 기발행한 주식의 5%보다 낮으면 안 된다. <상장회사 인수관리방법> 제25조.

198) 30일 내에 전부매수제안을 할 수 없을 것으로 예상되는 경우에는 전술한 30일 이내에 그가 지배하는 주주로 하여금 보유하는 상장회사의 지분을 30% 또는 30% 이하로 감축하도록 촉구하여야 한다. <상장회사 인수관리방법> 제56조.

고 있다고 한다.

2. 매수조건

1) 매수가격

1993년으로부터 2006년 및 그 이후까지, 중국의 의무공개매수에 대한 가격제한은 점차 유연화되는 경향을 보이고 있다¹⁹⁹⁾. 현행 규정에 따르면, 매수자가 공개매수를 진행할 때, 동일한 유형의 주식에 대한 매수가격은 매수 제시성공고일²⁰⁰⁾ 전 6개월 동안 매수인이 해당 종류의 주식을 취득하기 위해 지급한 최고 가격보다 낮아서는 안 되고, 원칙적으로 제시성공고일 전 30개 영업일 내에 해당 주식의 일일가중평균가격(每日加权平均价格)의 산술평균치(算术平均值)보다 낮지 않은 가격이어야 한다.²⁰¹⁾ 매수가격이 제시성공고일 전 30개 영업일내에 해당 주식의 일일가중평균가격(每日加权平均价格)의 산술평균치(算术平均值)보다 낮은 경우, 매수인이 고용한 재무 자문사는 해당 주식의 과거 6개월 동안의 거래를 분석하고, 주가조작 상황이 존재하는지, 매수인이 공개하지 않은 공동행위자(一致行动人)가 있는지, 매수인이 과거 6개월 동안 회사 주식을 취득 할 때 기타 지급약정이 있는지, 매수가격의 적정성 등에 대해 설명해야 한다.²⁰²⁾

상기 규정은 매수가격의 최저한도를 제한한 것이나, 다른 한편, 매수자가 제시성공고일(提示性公告日) 전 6개월 동안 대상회사의 와식을 취득한

199) 汤欣·神田秀樹, 앞의 논문, p.37.

200) “제시성공고일”의 의미에 관해서는 각주 91 참고.

201) <상장회사 인수관리방법> 제35조.

202) <상장회사 인수관리방법> 제35조.

적이 없는 경우에는 매수가격을 임의로 정할 수 있다는 것을 볼 수 있다. 또한 지난 6개월 동안 취득 경력이 없을 경우, “제시성공고일 전 30개 영업일내에 해당 종류 주식의 일일가중평균가격(每日加权平均价格)의 산술평균치(算术平均值)”라는 제한을 두기는 하였으나, 매수인이 고용한 재무 자문사가 합리적인 설명을 할 수 있는 경우에는 그 가격보다 낮은 가격을 매수가격으로 정할 수 있으므로, 매수가격을 정함에 있어서 조작 가능성이 존재한다.

그 외에, 해당 규정은 공개매수가격 산정의 기준일을 “공개매수의 제시성공고일”로 정하고 있는데, 공개매수의 제시성공고일로부터 공개매수 정식 공고일까지 일반적으로 적어도 15일간의 간격이 존재한다. 일반적으로 해당 기간 동안 시장 주가는 공개매수의 제시성공고로 인하여 상승세를 보이는데, 그 결과 제시한 매수가격이 상기 가격요구에 부합되더라도 상승된 시장주가를 하회할 수 있으므로, 이러한 경우 대상회사 주주들은 매수에 응하는 인센티브가 적어지고 매수자는 실질적으로 공개매수의 무를 탈피할 수 있게 되며, 의무공개매수 제도는 형식적인 규제에 지나지 않게 된다.²⁰³⁾

실제로 2003년에 발생한 NANGANG(南钢) 사례²⁰⁴⁾에서 매수자는 이러한 방식을 통하여 전부매수의무를 탈피하였다. 해당 사례에서 매수자는 공개매수의 제시성공고일 전 6개월 동안 대상회사의 유통주를 매입한 적이 없고, 제시성공고일 전 30개 영업일내에 매수하고자 하는 종류 주식의 일일가중평균가격(每日加权平均价格)의 산술평균치(算术平均值)⁹의 0%²⁰⁵⁾는 5.86위안이다. 따라서 국유주는 3.81위안/주, 유통주는 5.86위안/

203) 李洪亮, “论我国强制要约收购制度的法律完善”, 西南政法大学, 硕士学位论文 (2009), pp.21-22; 蔡伟, “强制要约收购制度的再审视---效率视角下的实证分析”, 《中外法学》, vol.25, No.4 (2013), p.855 참고.

204) 중국에서 최초로 의무공개매수를 진행한 사례다.

205) 해당 시기에 적용되는 <상장회사 인수관리방법(2002)>에 규정된 공개매수 시의 가격

주의 가격을 설정하였다. 또한, 매수자는 인수보고서에 그 매수 목적은 대상회사의 상장정지(終止上市地位)가 아닌 법정 공개매수의무의 이행임을 명시하였다.

우선 매수자는 의무공개매수의 최저가 제한에 따라 5.86위안의 매수 가격을 확정하였고, 그 후, 2003년 4월 9일 제시성 공고를 하고 중국 증권감독관리위원회에 인수보고서를 제출하였다. 증권감독관리위원회의 의견이 없는 한, 매수자는 4월 24일 정식매수제안을 해야 하였으나, 그는 실제로 2003년 6월 12일에야 공개매수를 정식으로 공고하였는바, 제시성 공고와 정식공고 사이에는 63일의 차이가 존재하였다. 2003년 4월 9일 매수자가 제시성 공고를 한 전날 대상회사의 유통시장(二级市场, secondary market)에서의 주가는 주당 7.0위안이었으나, 2003년 6월 12일 정식 공고 전날에는 주당 8.74위안까지 상승하였다. 이에, 매수자는 법정 요구에 따라 가격을 책정하였으나, 이러한 가격은 주주들의 흥미를 불러일으키지 못하였다.²⁰⁶⁾

이에 대해, Nanjing United가 Nanjing Iron and Steel의 모든 주주를 대상으로 한 전부매수제안은 대상회사 소수주주들에게 긍정적인 의미가 있다고 하는 관점이 존재하는데, 해당 관점에 따르면, 사후적으로 볼 때 매수자가 제안한 가격이 예상보다 훨씬 낮았기에(특히 유통주에 대해 제안한 가격이 시장가격보다 훨씬 낮았음) 소수주주들에게는 실질적인 퇴출 기회가 부여되지 않았지만, 매수제안을 통한 충분한 정보 공개로 인하여 투자자는 회사의 실제 지배권 변동 상황, 인수자의 동기, 실력 및 인수 후 회사의 전망에 대해 더 명확하게 인지할 수 있게 되어, 회사를 퇴출할지

조건은 “매수 제시성공고일 전 6개월 동안 매수인이 해당 종류의 주식을 취득하기 위해 지불한 최고 가격보다 낮지 않는 가격 및 제시성공고일 전 평균가격의 90%보다 낮지 않는 가격”이었다.(<상장회사 인수관리방법(2002)> 제34조) 가격 요구는 다르지만, 현행 가격규정을 적용해도 해당사례에 대한 평가에는 영향이 없다.

206) 李洪亮, 앞의 논문, pp.20-22.

아니면 계속하여 주주로 남을지를 판단하는 데 있어서 충분한 정보에 입각한 판단을 내릴 수 있게 되었다고 한다. 따라서 해당 사례에서 매수자가 형식적인 전부매수제안을 하였지만, 이는 적어도 대상회사 주주의 권리와 이익을 보호하는 메커니즘을 제공하였고, 증권시장이 소수주주의 이익에 대한 중시를 반영하였으며, 인수 시장을 규제하는데 의미가 있다고 보고 있다²⁰⁷⁾.

다만, 전부공개매수제도의 목적이 충분한 정보개시를 통해 소수주주에게 충분한 정보에 입각한 숙려의 기회를 주는 것이라고 생각하여, 매수 가격 제시 관련 제한을 느슨하게 하고 매수자에게 실질적으로 가격을 자유롭게 책정하도록 허용한다면, 설사 소수주주가 기존 정보에 대해 충분히 이해하고 해당 정보들에 입각하여 퇴출하고자 하는 결정을 하였더라도, 가격 문제로 인하여 퇴출을 해도 불리한 상황에 놓여있기에, 실질적으로는 탈퇴권이 부여되지 않는 것이다.

이러한 문제를 해결하기 위하여, 해당 가격 계산 기준점을 “정식으로 공개매수를 제안한 날(发出正式收购要约之日)”로 하는 것이 바람직하다고 본다. 이러한 경우, 공개매수자는 증권감독관리위원회가 이의를 표시하지 않은 상황에서 매수원가를 낮추기 위하여 조속히 정식적인 공개매수제안을 공포할 것이고, 소액주주들도 공개매수의 제시성공고일로부터 정식 공개매수공고일 사이에 발생한 프리미엄을 공유할 수 있게 된다.²⁰⁸⁾

물론, 소수주주의 탈퇴권을 보호할지는 각 나라의 선택이지만, 탈퇴권을 보호하고자 전부매수의무를 도입한 이상 해당 목적을 이루기 위해서는 실질적인 가격제한을 부과하여 소수주주에게 선택의 여지를 주는 것이 바람직하다고 본다. 따라서, 기준 이하의 가격 제안을 허가하는 경우

207) 李洪亮, 앞의 논문, p.18.

208) 李洪亮, 앞의 논문, p.22.

에 관한 명확한 기준을 제시하여 저가를 이용한 의무공개매수 탈피를 방지해야 할 것이다.

2) 매수제안의 유효기간, 철회 및 매수조건의 변경

중국은 공개매수제안의 유효기간을 30일 이상 60일 이하(본수 포함)로 정하고 있다.²⁰⁹⁾²¹⁰⁾ 또한 매수제안을 한 날로부터 30 영업일 이내에, 인수자는 그 제안을 철회하여서는 안 된다²¹¹⁾.

매수제안은 공고되는 즉시 효력이 발생하므로, 공개매수의 안정성 및 대상회사 주주의 이익을 위하여, 제안자는 반드시 그에 따라야 하고, 매수 조건을 임의로 변경할 수 없다. 중국의 법정 규정에 따르면, 공개매수 기한 만료 전 15일 이내, 매수자는 공개매수 조건을 변경하여서는 안 된다.²¹²⁾

물론 매수환경의 변화에 따라 매수자의 제안 변경을 허용할 필요가 있는 경우도 존재하지만, 대상회사 주주들의 이익을 보호하기 위해, 조건의 변경을 허용하는 데 있어서 일정한 제한이 있어야 한다. 이러한 제한은 일반적으로 시간적 제한과 내용적 제한으로 나타난다.

시간적 제한이란, 공개매수제안을 한 후로부터 일정한 기간 동안 매수조건을 변경하여서는 안 된다는 제한을 말하는데, 이는 대상회사 주주들에게 선택 및 행동을 취할 시간을 부여하기 위함이다. 내용적 제한이

209) <증권법> 제67조.

210) 공개매수기간이 만료되었으나 공개매수자가 보유한 보통주가 회사가 기발행한 보통주 총수의 50%에 미치지 못하였을 때 이는 인수 실패로 인정되고, 매수자는 새로운 공개매수제안을 하는 경우를 제외하고 매년 해당회사의 기발행한 보통주 총수의 5%를 초과하는 주식을 매수하여서는 안 된다. <주식발행 및 거래 관리 잠행조례/股票发行与交易管理暂行条例> 제51조.

211) <주식발행 및 거래 관리 잠행조례> 제49조

212) 다만, 경쟁 공개매수(竞争要约)가 발생하는 경우는 제외한다. <상장회사 인수관리방법> 제40조.

란, 매수가격을 낮추는 등 매수조건을 대상회사 주주에게 불리한 방향으로 변경해서는 안 된다는 제한을 말한다.²¹³⁾

2019년 증권법 개정 전, 중국은 매수조건의 내용 변경에 대해 명확한 제한을 두지 않고 정보공개만을 요구하였다. 이러한 규제의 부재는 대상회사 주주들의 권리 손해를 초래할 수 있다는 점을 고려하여, 2019년 증권법은 절차적으로는 인수자에게 매수제안을 변경하고자 할 때 즉시에 공고하고 세부 변경사항을 명시할 것을 여전히 요구하는 한편, 일본의 관련 규정을 참고하여 매수조건 변경 금지 사항 등 내용적 제한을 신설하였다.²¹⁴⁾ 해당 개정을 통하여, 중국법은 내용상으로도 1) 인수 가격을 낮추는 변경, 2) 예정 매수 주식 수량(预定收购股份数額)의 변경, 3) 매수 기간을 단축하는 변경 및 4) 국무원 증권감독관리기구가 규정한 기타 변경을 하여서는 안 된다고 명시하였다^{215).}

3. 의무공개매수의 면제

중국에도 의무공개매수에 대한 면제 제도가 존재하는바, 면제로 인정될 수 있는 상황의 유형²¹⁶⁾이 많고 면제 인정이 점점 용이²¹⁷⁾해지는 특징이 있다. 이와 관해서는 이하 제2절에서 상술한다.

213) 郭峰 等, 앞의 책, p.326.

214) 郭峰 等, 앞의 책, p.326.

215) <증권법> 제68조, <상장회사 인수관리방법> 제39조. 다만, 주식분할 등 경우에는 상응하여 가격을 인하하는 것을 허용하는 일본의 예외조항은 도입하지 않은 것으로 보인다.

216) 현행 <상장회사 인수관리방법>에 따르면, 보유지분을 증가시킬 시 공개매수의 방식을 취할 것에 대한 면제에는 3종류의 상황이 있고(제62조), 공개매수를 제안하는 것에 대한 면제에는 10종류의 상황이 있다(제63조).

217) 면제 제도의 도입 초기에는 모든 면제가 중국증권감독관리위원회의 승인을 거쳐야 했지만, 그 후 개정과정에서 면제 신청이 불요하는 자동면제의 경우를 규정하였고, 2020년에 <상장회사 인수관리방법>을 개정하며 原 2014년 버전 중 면제신청제출 관련 내용을 삭제하여 면제절차가 더욱 간이 해졌다.

제2절 중국 대륙에서의 실제운영상황: 의무공개매수의 면제

1. 면제제도의 필요성

의무공개매수 제도는 소수주주 이익을 보호하고 주주평등원칙을 유지하는데 의미가 있지만, 다른 한편, 이는 인수 원가를 증가시켜 인수자의 경제적 부담을 증가시키고, 인수 절차를 복잡하게 하고, 인수의 기간을 연장시켜, 인수자의 매수 의욕을 떨어뜨려 상장회사의 인수를 저해할 우려가 존재한다.²¹⁸⁾

특수한 사정으로 인하여 소유하는 상장회사의 주식이 법정 비율에 도달한 상황에서도 해당 법정 비율에 도달하였다는 이유만으로 공개매수의 무가 부과되는 경우, 그 자는 지대한 부담을 받게 될 것으로 예상할 수 있는데, 이러한 경우 매수자의 대금 지급을 위한 자금 조달이 어려워질 뿐만 아니라 해당 인수 자체도 실질적으로는 진행 불가의 상황에 처하게 될 수 있다. 또한, 시장의 관점에서 보면, 상장회사의 인수는 중요한 경제적 가치가 있는 시장행위인바, 이는 자원분배 및 경제구조의 조정과 개선에 있어서 중요한 역할을 하는데, 상장회사의 인수 원가와 인수 건수는 통상 반비례 된다. 즉, 상장회사의 인수 원가가 상승하면 할수록 인수의 수량이 감소되는 것이기에²¹⁹⁾ 의무공개매수 제도로 엄격하게 규제할 경우, 자본시장의 활성을 저해할 우려도 존재한다. 이러한 의미에서, 의무공개매수 제도의 면제는 기존의 의무공개매수제도의 완화책으로서, 회사의 인수 원가의 경감, 산권거래(产权交易)의 촉진, 자원배치(资源配置)의 보완 및 경제효율의 상승에 도움 된다.

218) 杨慧, “论强制要约收购与中小股东利益保护”, 华东政法大学, 硕士学位论文 (2014), p.2
1.

219) 高芳姣, “我国强制要约收购豁免规则研究”, 上海交通大学, 硕士学位论文 (2017), p.15.

의무공개매수 의무가 발생하는 상황은 매우 복잡한 것으로, 일괄적인 고정된 지분비율만을 기준으로 고수하는 것은 이러한 복잡한 배경상황을 단순화하는 것이며 이는 공정성에도 어긋난다. 예를 들어, 모 인수자가 대상회사의 주식을 30% 초과하여 보유하고 있으나 지배권을 취득하지 못하였거나, 非고의로 인하여 대상회사의 주식을 30% 초과하여 보유한 경우, 해당 인수자에게 공개매수의무를 부과하는 것은 의무공개매수 제도의 입법 취지에 부합되지 않는다. 이러한 관점에서 보면, 의무공개매수 제도의 면제는 의무공개매수 규정의 미비 부분을 보완하는 역할도 한다.²²⁰⁾

또한, 인수를 하는 데 있어서 인수자, 대상회사, 대상회사 주주, 경영진 등 다양한 자들의 이익이 연관되어 있는데, 법률은 각종 사회적 관계에 기초하여 발생하는 이익을 형평의 원칙에 따라 가능한 합리적으로 조율할 수 있어야 한다. 의무공개매수 제도는 대상회사 소액주주의 이익을 보호하기 위해 설립된 제도이지만, 법은 어느 한쪽의 이익을 지나치게 치중하여 보호하여서는 아니 되며 여러 이익을 종합적으로 검토해야 한다. 이러한 관점에서 보면, 면제제도는 여러 주체의 이익을 적당하게 조정하고, 의무공개매수제도의 단일 적용으로 인한 불균등한 이익구도를 개선하는 효과가 있다.²²¹⁾

따라서, 기업 인수의 유형을 볼 때, 인수자의 인수 목적에 따라 인수를 기업의 자원배분 최적화 및 기업의 실적 향상을 목적으로 하는 기업의 경영효율성을 높이기 위한 “실질적인 인수”와 기업의 실적을 바꾸는데 관심이 없고 단지 상장사에 존재하는 현금을 취득할 목적으로 상장사를 인수하는 “허위 인수” 등 2가지로 나눌 수 있는데, 후자에 대해서는

220) 李炳安, “试论强制要约收购豁免”, 《法学论坛》, vol.18, No.6 (2003), pp. 51-52.

221) 卢鹰旋, “强制要约收购豁免制度的分析与完善”, 西南政法大学, 硕士学位论文 (2016), pp.6-7.

지배권을 취득한 해당 매수인이 지배권을 남용하여 소액주주의 이익을 침해하는 것을 방지하기 위하여 해당 매수인에게 공개매수 의무를 염격하게 적용해야 하나, 전자의 경우에 있어서는 인수자의 매수를 격려하고 자산 재편을 촉진하기 위하여 일정한 법적 절차에 따라 공개매수 의무를 면제하는 것이 바람직하다.”²²²⁾

소수주주 이익 보호 및 주주평등원칙을 관철하는 동시에 시장의 활성화를 보호하기 위하여, 의무공개매수 제도를 취하고 있는 각 입법례에서는 의무공개매수 제도에 대한 보충으로 동시에 일정한 면제조항을 두고 있다. 그 구체적인 내용에는 일정한 차이가 존재하나, 일반적인 면제 이유로는, 인수자가 대상 회사에 중대한 영향을 실질적으로 미칠 수 없는 경우, 동일 회사 그룹 내에서 발생한 지배권 변경의 경우, 회사 승계의 경우, 곤경에 처한 회사를 구제하기 위한 조치를 취한 경우, 의무공개매수 촉발점을 일시적으로 초과하는 경우, 채무 이행의 경우, 더 높은 의결권 지분을 보유하고 있는 주체가 존재하는 경우 등이 있다. 중국 역시 의무공개매수 제도를 규정한 한편 그 면제조항을 두고 있는데, 수차례의 법 개정을 통하여 그 규정이 점차 세부적으로 발전하고는 있으나, 여전히 면제율이 높고 정책적 우대에 따른 면제사유의 불공정이 존재하며 감독이 부족한 특징을 띠고 있다.

2. 면제제도의 연혁

중국의 상장회사인수 증권감독 규제체계의 구축은 크게 4단계로 나뉜다. 첫 단계(1993~1998)는 <주식조례>의 공포를 상징으로 하며, 이로써 상장회사인수 증권감독규제가 초보적인 형태를 갖추게 되었다. 두 번째

222) 李炳安, 앞의 논문, p.51.

단계(1998~2002)는 1998년 <증권법>의 공포를 상정으로 하며, 이로써 최초로 법률적 차원에서 상장회사인수 증권감독을 규제하게 되었다. 세 번째 단계(2002-2005)는 2002년 <인수관리방법>과 <지분변동관리방법>의 공포를 상정으로 하며, 이로써 상장회사인수 증권감독 규제에 관한 법률 구조가 기본적으로 형성되었다. 4단계(2005년부터 지금까지)는 2005년 <증권법>과 2006년 <인수관리방법>의 공포를 상정으로 하며, 해당 단계에서는 비유통주개혁(Non-tradable share reform)이 끝난 후의 유통시장 환경에 상응하여 중국의 상장회사인수 증권감독규정을 한층 더 보완하였다.²²³⁾ 중국 대륙의 의무공개매수 면제에 대한 규정은 기타 시장에 비하여 상대적으로 느슨한 측면이 있는바, 이하 각 단계에서의 세부 변화를 살펴본다.

1) 1993년-1998년

중국은 1993년에 공포된 <주식발행 및 거래 관리 잠행조례>(이하 “93년 주식조례”)에서 최초로 의무공개매수 제도를 도입하였다²²⁴⁾. 다만, 해당 시기, 93년 잠행조례 또는 기타 여하한 법률에도 의무공개매수 제도의 면제가 명문으로 규정되어 있지는 않았다.

해당 시기의 중국 증권시장을 보면, 주식이 유통주와 비유통주로 구분된²²⁵⁾ 것이 중요한 특징이었는바, 그중 비유통주(국가주, 국유법인주,

223) 苗华, 앞의 논문, p.49.

224) 93년 주식조례 제48조의 규정에 따르면, 발기인 이외의 그 어떠한 법인이 상장회사가 외부에 발행한 보통주를 직접 또는 간접적으로 30% 소유하고 있을 경우, 반드시 해당 사실이 발생된 날로부터 45영업일 이내에 해당 회사의 모든 주식소유자에게 공개매수를 제안하여, (i) 공개매수 제안 전 12개월 이내에 공개매수 제안자가 해당 주식을 매수함에 있어서 지급한 최고가격 또는 (ii) 매수 제안 전 30영업일 이내에 해당 주식의 평균 시장가격 중 높은 가격을 기준으로 주식을 매입하여야 한다.

당시 규정을 볼 때, 공개매수의무가 전부매수의무인지 부분매수의무인지 명시하지 않고 있으나, 증권감독위원회의 서한을 볼 때 93년 주식조례 제48조에 기재된 공개매수의무는 전부매수의무를 의미한다.

225) 분할주식구조 (split-share structure)제도란, 과거의 제도적 설계로 인하여 주식시장

법인주를 포함)는 전체 시장지분 총액의 65% 정도를 차지하였고 유통주는 평균 35% 정도에 불과하였다. 주식의 가격 측정에 있어서 유통주에는 시장가격이라는 기준이 있지만, 비유통주는 유동성의 결여로 인하여 그 양도 가격이 일반적으로 주당 순 자산을 기준으로 정해지기에, 그 양도가격은 통상 유통주의 시장가격과 몇 배 내지 수십 배의 차이가 있다. 이와 같이, 공개매수 가격이 경제적으로 합리적이지 않기에 30%를 초과하는 협의매수를 실시할 가능성은 매우 희박해져, 법 규정과 현실수요 사이에 큰 괴리가 나타났다.

93년 주식조례가 공포될 당시, 중국 증권시장은 시작 단계에 처해져 있었기에, 상장회사 인수에 관한 실무경험의 결여로 인하여 입법자들도 중국의 실제상황에 맞는 감독규제를 제정하기 어려웠고, 증권감독관리위원회는 중국의 첫 상장회사 인수 사례 — HENG TONG(恒通)의 LENG GUANG(凌光)에 대한 주식인수사례를 기점으로, 공개매수의무를 면제하는 방식으로 입법 시 예견하지 못한 인수 과정 중에 나타난 실제 문제, 즉 전술한 법률과 현실의 괴리 문제를 해결하기 시작하였다.²²⁶⁾

증권감독관리위원회는 LENG GUANG(凌光) 사례의 면제 신청에 대한 답변에서, 해당 사안은 유통되지 않는 보통주에 관한 것이므로 증권의 유통시장에 큰 충격을 조성하지 않는다는 것을 공개매수의무 면제의 정당함의 근거로 들었다. 동시에 중국 증권감독관리위원회는 이러한 면제에 있어서, “양수인이 그 후 3년 동안 해당 주식을 양도하지 아니할 것, 양수인 및 그 자회사 또는 계열사가 그 후 3년 내에 해당 회사의 상장유

총 수의 1/3정도를 차지하는 사회공중주식만이 거래소에서 거래가 가능하고(유통주), 나머지 2/3정도의 국유주와 법인주는 거래소에서 거래 불가하는 것(비유통주)을 말한다. 丁志国·苏治·杜晓宇, “股权分置改革均衡对价”, 《数量经济研究》, no. 02 (2006), p.105 참고. 중국의 유통주와 비유통주에 관련해서는 김진식, “중국 국유기업의 민영화: 중국 기업지배구조의 서론적 고찰”, 『중국법연구』, 제26집 (2016) p.148 이하를 참고할 수 있다.

226) 해당 시기에는 면제에 관한 법적 근거가 없었다.

통주를 보유할 경우 즉시 전부매수의무를 이행할 것, 양수인이 상장사 주식배정으로 인하여 보유 지분이 증가될 경우 해당 증가분은 신규 규정이 재정되기까지 상장 유통할 수 없다”라는 조건을 첨부하였다.²²⁷⁾

다만, 이러한 면제들을 통하여 인수 원가가 절감되고 자원 배분이 개선되며 자산재편이 촉진되는 한편, 이러한 면제의 범람은 이익취득 만을 위한 재편 등 비규범적인 인수행위의 발생을 초래하였다.

2) 1998년

중국에서는 93년 주식조례를 기초로 1998년에 <증권법>(이하 “98년 증권법”)을 제정하였다. 98년 증권법은 93년 주식조례의 규정을 일부 조정하면서 최초로 상장회사인수의 증권감독 규제를 법률의 차원에서 다루었고, 최초로 공개매수의무의 면제 관련 규정을 다루었다.

98년 증권법의 규정에 따르면, 투자자가 증권거래소를 통한 증권거래²²⁸⁾로 상장회사 기발행 주식의 30%를 보유하게 되었고, 계속하여 인수하고자 하는 경우, 법률 규정에 따라 해당 상장회사의 모든 주주에게 공개매수를 제안해야 하고, 예외적으로, 국무원 증권감독관리기구에 의하여 공개매수 제안이 면제된 자는 공개매수를 제안하지 않아도 된다.²²⁹⁾ 해당 규정은 촉발 기준을 “30% 보유”에서 “30%를 보유한 상황에서 계속하여 취득하고자 하는 경우”로 변경하여 기존 규정과 비교하여 촉발 범위를 좁힌 것으로 보인다.

227) 中国证券监督管理委员会关于珠海恒通置业股份有限公司 《豁免全面收购义务申请报告》的批复(证监发字[1994]56号)(1994.04.25.).

228) 당시의 매수방식은 공개매수와 협의매수가 있었다. 여기에 있어서의 “협의매수”는 매수자가 주식소유비례가 높은 주주에게 그가 보유한 주식을 매수하고자 하는 의향을 밝히고, 협의의 형식으로 상장회사의 주식을 매수하는 것을 지칭하며, 이는 장외거래를 의미하는 것이 아니라 증권거래소와 증권등기결산기구의 감독 하에 이루어지는 인수방식이다. 卞耀武 主编, 《中华人民共和国证券法释义》 <http://www.npc.gov.cn/npc/c2202/flsywd_list.shtml> (2022.11.03. 최종방문) 참고

229) 98년 <증권법> 제81조.

다만, 98년 증권법은 면제 관련 규정을 제정하여 면제의 법적 근거를 제공하는 데 있어서는 그 의미가 있으나, 그 내용을 보면 구체적인 면제 사유나 면제의 판단 기준을 명시하지 않았고 단지 면제권 행사 주체를 규정한 점을 보아, 해당 면제 조항은 단지 기존에 법적 근거 없이 면제를 진행한 증권감독관리기구의 면제행위에 합리성을 제공하는 목적으로만 제정된 것이 아닌지가 의심된다.²³⁰⁾

3) 2002년

2002년 <상장회사 인수관리방법>(이하 “02년 인수관리방법”)은 의무공개매수 제도에 대해 보다 구체적이고 명확한 규정을 두고 있다. 02년 인수관리방법의 규정에 따르면, 그 어떠한 인수 방식을 통해서든 인수자가 상장회사 지분을 30% 이상 보유·지배하게 된 상황에서 계속하여 주식을 추가 보유하고자하거나 지배를 늘리고자 하는 경우, 해당 인수자는 상장회사의 모든 주주에게 전부매수 제안을 해야 한다.²³¹⁾ 동시에, 02년 매수관리방법은 또한 공개매수의 면제사유(제49, 51, 52조) 및 면제절차(제50, 53조)에 대해 보다 세부적인 법적 근거를 제공하여 중국 증권감독관리위원회의 면제 심사에 보다 구체적인 기준을 제공하였다.

다만, 2005년 비유통주 개혁이 시작하기 전, 분할주식구조시기 전반에 걸쳐, 지분의 상대적 집중 문제와 유통주 비유통주의 가격차이 문제가 존재함으로 인하여, 의무공개매수 제도를 엄격히 시행하는 것은 절대다수 회사의 인수를 저해할 뿐이었다. 중국의 증권감독관리위원회는 그동

230) 이에 대해, 그 효과를 볼 때, “관련 세부기준의 부재로 해당 규정은 지대하게 불확실적이며, 해당 기간 도안 공개매수 사례가 한 차례도 없었기에, 이러한 권리는 실질적인 의미는 없었다”라는 지적도 존재한다. 苗华, 앞의 논문, p.55.

231) 02년 <인수관리방법> 제23조. 02년 인수관리방법은 협의를 통한 매수 또는 공개매수를 통해 취득한 주식을 공개매수를 촉발할 수 있는 방식에 포함시켜 탈피의 가능성 을 감소하였고, 중국의 공개매수의무는 전부매수의무임을 명시하였다.

안 소액주주의 보호와 매수 추진의 효과를 겸비하는 규제책을 찾지 못했고, 감독자로서 인수의 우열을 판단하여 대량의 면제를 할 수밖에 없었는데, 이 같은 선택은 결국 의무공개매수 제도를 명실상부하게 만들었다.²³²⁾

4) 2005년-2019년

2005년의 증권법 개정에서는 인수를 격려하는 추세가 더욱 두드러지게 나타났다. 2005년 개정에서는 공개매수의무를 촉발한 경우, “전부매수의무”를 부과한 것에서 “전부 또는 일부 매수” 하도록 허용하는 것으로 개정²³³⁾하여 전부매수제안과 부분매수제안을 병행하는 방식을 취하게 되었다.

이러한 방식에 대해서는, 인수자가 스스로 선택할 수 있는 여지를 부여하여 소액주주의 이익을 보호함과 동시에 인수의 비용과 난이도를 크게 줄일 수 있어 주주 이익, 인수의 효율성 및 시장 발전을 겸하여 고려하는 방식이라는 견해²³⁴⁾가 존재하는 한편, 이러한 완화된 방식에 대해 회의적인 태도를 가진 학자도 존재하는 바, 영국의 제도와 달리 대상회사의 주주에게 충분한 보호를 부여하지 못하고 인수인의 재무적 부담을 더는 완화된 의무공개매수 제도는 정치적 타협 및 절충의 산물²³⁵⁾이라고 보고 있다.

이러한 개정은 중국의 비유통주개혁(2005년 5월 5일부터)과 관련된다.

232) 苗华, 앞의 논문, p.164.

233) 2005년 <증권법> 제88조.

234) 邱灼松, 앞의 책, p.238.

235) 代越, 앞의 논문, p.111 참고. 따라서, 인수자가 인수과정에서 주동적인 위치에 있는 반면 대상회사의 많은 소액주주들은 정보와 경험이 결여되는 상대적 열위에 처해 있는 점을 고려할 때, 정책, 법규를 제정할 때 그들에 대한 보호를 강화하는 것이 주요 고려 요소가 되어야 한다고 보고 있다. 다만, 해당 내용은 중국 제도만에 대한 논의가 아니라, 프랑스, 스페인, 벨기에 등 영국보다 완화된 제도를 취하고 있는 여러 나라에 대해 통합적으로 논의한 것이다.

비유통주개혁 후, 시장 환경의 변화는 크게 두 가지로 나타나는데, 그중 하나는 비유통주와 유통주의 차별 문제를 해결함으로써 동일주 동일권리를 실현한 것이고, 다른 하나는 비유통주개혁 과정에서 주식을 대가로 지급하는 방식을 많이 채택하여, 상장사의 지분구조를 상대적으로 분산 시킴으로써 30% 미만의 지분보유비율로 지배권을 취득할 수 있는 상장사가 증가되었다는 점이다.

해당 시기, 공개매수의 면제는 여전히 증권감독관리위원회의 허가를 거쳐야 하는데, 이에 대해서 시장환경의 변화에 따라, 증권감독관리위원회의 역할도 일정하게 전환되어야 한다는 관점이 존재하였다. 즉, 분할주식구조 (split-share structure)시기에는 유통주와 비유통주간의 차이 문제로 인하여 인수활동이 저해되었기에, 당시 입법과 이러한 실제상황의 괴리를 좁히기 위하여 증권감독관리위원회가 면제권을 행사함으로써 중국 상장사의 인수 활동을 크게 촉진시켰다고 가정할 경우, 비유통주개혁이 진행된 후 인수 활동을 근본적으로 저해하는 시장 요인이 많이 사라진 환경 속에서, 중국 증권감독관리위원회는 면책권을 행사함에 있어서 소수주주 이익의 보호를 원칙으로 해야지, 더 이상 면제제도를 인수합병을 장려하는 도구로 사용해서는 안 된다는 것이다. 또한, 공개매수의 면제 가능 여부는 매도자의 이익에 큰 영향을 주기에, 해당 면제허가 심사권을 염격하게 제한하지 않을 경우, 소수주주의 이익을 해치게 될 뿐만 아니라, 감독자도 공신력을 잃게 될 수 있다는 것이다.²³⁶⁾ 다만, 면제제도의 실제운영상황을 볼 때 증권감독기관은 면제권을 행사함에 있어서 그 판단 근거를 명시하지 않고 있고, 사후 감독도 미흡하여, 의무공개매수 제도의 가치를 제대로 구현하지 못한 측면이 있다.

그 후 2012년, 증권감독관리위원회는 기존 <상장회사 인수관리방법>

236) 苗华, 앞의 논문, p.170 참고.

의 면제조항을 일부 개정하였는바, 면제 사유를 일부 조정하였고, 면제 사유에 따라 면제 절차를 자동면제되는 경우와 여전히 증권감독관리위원회의 승인이 필요한 경우로 나누었다(2012년 <상장회사 인수관리방법> 제63조).

3. 중국 대륙 현행법에 따른 면제사유 및 그 절차

1) 면제사유

중국 현행 의무공개매수 면제에 관한 규정²³⁷⁾에 따르면, 면제를 받을 수 있는 경우는 크게 다음 몇 가지로 나눌 수 있다.

(1) 대상회사의 지배권이 실제로 이전되지 아니한 경우

지배권이 이전될 때 새로운 지배자의 능력저하 또는 사익편취행위의 가능성을 고려하여 의무공개매수 제도를 통하여 소액주주에게 회사를 퇴출할 수 있는 선택권을 부여하고 있는데, 인수 전과 인수 후 회사의 지배권이 이전되지 않았을 경우, 이러한 인수는 소액주주의 회사 내 지위 또는 이익에 영향을 미치지 않을 것이라는 점을 기초로 하여, 이러한 경우에 예외적으로 공개매수의무의 면제를 허용하는 것이다.²³⁸⁾ 구체적으로는 다음과 같은 경우들이 있다.

A. 매수인과 매도인이 해당 주식양도는 동일한 실제 지배자의 지배하에 있는 서로 다른 주체 사이에서 이루어진 것이며, 이로 인하여 상장회사의 실제 지배가 변경되지 않았음을 증명할 수 있을 경우. 이러한 경우

237) <상장회사 인수관리방법> 제61조, 제62조, 제63조, 제64조.

238) 李炳安, 앞의 논문, p.53 참고.

상장회사의 지배주주가 변경되었지만, 최종 지배권에는 영향을 미치지 않으므로 소수주주들에게 있어서 회사의 경영 의사결정에는 근본적인 변화가 없다고 간주할 수 있다.

B. 정부 또는 국유자산관리부서의 비준을 거쳐 국유자산을 무상으로 이전, 변경, 합병을 진행하는 경우. 이러한 경우에 있어서, 이론적으로 회사의 실제 지배자는 지분 변동 전후를 불문하고 모두 국유자산관리 부서이기 때문에, 증권감독관리위원회는 해당 회사의 실제 지배자가 변경되지 않았다고 보아 면제받을 수 있다고 본다. 그러나 이 면제는 국유기업을 과잉보호하는 불합리성이 있다.²³⁹⁾

C. 상장회사에 대해 보유하고 있는 권익 있는 지분이 이미 해당 회사의 발행주식의 50%에 달하거나 이를 초과할 때, 해당 회사에 대해 보유한 권익을 추가 취득하는 것이 해당 회사의 상장 지위에 영향을 미치지 않을 경우.

D. 환매약정식 증권거래(Agreed repurchase type securities trading)²⁴⁰⁾ 계약에 따라 상장회사의 주식을 환매함으로 인하여 한 상장회사에 대하여 보유하는 권익 있는 지분이 해당 회사의 발행주식의 30%를 초과한 것이며, 계약기간 동안 주식의 의결권이 이전되지 않았음을 증명할 수 있는 경우.

E. 보유하고 있던 우선주의 의결권의 회복으로 인하여, 투자가 한 상장회사에 대하여 보유하는 권익 있는 지분이 해당 회사의 발행주식의 30%를 초과하는 경우. 이러한 경우, 인수인이 보유한 의결권 있는 주식

239) 구체적으로 “4. 중국 대륙 공개매수 면제의 특징” 부분에서 상술한다.

240) “환매약정식 증권거래(Agreed repurchase type securities trading)”란 적격 고객이 자신의 증권을 예탁한 증권사에 약정가격으로 매도하고, 향후 일정 일자에 고객이 다른 약정가격에 따라 증권사로부터 해당 증권을 매입하고, 증권사는 고객과 체결한 계약에 따라 해당 매도와 매입 사이의 기간 동안 해당 증권으로 인해 발생한 관련 증식을 고객에게 반환하기로 약정한 거래를 말한다. <환매약정식 증권거래 및 등기계산업무방법(约定购回式证券交易及登记结算业务办法)> 제2조.

은 사실상 변경되지 않은 것으로 인수인의 주주권리의 회복에 불과하다.²⁴¹⁾

(2) 매수자의 주관적 의사에 의하지 아니한 지분 취득의 경우에 있어 서의 공개매수의무 촉발

지분보유비율이 30%를 초과하였으나, 이러한 상황이 매수자의 주관적 추구에 의한 것이 아닌 경우도 존재한다. 이러한 경우, 매수자에게는 지배권을 취득하고자 하는 주관적 고의 또는 진실한 의사표시가 결여되어, 소액주주의 이익을 침해하거나 약탈하려는 주관적 고의가 존재할 가능성이 적다고 볼 수 있다.²⁴²⁾ 구체적으로는 다음과 같은 경우들이 있다.

A. 상장회사가 주주총회에서 승인한 확정가격에 따라 특정 주주로부터 주식을 매수하여 자본을 감소시킴으로써, 해당 투자자가 해당 회사에 대하여 보유하는 권익 있는 지분이 해당 회사의 발행주식의 30%를 초과하는 경우. 이러한 경우 매수자의 지분 취득은 대상회사 자체의 행위에 의한 것이지, 인수자의 의사에 의한 것이 아니다.

B. 투자자가 상장회사의 주주총회 비관련주주의 승인을 거쳐 상장회사가 해당 투자자에게 발행한 신주를 취득하여, 해당 회사에 대하여 보유하는 권익 있는 지분이 해당 회사의 발행주식의 30%를 초과하는 경우. 이는 해당 투자자가 금번에 그에게 발행한 신주를 3년 동안 양도하지 않을 것임을 약속하였고, 회사의 주주대회가 투자자의 공개매수 제안을 면제하는 데 동의한 것을 조건으로 한다. 일반적으로 상장회사의 추가발행은 회사의 발전에 유리하고, 주주 전체가 투자자의 신주 인수에 따른 프리미엄을 공유할 수 있으며, 비관련주주의 승인 및 주주총회 승

241) 高芳姣, 앞의 논문, p.20 참고.

242) 傅玲娜, “法经济学视角下的强制要约收购豁免法律制度研究”, 《前沿》, No. 16 (2010), p.9; 高芳姣, 앞의 논문, p.20 참고.

인, 동의는 주주들이 해당 행위 및 그에 따른 결과를 자발적 수용한다는 것을 의미한다.²⁴³⁾

C. 승계로 인한 경우.

(3) 특수 목적에 의한 인수

의무공개매수 제도는 대상회사의 지배권을 취득한 인수자가 그 지배권을 이용하여 소수주주를 배제하거나 소액주주의 권리에 손해를 주는 것을 방지하기 위한 것으로, 인수자가 인수 과정에서 소액주주의 이익을 해칠 의도가 없음을 증명할 수 있다면 이러한 매수에 대한 공개매수의무를 면제하여 인수의 순조로운 진행을 보장하여야 한다.

인수자가 재무난에 빠진 대상회사를 구제하기 위해 인수한 경우, 인수자는 대상회사 주주의 이익을 손상시키지 않을 뿐만 아니라, 구조조정을 통해 대상회사 주에게 수익을 가져다줄 수 있다는 점을 고려하여 면제를 허용하고 있는데, 이러한 경우에 있어서의 면제는 인수자가 제출한 회생방안이 대상 회사의 주주총회에 의하여 승인되는 것을 전제로 한다. 해당 면제는 또한 인수자가 회사에 대해 보유하고 있는 권익을 3년 동안 양도하지 않을 것임을 약정할 것을 요구하는데, 이는 대상회사의 경영의 안정을 유지하기 위해서이다. 인수자가 인수 완료 후 단기간 내에 자신이 보유한 지분을 양도할 경우, 이는 대상회사 경영층의 *再변경*을 초래하여 대상회사의 소액주주들을 다시 회사 경영 위기로 몰아넣을 가능성 이 높기 때문이다.²⁴⁴⁾

(4) 대상회사의 지배권을 취득할 목적이 없거나 그 목적이 강하지 않

243) 郑晨晖, 《论我国强制要约收购中中小股东权益保护》, 华东政法大学硕士学位论文 (2015), p.24.

244) 高芳姣, 앞의 논문, p.21 참고.

은 경우

이러한 경우, 인수자가 소액주주에게 큰 위협을 조성하지 않은 점에 면제의 합리성이 있다. 구체적으로는 다음과 같은 경우들이 있다.

A. 증권회사, 은행 등의 금융기관이 그 경영범위 내에서 법에 따라 인수, 대출 등의 업무에 진행함으로써, 한 상장회사의 발행주식을 30% 이상 보유하게 될 때, 해당 회사를 실질적으로 지배하고자 하는 행위나 의도가 없고, 특수 관계가 없는 자에게 합리적인 기간 내에 관련 주식을 양도하는 해결방안을 제시한 경우.

B. 상장회사에 대해 보유하는 권익 있는 지분이 해당 회사의 발행 주식의 30%에 달하거나 초과할 때, 전술한 사실이 발생한 날로부터 1년 후, 매 12개월 이내에 그 회사의 발행 주식의 2%를 초과하지 않는 지분을 추가 취득한 경우. 이러한 비교적 오랜 시간에 걸쳐 인수를 진행하는 경우, 인수자가 그 지배적 지위를 취득하거나 보유하는 데 상당한 시간이 소요되기에, 그 기간 동안 소액주주들은 인수자의 지배를 받아들일지 여부를 고려할 충분한 시간을 가지며 회사의 지배 구조를 변경할 기회를 갖게 된다²⁴⁵⁾.

(5) 기타조항(Miscellaneous Provisions) — 증권감독관리위원회의 재량에 따른 면제

위에서 명시한 면제 사유 외에, 중국은 과거의 관행을 유지하여 기타 조항(Miscellaneous Provisions)을 보류하고 있다. 즉, 중국 증권감독관리위원회는 증권시장의 발전 변화에 적응하고 투자자의 합법적인 권익을 보호하기 위해 인정한 기타 상황에 대해서 재량에 의해 면제를 할 수 있다

245) 李炳安, 앞의 논문, p.54 참고.

는 것이다. 이 조항은 증권감독관리위원회에게 재량권을 부여하였으나, 그 재량의 행사에 대한 구체적인 판단 기준을 명시하지 않았고 이를 포괄적으로만 규정하고 있다.

또한, 증권감독관리위원회가 소액주주보호를 위하여 본 기타조항을 적절하게 이용하고 사후감독을 하는 과정에서 일관된 기준으로 인수를 판단하기 위해서는 많은 노력이 필요할 것으로 보인다. 자동면제를 시행하기 전 증권감독관리위원회의 면책신청에 대한 답변을 보면 면책의 판단 기준과 면책사유를 구체적으로 밝히지 아니하는 상황이 대량 존재하여, 기준의 면제 및 감독실행 상황을 감안할 때, 해당 조항으로 인하여 증권감독관리위원회의 행정권한이 확장되는 것이 아닌지, 빈번하고 불투명한 면제로 소액주주들이 실질적인 보호를 받지 못하는 것은 아닌지하는 의구심을 불러일으킬 수밖에 없다.²⁴⁶⁾

2) 면제 절차

면제 제도의 도입 초기에는 모든 면제가 중국 증권감독관리위원회의 승인을 거쳐야 했지만, 그 후 개정 과정에서 면제 신청이 불요하는 자동 면제의 경우를 규정하였고, 2020년 <상장회사 인수관리방법> 개정에서는 면제 사항으로 명시된 경우 자동면제를 받을 수 있게 되었다.²⁴⁷⁾ 이로써 면제절차가 더욱 간이 해졌다.

246) 중국증권감독관리위원회 공식 사이트<<http://www.csrc.gov.cn/>> (首页 > 政务信息 > 政府信息公开 > 主动公开目录 > 按主题查看 > 上市公司监管 > 并购重组 > 上市公司要约收购义务豁免核准, 2023년 1월25일 최종방문)에 공개된 중국증권감독관리위원회의 의무공개매수 면제 허가 답변에는 구체적인 면제 이유 및 적용 기준들이 거의 명시되어 있지 않다. 필자가 2019년 1월1일부터 2020년 1월19일까지(2023년 1월 25일 최종방문 기준, 전술한 사이트에서 최후로 공개된 면제 허가 답변이 2020년 1월 19일에 공개된 것임) 공개된 57개의 의무공개매수 면제받은 사례 관련 법률의견서 또는 인수보고서를 찾아보았을 때 “기타조항”을 이유로 의무공개매수 면제를 신청한 사례는 없었지만, 관련 판단 기준이 명시되지 않은 점을 고려할 때 해당 조항이 남용될 가능성이 존재한다고 본다.

247) 다만, 로펌 등 자문기관의 의견을 제출해야 한다. <상장회사 인수관리방법> 제64조.

면제절차의 간이화에 대하여, 일부 학자는 법률규정을 교묘하게 이용하여 낮은 가격으로 매수제안을 진행하여 실제로 공개매수의무를 탈피하여 소수주주가 퇴출하지 못한 사안²⁴⁸⁾과 마지막 시점에 매수를 포기하여 주가 하락을 초래한 사안²⁴⁹⁾을 분석하며, 낮은 매수 제안가격을 이용한 실질적 공개매수의무의 탈피현상이 나타나는 것은 면제신청 주기가 길고 원가가 높기 때문이라고 주장하면서, 과거 면제를 신청하는데 시간이 오래 걸리고 심사 결과가 불확정적인 부분이 있어서 면제 신청을 하지 않고 이런 선택을 하게 되었기에, 절차가 간이해지면 전술한 탈피현상이 적어질 것이라는 견해를 밝히고 있다.²⁵⁰⁾

그러나, 이러한 견해는 지나치게 낙관적인 측면이 있다. 효율성을 촉진하고자 면제절차를 간이화하려고 하는 의도는 이해할 수는 있으나, 면제조건에 부합하는 기업들의 입장에서 볼 때, 면제조건이 간이해지더라도 면제의 방식으로 전부매수의무를 피면하는 것에는 일정한 비용이 들기 때문에, 매수가격 제한 규정을 보완하지 않는 한 매수자들은 여전히 면제가 아닌 탈피를 선택할 인센티브가 존재하고, 면제조건에 부합되지 않는 기업들은 탈피의 기회가 있는 한 매수제안가격을 이용하여 실질적 공개매수의무를 회피할 가능성이 높다고 본다. 면제의 절차를 간이화하는 것은 면제를 적용하고자 하는 회사들의 면제 원가를 절감하고 감독기관의 사전확인 부담을 절감하고, 매수의 적극성을 촉진하는 데는 의미가 있으나, 이것으로 가격 설정을 이용한 매수탈피를 방지하는 것을 기대할 수는 없다. 따라서 전부매수의무의 소수주주 탈퇴권 보장이라는 제도적 가치를 실현하기 위하여, 가격제한 규정을 이용한 실질적 공개매수의무 탈피 현상을 해결하고자 하는 경우, 매수가격 제한 규제를 보완을 해야

248) 联合钢铁사례.

249) 江苏熔盛사례.

250) 郑晨晖, 앞의 논문, pp.23-24.

지 면제 원가를 낮추는 식으로 이를 해결할 수 없다고 본다.

또한, 면제의 절차가 자동면제로 변경되었기에 증권감독관리위원회는 사중/사후에만 관여하게 되어²⁵¹⁾ 자동면제 규정은 면제의 조건을 법률규정으로 명확히 한 점에서 법치화의 발전이라는 견해가 존재한다.

면제가 어떠한 주체의 판단에 의하여 결정되는 것이 아니라 미리 정해진 명확하고 예측 가능한 규칙에 의하여 결정된다는 것은 법치화로 향한 노력이라고 볼 수 있으나, 기타 조항(miscellaneous provisions)의 존재로 인하여, 실질적으로는 여전히 행정관여의 여지가 존재한다고 볼 수 있다. 또한 사전 관여는 적어지겠지만 사후 부담이 더 커지는 측면도 있는데, 증권감독관리위원회의 과거에 조치를 볼 때 착오적인 자동면제를 사후 감독을 통해 바로잡을 수 있는지에 대해서는 회의적이다. 과거 면제여부의 판단 근거를 잘 제공하지 않은 문제는 면제의 자동화로 인하여 고려사항에서 제외되었지만, 기존 상황을 볼 때, 면제 판단의 세부기준에 대한 설명이 결여되어 있으므로, 관련 규정이 덜 갖추어진 상황에서 자동면제를 실행할 때, 적용 착오가 많을 것으로 예상되고, 사후 감독의 결여로 인한 투기 사안이 더 많아지지 않을까 우려된다. 따라서, 상기 문제들을 고려할 때, 이러한 규정은 법치화의 발전이라고 하기보다 단순한 절차적 간편화를 통해 면제를 용이하게 한 것이 아닌가 하는 의문도 듦다.

4. 중국 대륙 공개매수 면제의 특징

상술한 연혁 및 면제 사유, 절차를 보면 중국의 의무공개매수 면제제도에는 다음과 같은 특징이 있다.

251) 郭峰 等, 앞의 책, p.378.

1) 전반적으로: 면제가 쉽고 면제된 비례가 높음

공개매수의무의 예외상황으로 적용되어야 할 공개매수의무의 면제는 중국 증권시장에서 광범위하게 적용되고 있다. PENG XIWEN(彭希文)²⁵²⁾은 증권감독관리위원회의 공시에 근거하여 2005년부터 2016년까지 중국 대륙의 공개매수의무 촉발 건수 및 면제를 받은 건수를 분석하였는바, 그 통계 결과²⁵³⁾는 다음과 같다.

년도	의무공개매수를 촉발한 사안 수	면제받은 사안 수	공개매수를 한 사안 수	면제 비율 ²⁵⁴⁾
2005	78	73	5	93.59%
2006	164	157	7	95.73%
2007	139	134	5	96.40%
2008	58	57	1	98.28%
2009	129	125	4	96.90%
2010	123	122	1	99.19%
2011	99	98	1	98.99%
2012	45	42	3	93.33%
2013	47	38	9	80.85%
2014	54	52	2	96.30%
2015	30	30	0	100%
2016	28	27	1	96.43%

252) 彭希文, “上市公司强制要约收购豁免法律制度的研究”, 华东政法大学, 硕士学位论文 (2017), p.14.

253) 汤欣&神田秀樹의 연구에 따르면 2004년 1월~2012년 12월 말 까지, 대상회사 30%의 지분을 취득하여 전부매수의무를 촉발한 총 1132개의 사례 중, 증권감독관리위원회의 면제를 받은 사례는 1090개인바, 그 면제비율은 96.29%에 달한다. 汤欣·神田秀樹, 앞의 논문, p35-36 참고.

蔡伟의 연구에 따르면, 2004년 7월~2012년 12월, 공개매수의무를 촉발한 874개의 사례 중 증권감독관리위원회의 면제를 받은 사례는 84개인바, 그 비율은 96.45%에 달하고, 나머지 공개매수의무를 이행한 31개의 사례 중, 8개의 사례는 상장정지의 목적을 가지고 있고, 나머지 23사례 중 15개 사례에서는 시장가격보다 낮은 매수가격을 제시함으로 인하여 공개매수에 응하는 소수주주가 한 명도 없었다. 蔡伟, 앞의 논문, p854-855 참고.

高芳姣의 연구에 따르면, 2010년~2016년(10월 20일까지) 공개매수의무를 촉발한 421개의 사례 중, 증권감독관리위원회의 면제를 받은 것은 400개인바, 면제 비율은 95.0%에 달한다. 高芳姣, 앞의 논문, pp.25-26 참고.

총계	994	955(96.08%)	39(3.92%)
----	-----	-------------	-----------

(2005년-2016년 중국 대륙의 공개매수의무 촉발 건수 및 면제율)

해당 학자의 통계에 따르면, 공개매수의무를 촉발하였으나 증권감독관리위원회로부터 면제받은 비율이 매우 높은 것으로 나타났다. 2005년부터 2016년까지 공개매수의무를 촉발한 사례가 총 994건의 발생하였는데, 그중 증권감독관리위원회의 면제를 받은 것은 총 955건으로 전체 공개매수의무를 촉발한 사례의 96.08%를 차지하였다.²⁵⁵⁾

면제와 의무공개매수 규칙 간의 관계는 예외와 일반규정의 관계여야

254) “면제 비율”은 필자가 彭希文이 통계한 수치에 근거하여 산정한 것임.

255) 高芳姣는 2016년에 발생한 20건의 면제받은 사례의 면제 원인에 대해 분석한 결과, 그중 국유자산의 행정이전을 이유로 공개매수 제안이 면제된 사례가 11개(55%) 있다고 한다. (高芳姣, 앞의 논문, p.27 참고)

필자는 중국증권감독관리위원회 공식 사이트(<http://www.csirc.gov.cn/>, 首页 > 政务信息 > 政府信息公开 > 主动公开目录 > 按主题查看 > 上市公司监管 > 并购重组 > 上市公司要约收购义务豁免核准, 2023년 1월25일 최종방문)에서 2019년 1월 1일부터 2020년 1월 19일까지(2023년 1월 25일 최종방문 기준, 전술한 사이트에서 최후로 공개된 면제 허가 답변이 2020년 1월 19일에 공개된 것임) 공개된 상장회사 의무공개매수 면제에 대한 허가 답변을 확인하였는바, 해당 기간 동안 공개된 중국증권감독관리위원회의 의무공개매수 면제 허가 답변은 총 57개이고, 해당 57개의 답변에서는 모두 구체적인 면제 이유를 기재하지 않았으며 “귀사가 XX(예를 들면 협의양수도, 합병, 국유자산의 이전 등)에 의하여 XX회사(대상회사 명칭) 지분의 XX%(보유지분 비율)를 차지하는 X X주(취득하는 주식 수)의 주식을 보유하는 것에 의하여 발생한 공개매수의무를 면제함을 허가한다”라는 식으로만 기재되어 있다. 전술한 답변에 기재된 인수 원인(또는 방식)이 “국유자산의 행정이전”일 경우 면제 이유가 “국유자산의 행정이전”이라고 짐작할 수도 있겠지만, 기재된 내용이 협의매수 등일 경우 증권감독관리위원회의 면제 허가 답변을 통해 면제된 이유를 전혀 알 수 없기에, 이러한 기재는 면제 사유 또는 면제 근거를 명시하기 위한 것이 아니라 단순히 인수 원인(또는 방식)을 기재한 것이라고 본다. 이와 관련하여, 필자가 상해증권거래소 공식사이트(<http://www.sse.com.cn/>) (2023.1.25. 최종방문) 및 관련 공시 사이트(<http://www.cninfo.com.cn/new/index>) (2023.1.25. 최종방문)에 공개된 의무공개매수 면제에 관한 법률의견서 및 인수보고서 등 관련 문서들에 기재된 내용들을 확인한 결과, 전술한 57건의 사례 중, 국유자산의 행정이전(<상장회사 인수관리방법> 제63조 제1항)을 면제 신청 이유로 하는 사례는 33건(약 57.9%)이고, 실제 지배자의 변동이 존재하지 않음(<상장회사 인수관리방법> 제62조 제1항)을 면제 신청 이유로 하는 사례는 22건(약 38.6%)이며, 주식을 매수하여 자본을 감소시킨 것(<상장회사 인수관리방법> 제63조 제2항)을 면제 신청 이유로 하는 사례는 2건(약 3.5%)이다.

하지만, 기존의 의무공개매수 운영상황을 보면 면제가 일반적인 상황인 듯 양자 간의 관계가 역전되어 있어, 규정과 실무 간에 큰 괴리가 존재한다²⁵⁶⁾. 더 중요한 문제로는, 의무공개매수 규제는 본래 인수자에게 공개매수의무를 부과하여 대상회사 소액주주를 보호하고자 하는 취지에서 비롯된 것인데, 면제의 비율이 높은 만큼, 소수주주의 불이익을 초래할 수 있는 불공정한 면제도 존재할 수 있다는 것이다. 면제 비율이 높은 현상에 대해서는 하기 몇 가지 이유가 제시되고 있다.

(1) 중국의 공정가치와과 효율가치의 우선순위에 대한 고려

입법 취지로부터 볼 때, 의무공개매수 제도는 주로 기업인수시장의 공정가치에 대한 보호를 구현하였고, 의무공개매수의 면제제도는 주로 기업인수시장의 효율적 가치에 대한 보호를 구현하였다. 규칙을 제정 및 적용함에 있어서 가치위계가 존재하므로, 공정성과 효율성 이 두 가지 가치는 항상 동일한 등급으로 취급될 수 없고, 이러한 위계는 사회 발전의 수요에 따라 상시 변화되는데, 중국의 경우에는 “효율 우선, 공정 겸비”를 그 입법정책으로 하고 있는바²⁵⁷⁾, 규칙을 제정 및 적용하는 데 있어서 상장회사의 인수를 격려하는 정책적 지향을 따르고 있다²⁵⁸⁾. 따라서 중국은 이러한 효율을 우선시하고 인수를 격려하고자 하는 지향 하에, 면제의 적용 상황을 넓게 설정하였고, 기타조항(miscellaneous provisions)을 제정하여 유연하게 특별사례에 대해서도 공개매수의무 면제의 기회를 부여하였다고 본다.

256) 高芳姣, 앞의 논문, pp.25-26 참고.

257) 辛振寰, 앞의 논문, p.38 참고.

258) 중국 증권감독관리위원회 상장회사 감독부는 2005년 증권법 및 회사법 개정에 대해, “해당 개정은 인수자의 매수 원기를 대폭 저감하였고, 매수인의 의무를 경감시켰으며, 상장회사의 인수를 격려하는 정책지향을 충분히 구현하였다”고 평가한 바가 있다. 中国证监会上市公司监管部, “评新修订的《公司法》、《证券法》对上市公司基本法律制度的重大调整和意义”, 《中国证券报》(2005.12.1.).

(2) 면제 사유에 있어서의 정책적 편향

A. 국유기업에 대한 정책 편향-소유제 차별

彭希文²⁵⁹⁾은 증권감독관리위원회가 2014-2016년에 공개한 내용을 기초로, 국유기업에 대한 공개매수의무의 면제가 전체 공개매수의무 면제 사례에서 차지한 비율을 분석하였는바, 그 결과는 다음과 같다.

	2014년	2015년	2016년
국유기업 면제 건수/ 총 면제 건수	40.38%	53.57%	62.96%
해당 연도 총 면제 건수	52	30	27

(2014년-2016년 중국의 면제 사례 중 국유기업 면제 비율)

상기 국유기업 면제 비율로부터 보면, 총 면제 건수 중에서 국유기업이 받은 면제가 상당히 큰 부분을 차지하고 있다. 이러한 현상은 면제사유를 정하는 데 있어서 국유기업에 대한 정책적 편향으로부터 비롯된다. 국유기업에 관한 면제사유는 두 가지가 있다.

첫 번째로는 “지분양도가 동일한 실제 지배자의 지배하에 있는 다른 주체 간에 이루어졌고 해당 지분양도가 상장회사의 실제 지배자의 변경을 초래하지 않은 경우”²⁶⁰⁾다. TONGHUASHUN iFinD의 데이터에 따르면, 2020년 7월 31일 기준, A주(인민폐 보통 주식) 국유상장사 수는 약 1100 개인데, 이 중 실제 지배자가 중앙국유기업으로 인정되는 기업이 차지하는 비율은 약 5%이고, 실제 지배자가 중앙국가기관으로 인정되는 기업이 차지하는 비율은 약 3%이며, 실제 지배자가 국무원 국가자산위원회로 인정되는 기업이 차지하는 비율은 약 26%이고, 실제 지배자가 지방

259) 彭希文, 앞의 논문, p.15.

260) <상장회사 인수관리방법> 제62조 제1항 제1호.

정부로 인정되는 기업이 차지하는 비율은 11%, 실제 지배자가 지방 국가자산위원회로 인정되는 기업이 차지하는 비율은 52%, 실제 지배자가 지방 국유기업으로 인정되는 기업이 차지하는 비율은 약 3%이다.²⁶¹⁾ 전술한 데이터를 볼 때, 실제 지배자가 국무원 국가자산위원회나 지방 국가자산위원회로 인정되는 국유상장회사가 다수를 차지하고 있는데, 이는 즉 실제 지배자가 동일한 대량의 국유기업이 해당 조항에 따라 면제를 받을 수 있음을 나타낸다.

국유기업에 관한 두 번째 면제사유는 “국유자산의 무상 이전 · 변경 · 합병”의 경우²⁶²⁾다. 해당 사유는 실제 지배자가 동일한 경우와 어느 정도 경합이 존재하지만 국유기업이 면제를 받을 수 있는 가능성을 더욱 넓혔다.

다만, 국유기업이 동일한 실제 지배자(국가 자산위원회나 지방 자산위원회)의 지배하에 있다고 할지라도, “내부 지배자 문제”는 여전히 존재한다. <중국 자본시장 발전보고서>²⁶³⁾에서는 “국유상장회사의 소유자의 실질적 부재로 내부자 지배의 여건이 이루어졌으며, 회사의 의사결정과 운영은 적절한 견제와 감독을 받지 못하였다. 내부자 지배는 회사의 규범적 운영과 장기적 발전을 저해하고 기업 경영의 단기적 행위를 조장하여 기업 이익의 잠식 및 국유재산의 유실을 초래하였다.”라고 언급하였다. 여기서 “국유상장회사의 소유자의 실질적 부재”란, 국유재산의 소유권은 명의상 국민에게 귀속되지만 실질적인 소유권자는 존재하지 않다는 것을 말한다. 국유지주 상장회사에서, 국유지주 대표인 이사회 맴버는 대리인 역할도 하고 있기에, 일반 경영진과 마찬가지로 주주 이익을 일

261) 金杜研究院,上市公司合规实务 | A股国有上市公司实际控制人认定 <<https://mp.weixin.qq.com/s/C4K6P9nKBBAWQrZFGmlkFw>> (2022.11.03. 최종방문).

262) <상장회사 인수관리방법> 제63조 제1항 제1호.

263) 《中国资本市场发展报告》<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101799/c1003784/content.shtml>> (2022.11.03. 최종방문).

탈할 인센티브가 있으므로, 소수주주의 이익을 손상시키는 상황이 벌어질 수 있다.²⁶⁴⁾ 이러한 관점에서 보면, 국유기업 간의 매수가 실제로 “동일 실제 지배자” 요건에 부합된다고 인정되기 어렵다. 또한 경영진이 변경될 경우, 기업의 실제 경영 의사결정권자도 변경되는 경우가 많은데, 이러한 경우에도 새로운 경영진이 소액주주의 이익을 침해하지 않을 것이라고 기대하기 어렵다.²⁶⁵⁾

이러한 국유기업에 대한 편향은 국유자산의 특수성으로부터 비롯된다 고 해석되고 있다. 즉, 국가가 자원의 최적 배분의 촉진 및 국가 전체 시장경제의 안정적 추진을 위하여 국유재산에 대해 보호 조치를 취할 인센티브가 있고, 이러한 편향적인 정책은 국유기업 간의 자원을 보호하고, 국가 경제 발전의 속도를 보장하기 위하여 제정되었다고 한다.²⁶⁶⁾

하지만, 민간기업과 다르게 국유기업이라는 이유만으로 정책적 우대를 부여하는 것은 형평성에 어긋난다. 현재 중국의 시장 상황은 규정 제정하였을 때와 비해 많이 달라졌는바, 현재는 주로 민간기업이 상장사를 구조조정하려는 의도가 강하고, 실제 인수 사례에서도 민간기업들이 활약하고 있는 상황이다. 이러한 변화 속에서 국유기업이라는 이유만으로 공개매수의무를 면제시키는 정책 편향을 고수하는 것은 대상회사 주주의 보호에 불리한 한편, 기타 인수를 진행하고자 하는 민간기업에게도 불공정하여, 그들의 인수활동 적극성을 저해하거나 그들이 정책을 회피하기 위해 증권시장의 발전에 불리한 조치를 취하는 상황을 초래할 수 있어²⁶⁷⁾, 결국에는 증권시장의 건강한 발전에 불리하다. 따라서, 자본시장의 발전에 따라 국유지분에 대한 보호를 점차 감소하여, 국유지분과 비국유

264) 尹伯成, “我国上市公司的股权结构与内部人控制”, 《财经论丛》, no.6 (2001), pp.1-3 참고.

265) 高芳姣, 앞의 논문, p.29.

266) 彭希文, 앞의 논문, p.16.

267) 王建文, “앞의 논문, p.113 참고.

지분의 보유자의 평등대우를 이루어가는 것이 바람직하다고 본다.

B. 재무난에 처한 대상회사를 구제하는 인수에 대한 면제

〈상장회사 인수관리방법〉 제62조 제1항²⁶⁸⁾ 제2호의 규정에 따르면, 대상회사인 상장회사가 “심각한 재무난²⁶⁹⁾”에 직면해 있으며, 인수인의 구조조정 방안이 대상회사의 주주총회에 의해 승인되었으며, 인수자가 3년 이내에 대상회사에 대해 보유하는 권익을 양도하지 않기로 약속한 경우, 해당 인수자는 공개매수의 방식으로 매수하는 것을 면제받을 수 있다.

해당 규정은 인수자가 재무난에 처한 대상회사를 인수한 후 대상회사를 되살리기 위하여 많은 시간과 금전 비용이 발생할 수 있다는 것을 고려하여, 매수 자체로 인하여 발생하는 대가를 저감시키고자, 공개매수의 무를 면제하고 있는 것이며, 그 입법목적은 대상회사의 위기상황을 살리

268) 〈상장회사 인수관리방법〉 제62조.

제62조 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우, 매수자는 공개매수의 방식으로 지분을 추가 취득하지 않아도 된다.

(1) 인수자와 양도인은 본 주식의 양도가 동일한 실제 지배자가 지배하는 다른 주체 사이에서 이루어졌고, 상장회사의 실제 지배자의 변경을 일으키지 않음을 증명할 수 있는 경우;

(2) 상장회사가 심각한 재정난에 직면해 있으며, 인수인이 제출한 회사 구조조정 방안은 해당 회사의 주주총회에 의해 승인되었으며, 인수인이 3년 이내에 회사에 대해 보유하는 권익을 양도하지 않기로 약속한 경우;

(3) 중국 증권감독관리위원회가 증권시장의 발전변화와 투자자의 합법 권리 보호의 수요를 위해 인정한 기타 경우.

269) 증권감독관리위원회는 “심각한 재무난”을 다음과 같이 정의하고 있다.(중국증권감독 관리위원회 공고[2022]20호 - 상장기업의 심각한 재무난에 관한 〈상장기업의 인수관리방법〉 제62조 적용의견 공표에 관하여 / 中国证券监督管理委员会公告〔2022〕20号—关于公布《上市公司收购管理办法》第六十二条有关上市公司严重财务困难的适用意见)

다음 상황 중 하나에 해당하는 경우, 상장회사가 심각한 재무난에 직면했다고 인정 할 수 있다:

1. 최근 2년 연속 손실.
2. 최근 1년 기말 주주권익이 마이너스임.
3. 최근 1년 손실, 동시에 주요 사업이 반년 이상 중단됨.
4. 중국 증권감독관리위원회가 인정한 기타 상황.

고, 대상회사 주주의 이익을 보호하며, 동시에 자원배치를 업그레이드하기 위해서다.²⁷⁰⁾

하지만 실무적으로 보면, 제도의 취지와 다르게, 이러한 제도는 오히려 투기행위를 초래하고 있다. 많은 감독기관은 현지의 상장회사(shell) 자원을 유지하기 위하여, 면제조건 및 후속 감독에 있어서 재무난에 처한 대상회사를 인수하고자 하는 인수자에 대한 감독을 느슨하게 할 뿐만 아니라, 이러한 매수자들에게 우대정책을 부여하거나 매수자들이 제기한 요구(불합리적인 요구일지라도)들을 들어주는 경향이 있으므로, 이는 시장의 혼란을 조성하고 인수자들의 투기심리를 조장하였다.²⁷¹⁾ 해당 규정의 적용 상황을 볼 때, 대상회사가 심각한 재무난에 빠져있고, 매수자는 “껍데기(shell)”를 취득하기 위하여 해당 회사를 매수하는 경우, 해당 매수자는 이러한 규정에 따라 시간 비용과 금전 비용을 절약할 수 있을 뿐만 아니라, 현지 감독기관의 정책 우대를 받을 수 있으므로, 해당 규정은 오히려 투기적 목적을 가진 매수자에게 절호의 기회를 부여하게 된다. 이러한 매수에 의하여 회사는 위기에서 빠져나오기는 하지만, 다수의 매수자는 단지 “껍데기(shell)”를 취득하기 위한 것이므로, 인수를 완성한 후 단기간적으로 회사의 업적을 제고하여 “껍데기(shell)”를 보존하는 목적을 이룬 다음에는, 특수관계자 거래를 통하여 해당 상장회사를 빙 껍데기로 만드는 경우가 존재하는데, 이러한 경우, 대상회사에서 퇴출하지 못한 소수주주는 결국 손해를 입게 되고, 증권시장에서의 경쟁원리가 원활하게 작동하지 못하게 되며, 증권시장은 결국 부당한 동기를 가지고 있는 매수자들이 돈 모으는 도구로 이용 받게 된다^{272).} 그 외에, 이러한 제도는 성적이 좋은 회사를 인수하고자 하는 인수자에게도 불공

270) 彭希文, 앞의 논문, pp.17-18 참고.

271) 张燕, “上市公司壳资源价值分析”, 《价值工程》, no.26 (2010) 참고.

272) 李炳安, 앞의 논문 참고.

정하다는 견해²⁷³⁾도 있다.

(3) 낮은 촉발점

중국은 현재 30%를 공개매수의무의 촉발 기준으로 삼고 있는데, 중국의 증권시장은 지분이 집중된 점을 고려할 때 촉발점이 지분집중 상태에 비해 낮게 설정되었기에 중국의 면제 비율이 높다는 견해²⁷⁴⁾가 있다. 즉, 상장회사의 지분이 집중된 상태이기에 대상회사의 지배권을 취득하고자 할 때 대부분의 경우에서 매수자는 30%를 초과하는 지분을 취득해야 하되, 촉발점을 30%로 정할 경우, 30%를 취득하였다고 하여 지배자의 지위를 취득한 것이 아니기에, 공개매수의무가 빈번하게 촉발되는 동시에 면제도 많아지게 된다는 것이다.

이에, 일부 학자는 촉발점을 상향 조정하는 것을 그 해결책으로 제시하며, 의무공개매수의 발생 확률을 낮춤으로써 면제 사례의 비율을 낮추는 방안을 제시하였다. 다만, 이러한 방안을 채택하여 촉발점을 상향 조정할 경우, 소액주주가 보호받지 못하는 경우가 많아지는 결과를 초래할 수 있다.

더욱이, 2020년 의무공개매수 면제 관련 규정의 개정으로 인하여 면제를 취득하는데 더 이상 증권감독관리위원회의 동의가 필요 없고 면제 사유에 해당되는 한 상대적으로 간략한 절차만 거치면 면제를 받을 수 있게 되며 면제를 받기 위한 시간과 금전적 비용이 많이 저감되었다. 따라서, 기존의 면제제도 하에서는 촉발점을 상향 조정하여 소수주주의 리스크를 증가시키는 것보다, 기존의 촉발점 비율을 유지하여 촉발점을 초과하였지만 지배권이 변동되지 아니한 경우 자동면제를 하게 하는 것이

273) 彭希文, 앞의 논문, pp.17-18 참고.

274) 向德伟, “论要约收购”, 《会计研究》, no.3 (2005), p.38.

더욱 의무공개매수 제도의 목적에 부합되고 실질적으로 효율 있는 것이라고 본다.

(4) 증권감독관리위원회에 사전 문의

그밖에, 면제율이 높은 것은 매수자가 사전에 증권감독관리위원회의 의견을 문의하였기 때문이라고 하는 의견이 있다. 즉, 실무 중 상장회사를 인수할 때, 매수자는 통상 사전에 증권감독관리위원회의 의견을 문의하여 의무공개매수의 면제를 받을 수 있다는 일정한 확신을 취득하고서야 정식 면제신청을 제출하므로 면제율이 높다는 가설이 존재한다.²⁷⁵⁾ 다만, 홍콩에도 사전 문의가 많이 이루어지고 있다는 점, 사전 문의를 하였다고 면제 조건에 부합되지 않는 매수가 면제조건에 부합하게 되지 않는다는 점, 및 면제율의 산정은 “면제된 사례 / 면제신청 제출한 사례”가 아닌 “면제된 사례 / 의무공개매수를 촉발한 사례”에 의한 것이라는 점을 고려하면, 증권감독관리위원회에 대한 사전 문의는 중국의 의무공개매수 면제율이 높은 중대한 원인이 될 수 없다고 본다.

2) 증권감독관리위원회의 사전공개 부적절 및 사후감독 결여

2019년 증권법(2020년부터 실행)과 2020년 상장회사 인수관리방법(2020년부터 실행) 실행 전, 중국은 공개매수의무의 면제에 있어서 증권감독관리위원회의 동의를 거쳐야 하고, 증권감독관리위원회는 면제여부를 공개해야 하였다. 다만, 증권감독관리위원회가 공개한 정보를 볼 때, 면제의 결정 근거가 거의 기재되어 있지 않다.

또한, 중국 대륙은 의무공개매수 면제제도의 구체적인 조문을 제정할 때, 항상 기타조항(miscellaneous provisions)을 규정하고 있는데, 이는 증

275) 汤欣 · 神田秀樹, 앞의 논문, p.36.

권시장의 급속한 발전에 적응하기 위하여 일정한 공간을 남긴 것이라고 해석되고 있지만, 이러한 재량권을 부여하는 조항은 규제 및 감독기관에게 사익도모 및 권력남용의 기회를 제공할 위험이 있다.

그밖에, 증권감독관리위원회는 공개매수의무를 면제 받은 인수자에게 절차적인 정보공개의무만 요구하고 있을 뿐, 그 후속 행위에 대한 실질적 심사가 부족하다는 점이 지적되고 있다. 예를 들어, 1994년의 LENG GUANG(棱光)사례에서 HENG TONG(恒通)은 5160만 위안의 가격으로 LENG GUANG의 국유주 1200만 주를 매수하여²⁷⁶⁾ HENG TONG의 지분 보유비율이 35.5%를 차지하며 LENG GUANG의 지배주주로 되었다. 원칙에 의하면 HENG TONG은 공개매수의무를 이행해야 하였으나, 면제제도의 연혁부분에서 설명한 바와 같이 증권감독관리위원회는 해당 주식이 비유통주라는 이유로 그 공개매수의무를 면제시켰다. 하지만, HENG TONG은 LENG GUANG을 매수한 후로부터 7년 동안 상장회사의 자산을 임의로 빼돌리며 2001년 LENG GUANG에게 4.89억 위안의 손실을 초래하였고, 그 자산부채율이 335%에 달하였으며, 2001년 12월 31일까지 LENG GUANG은 4.02억 위안의 담보를 부담하고 있는데 피담보자는 모두 HENG TONG과 그 특수관계자였다. 그 후, 2002년 5월 13일, LENG GUANG은 연속 3년의 손해로 인하여 상장정지 당하였는데, 공개된 관련 정보에 따르면, LENG GUANG은 정보공개를 하는 데 있어서 중대한 담보사항 미공개, 중대한 소송사항 미공개 등 규칙 위반 사항이 많이 존재하였고, 이러한 정보공개의 부족으로 인하여 증권시장의 중소주주들은 큰 손실을 입게 되었다고 한다. 그리고 이러한 사례는 이 한 건뿐만이 아니었다.²⁷⁷⁾

276) 매수 후 법인주로 전환함.

277) 马如飞, “恒通掏空棱光案探析”, 《审计与理财》, no.2 (2005); 彭希文, 앞의 논문, pp. 18-20 참고.

상기와 같이 의무공개매수의 면제에 있어서의 증권감독관리위원회의 사전 공개 부적절 및 사후 감독 결여로 인하여, 의무공개매수 제도는 제도 설립 시의 증권시장 발전 촉진 및 소수주주 보호의 기능을 적절하게 실현하지 못하였다. 2019년 <증권법> 개정 및 2020년 <상장회사 인수관리방법>의 개정에 의하여 면제의 방식이 자동면제로 변경되며 증권감독관리위원회의 허가가 필요 없게 되었으나, 과거 허가공지 시 허가근거 및 판단기준 관련 설명이 부족한 점을 고려할 때, 향후 자동면제를 실시함에 있어서 혼란이 발생할 수 있다고 예상된다. 또한, 면제 절차가 자동면제의 방식으로 변경되어 사후 감독이 더욱 중요해졌는데, 기존의 감독상황을 볼 때 자동면제를 실행함으로 인하여 소수주주의 보호가 더욱 부족해질 우려가 있다고 본다.

제3절 제도의 평가 및 개선방향

상기 중국의 의무공개매수 제도를 볼 때, 제도 도입 초반에는 영국의 제도를 참고하고 후반에는 미국의 방식을 참고하고 있다. 중국은 주주의 평등대우, 주주의 자주적 선택 기회의 보장, 내부자 거래 방지, 및 퇴출여부를 선택할 권리 부여 등 점을 고려하여 의무공개매수 제도 관련 규정을 제정²⁷⁸⁾하였으나, 전체적으로 봤을 때, 일본과 동일하게 세부 규제 간의 배합의 부족으로 인하여 의무공개매수 제도를 탈피할 가능성이 존재하고, 예외규정의 대량 존재 등 원인으로 충분한 정보제공을 기초로 한 숙련의 기회 제공, 지배권 프리미엄의 공유 및 소수주주 탈퇴권 보호의 취지를 실제로 실현하지 못하고 있다.

이하 중국의 의무공개매수 제도 규제 목적을 기준으로 중국의 의무공

278) 王瑞贺 主编, 앞의 책, p.136 참고.

개매수 제도에 대해 평가하고 그 개선책을 제시한다.

1) 촉발조건 기준 통일

중국은 “회사 기발행 주식의 30%”와 “회사 주식의 30%” 및 “회사 의결권의 30%”의 다양한 촉발기준을 취하고 있거니와, 해당 촉발기준에 도달하였을 때의 공개매수의무도 다르게 규정하고 있다.

중국이 영국의 규정을 참고하여 지배권의 변동을 그 기준으로 하고 있는 만큼, 그 공개매수의무의 발생은 매수자가 대상회사의 주식을 일정 정도 보유하여 그가 대상회사 주주대회에서 보유하는 의결권이 특정 비례에 도달하였고, 해당 특정 비례가 대상회사의 지배권의 실제 변동을 일으킬 수 있는 수준에 도달하는 것을 기초로 해야 한다. 이러한 내재적 기준을 기반으로 하여, 구체적인 촉발점을 제정할 때 (i) 매수자가 해당 수준의 주식을 보유함으로 인하여 지배권을 취득하는지, 및 (ii) 매수자가 지배권을 취득한 후 의무공개매수를 진행하지 않으면 소수주주의 권리가 침해되는지를 고려해야 한다²⁷⁹⁾.

다만, <증권법>에서 의무공개매수 제도의 촉발점을 “회사 의결권의 30%”로 규정한 상태에서, 하위법인 <상장회사 인수관리방법>에서 공개매수의무의 촉발기준을 “회사 주식의 30%” 또는 “회사 기발행 주식의 30%”로 설정할 때, 실제로 보유하고 있는 의결권은 회사 의결권의 30%에 미치지 못할 수 있다. 중국 상장회사가 아직 주식의 완전한 유통(股本流通)을 실현하지 못하였기에, “회사 주식의 x%”와 “회사 기 발행 주식의 x%”의 의미는 다르며, 상장회사의 기발행한 지분이 회사 자본 총액의 10%, 25%, 50%일 경우, 상응하는 회사 지분은 3%, 7.5%, 15%에 해당되어, 이로 인하여 대상회사 97%, 93%, 85%의 지분을 공개매수할 의

279) 王建文, 앞의 논문, p.55.

무가 주어지는 것인데,²⁸⁰⁾ 이러한 보유비율은 지배권의 변동을 초래할 가능성에 지극히 낮으므로 공개매수의무를 부과할 근거가 부족하다. 따라서, 〈증권법〉 상의 촉발비율에 대한 규정을 보았을 때, 이는 입법상의 착오라고 보면, 촉발점의 기준을 “회사 의결권의 30%”로 통일하는 것이 합리적이라고 본다.

2) 부분매수제도와 전부매수제도의 존폐

중국 역시 일본과 같이 부분매수의무와 전부매수의무를 병행하는 형태를 취하고 있으나, 그 실체는 다르다.

일본은 1/3을 초과하여 매수하자 하는 경우, 공개매수의 방식을 취할 것을 요구하고, 2/3를 초과하여 매수하는 경우 전부매수의무를 요구하고 있는바, 2/3 이상의 비율을 취득하고자 할 때 장내매수 등 경우를 제외하고 일반적으로 전부매수의무를 이행해야 한다.

하지만, 중국은 지분보유비율이 촉발점에 도달하였을 경우, 공개매수의 방식으로 매수를 진행하기만 한다면²⁸¹⁾ 전부매수의무를 부담하지 않아도 되므로, 실제로는 매수자에게 전부매수의무 또는 부분매수의무를 자주적으로 선택할 기회를 부여한 것이다.

이러한 부분매수의무와 전부매수의무를 병행하는 제도에 대하여, 전부매수의무만 보류해야 한다는 견해²⁸²⁾, 부분매수의무와 전부매수의무를 병행시켜야 하는 견해²⁸³⁾ 및 의무공개매수 제도 자체를 취소해야 한다는 견해²⁸⁴⁾가 있다.

280) 唐烈英·唐林垚, 앞의 논문, p.82, 86; 唐林垚, 앞의 논문, pp.86-87.

281) 협의매수 또는 간접매수를 통하여 한 번에 해당 비율을 크로스 할 때 전부매수의무가 강제되는 경우를 제외한다.

282) 李洪亮, 앞의 논문, pp.23-26.

283) 彭希文, 앞의 논문; 汤欣·神田秀樹, 앞의 논문, pp.38-41; 唐林垚, 앞의 논문, pp.84-85, pp.90-92.

284) 李高中·贺小勇, “论我国要约收购制度的完善”, 《法学》, no.7 (1997), p.31.

전부매수의무만 보류해야 한다는 견해는, 부분매수가 인수 비용을 절감하고 효율성을 높이며 회사의 지배권시장 형성에 도움이 될 수 있다는 점을 고려하면 일정한 합리성도 존재하지만, 부분공개매수를 협용할 때, 응모가 매수량 보다 많을 경우, 동일한 가격으로 비례에 따라 매수함으로써 모든 응모주주에게 동일한 조건이 적용될 수 있기는 하나, 응모주주의 탈퇴권은 완전히 보장받지 못하기에 그들은 부득이하게 잔류 지분을 보유하게 된다. 매수가 종료된 후의 주식가격은 매수자의 매수 제안 가격보다 낮은 경우가 많기에, 이러한 잔류지분의 가격이 보장되지 않거나, 공정하게 지분을 매도하여 퇴출하는 것도 보장되지 않는다는 점을 그 이유로 하고 있다.

부분매수의무와 전부매수의무를 병행시켜야 하는 견해는, 전부매수는 소액주주를 보호하는데 최적한 공개매수 방식이기는 하나, 그 촉발점이 낮은 경우 인수 대가가 높기에 인수를 저해하는 결과를 초래할 수 있고, 촉발점이 높은 경우 인수 대가가 저감되기는 하지만 공개매수 자체를 촉발하기 어려움으로 하여 소수주주의 탈퇴권 보호와 주주평등이 이루어지기 어려울 우려가 있다는 점, 및 부분매수도 공개매수의 형식을 취한 것 이기에, 공개매수를 취한 것만으로 협의매수 또는 간접매수보다 공개적이고 투명하여 소액주주의 이익을 손해하는 사적거래를 방지할 수 있는 한편, 공개매수를 통하여 매수 의도를 공개함으로써 대상회사 경영진의 경영효율 제고를 촉진할 수 있기에 부분매수를 보류할 필요가 있다고 주장한다.

의무공개매수 제도 자체를 취소해야 한다는 견해는, 대상회사에 지배주주가 있는 경우 인수자가 지배권을 취득하는 것은 기존 지배주주의 지위를 대체하는 것일 뿐이므로 이는 대상 회사의 소수주주 지위에 영향을 미치지 않고 인수자가 지배권을 취득한 후 꼭 대상회사의 재산을 약탈할

수 있다고 단정할 수도 없으며 인수자가 지배권을 취득한 후 경영관리를 개선하여 회사의 지분가치를 높일 가능성도 충분히 있다는 점, 및 지배권 프리미엄은 지배주주가 상당한 대가를 치르고 창출하거나 유지한 것이고 비교적 높은 감독비용과 리스크를 부담하므로 이를 지배주주가 향유해야지 중소주주와 공유할 필요가 없다는 점, 의무공개매수 제도가 인수자에게 막대한 재무적 압력을 가하여 인수를 저해하게 되는데, 이것은 대상회사의 지배주주의 지위를 더욱 견고하게 하여 오히려 소수주주의 이익 보호에 불리하다는 점, 및 독일 미국 등 기업 인수 활동이 활약적인 나라에서는 이러한 제도를 취하지 않았다는 점을 들어 의무공개매수 제도 자체를 취소해야 한다고 주장하고 있다.

다만, 상기 관점에는 부족한 부분이 존재한다. 우선, 기존에 지배주주가 있어 이미 약탈을 하고 있더라도 새로운 지배주주와 그 정도가 다를 것이고, 지배권이 변경되면서 능력이 있고 오히려 소액주주에게 유리한 판단을 내리는 회사 가치를 상승시키는 주주일 수 있더라도 이는 경영을 시작한 후에야 아는 부분이므로, 이러한 적극적인 가능성이 있다고 하여 소수주주에게 선택의 기회를 부여하지 않는 것은 불합리적이라고 생각된다. 둘째, 회사가 정상적으로 가동되는 과정에서 지배주주는 이미 인사권, 경영권 등을 통해 지배권 자체의 가치를 향유하였으며, 인수로 인해 지배권 전환이 발생할 경우 소수주주의 권리가 수동적으로 불확실해져 위험한 상황에 처할 수 있는데, 이때 지배권 프리미엄을 지배주주만이 향유한다는 점을 강조하는 것은 적절하지 않다.²⁸⁵⁾ 또한, 의무공개매수 제도를 취하지 않고 상대거래에 제한을 가하지 않는 것은 소수주주에게 더욱 불리하고, 미국은 사법보장 및 소액주주에 대한 주주의 신탁의무(fiduciary duty)를 통제하여 소액주주의 이익을 보호하고, 독일은 공서양

285) 李洪亮, 앞의 논문, p.17.

속 이론, 권력남용 이론을 이용하여 소수주주의 권리의 보호하고 있는 한편²⁸⁶⁾ 중국은 이러한 경로를 통한 보호가 미비하다. 따라서, 의무공개 매수 제도를 취하여 소수주주를 보호할 필요가 있다고 본다. 다만, 소수주주를 보호하고자 하는 한도에 따라서 지배권 프리미엄의 분배 여부 및 탈퇴권 보장 여부 등 세부규정을 조정하는 것을 고려할 수 있을 것이다.

3) 의무공개매수의 면제

앞서 설명한 바와 같이, 중국 의무공개매수 제도의 실제운영상황을 볼 때, 국유기업 및 재무난에 처한 회사에 대한 정책 편향에 의해 면제의 비율이 높고, 증권감독관리위원회의 감독이 부족한 한편, 면제를 진행함에 있어서 증권감독관리위원회에게 재량의 여지를 많이 남겨주었다. 면제제도는 본래 소수주주에 대한 과잉보호를 중화하기 위하여 제정한 공개매수의무 부담 예외 상황인데, 이러한 실행현황으로 인하여 오히려 의무공개매수 제도가 형해화 되고 있어, 제도의 목적을 못 이루고 있다. 이에, 공정의 원칙에 따라 면제사유를 설정하고, 증권감독관리위원회의 감독에 대한 요구를 제고하는 한편 법치화를 촉진하여 그 재량의 여지를 감소할 필요가 있다고 본다.

4) 매수가격의 제한

중국의 경우, 일본과 동일하게 디스카운트 매수가 존재한다. 다만, 중국의 경우에는 최저 매수가격 제한의 규정이 이미 존재한다. 그럼에도 불구하고 이러한 낮은 매수가격을 이용한 공개매수의무의 탈피가 존재하는 것은, 중국이 최저 매수가격 제한을 규정하는 동시에 도피가능성을 열어줄 예외규정도 설치하였기 때문이다. 무조건 소수주주에게 높은 매

286) 范建 · 王建文, 앞의 책, p.264.

수가격을 제시하라는 것은 아니지만, 적어도 의무공개매수 제도의 취지를 이를 수 있도록 일정한 가격을 유지할 것을 강제하여 낮은 매수가격 제시로 인한 공개매수의무의 탈피를 방지할 필요가 있을 것이다.

제5장 한국 법 체제 속에서의 도입필요성 및 도입방향

제1절 과거 의무공개매수 제도의 도입 및 폐지

한국 역시 과거에 의무공개매수 제도를 도입한 경험이 있다. 한국은 1997년에 개정한 공개매수 법제에 있어서 경영권 경쟁의 공정성을 도모하고 소모적인 공개매수를 방지하는 차원에서 종전의 공개매수제도를 보완하였는바, 그 일환으로 공개매수를 5%의 강제공개매수 제도와 25% 의무공개매수 제도²⁸⁷⁾를 도입하였다.²⁸⁸⁾

당시의 제도에 따르면, 의결권 있는 주식 등을 일정 기간 동안 유가증권시장 및 협회증개시장 밖에서 일정한 자로부터 매수 등 유상양수를 하고자 하는 자는, 당해 매수 등을 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 주식 등의 총수의 5% 이상이 되는 경우에는 공개매수 하여야 하고, 당해 매수 등을 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 주식 등의 총수의 25% 이상이 되는 경우에는 “주식 등의 총수의 50%에 1주를 더한 수에서 기보유주식 등의 수를 공제한 수” 이상의 주식 등을 의무적으로 취득해야 한다. 즉, 5% 의무공개매수 제도는 5%를 초과하는 주식 등을

287) 1997년 <구 증권거래법> 제21조 (공개매수의 적용대상)에 따르면, 의결권 있는 주식 기타 대통령령이 정하는 유가증권을 대통령령이 정하는 기간 동안 유가증권시장 및 협회증개시장 밖에서 대통령령이 정하는 수이상의 자로부터 매수·교환·입찰 기타 유상양수를 하고자 하는 자는 당해 매수 등을 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 주식 등의 총수의 100분의 5이상이 되는 경우에는 공개매수 하여야 하고; 주식 등의 매수 등을 하고자 하는 자는 당해 매수 등을 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 주식 등의 총수의 100분의 25이상이 되는 경우에는 “주식 등의 총수의 100분의 50에 1주를 더한 수에서 기보유주식 등의 수를 공제한 수” 이상의 주식 등을 공개매수 하여야 한다(즉, “25% 의무공개매수 제도”).

288) 송종준, “公開買受制度의 改善方案”, 『上場協』, 제52호 (2005), pp.18-19.

매수하고자 하는 경우, 공개매수의 방식으로 지분을 취득해야 하는 것을 요구하여 일본의 5%를이나 1/3를과 동일한 성격을 가지고 있는 한편, 25% 의무공개매수 제도는 본인과 특별관계자의 지분을 합하여 새로이 25% 이상의 주식을 취득하거나, 이미 25% 이상을 취하고 있는 자가 추가로 주식을 취득하고자 한 경우에는 반드시 공개매수에 의하여²⁸⁹⁾ 일정 비율이상의 주식 취득을 강제하는 것으로, 장내외를 불문하고 그 취득이 지배권 변동에 이르는 수준일 때에 의무적으로 적용되는 것²⁹⁰⁾이다. 해당 25% 의무공개매수 제도는 당시에 반복적 부분매수의무의 폐해를 시정하고 지배권 변동의 지분거래에 있어서 소수주주에게도 경영권 프리미엄의 분배에 참여할 수 있는 기회를 부여함으로써 주주평등을 실현하고자 하는 등의 취지에서 도입한 것²⁹¹⁾인바, 영국 등 유럽 각국의 의무공개매수제도를 참조하여 제정한 것이다.

다만, 25% 의무공개매수 제도는 도입된 지 1년 만에 1998년 2월 개정법에 의해 폐지되었다. 공식적으로는 적대적 M&A는 물론이고 우호적 M&A에도 적용됨으로써 결과적으로 M&A 기능을 위축시켜 기업 구조조정의 활성화를 저해한다는 점 및 IMF에서 적대적 M&A와 함께 해당 제도의 폐지를 요구하는 점을 해당 제도의 폐지 원인으로 설명하고 있으나²⁹²⁾, 다른 한편, 당시 증권거래법 제200조의 보호를 받아온 기존 대주주들이 제200조의 폐지에 따라 지배권 유지를 위해 지분을 증가하는 과정에서 의무공개매수 제도의 규제에 의하여 상당한 재정적 부담을 느껴

289) 송종준, “의무공개매수(義務公開買受)의 법정책적(法政策的) 함의(含意)와 그 도입(導入) 가능성(可能性)”, 『BFL』, vol. 12 (2005), pp.51-52.

290) 이준섭, “공개매수법에 관한 고찰: 개정 M&A 법의 성찰”, 『상사법연구』, vol. 18, no. 2 (1999), p.349.

291) 송종준, “의무공개매수(義務公開買受)의 법정책적(法政策的) 함의(含意)와 그 도입(導入) 가능성(可能性)”, p.52; 이준섭, “공개매수법에 관한 고찰: 개정 M&A 법의 성찰”, p. 349.

292) 송종준, “公開買受制度의 改善方案”, p.19; 이준섭, “공개매수법에 관한 고찰: 개정 M&A 법의 성찰”, p.351.

이 제도로부터의 불이익을 우려한 기업의 오너 또는 대주주그룹의 강력한 저항도 이 제도의 폐지의 원인 중 하나라고 보는 견해²⁹³⁾도 존재한다.

제2절 의무공개매수 제도의 도입필요성 및 도입방향

1. 한국에서의 의무공개매수 제도의 도입필요성

25% 의무공개매수 제도가 폐지됨에 따라, 현행 증권거래법에는 5% 강제공개매수 제도²⁹⁴⁾만 잔존할 뿐, 본래적 의미의 영국식 의무공개매수 제도는 존재하지 않게 되었다. 5% 강제공개매수 제도에 의하여 거래의 투명성이 일정하게 보장되고 M&A의 활성화의 촉진이라는 목적이 달성되었다고 할 수 있는 한편, 소수주주에게 공평한 기회를 부여하고자 하는 목적과 혼란스러운 M&A의 예방을 통한 증권시장의 기능보호라는 정의와 형평의 법이념은 크게 훼손되었고, 이러한 시장 활동의 측면만 부각시키고 법익보호에 있어서 많은 부분 실패하고 있는 것은 “법”의 역할이 전도되었음을 의미한다는 비판²⁹⁵⁾도 존재한다.

실제로 한국의 경영권 거래를 볼 때, 그 수단으로 주식양수도 거래가 많이 사용되고 있고 지배주주가 존재하는 경우 수수되는 경영권 프리미엄의 가액이 상대적으로 매우 높은 가운데²⁹⁶⁾, 기존의 규정을 볼 때, 회사법에서는 이러한 거래에 대해서는 별다른 주주 보호 수단을 두고 있지 않다.²⁹⁷⁾ 이러한 주주 보호 수단의 부재로 인해 소수주주들이 시장에서

293) 이준섭, “공개매수법에 관한 고찰: 개정 M&A 법의 성찰”, p.351.

294) 증권거래법 제21조 제1항.

295) 이준섭, “공개매수법에 관한 고찰: 개정 M&A 법의 성찰”, p.352, 356.

296) 천경훈, 앞의 논문, p.147; 정준혁, “지배권의 사적이익과 경영권 프리미엄”, p.48.

297) 정준혁, “의무공개매수 제도의 기능과 도입 가능성에 대한 검토”, pp.81-82.

공정하게 대우받지 못하는 일이 늘어나면서 소수주주 보호 문제가 점차 주목받고 있으며, 근래 의무공개매수 제도의 도입에 대한 토론이 활발하게 이루어지고 있다.

기존 기타 입법례들을 참고할 때, 한국은 주식양수도를 통한 지배권 거래의 문제점을 보완하기 위하여, 미국식 소수주주 보호 수단을 취하거나, 영국식의 의무공개매수 제도를 도입하거나, 중국이나 일본과 같은 완화된 의무공개매수 제도 혹은 일정한 변형을 거친 의무공개매수 제도를 도입하는 방법을 택할 수 있다.

미국의 방식을 취하고자 하는 경우, 정보공시 및 경영자의 방위책 등에 관한 관련 규정에 변화를 주어야 할 것이고, 이러한 방식을 취하는 경우, M&A 거래의 활성화를 촉진시키고 소수주주에게 충분한 정보를 제공하여 매수에 참여하는 기회를 부여할 수 있는 한편, 소수주주 보호의 관점에서 볼 때, 소수주주의 탈퇴권은 여전히 충분한 보호를 받지 못하고 매각압력은 여전히 존재하다는 문제가 있다. 또한, 중국과 동일하게 관련 소송제도 및 판례의 축적이 불비하다는 문제가 존재하는데, 미국식 방식을 취하고자 할 때 관련 판례가 축적되어 해당 보호방식이 성숙해질 때까지 상당한 시간이 필요하다는 문제도 존재한다.

영국식 의무공개매수 제도를 도입하는 경우, 일정 지분을 매수하였을 때 잔존한 지분을 모두 매수하도록 하는 소수주주 보호에 치중한 제도를 취함으로써 소수주주의 퇴출 기회를 보장하고 최저 매수가격을 제한하여 지배권 프리미엄의 분배를 보장할 수 있는 한편, 인수 성공 가능 여부의 불확실성 문제, 소수주주의 프리라이딩 문제 및 높은 인수비용으로 인하여 기업의 인수가 저해될 수 있는 문제가 존재한다.

그밖에, 소수주주의 보호를 위하여 의무공개매수 제도를 도입하되, 일정 비율 이상의 주식을 강제로 취득하게 하지 아니하고, 공평한 매도기

회를 제공하는 데서 의무공개매수 제도의 의의 및 법리적 정당성을 찾고 지배권 프리미엄은 분배하지 않는 일본식의 1/3룰을 도입한 기초 상에서 50% 이상 보유자에 대한 공개매수의무를 면제하고 90% 이상 취득 시 강제매수권을 부여할 것을 제안하는 관점²⁹⁸⁾ 및 현재와 같이 market rule에 따라 자유롭게 지배지분 거래에 따른 M&A를 할 수 있지만, 소액주주로 하여금 M&A 관련 정보가 반영되기 전의 시장가격에 보유 주식을 인수회사에 매각할 수 있는 매수청구권(put option)을 행사할 수 있도록 하여 소수주주에게 탈퇴권을 부여하는 변형된 형태의 의무공개매수 제도를 도입할 것을 제안하는 관점²⁹⁹⁾도 제시된 바가 있다.

그리고 2022년 12월 금융위원회는 한국거래소·자본시장연구원과 함께 「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」를 개최하였고, 그 보호방안으로 의무공개매수 제도를 도입할 것임을 발표하였다. 해당 발표에 의하면, 의무공개매수 제도를 도입하게 되면 일반투자를 보호하는 등의 장점이 있으나, 기업 M&A 시장 위축 등 일부 우려의 시각도 있는 상황을 고려하여, 한국은 기업 간 정상적 M&A를 최소화하는 동시에 일반주주의 이익도 보호할 수 있는 제도를 설계하고자 하고 있으며, 구체적으로는 자본시장법상 규율대상인 상장회사를 대상회사로 M&A를 하는 과정에서 주식의 25% 이상을 보유한 최대주주가 되는 경우 잔여 주주를 대상으로 공개매수의무를 부과하여 총 50%+1주 이상(경영권 변경 지분 포함) 매수하도록 하고, 그 공개매수가격은 지배주주와 동일한 가격(경영권 프리미엄 포함)을 적용하도록 하는 방안을 제시하였다.³⁰⁰⁾

298) 송종준, “의무공개매수의 법정책의 합의와 그 도입 가능성”; 송종준, “공개매수제도의 개선방안”; 강희주, 앞의 논문.

299) 정준혁, “M&A에서 주주보호에 관한 연구”, 서울대학교 박사학위논문 (2017), pp.276 -289.

300) 구체적으로 금융위원회 보도자료 “「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」 개최 및 방안 발표” (2022.12) < <https://www.fsc.go.kr/no010101/79136?srchCtgry=&curPage=&srchKey=&srchText=&srchBeginDt=&srchEndDt=>> (2023.01.12).

필자 역시 기존의 정보공개, 이사회 매수방위책에 대한 규정의 불완비 및 관련 판례가 결여된 상황에서, 미국식 소수주주 보호 방식을 도입하는 것보다는 의무공개매수 제도를 도입하여 소수주주를 보호하는 방식을 취하는 것이 더욱 합당하다고 본다. 다만, 과거에 한국에 도입되었던 의무공개매수 제도가 1998년에 인수자의 재정적 부담을 초래하고 M&A 기능을 위축시켜 기업 구조조정의 활성화를 저해한다는 점을 이유로 폐지된 경험을 고려하면, 의무공개매수 제도를 도입하고자 때, 이러한 문제의 재 발생을 피면할 수 있도록, 기존의 비용 높은 영국식 의무공개매수 제도를 그대로 도입하기보다는 그 부족점을 보완하여 적용하여야 할 것이다.

2. 동아시아 주요 시장의 의무공개매수 제도 비교를 통한 한국 도입방향 제시

의무공개매수 제도를 도입하고자 할 때, 전술한 바와 같이 영국의 제도를 그대로 적용할 수는 없을 것이며, 한국의 상황 및 영국식 의무공개매수 제도 본래의 부족점을 고려하여 일정한 변형을 취해야 할 필요가 있다.

우선, 기존의 의무공개매수 제도에 대한 지지와 반대의 입장은 살펴보면 주로 다음과 같다. 의무공개매수 제도를 지지하는 견해는 주로 (i) 주주 평등의 원칙 및 소수주주 이익 보호의 관점에서 지배권 프리미엄을 분배해야 한다는 점, (ii) 지배권이 변동되는 경우, 경영능력의 저하로 인하여 회사 및 주주에게 실질적인 손해를 초래할 수 있고, 지배권의 변동에 의하여 기업의 업무종류가 변경되거나 소수주주들의 투자의지를 위배

최종방문) 참고.

할 수 있기에, 소주주주의 탈퇴권을 보장해야 한다는 점,³⁰¹⁾ (iii) 부분매수가 가능할 경우, 두 단계 매수(two-tier bid)가 가능하게 되어 소주주들은 매각압력 하에서 불합리적인 가격으로 주식을 매도할 가능성이 존재한다는 점³⁰²⁾을 그 근거로 하고 있다.

상술한 의무공개매수 제도를 지지하는 견해 (i)에 대하여 반대론자는 투기적 행동은 M&A의 경우에만 발생하는 것이 아니라 기업지배와 관련된 모든 영역에서 발생할 수 있는 문제이고,³⁰³⁾ 해당 문제를 해결하기 위해서는 의무공개매수 제도를 통하여 소주주에게 지배권 프리미엄을 분배할 것을 강요하고 매수자의 매수부담을 가중시켜 인수를 제한시킬 것이 아니라, 소주주 보호제도의 보완에 중점을 두어야 한다는 점, (ii)에 대해서는 지배주주가 변동된다고 하더라도 소주주의 지위에는 변동이 없고, 신규 지배주주가 기존 지배주주보다 능력이 낮거나 사익을 더 많이 편취할 것이라는 근거도 없으며, 소주주는 회사의 사업운영에 관심을 가지는 경우보다 사안에 대해 무관심하여 제대로 검토하지 않고 의결권을 행사하는 경우가 많고, 지배권의 변동이 발생하지 않더라도 회사의 전략 또는 업무는 변동될 가능성이 존재한다는 점³⁰⁴⁾ (iii)에 대해서는 영미를 놓고 볼 때 이러한 현상이 발생하는 경우가 드물기 때문에 구태여 그러한 경우를 가정할 필요가 없다는 점³⁰⁵⁾을 들어 지지하는 의견을 반박하며, (a) 비용과 수익의 관점에서 볼 때 의무공개매수 제도가 인수

301) Andrews, William D, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", *Harvard Law Review*, vol. 78, no. 3 (1965).

302) Lowenstein, Louis, "Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation", *Columbia Law Review*, vol. 83, no. 2, (1983)

303) Hansen, Jesper Lau, "The mandatory bid rule: The rise to prominence of a misconception", *Scandinavian Studies in Law*, vol.45 (2003)

304) Jennings, Nicholas, "Mandatory Bids Revisited", *The Journal of Corporate Law Studies*, vol. 5, no. 1 (2005).

305) Coffee, John C., Jr, "The Uncertain Case for Takeover Reform: an Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups", *Wisconsin Law Review*, vol. 1988, no. 3, (1988)

비용의 증가를 초래하여 결국에는 인수 활동을 저해할 것이라는 점, (b) 지배권 프리미엄의 분배를 강제할 때 소수주주들의 무임승차 문제로 인하여 지배주주는 더 좋은 매수자를 탐색할 적극성이 낮아지게 된다는 점을 들어 의무공개매수 제도에 대한 반대를 주장하고 있다.³⁰⁶⁾

상기 반박 의견을 볼 때, 투기적 문제가 모든 영역에서 발생한다고 하여 이를 규제할 필요가 없다는 것은 아니고, 소수주주의 지위에는 여전히 변동이 없고 새로운 지배주주가 꼭 회사 가치를 낮추고 사익을 더 많이 편취할 것은 아닐지라도 그러할 가능성은 여전히 존재하기에 소수주주에게 선택의 기회를 부여할 필요가 있으며, 대부분의 소수주주가 회사 경영에 관심이 없고 사안에 대해 무관심하여 제대로 검토하지 않고 의결권을 행사하는 것은 스스로 권리의 행사를 포기한 것으로 소수주주가 그 권리를 행사하지 않기로 했다고 하여 그 권리를 박탈하여서는 안 되고, 해당 시기에 영미에 2단계 매수가 드물다고 하더라도 기타 지역에도 동일한 상황이라는 것을 보장할 수 없다. 즉, 투기적 문제를 규제할 필요성이 존재하고 소수주주의 탈퇴권을 보장할 필요성이 존재하며 2단계 매수에 의한 매각압박을 해소할 필요성이 존재하여, 의무공개매수 제도로 소수주주를 보호하는 데는 합리성이 있다고 본다. 다만, 의무공개매수 제도를 적용할 시 비용 문제 및 무임승차 문제가 발생할 수 있는데, 이러한 상황에 있어서의 지배권 프리미엄 분배 문제를 적절하게 해결할 수 있는 방법을 모색할 필요가 있다.

기존 중국과 일본의 경우, 이미 영국식 의무공개매수 제도 하의 높은 인수비용으로 인하여 기업인수가 저해되는 문제를 염두에 두고, 소수주주를 보호함과 동시에 초래하는 인수비용을 낮추고자, 해당 제도를 일정하게 변형시켜 적용하고 있는바, 한국 의무공개매수 제도의 도입 방식을 모색할 때 우선 일본과 중국의 경험을 참고해 볼 수 있다.

306) 蔡伟, 앞의 논문 참고.

일본은 지분소유구조가 분산적인 편임에도 불구하고 전부매수의무의 촉발기준을 높여 전부매수의무의 촉발 가능성을 낮추었고, 매수가격에 대해 균일성만 요구하고 있을 뿐 별도의 최저가격 규제를 두지 않음으로써 매수비용 저감 기회를 부여한 것으로 보인다. 하지만, 전부매수의무의 촉발점이 높은 원인으로 소수주주들은 완전한 탈퇴권을 취득하기 어려워 여전히 불이익이 존재하는 한편³⁰⁷⁾, 최저 매수가격 규제의 부재로 인하여 마이너스 프리미엄을 이용한 상대거래 및 전부매수의무 탈피 상황도 발생하고 있어, 의무공개매수 제도 도입 시의 규제목적을 달성하지 못하고 있다. 또한, 전부매수의무의 적용여부를 판단할 때에도, 장내매수를 통해 취득하는 주식에 대해 의무공개매수 제도를 적용하지 않는 기준 1/3률의 계산방식을 계속하여 사용하고 있는 점 역시 전부매수의무의 취지와 불합치한 부분이 있다.

중국의 경우, 영국과 달리 지분소유구조가 비교적 집중되어 있음에도 불구하고 영국과 동일하게 30%를 공개매수의무의 촉발기준으로 하고 있다. 중국의 규정에 따르면, 보유주식이 해당 촉발점에 도달했을 때 계속하여 매수하고자 하는 경우 공개매수의 방식으로 매수를 진행하기만 한다면 전부매수의무를 부담하지 않아도 되므로(협의매수 또는 간접매수를 통하여 한 번에 해당 비율을 크로스 할 때 전부매수의무가 강제되는 경우를 제외한다), 실제로는 매수자에게 전부매수의무 또는 부분매수의무를 자주적으로 선택할 기회를 부여한 것이고, 공개매수에 대해 최저 매수가격 제한을 가한 한편 기준가격보다 낮은 가격을 취할 수 있는 경우를 규정하여 최저 매수가격 제한을 탈피할 기회를 마련한 것으로 볼 수

307) 애초에 일본이 1/3률을 도입하는 목적이 소수주주의 완전한 탈퇴를 보호하기 위한 것이 아니라 소수주주에게 공평한 참가기회를 부여하기 위한 것이라는 설명이 있으나, 최저가격 제한의 부재로 인하여 마이너스 프리미엄 거래가 가능하게 되어 소수주주에게는 실질적으로 참여의 기회가 주어지지 않는 것과 마찬가지여서 공평한 참가기회를 부여하고자 하는 목적을 이룰 수 없다.

있으며, 일정한 경우에 매수자에게 전부매수의무를 부여하고 있어 지배권 변동 시 소수주주를 충분히 보호하고자 하는 외관을 가진듯하지만 동시에 의무공개매수를 대량으로 면제시키고 감독기관에 면제 재량권을 부여하여 명시된 면제사유에 부합되지 않는 거래에게도 면제받을 가능성을 열어두었다. 다만, 상술한 규제 및 실제운영방식으로 인하여 매수가 용이해질 수는 있으나, 그 대신 소수주주 보호가 미약하고, 불공정한 대우로 인하여 증권시장의 질서유지 및 장기적인 발전에 불리하다. 따라서 전체적으로 볼 때, 의무공개매수 제도는 중국에서 실제로 그 기능을 다하지 못하고 있다고 볼 수 있다.

상술한 동아시아 기타 시장의 입법 경험 및 시행착오를 참고하고, 한국의 상황을 고려하여, 그리고 전술한 영국식 의무공개매수 제도를 완화하여 적용하고자 하는 관점 및 소수주주에게 M&A 관련 정보가 반영되기 전의 시장가격에 보유 주식을 인수회사에 매각할 수 있는 매수청구권(put option)을 부여하는 변형된 형태의 의무공개매수 제도를 도입할 것을 제안하는 관점을 참고하여, 필자는 지분거래에 의하여 지배권 변동이 발생할 경우, 인수자에게 전부권유의무 및 전부매수의무를 부가하되, 매수가격에 관해서는 지배권 프리미엄의 분배를 구태여 요구하지 않고 소수주주의 매도가격이 일정한 합리적 가격에 도달할 것만을 요구하는, 소수주주의 탈퇴권을 보장하여 매각압력을 해소하는 한편 기존 영국식 규제보다는 비용을 낮출 수 있는 방식을 제시하고자 한다. 구체적으로는 다음과 같다.

1) 촉발점: 지배권의 변동

영국 의무공개매수 제도의 취지는 본래 지배권 변동이 발생하는 경우 소수주주에게 불이익이 발생할 수 있다는 점을 고려하여 소수주주를 보

호하기 위하여 제정된 것이며, 규제 적용의 편의를 위하여 지배권 변동의 기준을 30%로 의제한 것이다.

일본의 경우 역시 지분소유구조가 분산된 편이기는 하나, 이러한 기준에 따르지 아니하고, 특별결의의 통과에 소요되는 지분비율을 고려하여 1/3를 및 2/3를 제정하였다. 이러한 촉발점에 의하여, 매수자는 2/3를 초과하는 주권 등을 취득할 수 있는 경우에만 전부매수의무를 부담하게 되어 인수비용이 저감되는 한편, 해당 기준은 지배권의 변동을 초래하는 비율보다는 높은 지분비율을 요구하고 있어 소수주주는 지배권 변동에 의한 일반적인 사항에 있어서는 보호를 받기 어려운 측면이 있다. 또한, 일본은 1/3를 규제의 산정방식을 적용하며 장내매수를 통한 취득을 전부공개매수제도의 규제범위에서도 제외하고 있는데, 이러한 적용방식은 소수주주의 퇴출권 보장이라는 전부공개매수제도의 취지와 충돌된다.

홍콩의 경우, 명확한 이유 없이, 단지 영국에서 30%의 촉발점을 취하고 있고 해당 비례가 적당할 것 같다고 하며 촉발점을 30%로 취하고 있는데, 이는 다수 회사가 집중적인 지분소유구조를 보유하는 상황 속에서 소수주주를 과잉보호할 우려가 존재한다.

지분소유구조가 비교적 집중적인 중국에서도 영국과 홍콩의 규제를 참고하여 그 촉발점을 의결권 있는 주식의 30%로 정하고 있는 한편, 지배권의 변동이 없는 상황에서는 공개매수의무를 면제시키는 방식을 취하고 있다. 면제사유를 볼 때, 해당 촉발점 역시 지배권의 변동을 고려하여 작성한 것이기는 하지만, 보유 지분이 30%에 달하였지만 지배권의 변동이 발생하지 않은 경우가 많음으로 인하여, 결국 지배권 변동 여부를 판단하여 면제 절차를 거쳐야 하게 되는데, 이는 효율적이지 못한 측면이 있다.

한국의 경우, 역시 지분소유구조가 비교적 집중적이다. 일본과 같이 상장폐지나 조직개편행위 등에 중요한 영향을 끼치는 특별결의에서 의결될만한 중대한 사례가 발생할 수 있는 경우에만 소수주주에게 퇴출권을 부여하거나 장내매수를 공개매수 규제에서 제외하는 것은 소수주주 보호에 부족하여, 지분 취득 방식을 불문하고 매수에 의해 지배권 변동이 발생할 때 퇴출권을 부여하는 것이 바람직하다. 그렇다고 지분소유구조가 비교적 분산적인 영국의 의무공개매수 제도의 촉발점을 그대로 적용한다면 인수비용이 높아질 수 있고, 중국과 같이 면제로 지배권 변동이 발생하지 않은 경우를 제외하더라도 제도의 효율성에 불리하는 문제가 발생할 수 있다. 2022년에 제시된 “한국 의무공개매수제도 도입방안”에서는 의무공개매수의 촉발점을 주식의 25%로 정하였는데, 이는 경영권 획득이 가능한 지분을 수준을 고려하여 제정한 것이다.³⁰⁸⁾ 이러한 구체적인 촉발점 비율을 규정하는 것은 제도의 실제운영의 용이성을 제고할 수 있어 효율성이 높다는 장점이 있기는 하지만, 중국과 같이 촉발점을 초과하여 지분을 취득하였으나 지배권의 변동이 발생하지 않은 경우 어떠한 방식으로 매수자의 불필요한 부담을 덜 수 있는지를 고려해 볼 필요가 있을 것이다.

2) 의무공개매수 촉발시의 매수범위

의무공개매수 촉발시의 매수범위와 관련하여 제일 관건적인 문제는 부분매수를 허용하는지 여부다. 일본과 중국은 부분매수를 허용하는 제도를 취하고 있는데, 이는 매수자의 인수비용을 감소하기 위한 것으로 보인다. 다만, 실제운영상황을 볼 때, 부분공개매수를 허용함으로 인하여

308) 금융위원회 보도자료, “「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」개최 및 방안 발표”(2022.12).

소수주주의 매각압력 문제 및 퇴출권 보장 문제는 여전히 해결되지 못하고, 가격규제의 부족으로 인하여 상대거래를 방지하고자 하는 목적도 이루어지지 못하고 있다.

소수주주의 매각압력을 해소하기 위해서는 완전한 탈퇴권을 부여해야 할 필요가 있고, 부분매수를 허용하여 비례에 따라 퇴출시키는 규제를 적용하는 경우에는 소수주주가 정보에 기반하여 기업을 퇴출하고자 하는 결정을 내렸더라도 일정 정도의 지분이 회사에 잔존함으로 인하여 손실 받을 가능성이 존재한다. 또한, 지배주주의 관점에서 볼 때, 매수자가 높은 매수가격을 제시하는 경우에는 소수주주들도 이에 적극적으로 응하게 되므로 잔존지분이 발생하게 되어 완전히 퇴출하지 못할 수 있고 이로 인하여 불이익이 발생할 수 있기에, 지배주주는 매수에 응할 의향이 작아질 수 있고 결국 M&A 활동이 저해될 수 있다. 한편, 급히 지분을 전부 매도하고자 하는 지배주주는 일본에서 발생하는 마이너스 프리미엄 공개매수의 경우와 같이 매수자와 시장가격 보다 낮은 매수가격을 합의하여 소액주주의 매도기회를 실질적으로 박탈할 가능성이 존재한다³⁰⁹⁾.

따라서 부분매수를 허용하지 않고 전부권유의무 및 전부매수의무를 부과하는 것이 적당하다고 본다. 다만, 인수비용을 절감시키고 인수활동을 촉진하기 위하여, 그 매수가격을 합리한 정도로 설정할 필요가 있을 것이다. 2022년 제시된 “한국 의무공개매수제도 도입방안”에서는 (구) 증권거래법상 규정과 동일하게 경영권 변경 지분을 포함하여 총 50%+1주 이상 매수 의무를 부과하는 방식을 제시하고 있는데,³¹⁰⁾ 이러한 매수물량 규정은 매수자의 매수부담을 덜어 의무공개매수 제도가 인수활동을 저해

309) 이러한 경우, 매수 가격을 소수주주가 공개매수에 응할 마음이 있을 만큼의 수준을 유지할 것을 요구하는 경우, 소수주주가 공개매수에 응함으로써 지배주주는 완전히 탈퇴할 수 없게 되어 다시 앞의 상황으로 돌아가게 된다.

310) 금융위원회 보도자료, “[주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나] 개최 및 방안 발표”(2022.12).

할 가능성을 저감할 수 있으나, 한편, 소수주주의 매각압력 문제 및 퇴출권 보장 문제는 여전히 존재할 수 있다고 본다.

3) 매수가격

기존 동아사아의 각 의무공개매수 제도를 볼 때, 일본은 일본식 공개 매수제도는 영국과 다른 사전규제의 방식을 취하고 있으므로 가격제한을 할 필요가 없다고 생각하여, 가격의 균일성을 요구하되 가격의 하한을 제한하지 않았고, 홍콩은 영국/EU와 동일하게 지배권 프리미엄을 공유하도록 요구하고 있으며³¹¹⁾, 중국은 최저 매수가격에 제한을 두어 프리미엄의 분배를 요구하는 한편, 자문사의 설명을 통해서 그 최저가격보다 낮은 가격을 매수하는 것을 허용하고 있다.

매수가격을 규정함에 있어서 홍콩의 경우와 같이 지배권 프리미엄의 분배를 요구하는 경우, 매수자의 매수비용이 과도하게 커져 매수를 저해할 가능성이 존재하고, 매수가격에 대해 제한을 가하지 않는 경우에는 일본과 같은 디스카운트 공개매수에 의한 실질적인 상대거래가 발생함으로써 상대거래를 통제하고자 하는 의무공개매수의 목적이 이루어지지 못할 수 있고, 저가를 이용한 의무공개매수 탈피 행위가 발생할 수 있다. 그리고 중국과 같이 최저가격 규제를 규정하기는 하였으나 그에 대한 예외규정도 존재하는 경우, 그 예외규정의 본래 목적은 특수 상황에 있어서 인수비용 감소의 기회를 제공하여 인수를 촉진하고자 하는 것일지도, 실제운영 중 이를 역이용하여 가격규제를 탈피할 여지가 존재하게 된다.

전술한 문제점을 일정하게 완화시키는 대책으로, 필자는 소수주주에

311) 홍콩 역시 특별한 경우에는 집행인원의 동의를 거쳐 기준가격보다 낮은 가격으로 매수를 진행할 수 있다. 홍콩 입법례 부분 참조.

대해서만 일정한 “공정한 가격”에 매도제안을 할 것을 강제하고, 지배주의 경우 그 능력에 따라 임의의 가격으로 매도하는 것을 허용하는 방식을 제안한다. 이러한 방식을 취하는 경우, 소수주주에게 일정한 보호를 제공할 수 있는 한편, 지배권 프리미엄을 공유하지 않게 됨으로써 소수주주의 무임승차 문제도 일정하게 해소되어, 지배주주는 더 좋은 매수자를 찾을 인센티브를 가지게 되고, 매수자도 그 협상능력 등에 따라 매수비용을 저감시킬 수 있게 되어 인수활동을 촉진할 수 있을 것이다. 그리고 그 일정한 “공정한 가격”으로는 “해당 매수가 없었을 경우에 있었을 가격” 즉 나카리세바 가격을 기준으로 하는 것을 고려해 본다. 2022년에 제시된 “한국 의무공개매수제도 도입방안”에서는 매수가격으로 지배주주와 동일 가격(경영권 프리미엄 포함)을 제시하고 있는데,³¹²⁾ 이는 영국식과 같이 프리미엄의 분배를 요구하여 가격 측면에서 투터운 보호를 부여하고자 하는 것으로 보인다. 다만, 일본 및 중국의 마이너스 프리미엄 사례의 경험을 고려할 때, 해당 동일가격 규제의 실질적인 작동을 위하여 최저 매수가격에 대해 일정한 제한을 부과해야 할 필요도 있을 것이다.

4) 면제

의무공개매수 제도는 소수주주 이익을 보호하고 주주평등원칙을 유지하는데 의미가 있지만, 다른 한편, 이는 인수 비용을 증가시켜 인수자의 경제적 부담을 증가시키고, 인수 절차를 복잡하게 하며, 인수의 기간을 연장시키고, 인수자의 매수 의욕을 떨어뜨려 상장회사의 인수를 저해할 우려가 존재한다. 의무공개매수 규정의 미비 부분을 보완하고, 여러 주

312) 금융위원회 보도자료, “「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」 개최 및 방안 발표” (2022.12).

체의 이익을 적당하게 조정하고, 불필요한 인수 비용의 증가를 피면하기 위하여, 일본, 홍콩 및 중국에서는 모두 의무공개매수 제도를 설정할 때, 그 면제의 경우도 규정하였다.

지배권이 일시적으로 변동되는 경우와 지배권이 꾀 자의적으로 변동되는 경우 등과 같이, 촉발점을 촉발하는 외관을 가지고 있으나 실제로 소수주주들의 이익을 손해하지 아니할 경우 등을 대비하여, 한국 역시 수요에 따라 일정한 면제제도를 정할 수 있다.

다만, 중국의 경험을 볼 때, 그 의무공개매수의 면제율이 극히 높아 의무공개매수 제도가 실질적으로는 형해화 되고 있다는 지적이 있는데, 이러한 면제 비율이 높은 현상은 주로 중국이 규칙을 제정·적용하는 데 있어서 상장회사의 인수를 격려하는 정책적 지향 및 면제사유를 설정 있어서의 정책적 편향으로부터 비롯된다고 본다. 기존 중국의 면제제도 및 적용상황을 볼 때, 면제 사유를 설정하는 데 있어서 모 유형의 기업에 정책적 편향을 부여하는 것은 평등원칙에 위반한 것으로 시장 경쟁환경의 구축에 불리하고, “기타조항”을 규정하여 감독기관에게 면제에 대한 재량권을 일괄적으로 부여하는 것은 남용을 초래할 우려가 있으며, 면제에 대한 사전·사후 감독의 결여로 인하여 의무공개매수제도의 탈피 및 면제제도를 이용한 투기적 활동이 발생할 가능성도 존재한다.

따라서 의무공개매수 제도의 형해화를 피면하기 위해서, 그리고 증권 시장의 건강한 발전을 위해서는, 면제사유를 설정하는 데 있어서 평등원칙을 준수해야 하고, 감독기관에게 재량권을 부여할 때 홍콩의 방식처럼 재량권을 행사하는 기준을 마련하고 적시 공시를 요구하며 사전 사후의 감독에 주의해야 할 것이다. 그밖에 의무공개매수를 의도적으로 탈피하는 경우에 대해서 엄중한 처벌을 가하거나 신고 경로를 확충하여 감독의 부담을 더는 방법도 있을 것이다.

5) 제도의 합치성

마지막으로 주의해야 할 점은, 일본 및 중국의 입법례 및 실제운영상 환경에서 볼 수 있듯이, 효율성을 위하여 의무공개매수 제도의 일부를 완화할 때, 해당 일부의 완화에만 주목할 것이 아니라, 기타 규정과의 합치성을 고려하고 제도 설계에 있어서 탈피의 가능성을 피면하여, 의무공개매수 제도의 소수주주 보호의 목적을 이를 수 있는 기초상에서 효율성을 추구해야 할 것이다.

제6장 결론

이상, 동아시아 주요 시장의 의무공개매수 제도 및 그 실제운영상황에 대하여 분석해보았다. 의무공개매수 제도는 영국에서 최초 제정되었고, 그 후 많은 나라에서 이를 도입하였으며, 이미 의무공개매수 제도를 도입한 나라에서도 의무공개매수 제도의 존폐에 대해 계속하여 논쟁이 존재하는바, 그 차이점은 주로 소수주주의 보호(공정)와 효율의 충돌에 있다. 앞서 설명한 바와 같이 동아시아의 상황을 볼 때, 일본, 홍콩 및 중국은 기업인수에 있어서 소수주주 권리의 보호하기 위하여 의무공개매수 제도를 도입하였는바, 도입목적 및 참고규제의 차이에 따라 제도 및 실행효과도 각기 다르다. 홍콩의 경우 소수주주를 보호하는 투자환경을 보유하고 있음을 표현하기 위하여 영국 방식과 거의 동일한 제도를 취하고 있고, 일본과 중국의 경우에는 인수의 비용을 낮추고 효율성을 촉진하기 위하여 영국 방식에서 많이 완화된 형태의 의무공개매수 제도를 취하고 있다. 각 시장의 환경이 다르므로, 모든 나라에 모두 완벽히 적용되는 단일의 제도는 없다. 실제로 의무공개매수 제도를 도입함에 있어서 어떠한 방식의 규제를 취하는지, 소수주주의 이익과 시장의 효율 중 어느 측에 치중할지는 입법자의 선택이라고 본다. 다만, 여기서 중요한 것은 한국이 그 어떠한 목적에 의하여 의무공개매수 제도를 도입할 경우, 도입 목적을 이를 수 있도록 세부 규정 요소 간의 조화에 신경 써야 하고, 과거의 실패 경험을 다시 경험하지 않도록 소수주주 보호의 적정선, 효율과 공정의 적정선을 잘 찾아야 할 것이다.³¹³⁾.

313) 의무공개매수 제도를 도입하는 경우 강압성 문제와 무임승차의 문제가 발생할 수 있는데, 관련 해결책에 관해서는 黑沼悦郎, 앞의 책, pp.290-295를 참고할 수 있다.

참고문헌

1. 한국어 문헌

구로누마 에츠로우 저; 권종호 역, 『일본금융상품거래법 입문』, 피앤씨 미디어 (2015).

Reinier Kraakman [외] 지음; 김건식 [외] 옮김, 『회사법의 해부(개정판)』, 소화 (2020).

장희주, “일본의 의무적 공개매수제도”, 『증권법연구』, vol. 18, no. 1 (2017).

김건식, “중국 국유기업의 민영화: 중국 기업지배구조의 서론적 고찰”, 『중국법연구』, 제26집 (2016).

김우찬 · 강정민, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립”, 『경제개혁 리포트』, no. 2010-4 (2010).

노혁준, “경영권 이전에 관한 몇 가지 쟁점: 공개매수에 관한 EU의 제13 지침과 그 시사점”, 『서울대학교 법학』, vol. 48, no. 4 (2007).

송종준, “公開買受制度의 改善方案”, 『上場協』, 제52호 (2005).

송종준, “의무공개매수(義務公開買受)의 법정책적(法政策的) 함의(含意)와 그 도입(導入) 가능성(可能性)”, 『BFL』, vol. 12 (2005).

송종준, “지배권 프리미엄의 공유 문제와 의무공개매수제도”, 『경제법연구』, vol. 11, no. 2 (2012).

송종준, “일본 금융상품거래법상 강제공개매수제도의 제유형과 그 법적 시사점”, 『상사판례연구』, vol. 26, no. 2 (2013).

이준섭, “우리나라 상장회사의 (上場會社) 소유구조에 관한 법적 분석”, 『경영법률』, vol. 8 (1998).

이준섭, “공개매수법에 관한 고찰: 개정 M&A 법의 성찰”, 『상사법연구』, vol. 18, no. 2 (1999).

정준혁, “M&A에서 주주보호에 관한 연구”, 서울대학교 박사학위논문 (2017).

정준혁, “의무공개매수 제도의 기능과 도입 가능성에 대한 검토”, 『증권 법연구』, 제20권 제2호 (2019).

정준혁, “지배권의 사적이익과 경영권 프리미엄”, 『기업법연구』, vol. 33, no. 2 (2019).

천경훈, “한국 M&A의 특성과 그 법적 시사점에 관한 試論”, 『선진상사 법률연구』, no.56 (2011)

2. 중국어 문헌

范健 · 王建文, 《证券法》(第三版), 法律出版社 (2020).

郭锋 等, 《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注(上)》, 中国法制出版社 (2020).

邱灼松, 《强制要约收购制度批判研究—兼论我国收购制度模式选择》(第1 版), 中国法制出版社 (2013).

王瑞贺 主编, 《中华人民共和国证券法释义》, 法律出版社 (2020).

邢会强 编著, 《证券法一本通：中华人民共和国证券法总成》(第二版), 法律出版社 (2022).

叶林, 《证券法》(第四版), 中国人民大学出版社 (2013).

朱宝玲, 《日本金融商品交易法》(第一版), 法律出版社 (2016).

朱锦清, 《证券法学》(第四版), 北京大学出版社 (2019).

蔡伟, “强制要约收购制度的再审视---效率视角下的实证分析”, 《中外法学》, vol.25, No.4 (2013).

程宗璋, “试论上市公司收购中的强制要约制度”, 《郑州经济管理干部学院学报》, no. 01 (2003).

代越, “强制性公司收购要约的若干法律问题”, 《法学评论(双月刊)》, no. 02 (1998).

丁志国 · 苏治 · 杜晓宇, “股权分置改革均衡对价”, 《数量经济研究》, no. 02 (2006).

- 傅玲娜, “法经济学视角下的强制要约收购豁免法律制度研究”, 《前沿》, No. 16 (2010).
- 傅玲娜, “强制要约收购豁免主体与豁免权性质及限制研究”, 《东方企业文化》, No. 15 (2012).
- 高芳姣, “我国强制要约收购豁免规则研究”, 上海交通大学, 硕士学位论文 (2017).
- 关家涛, “我国证券法中上市公司收购法律规定之检讨”, 《财经科学》, no. 02 (2000).
- 官以德, “强制收购要约初探”, 《东南学术》, no. 03 (1998).
- 官以德, “上市公司收购要约的一般理论——一种比较法上的考察”, 《北京市政法管理干部学院学报》, no. 02 (1999).
- 黄辉·王超, “公司收购法的移植与变异:部分要约与投资者保护”, 《投资者》, vol. 7 (2019).
- 黄辉·王超, “证券概念边际的中美比较:《证券法》改革进路评论”, 《多层次资本市场》(中国新三板市场官方期刊), vol.2 (2020)
- 李炳安, “试论强制要约收购豁免”, 《法学论坛》, vol. 18, No. 6 (2003).
- 李晨, “上市公司要约收购立法有待完善—香港与内地上市公司要约收购的法律比较”, 《中国律师》, no. 10 (2003).
- 李东方, “上市公司收购监管制度完善研究—兼评‘《证券法》修订草案’第五章”, 《政法论坛》, vol. 33, no. 06 (2015).
- 李高中·贺小勇, “论我国要约收购制度的完善”, 《法学》, no.7 (1997).
- 李洪亮, “论我国强制要约收购制度的法律完善”, 西南政法大学, 硕士学位论文 (2009).
- 林海, “强制要约收购的正当性及其边界”, 《证券法苑》, 第二十卷 (2017).
- 刘佳璐, “强制要约收购中的中小股东利益保护研究”, 《河南工程学院学报(社会科学版)》, vol. 26, no. 03 (2011).
- 卢鹰旋, “强制要约收购豁免制度的分析与完善”, 西南政法大学, 硕士学位论文 (2016).
- 马其家, “欧盟证券强制要约收购规则及其启示”, 《河北法学》, No. 01 (2008).
- 马如飞, “恒通掏空棱光案探析”, 《审计与理财》, no.2 (2005).

- 苗华，“中国上市公司收购的证券监管研究”，博士学位论文，对外经济贸易大学（2007）。
- 彭希文，“上市公司强制要约收购豁免法律制度的研究”，华东政法大学，硕士学位论文（2017）。
- 秦耀林·张志斌，“香港要约收购制度及案例剖析”，《新财经》，no. 10 (2004)。
- 施婷婷，“美国、英国和中国香港关于上市公司收购的法律规定”，《证券市场导报》，no. 05 (1993)。
- 宋永泉，“上市公司要约收购若干法律问题”，《法律科学》，no. 02 (1997)。
- 宋永泉，“论上市公司公开收购的法律问题”，《中国法学》，no. 05 (1999)。
- 孙建冬·周滢，“恒通收购棱光：‘买壳上市’的实证研究”，《证券市场导报》，no. 04 (1998)。
- 唐林垚，“我国上市公司要约收购制度评析”，《社会科学》，2017年第10期 (2017)。
- 唐林垚，“我国要约收购及触发点的保留与改进—兼析与欧美上市公司收购规则的比较”，《政法论丛》，no. 3 (2018)。
- 唐烈英·唐林垚，“论我国上市公司要约收购之抑扬—兼评《证券法》第88条第1款”，《社会科学研究》，no. 05 (2018)。
- 谈萧，“内地与香港证券市场一致行动制度比较研究”，《特区经济》，no. 02 (2006)。
- 汤欣·神田秀树，“公开要约收购的法律规制：从中国到日本”，《清华法学》，vol. 13, no. 2 (2019)。
- 王建文，“强制要约收购制度发展、评价与适用—基于经济法的视角”，《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学版)》，no. 03 (2005)。
- 王志强，“要约收购在中国的异化及其后果分析”，《中国经济问题》，no. 03 (2006)。
- 向德伟，“论要约收购”，《会计研究》，no.3 (2005)。
- 辛振寰，“强制要约收购制度论”，《当代法学》，no.10 (2002)。
- 熊进光，“上市公司收购若干法律问题研究——兼评《证券法》立法缺陷及其完善”，《江西财经大学学报》，no. 05 (2000)。
- 薛人伟，“论中国强制要约收购制度之合理性—从法经济学视角分析”，《中

- 外法学》，vol.31, no.5 (2019).
- 严利东，“论我国上市公司强制要约收购制度”，《湖南经济管理干部学院学报》，no. 02 (2006).
- 杨慧，“论强制要约收购与中小股东利益保护”，华东政法大学，硕士学位论文 (2014).
- 叶敏·朱冬云，“论我国上市公司强制要约收购制度之完善”，《学术交流》，No. 12 (2012).
- 尹伯成，“我国上市公司的股权结构与内部人控制”，《财经论丛》，no.6 (2001).
- 虞政平，“论要约收购的基本法律问题”，《法学》，no. 01 (1998)
- 张舫，“强制要约收购制度及我国相关立法”，《证券市场导报》，no. 11 (1999).
- 张文国，“论强制性公司要约收购制度的基本法律问题”，《山东法学》，no. 05 (1999).
- 张燕，“上市公司壳资源价值分析”，《价值工程》，no.26 (2010).
- 郑晨晖，“论我国强制要约收购中中小股东权益保护”，华东政法大学,硕士学位论文 (2015).
- 郑彧，“上市公司收购法律制度的商法解读”，《环球法律评论》，vol. 35, no. 05 (2013).
- 朱广东，“强制性公司要约收购条件刍议”，《江苏商论》，no. 06 (2003).
- 朱谦，“中国内地与香港上市公司收购制度之比较”，《港澳经济》，no. 09 (1996).
- 朱筠笙，“买壳上市、接管威胁与上市公司亏损”，《中国社会科学院研究生院学报》，no. 01 (2001).

3. 일어 문헌

アンダーソン・毛利・友常法律事務所 編, 『ANALYSIS 公開買付け』, 商事法務 (2009).

飯田秀総, 『公開買付規制の基礎理論』, 商事法務 (2015).

池田唯一 等, 『金融商品取引法セミナー : 公開買付け・大量保有報告編』, 有斐閣 (2010).

岩原紳作・山下友信・神田秀樹, 『会社・金融・法(下)』, 商事法務 (2013).

岸田雅雄, 『金融商品取引法』, 新世社 (2010).

岸田雅雄 監修, 『注釈金融商品取引法』(第一巻), 金融財政事情研究会 (2011).

黒沼悦郎, 『金融商品取引法』, 有斐閣 (2016).

河本一郎・関要 監修, 『逐条解説証券取引法』, 商事法務 (2008).

河本一郎・大武泰南 著, 『金融商品取引法読本』, 有斐閣 (2011).

近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎 著, 『金融商品取引法入門』, 有斐閣 (2016).

齊藤将彦 [ほか] 編著, 『逐条解説・2014年金融商品取引法改正』, 商事法務 (2015).

桜井健夫・上柳敏郎・石戸谷豊, 『新・金融商品取引法ハンドブック : 消費者の立場からみた金商法と関連法の解説』, 日本評論社 (2011).

証券法研究会 編, 『金商法大系. 1, 公開買付け(1)』, 商事法務 (2011).

田中亘・森濱田松本法律事務所, 『日本の公開買付け : 制度と実証』, 有斐閣 (2016).

中村直人, 『M&A取引等のための金融商品取引法』, 商事法務 (2008).

長島・大野・常松法律事務所 編, 『公開買付けの理論と実務』, 商事法務 (2016).

日野正晴, 『詳解 金融商品取引法』, 中央経済社 (2016).

森・濱田松本法律事務所, 『M&A法大系』, 有斐閣 (2015)

飯田秀総, “公開買付価格の均一性の解釈論”, 『神戸法學雑誌』, vol. 63, no. 3 (2013).

岩倉正和, “競合的公開買付け状況にある対象上場企業の取締役の行動準則・規範等:ユニゾHDのEBO及び島忠の競合的TOB等の事案を基に”, 『一橋法学』, vol. 20, no. 1 (2021).

- 宇野淳・神山直樹, “株主保有構造と流動性コスト： 投資ホライズンの影響”, Waseda University Institute of Financial Studies, Working Paper Series, WIF-09-002 April (2009).
- 梅根嗣之, “株式公開買付における支配権プレミアム—特別決議議決権との関連性”, 『経済と経営』, Vol.52 (2022).
- 大橋良生・高橋美穂子, “株式公開買付における買収プレミアムに対する事前交渉の影響—全部買付案件と部分買付案件との比較”, 『青森公立大学経営経済学研究』, vol. 19, no. 2 (2014).
- 小澤宏貴・池田直史・井上光太郎, “個人投資家の参照点と株式公開買付け価格”, 『経営財務研究』, 第35巻 第1.2合併号 (2015).
- 兼田克幸, “公開買付制度の意義及び諸課題”, 『經濟學研究』 vol. 58, no. 1 (2008).
- 河瀬宏則, “実質的な相対取引をシグナルする負の公開買付プレミアム”, 『横浜市立大学論叢. 社会科学系列』, vol. 71, no. 2 (2019).
- 神田秀樹, “上場会社に関する会社法制の将来”, 『金融法務事情』, vol. 71, no. 2 (2010).
- 小林成光, “支配権の取得を目的とする株式買付-イギリス法”, 『大阪市立大学法学雑誌』, vol. 28, no. 2 (1982).
- 小林成光, “強制的公開買付制度とイギリス法(1)”, 『最先端技術関連法研究』, Vol.9-10 (2011).
- 小林成光, “強制的公開買付制度とイギリス法(2)”, 『最先端技術関連法研究』, Vol.12 (2013).
- 杉浦慶一, “日本におけるゴーイング・プライベートと再上場: トーカロとキトーの事例分析,” 年報経営分析研究, vol. 25 (2009).
- 鈴木一功, “なぜ日本では市場価格より低いTOBが成立するのか,” 金融財政事情, vol. 58, no. 35 (2007).
- 高橋美穂子・大橋良生, “株式公開買付の実務と制度改正後の傾向”, 『地域政策研究』(高崎経済大学地域政策学会), vol. 16, no. 3 (2014).
- 田村俊夫, “買収合意で乾杯するのはまだ早い：米国上場企業事例からのインプリケーション”, 資本市場リサーチ, Vol.46 (2018).
- 津田裕介, “二段階買収において全部取得条項付種類株式を用いた株式取得価格につき、先行した公開買付価格を公正とした事案: 大阪地裁平成

- 二九年一月一八日決定金判一五二〇号五六頁(エスパンス事件)”, 阪大法学, vol. 68, no. 1 (2018).
- 濱村実子, “公開買付価格における株主平等取扱いの要請と支配権取引原則との交錯点の検討: Best-Price Ruleの考察を中心に”, 『金沢法学』, vol. 57, no. 2 (2015).
- 広瀬純夫・柳川範之・齊藤誠, “企業内キャッシュフローと企業価値: 日本の株式消却に関する実証分析を通じての考察”, 『経済研究』, vol. 56, no. 1 (2005).
- 宮島英昭, “日本のM&Aの経済分析: その国際的特徴と経済的役割”, RIETI Discussion Paper Series 07-J-026 (2007).
- 山本達司, “市場の非効率性とTOB戦略”, 『管理会計学』, vol. 17, no. 2 (2009).
- 佑児田中・士朗増田, “株式公開買付における最適なプレミアムについて: 実データに基づいた考察”, 『日本経営工学会論文誌』, vol. 59, no. 2 (2008).

4. 영어 문헌

- Alan Au, “Hong Kong Code on Takeovers and Mergers: Toothless Watchdog of Handmaiden of Equality”, *Hong Kong Law Journal*, vol. 17, no. 1 (1987).
- Andrews, William D, “The Stockholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”, *Harvard Law Review*, vol. 78, no. 3 (1965).
- Cai Wei, “The MBR, hostile takeovers and takeover defences in China”, Thesis(S.J.D) - University of HongKong (2011).
- Chao Xi, “The Political Economy of Takeover Regulation: What Does the Mandatory Bid Rule in China Tell Us?”, *Journal of Business Law*, issue2 (2015).
- Coffee, John C., Jr, “The Uncertain Case for Takeover Reform: an

- Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups”, *Wisconsin Law Review*, vol. 1988, no. 3 (1988).
- David C. Donald, “Evolutionary development in Hong Kong of transplanted UK-origin takeover rules”, *The Chinese University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper* (2015).
- Hansen, Jesper Lau, “The mandatory bid rule: The rise to prominence of a misconception”, *Scandinavian Studies in Law*, vol.45 (2003).
- Huang, Robin Hui, and Charles Chao Wang. “The Mandatory Bid Rule Under China’s Takeover Law: A Comparative and Empirical Perspective”, *The International Lawyer*, vol. 53, no. 2 (2020).
- Jennings, Nicholas, “Mandatory Bids Revisited”, *The Journal of Corporate Law Studies*, vol. 5, no. 1 (2005).
- Joseph Lee, ”The Current Barriers to Corporate Takeovers in Japan: Do the UK Takeover Code and the EU Takeover Directive Offer a Solution?”, *European Business Organization Law Review*, vol. 18 (2017).
- L. A. Bebchuk, “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, no. 4 (1994).
- Lowenstein, Louis, “Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation”, *Columbia Law Review*, vol. 83, no. 2 (1983).
- Puchniak, Dan W, and Umakanth Varottil, “Related Party Transactions in Commonwealth Asia: Complicating the Comparative Paradigm”, *Berkeley Business Law Journal*, vol. 17, no. 1 (2020).
- S. S. Churk, “‘Mandatory’ public takeover bids in Hong Kong: the case of China Oriental”, *Capital Markets Law Journal*, vol. 17, no. 2(2022).
- Varottil, Umakanth, and Wat Yee Wan, “The Divergent Designs of Mandatory Takeovers in Asia”, *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, vol. 55, no. 1 (2022).

5. 기타 참고 자료

금융위원회 보도자료, 「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」 개최 및 방안 발표(2022.12).

<<https://www.fsc.go.kr/no010101/79136?srchCtgry=&curPage=&srchKey=&srchText=&srchBeginDt=&srchEndDt=>>

卞耀武 主编, 《中华人民共和国证券法释义》

<http://www.npc.gov.cn/npc/c2202/flsyywd_list.shtml>

金杜研究院,上市公司合规实务 | A股国有上市公司实际控制人认定

<<https://mp.weixin.qq.com/s/C4K6P9nKBBAWQrZFGmlkFw>>

中国证监会上市公司监管部, “评新修订的《公司法》、《证券法》对上市公司基本法律制度的重大调整和意义”, 中国证券报 (2005.12.01.)。

中国证券监督管理委员会关于珠海恒通置业股份有限公司 《豁免全面收购义务申请报告》的批复(证监发字[1994] 56号)

<<http://www.lscps.gov.cn/html/14900>>

《中国资本市场发展报告》

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101799/c1003784/content.shtml>>

The Hong Kong Institute of Chartered Secretaries (HKICS), “兼併與收購指引” (2020.05)

アンダーソン・毛利・友常法律事務所, “公開買付けに関する諸論点⑧ - ディスカウント TOB-” (2021).

<https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins1_pdf/210831.pdf>

金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」(2005년 7월).

金融審議会金融分科会第一部会「公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について～」(2005년 12월).

当社親会社の株式会社焼肉屋さかい株式の公開買付による株式譲受の合意書締結に関するお知らせ (2007년 4월19일)

<http://ke.kabupro.jp/tsp/20070419/141308b0_20070419.pdf>

Practice Note 19 (PN 19) (2019.09).

<https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/CF/pdf/Practice_Notes/PN19-revised-ENG-0930.pdf?rev=2416615f8eee4d7e847430699bc690ba&hash=FBF0891FEBCEB8AABCC616591F5EC089>

Practice Note 21 (PN21) (2016.05).

<https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/CF/pdf/Practice_Notes/Practice-Note-21-Final-English-version.pdf?rev=a37d881de55c4e769dc5a2c9083cf0ff&hash=BC99A0AD01AB18A65A68A227D12A1D03>

Practice Note 23 (PN 23) (2021.12).

<https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/CF/pdf/Practice_Notes/Practice-Note-23-ENG-20211217.pdf?rev=a1132ffd7e749fab3094524ca71e958&hash=F30DE0A38F912EFDD1C5B1523DFAD7B0>

SFC, Consultation Paper on a Review of the Codes on Takeovers and Mergers and Share Repurchases (2001.04).

<<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/takeovers-and-mergers/doc?refNo=01CP5>>

THE TAKEOVER PANEL, RULE CHANGES (1998)

<<https://www.thetakeoverpanel.org.uk/download/1998-10?wpdmdl=8245>>

부록 - 본 논문 관련 일본, 중국 대륙, 중국 홍콩 주요 법조문

1. 일본 (일본어-한국어 번역)

금융상품거래법 제27조의2 제1항, 제2항, 제5항

(発行者以外の者による株券等の公開買付け)	(발행자이외의 자에 의한 주권 등의 공개매수)
<p>第二十七条の二 その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるもの（以下この章及び第二十七条の三十の十一（第五項を除く。）において「株券等」という。）について有価証券報告書を提出しなければならない発行者又は特定上場有価証券（流通状況がこれに準ずるものとして政令で定めるものを含み、株券等に限る。）の発行者の株券等につき、当該発行者以外の者が行う買付け等（株券等の買付けその他の有償の譲受けをいい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。）であつて次のいずれかに該当するものは、公開買付けによらなければならない。ただし、適用除外買付け等（新株予約権（会社法第二百七十七条の規定により割り当てられるものであつて、当該新株予約権が行使されることが確保されることにより公開買付けによらないで取得されても投資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして内閣府令で定めるものを除く。以下この項において同じ。）を有する者が当該新株予約権を行使することにより行う株券等の買付</p>	<p>제27조의2 ① 그 주권, 신주예약권부 사채권 및 그 밖의 유가증권으로서 시행령으로 정하는 것(이하 이 항 및 제27조의30의11(제5항 제외)에서 “주권 등”이라 한다.)에 관하여 유가증권보고서를 제출하여야 하는 발행자 또는 특정 상장유가증권(유통상황이 이에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 것을 포함하며, 주권 등에 한한다.) 발행자의 주권 등에 대하여, 해당 발행자 이외의자가 행하는 매수 등(주권 등의 매수 및 그 밖의 유상의 양수를 말하며 이와 유사한 것으로서 정령으로 정한다. 이하 이 절에서 동일.)으로서, 다음의 어느 하나에 해당되는 것은 공개매수에 의하여야 한다. 다만, 적용제외매수 등(신주예약권(회사법 제277조의 규정에 의하여 할당되는 것으로서, 해당 신주예약권이 행사되는 것이 확보됨으로써 공개매수에 의하지 아니하고 취득되더라도 투자자 보호를 위하여 지장이 발생하지 아니한다고 인정되는 것으로서 내각부령으로 정하는 것을 제외한다. 이하 이 항에서 동일.)을 가진자가 해당 신주예약권을 행사함으로써 행하는 주권 등의 매수 등, 주권 등의 매수 등을 하는 자가 그 자의 특별관계자(제</p>

<p>け等、株券等の買付け等を行う者がその者の特別関係者（第七項第一号に掲げる者のうち内閣府令で定めるものに限る。）から行う株券等の買付け等その他政令で定める株券等の買付け等をいう。第四号において同じ。）は、この限りでない。</p> <p>一 取引所金融商品市場外における株券等の買付け等（取引所金融商品市場における有価証券の売買等に準ずるものとして政令で定める取引による株券等の買付け等及び著しく少數の者から買付け等を行うものとして政令で定める場合における株券等の買付け等を除く。）の後におけるその者の所有（これに準ずるものとして政令で定める場合を含む。以下この節において同じ。）に係る株券等の株券等所有割合（その者に特別関係者（第七項第一号に掲げる者については、内閣府令で定める者を除く。）がある場合にあつては、その株券等所有割合を加算したもの。以下この項において同じ。）が百分の五を超える場合における当該株券等の買付け等</p> <p>二 取引所金融商品市場外における株券等の買付け等（取引所金融商品市場における有価証券の売買等に準ずるものとして政令で定める取引による株券等の買付け等を除く。第四号において同じ。）であつて著しく少數の者から株券等の買付け等を行うものとして政令で定める場合における株券等の買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が三分の一を</p>	<p>7항 제1호에 열거하는 자 중 내각부령으로 정하는 자에 한한다.)로부터 행하는 주권 등의 매수 등 및 그 밖의 정령으로 정하는 주권 등의 매수 등을 말한다. 제4호에서 동일)은 그러하지 아니하다.</p> <p>1. 거래소 금융상품시장 밖에서의 주권 등의 매수 등(거래소 금융상품시장의 유가증권의 매매 등에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 거래에 의한 주권 등의 매수 등 및 현저하게 소수의 자로부터 매수 등을 하는 것으로서 정령으로 정하는 경우의 주권 등의 매수 등을 제외한다.) 후, 그자의 소유(이에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 경우를 포함한다. 이하 이 절에서 동일.)와 관련된 주권 등의 주권 등 소유 비율(그자에게 특별관계자(제7항 제1호에 열거하는 자에 대해서는 내각부령으로 정하는 자를 제외한다.)가 있는 경우에는 그 주권 등 소유 비율을 가산한 것. 이하 이 항에서 동일)이 100분의 5를 초과하는 경우에, 해당 주권 등의 매수 등</p> <p>2. 거래소 금융상품시장 밖에서의 주권 등의 매수 등(거래소 금융상품시장의 유가증권의 매매 등에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 거래에 의한 주권 등의 매수 등을 제외한다. 제4호에서 동일.)으로서 현저하게 소수의 자로부터 주권 등의 매수 등을 하는 것으로서 정령으로 정하는 경우의 주권 등의 매수 등 후에 그자의 소유와 관련된 주권 등의 주권 등 소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우의 해당 주권 등의 매수 등</p>
---	---

<p>超える場合における当該株券等の買付け等</p> <p>三 取引所金融商品市場における有価証券の売買等であつて競売買の方法以外の方法による有価証券の売買等として内閣総理大臣が定めるもの（以下この項において「特定売買等」という。）による買付け等による株券等の買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が三分の一を超える場合における特定売買等による当該株券等の買付け等</p> <p>四 六月を超えない範囲内において政令で定める期間内に政令で定める割合を超える株券等の取得を株券等の買付け等又は新規発行取得（株券等の発行者が新たに発行する株券等の取得をいう。以下この号において同じ。）により行う場合（株券等の買付け等により行う場合にあつては、政令で定める割合を超える株券等の買付け等を特定売買等による株券等の買付け等又は取引所金融商品市場外における株券等の買付け等（公開買付けによるもの及び適用除外買付け等を除く。）により行うときに限る。）であつて、当該買付け等又は新規発行取得の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が三分の一を超えるときにおける当該株券等の買付け等（前三号に掲げるものを除く。）</p> <p>五 当該株券等につき公開買付けが行われている場合において、当該株券等の発行者以外の者（その者の所有に係る株券等の株券等所有割合が三分の一</p>	<p>3. 거래소 금융상품시장에서의 유가증권의 매매 등으로서 경매매매의 방법 이외의 방법에 의한 유가증권의 매매 등으로서 내각총리대신이 정하는 것 (이하 이 항에서 “특정매매 등”이라 한다.)에 의한 매수 등에 의한 주권 등의 매수 등 후에 그자의 소유와 관련된 주권 등의 주권 등 소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우의 특정매매 등에 의한 해당 주권 등의 매수 등</p> <p>4. 6개월을 초과하지 않는 범위 내에서 정령으로 정하는 기간 내에 정령으로 정하는 비율을 초과하는 주권 등의 취득을 주권 등의 매수 등 또는 신규발행 취득(주권 등의 발행자가 새로 발행하는 주권 등의 취득을 말한다. 이하 이 호에서 동일.)에 의하여 행하는 경우(주권 등의 매수 등에 의하여 행하는 경우에는 정령으로 정하는 비율을 초과하는 주권 등의 매수 등을 특정매매 등에 의한 주권 등의 매수 등 또는 거래소 금융상품시장 밖의 주권 등의 매수 등(공개매수에 의한 것 및 적용제외매수 등을 제외한다.)에 의하여 행하는 경우에 한한다.)으로서 해당 매수 등 또는 신규발행취득 후, 그자의 소유와 관련된 주권 등의 소유비율이 3분의 1을 초과하는 때의 해당 주권 등의 매수 등(전3호에 열거된 것을 제외한다.)</p> <p>5. 해당 주권 등에 대하여 공개매수가 이루어지고 있는 경우, 해당 주권 등의 발행자 이외의 자(그자의 소유와 관련된 주권 등의 주권 등 소유비율이 3분의 1을 초과하는 경우에 한한다.)가 6개월을 초과하지 않는 범위 내에서 정령</p>
--	---

<p>を超える場合に限る。) が六月を超えない範囲内において政令で定める期間内に政令で定める割合を超える株券等の買付け等を行うときにおける当該株券等の買付け等(前各号に掲げるものを除く。)</p> <p>六 その他前各号に掲げる株券等の買付け等に準ずるものとして政令で定める株券等の買付け等</p> <p>2 前項本文に規定する公開買付けによる株券等の買付け等は、政令で定める期間の範囲内で買付け等の期間を定めて、行わなければならない。</p> <p>... ...</p> <p>5 第一項本文に規定する公開買付けによる株券等の買付け等を行う場合には、前三項の規定その他この節に定めるところによるほか、政令で定める条件及び方法によらなければならぬ。</p>	<p>으로 정하는 기간 내에 정령으로 정하는 비율을 초과하는 주권 등의 매수 등을 할 때의 해당 주권 등의 매수 등(전 각 호에 열거하는 것을 제외한다.)</p> <p>6. 기타 전 각 호에 열거한 주권 등의 매수 등에 준하는 것으로서 정령으로 정하는 주권 등의 매수 등</p> <p>② 전항 본문에 규정된 공개매수에 의한 주권 등의 매수 등은, 정령으로 정하는 기간의 범위 내에서 매수 등의 기간을 정하여 실시하여야 한다.</p> <p>... ...</p> <p>⑤ 제1항 본문에서 규정하는 공개매수에 의한 주권 등의 매수 등을 하는 경우에는 전3항의 규정 및 그 밖의 이 절에서 정하는 바에 따르는 외에, 정령으로 정하는 조건 및 방법에 의하여야 한다.</p>
---	---

금융상품거래법 제27조의6

(公開買付けに係る買付条件等の変更)	(공개매수에 관한 매수조건 등의 변경)
<p>第二十七条の六 公開買付者は、次に掲げる買付条件等の変更を行うことができない。</p> <p>一 買付け等の価格の引下げ(公開買付開始公告及び公開買付届出書において公開買付期間中に対象者(第二十七条の十第一項に規定する対象者をいう。)が株式の分割その他の政令で定めた)が株式の分割その他の政令で定めた)</p>	<p>제27조의6 ① 공개매수자는 다음에 열거된 매수조건 등을 변경 할 수 없다.</p> <p>1. 매수 등의 가격인하(공개매수개시공고 및 공개매수신고서에서 공개매수기간 중에 대상자(제27조의10 제1항에 규정된 대상자를 말한다.)가 주식분할 및 그 밖의 정령으로 정하는 행위를 한 때에는, 내각부령으로 정하는 기준에 따라 매수 등의 가격을 인하할 수 있다는</p>

<p>める行為を行つたときは内閣府令で定める基準に従い買付け等の価格の引下げを行うことがある旨の条件を付した場合に行うものを除く。)</p>	<p>(취지의 조건을 붙인 경우에 행하는 것을 제외한다.)</p>
<p>二 買付予定の株券等の数の減少</p>	<p>2. 매수 예정 주권 등의 수의 감소</p>
<p>三 買付け等の期間の短縮</p>	<p>3. 매수 등의 기간의 단축</p>
<p>四 その他政令で定める買付条件等の変更</p>	<p>4. 기타 정령으로 정하는 매수조건 등의 변경</p>
<p>2 公開買付者は、前項各号に規定するもの以外の買付条件等の変更を行うことができる。この場合において、当該変更を行おうとする公開買付者は、公開買付期間中に、政令で定めるところにより、買付条件等の変更の内容（第二十七条の十第三項の規定により買付け等の期間が延長された場合における当該買付け等の期間の延長を除く。）その他内閣府令で定める事項を公告しなければならない。</p>	<p>② 공개매수자는 전항 각 호에 규정된 것 이외의 매수조건 등을 변경할 수 있다. 이러한 경우, 해당 변경을 하고자 하는 공개매수자는 공개매수기간 중, 정령으로 정하는 바에 따라, 매수조건 등의 변경내용(제27조의10 제3항의 규정에 따라 매수 등의 기간이 연장된 경우에 있어서의 해당 매수 등의 기간 연장을 제외한다.) 및 그 밖의 내각부령으로 정하는 사항을 공고하여야 한다.</p>
<p>3 前項の規定による公告を公開買付期間の末日までに行うことが困難である場合には、公開買付者は、当該末日までに同項に規定する内容及び事項を内閣府令で定めるところにより公表し、その後直ちに同項の規定の例により公告を行わなければならない。</p>	<p>③ 공개매수기간의 말일까지 전항 규정에 따른 공고를 하기 어려울 경우, 공개매수자는 해당 말일까지 동항에 규정된 내용 및 사항을 내각부령으로 정하는 바에 따라 공표하고, 그 후 즉시 동항 규정의 예에 따라 공고를 하여야 한다.</p>

금유상품거래법 제27조의10 제2항, 제3항

<p>(公開買付対象者による意見表明報告書等及び公開買付者による対質問回答報告書等の提出)</p> <p>第二十七条の十 公開買付けに係る株券等の発行者（以下この節及び第二十七条の三十の十一第四項において「対象者」という。）は、内閣府令で定めるところにより、公開買付開始公告が行われた日から政令で定める期間内に、当該公開買付けに関する意見その他の内閣府令で定める事項を記載した書類（以下「意見表明報告書」という。）を内閣総理大臣に提出しなければならない。</p> <p>2 意見表明報告書には、当該公開買付けに関する意見のほか、次に掲げる事項を記載することができる。</p> <ul style="list-style-type: none"> 一 公開買付者に対する質問 二 公開買付開始公告に記載された買付け等の期間を政令で定める期間に延長することを請求する旨及びその理由（当該買付け等の期間が政令で定める期間より短い場合に限る。） <p>3 前項の規定により意見表明報告書に同項第二号に掲げる請求をする旨の記載があり、かつ、第二十七条の十四第一項の規定により内閣総理大臣が当該意見表明報告書を公衆の縦覧に供したときは、公開買付者は、買付け等の期間を政令で定める期間に延長しなければならない。</p>	<p>(공개매수대상자에 의한 의견표명보고서 등 및 공개매수자에 의한 질문에 대한 회답보고서 등의 제출)</p> <p>제27조의10 ① 공개매수와 관련된 주권 등의 발행자(이하 이 절 및 제27조의30의11 제4항에서 “대상자”라 한다.)는 내각부령으로 정하는 바에 따라, 공개매수개시공고가 행해진 날부터 정령으로 정하는 기간 내에, 해당 공개매수에 관한 의견 및 그 밖의 내각부령으로 정하는 사항을 기재한 서류(이하 “의견표명보고서”라 한다.)를 내각총리대신에게 제출하여야 한다.</p> <p>② 의견표명보고서에는 해당 공개매수에 관한 의견 외에, 다음에 열거하는 사항을 기재할 수 있다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 공개매수자에 대한 질문 2. 공개매수개시공고에 기재된 매수 등의 기간을 정령으로 정하는 기간으로 연장할 것을 청구하는 취지 및 그 이유(해당 매수 등의 기간이 정령으로 정하는 기간보다 짧은 경우에 한한다.) <p>③ 전항의 규정에 따라 의견표명보고서에 동항 제2호에 열거된 청구를 하는 취지의 기재가 있고, 제27조의14 제1항의 규정에 따라 내각총리대신이 해당 의견표명보고서를 공중이 종람할 수 있도록 제공할 때, 공개매수자는 매수 등의 기간을 정령으로 정하는 기간으로 연장하여야 한다.</p>
---	--

금융상품거래법 제27조의11

(公開買付者による公開買付けの撤回及び契約の解除)	(공개매수자에 의한 공개매수의 철회 및 계약의 해제)
<p>第二十七条の十一 公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除（以下この節において「公開買付けの撤回等」という。）を行うことができない。ただし、公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書において公開買付けに係る株券等の発行者若しくはその子会社（会社法第二条第三号に規定する子会社をいう。）の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情（政令で定めるものに限る。）が生じたときは公開買付けの撤回等をすることがある旨の条件を付した場合又は公開買付者に関し破産手続開始の決定その他の政令で定める重要な事情の変更が生じた場合には、この限りでない。</p> <p>2 前項ただし書の規定による公開買付けの撤回等を行おうとする場合には、公開買付期間の末日までに、政令で定めるところにより、当該公開買付けの撤回等を行う旨及びその理由その他の内閣府令で定める事項を公告しなければならない。ただし、公告を当該末日までに行うことが困難である場合には、当該末日までに当該公告に記載</p>	<p>제27조의11 ① 공개매수자는 공개매수 개시공고 후, 공개매수와 관련된 청약 철회 및 계약의 해제(이하 이 절에서 “공개매수의 철회 등”이라 한다)를 할 수 없다. 다만, 공개매수자가 공개매수 개시공고 및 공개매수신고서에 공개매수와 관련된 주권 등의 발행자나 그 자회사(회사법 제2조 제3호에 규정된 자회사를 말한다.)의 업무나 재산에 관한 중요한 변경 및 그 밖의 공개매수목적 달성을 중대한 지장이 되는 사정(정령으로 정한 것에 한한다.)이 발생한 때에는 공개매수의 철회 등을 할 수 있다는 취지의 조건을 붙인 경우, 또는 공개매수자에 관하여 파산절차개시결정 및 그 밖의 정령으로 정하는 중요한 사정의 변경이 발생한 경우에는 이에 한하지 않는다.</p> <p>② 전항 단서의 규정에 의한 공개매수의 철회 등을 행하고자 하는 경우에는, 공개매수기간의 말일까지 정령으로 정하는 바에 따라 해당 공개매수의 철회 등을 하는 취지 및 그 이유 및 그 밖의 내각부령으로 정하는 사항을 공고하여야 한다. 다만, 해당 말일까지 공고를 하기 어려운 경우에는, 해당 말일까지 해당 공고에 기재하여야 하는 내용을 내각부령으로 정하는 바에 따라 공표</p>

<p>すべき内容を、内閣府令で定めるところにより、公表し、その後直ちに公告を行うものとする。</p> <p>3 前項の規定による公告又は公表を行つた者は、内閣府令で定めるところにより、当該公告又は公表を行つた日に、前項に規定する公告の内容その他の内閣府令で定める事項を記載した書類（以下この節並びに第百九十七条及び第百九十七条の二において「公開買付撤回届出書」という。）を内閣総理大臣に提出しなければならない。</p> <p>4 第二十七条の三第四項の規定は、公開買付撤回届出書について準用する。この場合において、同項中「発行者（当該公開買付届出書を提出した日において、既に当該発行者の株券等に係る公開買付届出書の提出をしている者がある場合には、当該提出をしている者を含む。）」とあるのは、「発行者」と読み替えるものとする。</p> <p>5 公開買付けの撤回等は、第二項の規定により公告をした場合に限り、その効力を生ずる。この場合において、その効力を生ずる時期は、当該公告を行つた時（同項ただし書の規定により公表及び公告を行つたときにつては、当該公表を行つた時）とする。</p>	<p>하고, 그 후 즉시 공고를 진행해야 한다.</p> <p>③ 전항의 규정에 따른 공고 또는 공표를 한 자는 내각부령으로 정하는 바에 따라, 해당 공고 또는 공표를 진행한 날에 전항에 규정된 공고내용 및 그 밖의 내각부령으로 정하는 사항을 기재한 서류(이하 이 절과 제197조 및 제197조의2에서 “공개매수철회신고서”라 한다)를 내각총리대신에게 제출하여야 한다.</p> <p>④ 제27조의3 제4항의 규정은 공개매수철회신고서에 대하여 준용한다. 이러한 경우, 동항 중 “발행자(해당 공개매수신고서를 제출한 날, 이미 해당 발행자의 주권 등과 관련된 공개매수신고서를 제출한 자가 있는 경우에는, 해당 제출을 한 자를 포함한다.)”를 “발행자”로 대체하여 적용한다.</p> <p>⑤ 공개매수의 철회 등은 제2항의 규정에 따라 공고를 한 경우에 한하여 그 효력이 발생한다. 이러한 경우, 그 효력이 발생하는 시기는 해당 공고를 한 때(동항 단서의 규정에 따라 공표 및 공고를 한 경우에는 해당 공표를 한 때)로 한다.</p>
--	--

금융상품거래법 제27조의13 제4항, 제5항

(公開買付けに係る応募株券等の数等の公告及び公開買付報告書等の提出)	(공개매수와 관련된 응모주권 등의 수 등의 공고 및 공개매수보고서 등의 제출)
<p>第二十七条の十三 公開買付者は、公開買付期間の末日の翌日に、政令で定めるところにより、当該公開買付けに係る応募株券等の数その他の内閣府令で定める事項を公告し、又は公表しなければならない。ただし、第二十七条の十一第二項の規定により公告した場合は、この限りでない。</p> <p>… …</p>	<p>제27조의13 ① 공개매수자는 공개매수기간의 말일 다음 날에 정령으로 정하는 바에 따라 해당 공개매수와 관련된 응모주권 등의 수 및 그 밖의 내각부령으로 정하는 사항을 공고하거나 공표하여야 한다. 단, 제27조의11 제2항의 규정에 따라 공고한 경우에는 그러하지 아니하다.</p> <p>… …</p>
<p>4 公開買付者は、公開買付期間中ににおける応募株券等の全部について第二十七条の十一第一項ただし書の規定により公開買付けの撤回等を行う場合並びに公開買付開始公告及び公開買付届出書において次に掲げる条件を付した場合（第二号の条件を付す場合にあつては、当該公開買付けの後における公開買付者の所有に係る株券等の株券等所有割合（第二十七条の二第八項に規定する株券等所有割合をいい、当該公開買付者に同条第一項第一号に規定する特別関係者がある場合にあつては、当該特別関係者の所有に係る株券等の同条第八項に規定する株券等所有割合を加算したもの）が政令で定める割合を下回る場合に限る。）を除き、応募株券等の全部について、公開買付開始公告及び公開買付届出書に記載した買付条件等（第二十七条の六第二項の規定による公告又は同条第三項の規定による公表及び公告により買付</p>	<p>④ 공개매수자는 공개매수기간 동안의 응모주권 등의 전부에 대하여 제27조의11 제1항 단서의 규정에 의하여 공개매수의 철회 등을 하는 경우 및 공개매수개시공고 및 공개매수신고서에서 다음에 열거하는 조건을 첨부한 경우(제2호의 조건을 첨부하는 경우에는 해당 공개매수 후 공개매수자의 소유와 관련된 주권 등의 주권 등 소유비율(제27조의2 제8항에서 규정하는 주권 등 소유비율을 말하며, 해당 공개매수자에게 동조 제1항 제1호에 규정된 특별관계자가 있는 경우에는, 해당 특별관계자의 소유와 관련된 주권 등의 동조 제8항에 규정된 주권 등 소유비율을 가산한 것을 말한다.)이 정령으로 정하는 비율을 하회하는 경우에 한한다.)를 제외하고, 응모주권 등의 전부에 대하여 공개매수개시공고 및 공개매수신고서에 기재한 매수조건 등(제27조의6 제2항의 규정에 따른 공고 또는 동조 제3항</p>

<p>条件等を変更したときは、当該変更後の買付条件等)により、買付け等に係る受渡しその他の決済を行わなければならない。</p> <p>一 応募株券等の数の合計が買付予定の株券等の数の全部又はその一部としてあらかじめ公開買付開始公告及び公開買付届出書において記載された数に満たないときは、応募株券等の全部の買付け等をしないこと。</p> <p>二 応募株券等の数の合計が買付予定の株券等の数を超えるときは、その超える部分の全部又は一部の買付け等をしないこと。</p> <p>5 公開買付者は、前項第二号に掲げる条件を付した場合において、応募株券等の数の合計が買付予定の株券等の数を超えるときは、応募株主等から内閣府令で定めるあん分比例の方式(以下この節において「あん分比例方式」という。)により株券等の買付け等に係る受渡しその他の決済を行わなければならない。</p>	<p>의 규정에 따른 공표 및 공고에 의하여 매수조건 등을 변경한 때에는, 해당 변경 후의 매수조건 등)에 의하여 매수 등과 관련된 인도 및 그 밖의 결제를 하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 응모주권 등의 수의 합계가 매수예정인 주권 등의 수의 전부 또는 그 일부로서 미리 공개매수개시공고 및 공개매수신고서에서 기재된 수에 미치지 아니하는 때에는 응모주권 등의 전부를 매수하지 아니할 것. 2. 응모주권 등의 수의 합계가 매수예정인 주권 등의 수를 초과하는 때에는 그 초과하는 부분의 전부 또는 일부의 매수 등을 하지 아니할 것. <p>⑤ 공개매수자는, 전항 제2호에 열거하는 조건을 첨부한 경우, 응모주권 등의 수의 합계가 매수예정인 주권 등의 수를 초과하는 때에는, 응모주주 등으로부터 내각부령으로 정하는 안분비례방식(이하 이 절에서 “안분비례방식”이라 한다.)으로 주권 등의 매수 등과 관련된 인도 및 그 밖의 결제를 하여야 한다.</p>
--	---

금융상품거래법시행령 제6조의2 제1항

(公開買付けの適用除外となる買付け等)	(공개매수의 적용이 제외되는 매수 등)
第六条の二 法第二十七条の二第一項ただし書に規定する政令で定める株券等の買付け等は、次に掲げる株券等の	제6조의2 ① 법 제27조의2 제1항 단서에 규정된 정령으로 정하는 주권 등의 매수 등은, 다음에 열거된 주권 등의 매수 등(동항에 규정된 매수 등을 말한

<p>買付け等（同項に規定する買付け等をいう。以下この節において同じ。）とする。</p> <p>一 株式の割当てを受ける権利を有する者が当該権利を行使することにより行う株券等の買付け等</p> <p>二 投資信託及び投資法人に関する法律施行令第十二条第一号に掲げる投資信託の受益証券を有する者が当該受益証券を同号イの交換により行う株券等の買付け等</p> <p>三 投資信託及び投資法人に関する法律施行令第十二条第二号に掲げる投資信託の受益証券を有する者が当該受益証券を同号ハの交換により行う株券等の買付け等</p> <p>四 特定買付け等（株券等の買付け等であつて、第三項に規定するものをいう。以下この項において同じ。）の前において当該特定買付け等を行う者の所有に係る株券等の株券等所有割合（法第二十七条の二第八項に規定する株券等所有割合をいう。以下この節において同じ。）とその者の特別関係者（同条第一項ただし書に規定する特別関係者をいう。）の株券等所有割合とを合計した割合が百分の五十を超えている場合における当該株券等の発行者の発行する株券等に係る特定買付け等（当該特定買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合（その者に特別関係者（同項第一号に規定する特別関係者をいう。）がある場合にあつては、その株券等所有割</p>	<p>다. 이하 이 절에서 동일.)로 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 주식을 할당받을 권리를 보유한 자가 해당 권리를 행사함으로써 행하는 주권 등의 매수 등 2. 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 시행령 제12조 제1호에 열거된 투자신탁 수익증권을 보유한 자가 해당 수익증권을 동호 가목의 교환에 의하여 행하는 주권 등의 매수 등 3. 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 시행령 제12조 제2호에 열거된 투자신탁의 수익증권을 가진 자가 해당 수익증권을 동호 다목(ハ)의 교환에 의하여 행하는 주권 등의 매수 등 4. 특정매수 등(주권 등의 매수 등으로서, 제3항에 규정된 것을 말한다. 이하 이 항에서 동일) 전에 해당 특정매수 등을 실시하는자의 소유와 관련된 주권 등의 주권 등 소유비율(법 제27조의 2 제8항에 규정된 주권 등 소유비율을 말한다. 이하 이 절에서 동일.)과 그자의 특별관계자(동조 제1항 단서에 규정된 특별관계자를 말한다.)의 주권 등 소유비율을 합계한 비율이 100분의 50을 초과하는 경우에 있어서의 해당 주권 등의 발행자가 발행하는 주권 등과 관련된 특정매수 등(해당 특정매수 등 후 그자의 소유와 관련된 주권 등의 주권 등 소유비율(그자에게 특별관계자(동항 제1호에 규정된 특별관계자를 말한다.)가 있는 경우에는 그 주권 등 소유비율을 가산한 자. 이하 이 절에서 동일.)이 3분의 2 이상이 되는 경우는 제외한다.)
---	--

合を加算したもの。以下この節において同じ。)が三分の二以上となる場合を除く。)

五 法人等の行う特定買付け等であつて、当該法人等に対してその総株主等の議決権の数の百分の五十を超える数の議決権(社債、株式等の振替に関する法律第百四十七条第一項又は第百四十八条第一項(これらの規定を同法第二百二十八条第一項、第二百三十五条第一項、第二百三十九条第一項及び第二百七十六条(第二号に係る部分に限る。)において準用する場合を含む。)の規定により発行者に対抗することができない株式又は出資に係る議決権を含む。)に係る株式又は出資を所有する関係(内閣府令で定める場合を除く。以下この号において「特別支配関係」という。)にある法人等(次号において「親法人等」という。)が他の法人等に対して特別支配関係を有する場合における当該他の法人等から行うもの

六 特定買付け等を行う者と当該特定買付け等を行う者の親法人等その他の内閣府令で定める者(以下この号において「関係法人等」という。)が合わせて他の発行者の総株主等の議決権の数の三分の一を超える数の議決権(社債、株式等の振替に関する法律第百四十七条第一項又は第百四十八条第一項(これらの規定を同法第二百二十八条第一項において準用する場合を含む。)の規定により発行者に対抗することができない株式又は投資口(投資

5. 법인 등이 행하는 특정매수 등으로서, 해당 법인 등에 대하여 그 총주주 등의 의결권 수의 100분의 50을 초과하는 수의 의결권(사채, 주식 등의 대체에 관한 법률 제147조 제1항 또는 제148조 제1항(이러한 규정들을 동법 제228조 제1항, 제235조 제1항, 제239조 제1항 및 제276조(제2호와 관련된 부분에 한함)에서 준용하는 경우 포함.)의 규정에 따라 발행자에게 대항할 수 없는 주식 또는 출자와 관련된 의결권을 포함한다.)과 관련된 주식 또는 출자를 소유하는 관계(내각부령으로 정하는 경우를 제외한다. 이하 이 호에서 “특별지배관계”라 한다.)에 있는 법인 등(다음호에서 ‘모법인 등’이라 한다.)이 기타 법인 등에 대해 특별지배관계를 갖는 경우에 해당 기타 법인 등이 행하는 것

6. 특정매수 등을 행하는 자와 해당 특정매수 등을 행하는 자의 모회사 등 기타 내각부령으로 정하는 자(이하 이 호에서 “관계법인 등”이라 한다)가 합하여 기타 발행자 총주주 등의 의결권 수의 3분의 1을 초과하는 수의 의결권(사채, 주식 등의 대체에 관한 법률 제147조 제1항 또는 제148조 제1항(이러한 규정들을 동법 제228조 제1항에서 준용하는 경우 포함.)의 규정에 따라 발행자에 대항할 수 없는 주식 또는 투자구(투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 제2조 제14항에 규정된 투자구를 말한다. 이하 이 절에서 동일.)와 관련된 의결권을 포함한다.)와 관련된 주식 또는 투자구(외국투자법인(투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 제2조 제25항에서 규정하는 외국투자법인을 말한다. 이하 동

<p>信託及び投資法人に関する法律第二条第十四項に規定する投資口をいう。以下この節において同じ。)に係る議決権を含む。)に係る株式又は投資口(外国投資法人(投資信託及び投資法人に関する法律第二条第二十五項に規定する外国投資法人をいう。以下同じ。)の社員の地位を含む。以下この節において同じ。)を所有している場合における当該関係法人等(内閣府令で定める者を除く。)から行う当該他の発行者の株券等の当該特定買付け等(前号に掲げるものを除く。)</p> <p>七 株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合であつて、当該株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該株券等の全ての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合における当該特定買付け等</p> <p>八 担保権の実行による特定買付け等</p> <p>九 事業の全部又は一部の譲受けによる特定買付け等</p> <p>十 株券等の売出しに応じて行う株券等の買付け等(当該売出しにつき、法第四条第一項の規定による届出が行われている場合又は法第二十三条の八第一項の規定により同項に規定する発行登録追補書類が提出されている場合に限る。)</p> <p>十一 発行者がその発行する全部又は一部の株式の内容として株主が当該発行者に対して当該株式の取得を請求することができる旨の定めを設けている</p>	<p>일.)의 사원 지위를 포함한다. 이하 이 절에서 동일.)을 소유하고 있는 경우에 있어서서의 해당 관계법인 등(내각부령으로 정하는 자는 제외한다.)이 행하는 해당 기타 발행자의 주권 등의 해당 특정매수 등(전호에 열거된 것은 제외한다.)</p> <p>7. 주권 등의 소유자가 소수인 경우로서 내각부령으로 정하는 경우, 해당 주권 등과 관련된 특정매수 등을 공개매수에 의하지 아니하고 행하는 것에 대하여, 해당 주권 등의 모든 소유자가 동의하는 경우로서 내각부령으로 정하는 경우에 해당되는 해당 특정매수 등</p> <p>8. 담보권의 실행에 의한 특정 매수 등</p> <p>9. 사업의 전부 또는 일부 양수에 의한 특정매수 등</p> <p>10. 주권 등의 매출에 응하여 행하는 주권 등의 매수 등(해당 매출에 관하여, 법 제4조 제1항의 규정에 따른 신고가 이루어진 경우 또는 법 제23조의8 제1항의 규정에 따라 동향에 규정된 발행 등록보증서류가 제출된 경우에 한한다.)</p> <p>11. 발행자가 그 발행하는 전부 또는 일부 주식의 내용으로서, 주주가 해당 발행자에게 해당 주식의 취득을 청구할 수 있다는 취지의 규정을 두고 있는 경우, 해당 주식을 취득과 교환하는데 교부되는 주권 등의 매수 등</p> <p>12. 발행자가 그 발행하는 전부나 일부 주식 또는 신주예약권의 내용으로서, 해당 발행자가 일정한 사유의 발생을</p>
---	--

<p>場合において、当該株式の取得と引換えに交付される株券等の買付け等</p> <p>十二 発行者がその発行する全部若しくは一部の株式又は新株予約権の内容として当該発行者が一定の事由が生じたことを条件として当該株式又は新株予約権を取得することができる旨の定めを設けている場合において、当該株式又は新株予約権の取得と引換えに交付される株券等の買付け等</p> <p>十三 株券等の発行者の役員（取締役、執行役、会計参与（会計参与が法人である場合は、その職務を行うべき社員を含む。第九条第一項及び第十四条の八の二第一項において同じ。）及び監査役をいい、投資法人（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第十二項に規定する投資法人をいい、外国投資法人を含む。）にあつては、執行役員、監督役員その他これらに準ずる者をいう。以下この号において同じ。）又は従業員が当該発行者の他の役員又は従業員と共同して当該発行者の株券等の買付け等を金融商品取引業者（第一種金融商品取引業（法第二十八条第一項に規定する第一種金融商品取引業をいい。以下同じ。）を行う者に限る。第十条第一号及び第十四条の三の五第一号において同じ。）に委託して行う場合であつて、当該買付け等が一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合その他の内閣府令で定める場合における株券等の買付け等</p> <p>十四 法第二十四条第一項（同条第五</p>	<p>조건으로 해당 주식 또는 신주예약권을 취득할 수 있다는 취지의 규정을 두고 있는 경우, 해당 주식 또는 신주예약권을 취득과 교환하는데 교부되는 주권 등의 매수 등</p> <p>13. 주권 등의 발행자의 임원(이사, 집행임원, 회계참여(회계참여가 법인인 경우에는 그 직무를 수행할 사원을 포함한다. 제9조 제1항 및 제14조의8의2 제1항에서 동일.) 및 감사역을 말하며, 투자법인(투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 제2조 제12항에 규정된 투자법인을 말하며, 외국투자법인을 포함한다.) 경우에는 집행임원, 감독임원 및 그 밖의 이에 준하는 자를 말한다. 이하 이 호에서 동일.) 또는 종업원이 해당 발행자의 기타 임원 또는 종업원과 공동으로 해당 발행자의 주권 등의 매수 등을 금융상품거래업자(제1종 금융상품거래업(법 제28조 제1항에 규정된 제1종 금융상품거래업을 말한다. 이하 동일)을 하는 자에 한한다. 제10조 제1호 및 제14조의3의5 제1호에서 동일.)에 위탁하여 실시하는 경우로서, 해당 매수 등이 개별적 투자 판단에 근거하지 아니하고 일정한 계획에 따라 계속적으로 이루어지는 경우 및 그 밖의 내각부령으로 정하는 경우의 주권 등의 매수 등</p> <p>14. 법 제24조 제1항(동조 제5항(법 제27조에서 준용하는 경우 포함)에서 준용하는 경우 포함)의 규정에 따라 유가증권보고서를 제출 하여야 하는 발행자 이외의 발행자(특정상장유가증권 또는 특정장외매매유가증권인 주권 등의</p>
--	---

<p>項（法第二十七条において準用する場合を含む。）において準用する場合を含む。）の規定により有価証券報告書を提出しなければならない発行者以外の発行者（特定上場有価証券又は特定店頭売買有価証券である株券等の発行者を除く。）が発行する株券等の買付け等</p> <p>十五 金融商品取引清算機関（当該金融商品取引清算機関が法第百五十六条の二十の十六第一項に規定する連携金融商品債務引受業務を行う場合には、同項に規定する連携清算機関等を含む。以下この号において同じ。）又は外国金融商品取引清算機関に対し株券等を引き渡す債務を負う清算参加者（法第百五十六条の七第二項第三号に規定する清算参加者をいう。）が、当該金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関の業務方法書において履行すべき期限として定められる時までに当該債務を履行しなかつた場合に、当該業務方法書に定めるところにより行う株券等の買付け等</p> <p>十六 株式等売渡請求（会社法第百七十九条の三第一項に規定する株式等売渡請求をいう。第二十八条の二第十三号、第二十九条の二の五第六号及び第三十一条において同じ。）による株券等の買付け等（当該買付け等の時点において当該株券等の発行者が新株予約権証券を発行している場合（当該新株予約権証券の全てが第八条第五項第三号に規定する内閣府令で定めるものである場合を除く。）には、同法第百七</p>	<p>발행자를 제외한다.)가 발행하는 주권 등의 매입 등</p> <p>15. 금융상품거래청산기관(해당 금융상품거래청산기관이 법 제156조의20의 16 제1항에 규정된 연대금융상품채무인수업무를 하는 경우에는, 동항에 규정된 연대청산기관 등을 포함한다. 이하 이 호에서 동일.) 또는 외국금융상품거래청산기관에 대하여 주권 등을 인도하는 채무를 지는 청산참여자(법 제156조의7 제2항 제3호에 규정된 청산참여자를 말한다.)가 해당 금융상품거래청산기관 또는 외국금융상품거래청산기관의 업무방법서에 정해진 이행기한까지 해당 채무를 이행하지 아니한 경우, 해당 업무방법서에서 정하는 바에 따라 행하는 주권 등의 매수 등</p> <p>16. 주식 등 매도청구(회사법 제179조의3 제1항에 규정된 주식 등 매도청구를 말한다. 제28조의2 제13호, 제29조의2의5 제6호 및 제31조에서 동일.)에 의한 주권 등의 매수 등(해당 매수 등의 시점에 해당 주권 등의 발행자가 신주예약권증권을 발행하고 있는 경우(해당 신주예약권증권 전부가 제8조 제5항 제3호에 규정된 내각부령으로 정하는 것인 경우를 제외한다.)에는 동법 제179조 제2항에 규정된 주식매도청구과 아울러 동조 제3항에 규정된 신주예약권매도청구를 한 경우에 한한다.)</p>
--	--

十九条第二項に規定する株式売渡請求に併せて同条第三項に規定する新株予約権売渡請求をした場合に限る。)	
--	--

금융상품거래법시행령 제8조 제1항, 제5항 제3호

(買付け等の期間等)	(매수 등의 기간 등)
<p>第八条 法第二十七条の二第二項に規定する政令で定める期間は、公開買付者（法第二十七条の三第二項に規定する公開買付者をいう。以下この節において同じ。）が公開買付開始公告（法第二十七条の三第一項の規定による公告をいう。以下この節において同じ。）を行つた日から起算して二十日（行政機関の休日に関する法律（昭和六十三年法律第九十一号）第一条第一項各号に掲げる日（以下「行政機関の休日」という。）の日数は、算入しない。）以上で六十日（行政機関の休日の日数は、算入しない。）以内とする。</p> <p>… …</p> <p>5 法第二十七条の二第五項に規定する政令で定める条件及び方法は、次に掲げるものとする。</p> <p>一 買付け等の期間が終了したときは、遅滞なく、買付け等をする株券等の数その他の内閣府令で定める事項を記載した買付け等に関する通知書を応募株主等に送付すること。</p> <p>二 買付け等に係る受渡しその他の決済は、買付け等の期間が終了した後、</p>	<p>제8조 ① 법 제27조의2 제2항에 규정된 정령으로 정하는 기간은, 공개매수자(법 제27조의3 제2항에 규정된 공개매수자를 말한다. 이하 이 절에서 동일.)가 공개매수개시공고(법 제27조의3 제1항의 규정에 따른 공고를 말한다. 이하 이 절에서 동일.)를 행한 날로부터 기산하여 20일(행정기관의 휴일에 관한 법률(1956년 법률 제91호) 제1조 제1항 각 호에 열거된 날(이하 “행정기관의 휴일”이라 한다.)의 일수는 산입하지 않는다.) 이상 60일(행정기관의 휴일일수는 산입하지 아니한다.) 이하로 한다.</p> <p>… …</p> <p>⑤ 법 제27조의2 제5항에 규정된 정령으로 정하는 조건 및 방법은 다음과 같다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 매수 등의 기간이 종료한 때에는 자체 없이 매수 등을 할 주권 등의 수 및 그 밖의 내각부령으로 정하는 사항을 기재한 매수 등에 관한 통지서를 응모주주 등에게 송부할 것. 2. 매수 등과 관련된 인도 및 그 밖의 결제는, 매수 등의 기간이 종료한 후 자체 없이 진행할 것.

<p>遅滞なく行うこと。</p> <p>三 買付け等の後における当該買付け等を行う者の株券等所有割合の合計が三分の二以上となるときは、当該株券等の発行者が発行する全ての株券等（公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定めるものを除く。）について、内閣府令で定めるところにより買付け等の申込み又は売付け等（法第二十七条の二第六項に規定する売付け等をいう。以下この章において同じ。）の申込みの勧誘を行うこと。</p>	<p>3. 매수 등을 한 후, 해당 매수 등을 하는 자의 주권 등 소유비율의 합계가 3분의 2 이상이 되는 때에는, 해당 주권 등의 발행자가 발행하는 모든 주권 등(공익 또는 투자자 보호가 결여되지 아니하는 것으로서 내각부령으로 정하는 것을 제외한다.)에 대하여 내각부령으로 정하는 바에 따라 매수 등의 신청 또는 매도 등(법 제27조의2 제6항에 규정된 매도 등을 말한다. 이하 이 장에서 동일.)의 청약을 권유할 것.</p>
--	---

금융상품거래법시행령 제9조의3 제6항

(公開買付開始公告等)	(공개매수 개시 공고 등)
<p>第九条の三 法第二十七条の三第一項、第二十七条の六第二項、第二十七条の八第十一項、第二十七条の十第四項、第二十七条の十一第二項及び第二十七条の十三第一項の規定による公告は、次のいずれかの方法によりしなければならない。</p> <p>… …</p> <p>6 法第二十七条の三第一項後段並びに第二十七条の十第二項第二号及び第三項に規定する政令で定める期間は、三十日（行政機関の休日の日数は、算入しない。）とする。</p>	<p>제9조의3 ① 법 제27조의3 제1항, 제27조의6 제2항, 제27조의8 제11항, 제27조의10 제4항, 제27조의11 제2항 및 제27조의13 제1항의 규정에 의한 공고는, 다음 중 어느 하나의 방법으로 하여야 한다.</p> <p>… …</p> <p>⑥ 법 제27조의3 제1항 후단 및 제27조의10 제2항 제2호 및 제3항에 규정된 정령으로 정하는 기간은 30일(행정기관의 휴일일수는 산입하지 아니한다.)로 한다.</p>

금융상품거래법시행령 제13조

(禁止される買付条件等の変更)	(금지되는 매수조건 등의 변경)
<p>第十三条 法第二十七条の六第一項第一号に規定する政令で定める行為は、次に掲げるものとする。</p> <p>一 株式又は投資口の分割</p> <p>二 株主に対する株式若しくは新株予約権の割当て（新たに払込みをさせないで行うものに限る。）又は投資主（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第十六項に規定する投資主をいう。）に対する新投資口予約権（同条第十七項に規定する新投資口予約権をいう。第十四条第一項第一号カにおいて同じ。）の割当て</p> <p>2 法第二十七条の六第一項第四号に規定する政令で定める買付条件等の変更は、次に掲げるものとする。</p> <p>一 法第二十七条の十三第四項第一号に掲げる条件を付した場合において、同号に規定する公開買付開始公告及び公開買付届出書において記載された数を増加させること。ただし、公開買付開始公告を行つた後に、当該公開買付者、その特別関係者及び当該公開買付けに係る株券等の発行者（以下この節において「対象者」という。）以外の者が、当該対象者の発行する株券等について、公開買付開始公告又は買付予定の株券等の数を増加させる買付条件の変更の公告若しくは公表（法第二十七条の六第二項又は第三項の規定による公告又は公表をいう。）を行い、公</p>	<p>제13조 ① 법 제27조의6 제1항 제1호에 규정된 정령으로 정하는 행위는, 다음에 열거된 것으로 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 주식 또는 투자구의 분할 2. 주주에 대한 주식이나 신주예약권의 배정(신규로 불입을 하게 하지 아니하고 하는 것에 한한다.) 또는 투자주(투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 제2조 제16항에 규정된 투자주를 말한다.)에 대한 신투자구예약권(동조 제17항에 규정된 신투자구예약권을 말한다. 제14조 제1항 제1호 가에서 동일)의 할당 <p>② 법 제27조의6 제1항 제4호에 규정된 정령으로 정하는 매수조건 등의 변경은, 다음에 열거된 것으로 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 법 제27조의13 제4항 제1호에 열거된 조건을 붙인 경우, 동호에 규정된 공개매수개시공고 및 공개매수신고서에 기재된 수를 증가시킬 것. 다만, 공개매수개시공고를 한 후, 해당 공개매수자, 그 특별관계자 및 해당 공개매수와 관련된 주권 등의 발행자(이하 이 절에서 “대상자”라고 한다) 이외의 자가 해당 대상자가 발행하는 주권 등에 대하여 공개매수개시공고 또는 매수예정주권 등의 수를 증가시키는 매수조건 변경공고나 공표(법 제27조의6제2항 또는 제3항의 규정에 따른 공고 또는 공표를 말한다)를 하여 공개매수를 하고 있는 경우에는 그러하지 아니하다. 2. 제8조 제1항에 규정된 기간을 초과

開買付けを行つてはいる場合については、この限りでない。

二 買付け等の期間を第八条第一項に定める期間を超えて延長すること。ただし、次に掲げる場合の区分に応じ、次に定める期間延長する場合は、この限りでない。

イ 法第二十七条の八第八項の規定により買付け等の期間を延長しなければならない場合 同項の規定により延長しなければならない期間

ロ 公開買付期間（法第二十七条の五に規定する公開買付期間をいう。以下この節において同じ。）中に、当該公開買付者及びその特別関係者以外の者が、対象者の発行する株券等について、公開買付開始公告（法第二十七条の二十二の二第二項において準用する法第二十七条の三第二項に規定する公開買付開始公告を含む。）又は買付け等の期間を延長する買付条件の変更の公告若しくは公表（法第二十七条の六第二項若しくは第三項又は法第二十七条の八第八項（これらの規定を法第二十七条の二十二の二第二項及び法第二十七条の二十二の三第四項において準用する場合を含む。）の規定による公告又は公表をいう。）を行つた場合当該公開買付期間の末日の翌日から当該公開買付開始公告又は当該変更の公告若しくは公表に係る公開買付期間（法第二十七条の二十二の二第二項において準用する法第二十七条の五に規定する公開買付期間を含む。）の末日までの日数以内の期間

하여 매수 등의 기간을 연장하는 것. 다만, 다음에 열거된 경우의 유형에 따라 다음에 정해진 기간을 상응하게 연장하는 경우에는 그러하지 아니하다.

가. 법 제27조의8 제8항의 규정에 따라 매수 등의 기간을 연장하여야 하는 경우, 동항의 규정에 따라 연장하여야 하는 기간

나. 공개매수기간(법 제27조의5에 규정된 공개매수기간을 말한다. 이하 이 절에서 동일.) 중, 해당 공개매수자 및 그 특별관계자 이외의 자가 대상자가 발행하는 주권 등에 대하여 공개매수개시공고(법 제27조의22의2 제2항에서 준용하는 법 제27조의3 제2항에 규정된 공개매수개시공고 포함) 또는 매수 등의 기간을 연장하는 매수조건 변경 공고 또는 공표(법 제27조의6 제2항이나 제3항 또는 법 제27조의8 제8항(이러한 규정들을 법 제27조의22의2 제2항 및 법 제27조의22의3 제4항에서 준용하는 경우 포함)의 규정에 따른 공고 또는 공표를 말한다.)를 한 경우, 해당 공개매수기간의 말일의 익일로부터 해당 공개매수개시공고 또는 해당 변경 공고나 공표에 관한 공개매수기간(법 제27조의22의2 제4항에서 준용하는 경우 포함)의 말일까지의 일수 이내의 기간

3. 매수 등의 대가의 종류를 변경하는 것. 다만, 응모주주 등이 선택할 수 있는 대가의 종류로서 새로운 대가의 종류를 추가하는 경우에는 그러하지 아니하다.

<p>三 買付け等の対価の種類を変更すること。ただし、応募株主等が選択することができる対価の種類として新たな対価の種類を追加するものについては、この限りでない。</p> <p>四 法第二十七条の十一第一項に規定する条件を付した場合において、当該条件の内容を変更すること。</p>	<p>4. 법 제27조의11 제1항에 규정된 조건을 붙인 경우, 해당 조건의 내용을 변경하는 것.</p>
---	--

금융상품거래법시행령 제14조의2의2

<p>(部分的公開買付けを行うことができる場合)</p> <p>第十四条の二の二 法第二十七条の十三第四項に規定する政令で定める割合は、三分の二とする。</p>	<p>(부분적 공개매수를 할 수 있는 경우)</p> <p>제14조의2의2 법 제27조의13 제4항에 규정된 정령으로 정하는 비율은 3분의 2로 한다.</p>
--	---

발행자 이외의 자에 의한 주권 등의 공개매수의 개시에 관한 내각부령 제2조의5 제1항, 제2항

(株券等の所有者が少数である場合)	(주권 등의 소유자가 소수인 경우)
<p>第二条の五 令第六条の二第一項第七号に規定する株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合は、当該株券等の所有者が二十五名未満である場合とする。</p>	<p>제2조의5 ①령 제6조의2 제1항 제7호에 규정된 주권 등의 소유자가 소수인 경우로서 내각부령으로 정하는 경우는, 해당 주권 등의 소유자가 25명 미만인 경우로 한다.</p>
<p>2 令第六条の二第一項第七号に規定するすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合は、次に掲げる区分に応じ、当該各号に定める場合とする。</p>	<p>②령 제6조의2 제1항 제7호에 규정된 모든 소유자가 동의하는 경우로서 내각부령으로 정하는 경우는, 다음에 열거된 유형에 따라 해당 각 호에서 정하는 상응한 경우로 한다.</p>

<p>一 特定買付け等の後における当該特定買付け等を行う者の所有に係る株券等の株券等所有割合（法第二十七条の二第八項に規定する株券等所有割合をいう。以下この号において同じ。）とその者の特別関係者（同項第二号に規定する特別関係者をいう。）の株券等所有割合を合計した割合が三分の二以上となる場合であって、当該特定買付け等の対象とならない株券等（以下この号において「買付け等対象外株券等」という。）があるとき 当該特定買付け等の対象となる株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うこととに同意する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出され、かつ、買付け等対象外株券等について又は口の条件が満たされている場合</p> <p>イ 特定買付け等を公開買付けによらないで行うこととに同意することにつき、当該買付け等対象外株券等に係る種類株主総会（会社法第二条第十四号に規定する種類株主総会をいう。第五条第三項において同じ。）の決議が行われていること。</p> <p>ロ 買付け等対象外株券等の所有者が二十五名未満である場合であって、特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該買付け等対象外株券等のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出していること。</p> <p>二 前号に掲げる場合以外の場合 当該特定買付け等の対象となる株券等に</p>	<p>1. 특정매수 등의 후에, 해당 특정매수 등을 하는 자의 소유와 관련된 주권 등의 주권 등 소유비율(법 제27조의2 제8항에 규정된 주권 등 소유비율을 말한다. 이하 이 호에서 동일.)과 그자의 특별관계자(동항 제2호에 규정된 특별관계자를 말한다.)의 주권 등 소유비율을 합계한 비율이 3분의 2 이상이 되는 경우로서, 해당 특정매수 등의 대상이 되지 않는 주권 등(이하 이 호에서 “매수 등 대상 외 주권 등”이라 한다)이 있을 때, 해당 특정매수 등의 대상이 되는 주권 등의 모든 소유자가 해당 특정매수 등의 대상이 되는 주권 등과 관련된 특정매수 등을 공개매수에 의하지 아니하고 실시하는 것에 동의하는 취지를 기재한 서면을 제출하였고, 매수 등 대상 외 주권 등에 관하여 가목 또는 나목의 조건이 충족되어 있는 경우.</p> <p>가. 특정매수 등을 공개매수에 의하지 아니하고 실시하는 것에 동의하는 것에 대하여, 해당 매수 등 대상 외 주권 등과 관련된 종류주주총회(회사법 제2조 제14호에 규정된 종류주주총회를 말한다. 제5조 제3항에서 동일.)의 결의가 이루어질 것.</p> <p>나. 매수 등 대상 외 주권 등의 소유자가 25명 미만인 경우로서, 해당 매수 등 대상 외 주권 등의 모든 소유자가 특정매수 등을 공개매수에 의하지 아니하고 실시하는 것에 대하여 동의하여 그 취지를 기재한 서면을 제출한 것.</p> <p>2. 전호에 열거된 경우 이외의 경우, 해당 특정매수 등의 대상이 되는 주권 등의 모든 소유자가 해당 특정매수 등</p>
--	--

係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに対する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出された場合	의 대상이 되는 주권 등과 관련된 특정 매수 등을 공개매수에 의하지 아니하고 실시하는 것에 동의하는 취지를 기재한 서면을 제출한 경우.
---	---

발행자 이외의 자에 의한 주권 등의 공개매수의 개시에 관한 내각부령
제5조 제3항

(買付け等の通知書の記載事項等)	(매수 등의 통지서 기재사항 등)
<p>第五条 令第八条第五項第一号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。</p> <p>… …</p> <p>3 令第八条第五項第三号に規定する公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定めるものは、次に掲げる株券等とする。</p> <p>一 当該株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘が行われないことに同意することにつき、当該株券等に係る種類株主総会の決議が行われている場合における当該株券等</p> <p>二 当該株券等の所有者が二十五名未満である場合であって、買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘が行われないことにつき、当該株券等のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出している場合における当該株券等</p>	<p>제5조 ① 제8조 제5항 제1호에 규정된 내각부령으로 정하는 사항은 다음에 열거하는 사항으로 한다.</p> <p>… …</p> <p>③ ① 제8조 제5항 제3호에 규정된 공익 또는 투자자 보호가 결여되지 않는 것으로서 내각부령으로 정하는 것은, 다음에 열거하는 주권 등으로 한다.</p> <p>1. 해당 주권 등의 매수 등의 신청 또는 매도 등의 신청권유가 행해지지 아니하는 것에 동의하는 것에 대하여, 해당 주권 등과 관련된 종류주주총회의 결의가 이루어진 경우에 있어서의 해당 주권 등.</p> <p>2. 해당 주권 등의 소유자가 25명 미만인 경우로서, 매수 등의 신청 또는 매도 등의 신청 권유가 행해지지 아니하는 것에 대하여, 해당 주권 등의 모든 소유자가 동의하고, 그 취지를 기재한 서면을 제출한 경우에 있어서의 해당 주권 등.</p>

2. 중국 대륙 (중국어-한국어 번역)

증권법 제65조

<p>第六十五条 通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的有表决权股份达到百分之三十时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。</p> <p>收购上市公司部分股份的要约应当约定，被收购公司股东承诺出售的股份数额超过预定收购的股份数额的，收购人按比例进行收购。</p>	<p>제65조 투자자가 단독으로 또는 협의나 기타 안배를 통하여, 증권거래소를 통한 증권거래에 의하여, 한 상장회사의 기발행한 의결권 있는 주식의 30%를 보유하는 상황에서, 계속하여 매수를 진행하는 경우, 법에 따라 해당 상장회사의 모든 주주에게 해당 상장회사 주식의 전부 또는 일부를 매수하는 제안을 해야 한다.</p> <p>상장회사 주식의 일부를 인수하는 제안일 경우, 인수자는 대상회사 주주의 제안에 응한 주식 수가 매수 예정 주식 수를 초과하는 경우 비례에 따라 매수 할 것을 약정해야 한다.</p>
---	---

증권법 제67조

<p>第六十七条 收购要约约定的收购期限不得少于三十日，并不得超过六十日。</p>	<p>제67조 공개매수 제안에서 약정하는 매수기간은 30일보다 적어서는 안 되고, 60일을 초과하여서는 안 된다.</p>
--	--

상장회사 인수관리방법 제23조

<p>第二十三条 投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份的，可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约（以下简称全面要约），也可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约（以下简称部分要约）。</p>	<p>제23조 투자자가 자발적으로 공개매수의 방식으로 상장회사 주식을 취득하기로 선택한 경우, 대상회사의 모든 주주에게 그들이 보유하는 전부 주식을 인수하고자 하는 제안(이하 “전부공개매수 제안”이라고 한다)을 할 수 있고, 대상회사의 모든 주주에게 그들이 보</p>
---	--

	유하는 일부 주식을 인수하고자 하는 제안(이하 “부분공개매수 제안”이라고 한다)을 할 수도 있다.
--	--

상장회사 인수관리방법 제24조

第二十四条 通过证券交易所的证券交易，收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约。	제24조 증권거래소를 통한 증권거래에 의하여, 매수자가 보유하는 주식이 한 상장회사의 기발행 주식의 30%에 도달하는 상황에서, 주식을 계속하여 취득하고자 하는 경우, 전부 공개매수 제안 또는 부분 공개매수 제안을 해야 한다.
--	---

상장회사 인수관리방법 제25조

第二十五条 收购人依照本办法第二十三条、第二十四条、第四十七条、第五十六条的规定，以要约方式收购一个上市公司股份的，其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的5%。	제25조 인수자가 본 방법 제23조, 제24조, 제47조 및 제56조의 규정에 따라, 공개매수 방식으로 한 상장회사의 주식을 인수하는 경우, 그 인수 예정 주식의 비율은 해당 상장회사의 기발행 한 주식의 5% 보다 낮아서는 안 된다.
--	---

상장회사 인수관리방법 제35조

第三十五条 收购人按照本办法规定进行要约收购的，对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购提示性公告日前6个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格。 要约价格低于提示性公告日前30个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的，收购人聘请的财务顾	제35조 인수자가 본 방법의 규정에 따라 공개매수를 하는 경우, 동일 유형의 주식에 대해 제시한 매수가격은, 인수자가 공개매수 제시성공고일 전 6개월 내에 해당 유형의 주식을 취득하는데 지급한 최고 가격보다 낮아서는 안 된다. 공개매수 가격이 해당 주식의 제시
--	---

<p>問应当就该种股票前6个月的交易情况进行分析，说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致行动人、收购人前6个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。</p>	<p>성공고일 전 30개 거래일 동안의 일일 가중평균가격의 산술평균치보다 낮은 경우, 인수자가 고용한 재무 자문사는 해당 주식의 그전 6개월 동안의 거래를 분석하여 주가조작 상황이 존재하는지, 매수인이 공개하지 않은 공동행위자가 있는지, 매수인이 그전 6개월 동안 취득한 회사주식에 기타 지급안배가 있는지, 및 공개매수 가격의 합리성 등을 설명해야 한다.</p>
---	--

상장회사 인수관리방법 제39조

<p>第三十九条 收购要约提出的各项收购条件，适用于被收购公司的所有股东。</p> <p>上市公司发行不同种类股份的，收购人可以针对持有不同种类股份的股东提出不同的收购条件。</p> <p>收购人需要变更收购要约的，必须及时公告，载明具体变更事项，并通知被收购公司。变更收购要约不得存在下列情形：</p> <ul style="list-style-type: none"> (一) 降低收购价格； (二) 减少预定收购股份数额； (三) 缩短收购期限； (四) 中国证监会规定的其他情形。 	<p>제39조 공개매수 제안에서 제시한 각 매수조건은 대상회사의 모든 주주에게 적용된다.</p> <p>상장회사가 여러 종류의 주식을 발행하는 경우, 인수자는 다른 종류의 주식을 보유하는 주주에 대해 다른 매수 조건을 제시할 수 있다.</p> <p>매수자가 공개매수 제안을 변경하고자 하는 경우, 즉시 공고를 해야 하고 구체적인 변경 사항을 명시해야 하며, 하기 상황이 있어서는 안 된다.</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) 구매 가격을 인하. (2) 인수 예정 주식 수 감소. (3) 매수 기간 단축. (4) 국무원 증권감독기관이 규정한 기타 상황.
--	---

상장회사 인수관리방법 제40조

<p>第四十条 收购要约期限届满前15日内，收购人不得变更收购要约；但是出现竞争要约的除外。</p> <p>出现竞争要约时，发出初始要约的收购人变更收购要约距初始要约收购期限届满不足15日的，应当延长收购期限，延长后的要约期应当不少于15日，不得超过最后一个竞争要约的期满日，并按规定追加履约保证。</p> <p>发出竞争要约的收购人最迟不得晚于初始要约收购期限届满前15日发出要约收购的提示性公告，并应当根据本办法第二十八条和第二十九条的规定履行公告义务。</p>	<p>제40조 인수자는 공개매수기간 만료 전 15일 내에 공개매수 제안을 변경할 수 없다. 다만, 경쟁매수가 발생하는 경우는 제외한다.</p> <p>경쟁매수가 발생하는 경우, 최초 공개매수 제안을 한 매수자가 매수제안을 변경할 때 잔여 공개매수기간이 구매기간 만료일로부터 15일 미만인 경우, 공개매수기간을 연장해야 한다. 해당 연장 후의 공개매수 기간은 15일 보다 적어서는 안 되고, 마지막 경쟁매수의 만료일을 초과하여서는 안 되며, 규정에 따라 약정 이행 보증을 추가해야 한다.</p> <p>경쟁매수를 하는 매수자는 늦어도 최초 공개매수기간 만료 전 15일까지 공개매수 제시성 공고를 해야 하고, 본 방법 제28조 및 제29조의 규정에 따라 공고의무를 이행하여야 한다.</p>
--	--

상장회사 인수관리방법 제47조

<p>第四十七条 收购人通过协议方式在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%，但未超过 30%的，按照本办法第二章的规定办理。</p> <p>收购人拥有权益的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司的股东发出全面要约或者部分要约。符合本办法第六章规定情形的，收购人可以免于发出</p>	<p>제47조 인수자가 협의의 방식을 통해 한 상장회사에 대해 보유하고 있는 권리 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 5%에 도달하거나, 5%를 초과하지만 30%를 초과하지 않는 경우, 본 방법 제2장의 규정에 따라 처리한다.</p> <p>인수자가 보유하는 권리 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%에 도달한 상황에서, 계속하여 매수하고자 하는 경우, 법에 따라 해당 상장</p>
---	--

<p>要约。</p> <p>收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的，超过30%的部分，应当改以要约方式进行；但符合本办法第六章规定情形的，收购人可以免于发出要约。符合前述规定情形的，收购人可以履行其收购协议；不符合前述规定情形的，在履行其收购协议前，应当发出全面要约。</p>	<p>회사의 주주에게 전부 또는 부분 매수 제안을 해야 한다. 본 방법 제6장의 규정에 부합하는 경우, 매수자는 공개매수 제안을 면제받을 수 있다.</p> <p>인수자가 협의의 방식을 통해 한 상장회사의 30%를 초과하는 지분을 매수하는 경우, 해당 30%를 초과하는 부분에 대해서는 공개매수의 방식으로 변경하여 매수를 진행해야 한다. 다만, 본 방법 제6장의 규정에 해당하는 경우, 인수자는 공개매수 제안을 면제받을 수 있다. 전술한 상황에 부합하는 경우, 매수자는 그 매수협의를 이행할 수 있고, 전술한 상황에 부합되지 않는 경우, 해당 매수자는 그 매수협의를 이행하기 전, 전부 공개매수 제안을 해야 한다.</p>
--	--

상장회사 인수관리방법 제56조

<p>第五十六条 收购人虽不是上市公司的股东，但通过投资关系、协议、其他安排导致其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%未超过30%的，应当按照本办法第二章的规定办理。</p> <p>收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%的，应当向该公司所有股东发出全面要约；收购人预计无法在事实发生之日起30日内发出全面要约的，应当在前述30日内促使其控制的股东将所持有的上市公司股份减持至30%或者30%以下，并自减持之日起2个工作日内予以公告；其后收购人或者</p>	<p>제56조 인수자가 상장회사의 주주는 아니지만 투자관계, 협의 또는 기타 안배를 통해, 한 상장회사에 대해 보유하는 권익 있는 지분이 해당 상장회사의 기발행한 주식의 5%에 도달하거나, 5%를 초과하지만 30%를 초과하지 않는 경우, 본 방법 제2장의 규정에 따라 처리한다.</p> <p>인수자가 보유하는 권익 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%를 초과하는 경우, 해당 회사의 모든 주주에게 전부 공개매수 제안을 해야 하고, 인수자가 사실 발생일로부터 30일 이내에 전부 공개매수 제안을 할 수</p>
--	--

<p>其控制的股东拟继续增持的，应当采取要约方式；拟依据本办法第六章的规定免于发出要约的，应当按照本办法第四十八条的规定办理。</p>	<p>없을 것으로 예상되는 경우, 전술한 30일 이내에 그의 지배하에 있는 주주에게 보유하는 상장회사의 지분을 30% 또는 30% 이하로 감소하도록 해야 하며, 감소 보유일로부터 2영업일 이내에 공고를 해야 하고, 그 후 인수자 또는 그 지배하에 있는 주주가 계속하여 추가 취득하고자 하는 경우 공개매수의 방식을 취해야 하며, 본 방법 제6장의 규정에 따라 공개매수 제안을 면제받고자 하는 경우 본 방법 제48조의 규정에 따라 처리해야 한다.</p>
---	---

상장회사 인수관리방법 제61조

<p>第六十一条 符合本办法第六十二条、第六十三条规定情形的，投资者及其一致行动人可以：</p> <p>(一) 免于以要约收购方式增持股份；</p> <p>(二) 存在主体资格、股份种类限制或者法律、行政法规、中国证监会规定的特殊情形的，免于向被收购公司的所有股东发出收购要约。</p> <p>不符合本章规定情形的，投资者及其一致行动人应当在30日内将其或者其控制的股东所持有的被收购公司股份减持到30%或者30%以下；拟以要约以外的方式继续增持股份的，应当发出全面要约。</p>	<p>제61조 본 방법 제62조 및 제63조의 규정에 부합하는 경우, 투자자와 그 공동 행위자는:</p> <p>(1) 공개매수의 방식으로 지분을 추가 취득하는 것이 면제된다.</p> <p>(2) 주체의 자격, 주식 유형의 제한이 존재하거나, 법률, 행정법규 또는 중국 증권감독관리위원회가 규정한 특수상황에 해당되는 경우, 대상회사의 모든 주주에게 공개매수 제안을 하는 것이 면제된다.</p> <p>본 장의 규정에 부합하지 않는 경우, 투자자와 그 공동 행위자는 30일 이내에 그 또는 그의 지배하에 있는 주주가 보유하는 대상회사의 지분을 30% 이하로 감소시켜야 하고, 공개매수 이외의 방법으로 지분을 계속하여 취득하고자 하는 경우에는 전부 공개매수 제안을 해야 한다.</p>
---	---

상장회사 인수관리방법 제62조

<p>第六十二条 有下列情形之一的，收购人可以免于以要约方式增持股份：</p> <p>(一) 收购人与出讓人能够证明本次股份转让是在同一实际控制人控制的不同主体之間进行，未導致上市公司的实际控制人发生变化；</p> <p>(二) 上市公司面临严重財務困難，收购人提出的挽救公司的重組方案取得該公司股東大會批准，且收购人承諾3年内不轉讓其在該公司中所擁有的權益；</p> <p>(三) 中国证监会为适应证券市場發展变化和保護投資者合法權益的需要而認定的其他情形。</p>	<p>제62조 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우, 공개매수의 방식으로 지분을 추가 취득하는 것이 면제된다.</p> <p>(1) 매수자와 양도자는 해당 주식의 양도가 동일한 실제 지배자의 지배하에 있는 다른 주체 사이에서 이루어졌고, 상장회사의 실제 지배자의 변경을 일으키지 않았다는 것을 증명할 수 있는 경우;</p> <p>(2) 상장회사가 심각한 재정난에 직면해 있고, 매수자가 제출한 회사 구조조정 방안은 해당 회사의 주주총회에 의해 승인되었으며, 인수인이 3년 이내에 회사에 대해 보유하는 권리의 양도하지 않기로 약속한 경우;</p> <p>(3) 중국 증권감독관리위원회가 증권 시장의 발전변화와 투자자의 합법권익 보호의 수요를 위해 인정한 기타 경우.</p>
---	---

상장회사 인수관리방법 제63조

<p>第六十三条 有下列情形之一的，投资者可以免于发出要约：</p> <p>(一) 经政府或者国有资产管理部门批准进行国有资产无偿划转、变更、合并，导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例超过30%；</p>	<p>제63조 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우, 매수자는 공개매수 제안을 하는 것이 면제된다.</p> <p>(1) 정부 또는 국유자산관리부서의 비준을 거쳐 국유자산을 무상으로 이전, 변경, 합병을 진행함으로써, 해당 투자자가 상장회사에 대하여 보유하는</p>
---	---

<p>(二) 因上市公司按照股东大会批准的确定价格向特定股东回购股份而减少股本，导致投资者在该公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%；</p> <p>(三) 经上市公司股东大会非关联股东批准，投资者取得上市公司向其发行的新股，导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%，投资者承诺3年内不转让本次向其发行的新股，且公司股东大会同意投资者免于发出要约；</p> <p>(四) 在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的30%的，自上述事实发生之日起一年后，每12个月内增持不超过该公司已发行的2%的股份；</p> <p>(五) 在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的50%的，继续增加其在该公司拥有的权益不影响该公司的上市地位；</p> <p>(六) 证券公司、银行等金融机构在其经营范围内依法从事承销、贷款等业务导致其持有一个上市公司已发行股份超过30%，没有实际控制该公司的行为或者意图，并且提出在合理期限内向非关联方转让相关股份的解决方案；</p> <p>(七) 因继承导致在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%；</p> <p>(八) 因履行约定购回式证券交易协议购回上市公司股份导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公</p>	<p>권익 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%를 초과하는 경우.</p> <p>(2) 상장회사가 주주총회에서 승인한 확정가격에 따라 특정 주주로부터 주식을 매수하여 자본을 감소시킴으로써, 해당 투자자가 해당 회사에 대하여 보유하는 권리 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%를 초과하는 경우.</p> <p>(3) 상장회사의 주주총회 비관련주의 승인을 거쳐, 투자자가 상장회사가 해당 투자자에 대해 발행한 신주를 취득하여, 해당 회사에 대하여 보유하는 권리 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%를 초과할 때, 해당 투자자가 금번에 그에게 발행한 신주를 3년 동안 양도하지 않을 것임을 약속하였고, 회사의 주주대회가 투자자의 공개매수권유를 면제하는 데 동의한 경우.</p> <p>(4) 한 상장회사에 대해 보유하는 권리 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%에 달하거나 초과할 때, 전술한 사실이 발생한 날로부터 1년 후, 매 12개월 이내에 그 회사의 기발행한 주식의 2%를 초과하지 않는 지분을 추가 취득한 경우.</p> <p>(5) 한 상장회사에 대해 보유하고 있는 권리 있는 지분이 이미 해당 회사의 기발행한 주식의 50%에 달하거나 이를 초과할 때, 해당 회사에 대해 보유한 권리의 추가 취득하는 것이 해당 회사의 상장 지위에 영향을 미치지 않을 경우.</p>
---	--

<p>司已发行股份的30%，并且能够证明标的股份的表决权在协议期间未发生转移；</p> <p>(九) 因所持优先股表决权依法恢复导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%；</p> <p>(十) 中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。</p> <p>相关投资者应在前款规定的权益变动行为完成后3日内就股份增持情况做出公告，律师应就相关投资者权益变动行为发表符合规定的专项核查意见并由上市公司予以披露。相关投资者按照前款第（五）项规定采用集中竞价方式增持股份的，每累计增持股份比例达到上市公司已发行股份的2%的，在事实发生当日和上市公司发布相关股东增持公司股份进展公告的当日不得再行增持股份。前款第（四）项规定的增持不超过2%的股份锁定期为增持行为完成之日起6个月。</p>	<p>(6) 증권회사, 은행 등의 금융기관이 그 경영범위 내에서 법에 따라 인수, 대출 등의 업무에 진행함으로써, 한 상장회사의 기발행한 주식을 30% 이상 보유하게 될 때, 해당 회사를 실질적으로 지배하고자 하는 행위나 의도가 없고, 특수관계가 없는 자에게 합리적인 기간 내에 관련 주식을 양도하는 해결방안을 제시한 경우.</p> <p>(7) 승계로 인하여 한 상장회사에 대하여 보유하는 권리 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%를 초과하는 경우.</p> <p>(8) 환매약정식(Agreed repurchase type) 증권거래계약을 이행하여 상장회사의 주식을 환매함으로 인하여 한 상장회사에 대하여 보유하는 권리 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%를 초과한 것이며, 계약기간 동안 주식의 의결권이 이전되지 않았음을 증명할 수 있는 경우.</p> <p>(9) 보유하고 있던 우선주의 의결권의 회복으로 인하여, 투자가 한 상장회사에 대하여 보유하는 권리 있는 지분이 해당 회사의 기발행한 주식의 30%를 초과하는 경우.</p> <p>(10) 기타 중국 증권감독관리위원회가 증권시장의 발전 변화에 적응하고 투자자의 합법적인 권리들을 보호하기 위하여 인정해야 하는 상황에 해당되는 경우.</p> <p>관련 투자자는 전항에서 규정한 권리변동행위 완료 후 3일 이내에 지분 추가취득 상황에 대해 공고하여야 하</p>
--	--

	고, 변호사는 관련 투자자의 권리변동 행위에 대하여 규정에 부합된다는 특정항목검사의견(专项核查意见)을 발표해야 하며, 상장회사는 이를 공개하여야 한다. 관련 투자자가 전항 제(5)호의 규정에 따라 집중 입찰을 통해 주식을 추가 취득하는 경우, 누적 추가 취득 주식의 비율이 상장회사의 기발행한 주식의 2%에 도달할 때마다, 사실 발생 당일 및 상장회사가 관련 주주의 주식 추가 취득 진행현황 공고를 낸 당일에는 더 이상 주식을 추가 취득하여서는 아니된다. 전항 제(4)호에 규정된 추가 취득이 2%를 초과하여서는 안되는 주식잠금기간(股份锁定期)은 지분 추가 취득 행위가 완료된 날로부터 6개월로 한다.
--	--

상장회사 인수관리방법 제64조

第六十四条 收购人按照本章规定的情形免于发出要约的，应当聘请符合《证券法》规定的律师事务所等专业机构出具专业意见。	제64조 인수자가 본 장의 규정에 따라 공개매수 제안을 하는 것을 면제받은 경우, <증권법>의 규정에 부합하는 법률사무소 및 기타 전문기관을 고용하여 전문 의견을 제출하도록 해야 한다.
--	--

주식발행 및 거래 관리 잠행조례 제51조

第五十一条 收购要约期满，收购要约人持有的普通股未达到该公司发行在外的普通股总数的百分之五十的，为收购失败；收购要约人除发出新的收购要约外，其以后每年购买的该公司发行在外的普通股，不得超过该公司发行在外的	제51조 공개매수기간이 만료될 때, 공개매수 제안자가 보유하는 보통주가 해당 회사가 발행한 보통주 총수의 5%에 미달하는 경우, 인수실패로 간주되고, 공개매수 제안자는 새로운 공개매수 제안을 하는 경우를 제외하고,
---	--

<p>普通股总数的百分之五。</p> <p>收购要约期满，收购要约人持有的普通股达到该公司发行在外的普通股总数的百分之七十五以上的，该公司应当在证券交易所终止交易。</p> <p>收购要约人要约购买股票的总数低于预受要约的总数时，收购要约人应当按照比例从所有预受收购要约的受要约人中购买该股票。</p> <p>收购要约期满，收购要约人持有的股票达到该公司股票总数的百分之九十时，其余股东有权以同等条件向收购要约人强制出售其股票。</p>	<p>그 후 매년 해당 회사가 발행한 보통주의 5%를 초과하는 보통주를 매수하여서는 안 된다.</p> <p>공개매수 기간이 만료될 때, 공개매수 제안자가 보유하는 보통주가 해당 회사가 발행한 보통주 총수의 75% 이상에 도달하는 경우, 해당 회사는 증권거래소에서 거래를 종료해야 한다.</p> <p>공개매수자가 공개매수 하는 주식의 총수가 공개매수에 응한 주식의 총수보다 적은 경우, 공개매수자는 비례에 따라 모든 공개매수에 응한 자로부터 해당 주식을 매입하여야 한다.</p> <p>공개매수 기간이 만료될 때, 공개매수가 보유하는 주식이 해당 회사 주식 총수의 90%에 도달하는 경우, 나머지 주주는 동일한 조건으로 공개매수자에게 그 주식을 강제로 매도할 권리를 가진다.</p>
--	---

3. 중국 홍콩 (공식 영문본)

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> “공동행위” 정의(Def-1~2)

DEFINITIONS :Acting in concert (Def-1~2)

Acting in concert: Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), actively cooperate to obtain or consolidate “control” (as defined below) of a company through the acquisition by any of them of voting rights of the company.

Without prejudice to the general application of this definition, persons falling within each of the following classes will be presumed to be acting in concert with others in the same class unless the contrary is established:-

(1) a company, its parent, its subsidiaries, its fellow subsidiaries, associated companies of any of the foregoing, and companies of which such companies are associated companies;

(2) a company with any directors (together with their close relatives, related trusts and companies controlled# by any of the directors, their close relatives or related trusts) of it or of its parent;

(3) a company with any of its pension funds, provident funds and employee share schemes;

Note: Class (3) does not apply to an employee benefit trust. The Executive will apply Note 20 to Rule 26.1 to determine whether the directors and shareholders of a company are acting in concert with the trustees of an employee benefit trust of the same company.

(4) a fund manager (including an exempt fund manager) with any investment company, mutual fund, unit trust or other person, whose investments such fund manager manages on a discretionary basis, in respect of the relevant investment accounts;

(5) a financial or other professional adviser (including a stockbroker)*

with its client in respect of the shareholdings of the adviser and persons controlling#, controlled by or under the same control as the adviser (except in the capacity of an exempt principal trader or exempt fund manager);

(6) directors of a company (together with their close relatives, related trusts and companies controlled# by such directors, their close relatives and related trusts) which is subject to an offer or where the directors have reason to believe a bona fide offer for their company may be imminent;

(7) partners;

(8) an individual (including any person who is accustomed to act in accordance with the instructions of the individual) with his close relatives, related trusts and companies controlled# by him, his close relatives or related trusts; and

(9) a person, other than an authorised institution within the meaning of the Banking Ordinance (Cap. 155) lending money in the ordinary course of business, providing finance or financial assistance (directly or indirectly) to any person (or a person acting in concert with such a person) in connection with an acquisition of voting rights (including any direct or indirect refinancing of the funding of the acquisition).

See Note 1 at the end of the definitions.

* See Note 2 at the end of the definitions.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> “지배권” 정의(Def-1~2)

DEFINITIONS: Control (Def-8)

Control: Unless the context otherwise requires, control shall be deemed to mean a holding, or aggregate holdings, of 30% or more of the voting rights of a company, irrespective of whether that holding or holdings gives de facto control.

〈회사 인수 합병 및 주식환매 수칙〉 규칙 15.1

15.1 Closing dates

Where an offer document and the offeree board circular are posted on the same day or are combined in a composite document, the offer must initially be open for acceptance for at least 21 days following the date on which the offer document is posted. Where the offeree board circular is posted after the date on which the offer document is posted, the offer must be open for acceptance for at least 28 days following the date on which the offer document is posted. The latest time for acceptance is 4.00 p.m. on the closing day unless the offer is extended in accordance with Rule 19.1.

In any announcement of an extension of an offer, either the next closing date must be stated or, if the offer is unconditional as to acceptances, a statement may be made that the offer will remain open until further notice. In the latter case, at least 14 days' notice in writing must be given, before the offer is closed, to those shareholders who have not accepted the offer and an announcement must be published.

Where an offer closes without having become unconditional it shall be deemed to have lapsed.

〈회사 인수 합병 및 주식환매 수칙〉 규칙 15.3

15.3 Offer to remain open for 14 days after unconditional

Where a conditional offer becomes or is declared unconditional (whether as to acceptances or in all respects), it should remain open for acceptance for not less than 14 days thereafter. When an offer becomes or is declared unconditional in all respects, at least 14 days' notice in writing must be given before the offer is closed to those shareholders who have not accepted the offer.

〈회사 인수 합병 및 주식환매 수칙〉 규칙 15.5

15.5 Final day rule

Except with the consent of the Executive, an offer (whether revised or not) may not become or be declared unconditional as to acceptances after 7.00 p.m. on the 60th day after the day the initial offer document was posted. The Executive's consent will normally be granted only:-

- (i) in a competitive situation (see Note 2 below);
- (ii) if the board of the offeree company consents to an extension;
- (iii) as provided for in Rule 15.4; or
- (iv) if the offeror's receiving agent requests an extension for the purpose of complying with Note 2 to Rule 30.2.

In the event of an extension with the consent of the Executive in circumstances other than those set out in paragraphs (i) to (iii) above, acceptances or purchases in respect of which relevant documents are received after 4.00 p.m. on the relevant closing date may only be taken into account with the consent of the Executive, which will only be given in exceptional circumstances.

〈회사 인수 합병 및 주식환매 수칙〉 규칙 16.1

16.1 Offer open for 14 days after revision

If, in the course of an offer, the offeror revises its terms, all offeree company shareholders, whether or not they have already accepted the offer, will be entitled to the revised terms. A revised offer must be kept open for at least 14 days following the date on which the revised offer document is posted. Therefore, no revised offer document may be posted in the 14 days ending on the last day the offer is able to become unconditional as to acceptances. (See Rules 23, 24 and 26.)

〈회사 인수 합병 및 주식환매 수칙〉 규칙 16.1 주석3

Notes to Rule 16.1:

3. When revision is not permitted

Since an offer must remain open for acceptance for 14 days following the date on which the revised offer document is posted, an offeror will generally not be able to revise its offer, and must not place itself in a position where it would be required to revise its offer, in the 14 days ending on the last day its offer is able to become unconditional. Nor must an offeror place itself in a position where it would be required to revise its offer if it has made a no increase statement as defined in Rule 18.3.

〈회사 인수 합병 및 주식환매 수칙〉 규칙 26.1

26.1 When mandatory offer required

Subject to the granting of a waiver by the Executive, when

- (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, 30% or more of the voting rights of a company;
- (b) two or more persons are acting in concert, and they collectively hold less than 30% of the voting rights of a company, and any one or more of them acquires voting rights and such acquisition has the effect of increasing their collective holding of voting rights to 30% or more of the voting rights of the company;
- (c) any person holds not less than 30%, but not more than 50%, of the voting rights of a company and that person acquires additional voting rights and such acquisition has the effect of increasing that person's holding of voting rights of the company by more than 2% from the lowest percentage holding of that person in the 12 month period ending on and inclusive of the date of the relevant acquisition; or
- (d) two or more persons are acting in concert, and they collectively

hold not less than 30%, but not more than 50%, of the voting rights of a company, and any one or more of them acquires additional voting rights and such acquisition has the effect of increasing their collective holding of voting rights of the company by more than 2% from the lowest collective percentage holding of such persons in the 12 month period ending on and inclusive of the date of the relevant acquisition;

that person shall extend offers, on the basis set out in this Rule 26, to the holders of each class of equity share capital of the company, whether the class carries voting rights or not, and also to the holders of any class of voting non-equity share capital in which such person, or persons acting in concert with him, hold shares (see also Rule 36).

Offers for different classes of equity share capital must be comparable and the Executive should be consulted in advance in such cases. (See Rule 14.)

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙 26.1 주석 1

Notes to Rule 26.1:

1. Persons acting in concert

The majority of questions which arise relate to persons acting in concert. The definition of "acting in concert" contains a list of persons who are presumed to be acting in concert unless the contrary is established. The following Notes illustrate how this Rule 26 and definition are interpreted by the Executive.

There may also be circumstances where there are changes in the make-up of a group acting in concert that effectively result in a new group being formed or the balance of the group being changed significantly. This may occur, for example, as a result of the sale of all or a substantial part of his shareholding by one member of a concert party group to other existing members or to another person. The Executive will

apply the criteria set out below, and in particular in Note 6(a) and Note 7 to this Rule 26.1 and may require a general offer to be made even when no single member holds 30% or more.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙 26.1 주석6

Notes to Rule 26.1:

6. Acquisition of voting rights by members of a group acting in concert

While the Executive accepts that the concept of persons acting in concert recognises a group as being the equivalent of a single person, the holdings of members and the membership of such groups may change at any time. This being the case, there will be circumstances when the acquisition of voting rights by one member of a group acting in concert from another member of the concert group or from a non-member, will result in the acquirer of the voting rights having an obligation to make an offer.

(a) Acquisitions from another member

Whenever the holdings of a group acting in concert total 30% or more of the voting rights of a company and as a result of an acquisition of voting rights from another member of the group a single member comes to hold 30% or more or, if already holding between 30% and 50%, has acquired more than 2% of the voting rights in any 12 month period, an obligation to make an offer will normally arise.

In addition to the factors set out in Note 7 to this Rule 26.1, the factors which the Executive will take into account in considering whether to waive the obligation to make an offer include:-

(i) whether the leader of the group or the largest individual shareholding has changed and whether the balance between the shareholdings in the group has changed significantly;

(ii) the price paid for the shares acquired; and

(iii) the relationship between the persons acting in concert and how long

they have been acting in concert.

The Executive would normally grant the acquirer of such voting rights a waiver from such general offer obligation if:-

(i) the acquirer is a member of a group of companies comprising a company and its subsidiaries and the acquirer has acquired the voting rights from another member of such group of companies; or

(ii) the acquirer is a member of a group of persons comprising an individual, his close relatives and related trusts, and companies controlled by him, his close relatives or related trusts, and the acquirer has acquired the voting rights from another member of such group of persons.

(b) Acquisitions from non-members

When the group holds between 30% and 50% of the voting rights, an offer obligation will arise if there are acquisitions from non-members of more than 2% in aggregate in any 12 month period. When the group holds over 50%, subject to Note 17 to this Rule 26.1 no obligations normally arise from acquisitions by any member of the group.

However, subject to considerations similar to those set out in paragraph (a) of this Note, the Executive may regard as giving rise to an obligation to make an offer the acquisition by a single member of the group of voting rights sufficient to increase his holding to 30% or more or, if he already holds between 30% and 50%, by more than 2% in any 12 month period.

(c) Calculation of highest price

For the purpose of calculating the highest price paid in the event of an offer under this Rule 26, the prices paid for voting rights transferred between members of a group acting in concert may be relevant where, for example, all voting rights held within a group are transferred to that member making the offer or where prices paid between members are materially above the market price.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙26.1 주석7

Notes to Rule 26.1:

7. Vendor of part only of a shareholding

Shareholders sometimes wish to sell part only of their holdings or a purchaser may be prepared to acquire part only of a holding. This arises particularly where an acquirer wishes to acquire under 30%, thereby avoiding an obligation under this Rule 26 to make a general offer. The Executive will be concerned to see whether in such circumstances the arrangements between the purchaser and vendor effectively allow the purchaser to exercise a significant degree of control over the retained voting rights, in which case a general offer would normally be required. These concerns will also apply when the purchaser is already a member of a group acting in concert with the vendor, or when the purchaser joins such a group.

The Executive will also take into account any other transactions between the purchaser and the vendor, and between the purchaser and other members of the group acting in concert with the vendor. This could include, for example, the aggregation of transfers of voting rights to the purchaser over a period of time, or arrangements which have an effect similar to transfer, such as the underwriting by a purchaser of a rights issue which the vendor has agreed not to take up, or a placing of shares with the purchaser.

A judgement on whether such a significant degree of control exists will obviously depend on the circumstances of each individual case, but, by way of guidance, the Executive would regard the following points as having some significance:-

- (a) there would be less likelihood of a significant degree of control over the retained voting rights if the vendor was not an “insider”;
- (b) the payment of a very high price for the voting rights would tend to suggest that control over the entire holding was being secured;

(c) if the parties negotiate options over the retained voting rights it may be more difficult for them to satisfy the Executive that a significant degree of control is absent. On the other hand, where the retained voting rights are in themselves a significant part of the company's capital (or even in certain circumstances represent a significant sum of money in absolute terms) a correspondingly greater element of independence may be presumed; and

(d) it would be natural for a vendor of part of a controlling holding to select a purchaser whose ideas as regards the way the company is to be directed are reasonably compatible with his own. It is also natural that a purchaser of a substantial holding in a company should press for board representation and perhaps make the vendor's support for this a condition of purchase. Accordingly, these factors, divorced from any other evidence of a significant degree of control over the retained voting rights, would not lead the Executive to conclude that a general offer should be made.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙 26.1 주석8

Notes to Rule 26.1:

8. The chain principle

Occasionally, a person or group of persons acting in concert acquiring statutory control of a company (which need not be a company to which the Takeovers Code applies) will thereby acquire or consolidate control, as defined in the Codes, of a second company because the first company itself holds, either directly or indirectly through intermediate companies, a controlling interest in the second company, or holds voting rights which, when aggregated with those already held by the person or group, secure or consolidate control of the second company. The Executive will not normally require an offer to be made under this Rule 26 in these circumstances unless either:-

- (a) the holding in the second company is significant in relation to the

first company. In assessing this, the Executive will take into account a number of factors including, as appropriate, the assets and profits of the respective companies. Relative values of 60% or more will normally be regarded as significant; or

(b) one of the main purposes of acquiring control of the first company was to secure control of the second company.

The Executive should be consulted in all cases which may come within the scope of this Note to establish whether, in the circumstances, any obligation arises under this Rule 26.

“Statutory control” in this Note means the degree of control which a company has over a subsidiary.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙 26.1 주석15

Notes to Rule 26.1:

15. The 2% creeper - effect of whitewash

When a person, or group of persons acting in concert, would otherwise be obliged to make a mandatory offer pursuant to this Rule 26 but the obligation is waived pursuant to a vote of independent shareholders in accordance with the terms of Note 1 on dispensations from Rule 26, such person, or group of persons, shall be deemed to have a lowest percentage holding equal to the percentage holding of such person, or group of persons, immediately after the whitewashed transaction. Any acquisition of additional voting rights by such person, or group of persons, subsequent to the whitewashed transaction shall be subject to the 2% creeper under Rule 26.1 by reference to the lowest percentage holding in the 12 month period ending on the date of the completion of the relevant acquisition. (See also Notes 11 and 12 to this Rule 26.1.)

By way of example, if a person, or group of persons acting in concert, originally holding 31% comes to hold 38% of the voting rights of a company as a result of a whitewashed transaction, such person or group of

persons would be deemed to have a lowest percentage holding of 38% and thereby be free to acquire voting rights within the 2% band above 38% in the following 12 month period, unless any disposal of voting rights causes the lowest percentage holding of such person or group of persons to fall below 38%.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙26.1 주석21

Notes to Rule 26.1:

21. Borrowed or lent shares

For the purpose of Rule 26, if a person has borrowed or lent shares he will be treated as holding the voting rights in respect of such shares save for any borrowed shares which the borrower has either on-lent or sold. A person must consult the Executive before acquiring or borrowing shares (irrespective of whether the borrowed shares are intended to be on-lent or sold) which, when taken together with shares in which he or any person acting in concert with him is already interested, and shares already borrowed or lent by him or any person acting in concert with him, might trigger a mandatory offer under Rule 26. If it is determined that a mandatory offer under Rule 26 will be triggered as a result of such acquisition or borrowing of shares, the Executive will then decide, inter alia, how the borrowed or lent shares should be treated for the purpose of the acceptance condition.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙26.2

26.2 Conditions

Except with the consent of the Executive:-

(a) offers made under this Rule 26 must be conditional only upon the offeror having received acceptances in respect of voting rights which, together with voting rights acquired or agreed to be acquired before or

during the offer, will result in the offeror and any person acting in concert with it holding more than 50% of the voting rights; and

(b) no acquisition of voting rights which would give rise to a requirement for an offer under this Rule 26 may be made if the making or implementation of such offer would or might be dependent on the passing of a resolution at any meeting of shareholders of the offeror or upon any other conditions, consents or arrangements.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙 26.3

26.3 Consideration

(a) Offers made under this Rule 26 must, in respect of each class of equity share capital involved, be in cash or be accompanied by a cash alternative at not less than the highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for shares of that class of the offeree company during the offer period and within 6 months prior to its commencement. The cash offer or the cash alternative must remain open after the offer has become or is declared unconditional for not less than 14 days thereafter. The Executive should be consulted where there is more than one class of equity share capital involved.

(b) The Executive's consent is required if the offeror considers that the highest price should not apply in a particular case.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙 26.3 주석1

Notes to Rule 26.3:

1. Nature of consideration

When voting rights have been acquired for a consideration other than cash, the offer must nevertheless be in cash or be accompanied by a cash alternative of at least equal value, which must be determined by an

independent valuation.

When there have been significant acquisitions in exchange for securities, General Principle 1 may be relevant and such securities may be required to be offered to all shareholders: a cash offer will also be required. The Executive should be consulted in such cases.

〈회사 인수 합병 및 주식환매 수칙〉 규칙 26.3 주석2

Notes to Rule 26.3:

2. Calculation of the price
 - (a) In calculating the price paid, stamp duty and broker's commission should be excluded.
 - (b) If voting rights have been acquired in exchange for listed securities, the price will normally be established by reference to the weighted average traded price of board lots (excluding special bargains and odd lots) of the listed securities on the date of the acquisition.
 - (c) If voting rights have been acquired by the conversion or exercise of convertible securities, warrants, options or other subscription rights, the price will normally be established by reference to the purchase price of the convertible securities, warrants or options and the relevant conversion or exercise terms. If however the convertible securities or warrants were issued or sold privately to the purchaser, the Executive may also take into account the weighted average traded price of board lots (excluding special bargains and odd lots) of the relevant shares on the day on which notice of conversion or subscription was submitted.

The Executive should be consulted in advance in the circumstances described in (b) and (c) above.

〈회사 인수 합병 및 주식환매 수칙〉 규칙 26.3 주석4

Notes to Rule 26.3:

4. Dispensations from highest price

Factors which the Executive might take into account when considering an application for an adjusted price include:-

- (a) the size and timing of the relevant purchases;
- (b) the attitude of the board of the offeree company;
- (c) whether shares had been purchased at high prices from directors or other persons closely connected with the offeror or the offeree company; and
- (d) the number of shares purchased in the preceding 12 months.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙26의 면제 주석1-6

Notes on dispensations from Rule 26:

1. Vote of independent shareholders on the issue of new securities (“Whitewash”)

(See Schedule VI - Whitewash Guidance Note for the detailed requirements of the Takeovers Code under this Note.)

When the issue of new securities as consideration for an acquisition, or a cash subscription, or the taking of a scrip dividend, would otherwise result in an obligation to make a mandatory offer under this Rule 26, the Executive will normally waive the obligation if the whitewash waiver and the underlying transaction(s) are separately approved by at least 75% and more than 50% respectively of the independent vote that are cast either in person or by proxy at a shareholders' meeting. For this purpose “independent vote” means a vote by shareholders who are not involved in, or interested in, the transaction in question. The requirement for a mandatory offer will also normally be waived, provided there has been an independent vote of shareholders, in cases involving the underwriting of an issue of shares. If an underwriter incurs an obligation under this Rule 26

unexpectedly, for example as a result of failure by a sub-underwriter in respect of all or part of his liability, the Executive should be consulted.

The appropriate provisions of the Code apply to whitewash proposals. Full details of the potential holding of voting rights must be disclosed in the document sent to shareholders relating to the issue of the new securities, which must also include competent independent advice on the proposals the shareholders are being asked to approve, together with a statement that the Executive has agreed to waive any consequent obligation under this Rule 26 to make a mandatory offer.

Reference should be made to Note 15 to Rule 26.1 which provides that when a person, or group of persons acting in concert, would otherwise be obliged to make a mandatory offer pursuant to this Rule 26, but the obligation is waived pursuant to a vote of independent shareholders in accordance with the terms of this Note, such person, or group of persons, shall be deemed to have a lowest percentage holding equal to the percentage holding of such person, or group of persons, immediately following the whitewashed transaction. Any acquisition of additional voting rights by such person, or group of persons, subsequent to the whitewashed transaction shall be subject to the 2% creeper under Rule 26.1 by reference to the lowest percentage holding in the 12 month period ending on the date of the completion of the relevant acquisition.

Notwithstanding the fact that the issue of new securities is made conditional upon the prior approval by independent vote of a majority of the shareholders at a general meeting of the company:-

(i) the Executive will not normally waive an obligation under this Rule 26 if the person to whom the new securities are to be issued or any person acting in concert with him has acquired voting rights in the company (save for subscriptions for new shares which have been fully disclosed in the whitewash circular) in the 6 months prior to the announcement of the proposals but subsequent to negotiations, discussions

or the reaching of understandings or agreements with the directors of the company (which would include informal discussions) in relation to the proposed issue of new securities; and

(ii) a waiver will not be granted or if granted will be invalidated if, without the prior consent of the Executive, any acquisitions or disposals of voting rights are made by such persons in the period between the announcement of the proposals and the completion of the subscription.

Following the meeting at which the proposals are considered by shareholders, an announcement must be made by the offeree company giving the result of the meeting and the number and percentage of voting rights attaching to the shares to which the potential controlling shareholders have become entitled as a result.

Where the final controlling shareholding is dependent on the results of underwriting, the offeree company must make an announcement following the issue of new securities stating the number of shares and percentage of voting rights held by the controlling shareholders at that time.

2. Enforcement of security for a loan, receivers, etc.

Where a shareholding in a company is charged to a bank or lending institution on an arm's length basis and in the ordinary course of its business as security for a loan and, as a result of enforcement, the lender would otherwise incur an obligation to make a general offer under this Rule 26, the Executive will normally waive the requirement, provided that the security was not given at a time when the lender had reason to believe that enforcement was likely. In any case where arrangements are to be made involving a transfer of voting rights to the lender, but which do not amount to enforcement of the security, the Executive will wish to be convinced that such arrangements are necessary to preserve the lender's security and will also take into account the proviso above. When following enforcement a lender wishes to sell all or part of his

shareholding, the provisions of this Rule 26 apply to the purchaser.

Although a receiver or liquidator of a company is not required to make an offer when he takes control of a holding of 30% or more of the voting rights of another company, the provisions of this Rule 26 apply to a purchaser from such a person.

3. Rescue operations

There are occasions when a company is in such a serious financial position that the only way it can be saved is by an urgent rescue operation which involves the issue of new securities without approval by a vote of independent shareholders or the acquisition of existing securities by the rescuer which would otherwise fall within the provisions of this Rule 26 and normally require a general offer. The Executive will consider waiving the requirements of this Rule 26 in such circumstances; particular attention will be paid to the views of the directors and advisers of the potential offeree company.

The requirements of this Rule 26 will not normally be waived in a case where a major shareholder in a company rather than that company itself is in need of rescue. The situation of that shareholder may have little relevance to the position of other shareholders and, therefore, the purchaser from such major shareholder must expect to be obliged to extend an offer under this Rule 26 to all other shareholders.

In considering whether to grant a waiver, the Executive must be satisfied about the urgency of the rescue and that it would be impracticable for the rescue proposal to be submitted for approval by shareholders not involved in or interested in the transaction under Note 1 on dispensations from Rule 26. If the urgency of the rescue is not established, the Executive may require an independent vote as a condition for a waiver. The Executive will also have regard to whether the rescue proposal is equitable to the existing shareholders and whether existing

shareholders will have the right to participate in the rescue proposal on the same terms as the rescuing party, so far as practicable. Any application for a waiver under this Note must be submitted as early as possible.

4. Inadvertent mistake

If, due to an inadvertent mistake, a person incurs an obligation to make an offer under this Rule 26, the Executive will not normally require an offer if sufficient voting rights are disposed of within a limited period to persons unconnected with him.

5. Balancing block: where 50% will not accept

Situations may arise where a person, or group of persons acting in concert, acquires 30% or more of the voting rights of a company at a time when another person, or group of persons acting in concert, already holds 30% or more of the voting rights of that company. In such a situation the Executive will not normally waive the requirement for that person or group of persons to make a general offer under this Rule 26 unless:-

(a) there is a single person holding 50% or more of the voting rights of the company who states that he will not accept the offer which the purchaser would otherwise be obliged to make; or

(b) the Executive is provided with written confirmation from the holders of 50% or more of the voting rights of that company that they would not accept the offer which the purchaser would be obliged to make.

6. Placing and top-up transactions

A waiver from the obligation to make a general offer under this Rule 26 will normally be granted where a shareholder, who together with persons acting in concert with him holds 50% or less of the voting rights of a company, places part of his holding with one or more independent

persons (see Note 7 on dispensations from Rule 26) and then, as soon as is practicable, subscribes for new shares up to the number of shares placed at a price substantially equivalent to the placing price after taking account of expenses incurred in the transaction. Such a waiver is required even if the placing and top-up are to be effected simultaneously whether by way of placing and subscription agreements that are inter-conditional or otherwise. For purposes of the 2% creeper the placing shareholder shall be deemed to have a lowest percentage holding equal to the lower of the lowest percentage holding which he had in the 12 month period prior to or immediately after the placing and top-up transaction. Reference is made in this regard to Note 14 to Rule 26.1. A waiver under this Note will not be required where a shareholder, together with persons acting in concert with him has continuously held more than 50% of the voting rights of a company for at least 12 months immediately preceding the relevant placing and top-up transaction.

7. Verification of independence of placees

When compliance with a Rule or granting of a waiver is dependent upon a disposition or placement of voting rights to independent persons, the vendor of the voting rights must not make arrangements to dispose of or place the voting rights with persons acting in concert with him. The vendor of the voting rights should not be involved in screening or selecting the placees unless such involvement is strictly limited to due diligence enquiries by the placing agents and financial advisers regarding the independence of placees. It is the responsibility of the relevant financial adviser, placing agent and acquirer of the voting rights to ensure and confirm that the acquirer is independent of, and not acting in concert with, the vendor of the voting rights. The Executive would expect the relevant financial adviser, placing agent and acquirer of the voting rights to take all appropriate and reasonable steps to ascertain and verify

whether the acquirer is independent of, and not acting in concert with, the vendor of the voting rights and then to provide appropriate confirmations to the Executive. The relevant confirmations should provide full details of any involvement of the vendor of the voting rights in the placing process. The relevant placee list setting out the identities of the placees should also be provided to the Executive.

In placing and top-up transactions where the Executive is often requested to process a waiver application promptly in order to facilitate the vendor of the voting rights to top-up as soon as practicable, the Executive will normally place significant reliance on the confirmations provided by the financial adviser, placing agent and acquirer of the voting rights when granting such a waiver. However, despite having granted the waiver, the Executive may make enquiries about the independence of the acquirer of the voting rights after the completion of the placing and top-up transaction. In the event that the acquirer of the voting rights is found to have acted in concert with the vendor of such voting rights, any waiver which has been granted will normally be invalidated and the Executive will take appropriate action including possibly requiring a general offer to be made in accordance with the requirements of Rule 26.

Notwithstanding the above the Executive may also make enquiries about the independence of the acquirer of the voting rights before granting a waiver if it considers it appropriate to do so.

<회사 인수 합병 및 주식환매 수칙> 규칙 31.1

31.1 Delay before subsequent offer

- (a) Except with the consent of the Executive, where an offer has been announced or posted but has not become or been declared unconditional, and has been withdrawn or has lapsed, neither the offeror nor any person

who acted in concert with it in the course of the original offer, nor any person who is subsequently acting in concert with any of them, may within 12 months from the date on which such offer is withdrawn or lapses either:-

(i) announce an offer or possible offer for the offeree company (including a partial offer which could result in the offeror holding shares carrying 30% or more of the voting rights of the offeree company), or

(ii) acquire any voting rights of the offeree company if the offeror or persons acting in concert with it would thereby become obliged under Rule 26 to make an offer.

(b) The restrictions in this Rule 31.1 may also apply, for a period of 6 months, where a person, having made an announcement which, although not amounting to the announcement of an offer, raises or confirms the possibility that an offer might be made, does not announce a firm intention either to make, or not to make, an offer within a reasonable time thereafter.

(c) Where a person makes an announcement that he does not intend to make an offer for a company, the restrictions in this Rule 31.1 will normally apply for 6 months unless there is a material change of circumstances or there has occurred an event which the person specified in his announcement as an event which would enable it to be set aside. Such an announcement must be as clear and unambiguous as possible. If a person intends to include in an announcement specific reservations to set it aside, he should consult the Executive in advance of issuing such an announcement.

회사조례(Companies Ordinance) 제693조

693.Offeror may give notice to buy out minority shareholders

(1)If, in the case of a takeover offer that does not relate to shares of

different classes, the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired, or contracted unconditionally to acquire, at least 90% in number of the shares to which the offer relates, the offeror may give notice to the holder of any other shares to which the offer relates that the offeror desires to acquire those shares.

(2)If, in the case of a takeover offer that relates to shares of different classes, the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired, or contracted unconditionally to acquire, at least 90% in number of the shares of any class to which the offer relates, the offeror may give notice to the holder of any other shares of that class to which the offer relates that the offeror desires to acquire those shares.

(3)If, in the case of a takeover offer that does not relate to shares of different classes, the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired, or contracted unconditionally to acquire, less than 90% in number of the shares to which the offer relates, the offeror may apply to the Court for an order authorizing the offeror to give notice to the holder of any other shares to which the offer relates that the offeror desires to acquire those shares.

(4)If, in the case of a takeover offer that relates to shares of different classes, the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired, or contracted unconditionally to acquire, less than 90% in number of the shares of any class to which the offer relates, the offeror may apply to the Court for an order authorizing the offeror to give notice to the holder of any other shares of that class to which the offer relates that the offeror desires to acquire those shares.

(5)The Court may, on application under subsection (3) or (4), make the order if it is satisfied that-

(a)after reasonable enquiry, the offeror has been unable to trace one or more of the persons holding shares to which the takeover offer relates;

(b)had the person, or all those persons, accepted the takeover offer, the

offeror would have, by virtue of acceptances of that offer, acquired, or contracted unconditionally to acquire, at least 90% in number of the shares, or the shares of any class, to which that offer relates; and

(c)the consideration offered is fair and reasonable.

(6)The Court must not make the order unless it is satisfied that it is just and equitable to do so having regard to all the circumstances and, in particular, to the number of holders of shares who have been traced but who have not accepted the takeover offer.

(7)If the Court makes an order authorizing the offeror to give notice to the holder of any shares, the offeror may give notice to that holder.

회사조례 제700조

700.Offeror may be required to buy out minority shareholders

(1)If, in the case of a takeover offer that does not relate to shares of different classes—

(a)the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired, or contracted unconditionally to acquire, some but not all of the shares to which the offer relates; and

(b)at any time before the end of the offer period, the shares in the company controlled by the offeror represent at least 90% in number of the shares in the company,

the holder of any shares to which the offer relates who has not accepted the offer before the end of that period may, by a letter addressed to the offeror, require the offeror to acquire those shares.

(2)If, in the case of a takeover offer that relates to shares of different classes—

(a)the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired, or contracted unconditionally to acquire, some but not all of the shares of any class to which the offer relates; and

(b)at any time before the end of the offer period, the shares of that class controlled by the offeror represent at least 90% in number of the shares of that class, (Amended 35 of 2018 s. 71)

the holder of any shares of that class to which the offer relates who has not accepted the offer before the end of that period may, by a letter addressed to the offeror, require the offeror to acquire those shares.

(3)Rights given to the holder of any shares by this section to require an offeror to acquire the shares are only exercisable within 3 months after whichever is the later of the following—

(a)the end of the offer period;

(b)the date of the notice given to the holder under section 701.

(4)If the takeover offer gives the holder of shares a choice of consideration, that holder may indicate the holder's choice in the letter requiring the offeror to acquire the shares.

(5)In this section, a reference to shares controlled by an offeror is a reference to—

(a)shares that are held by the offeror, by an associate of the offeror or by a nominee on the offeror's behalf;

(b)shares that the offeror has, by virtue of acceptances of the takeover offer, acquired or contracted unconditionally to acquire; or

(c)other shares that the offeror, an associate of the offeror, or a nominee on the offeror's behalf, has acquired, or has contracted, unconditionally or subject to conditions being satisfied, to acquire.

Abstract

The Rule of Mandatory Takeover and the Actual Operation in the Major Markets of East Asia

JIANG LIYING

Department of Law, Commercial Law

The Graduate School

Seoul National University

Mandatory takeover bid rule, with the main purpose of protecting minority shareholders, first appeared from ‘The City Code on Takeovers and Mergers’ in the United Kingdom, 1968. Major markets of East Asia such as Japan, Hong Kong SAR, and Mainland China also adopted the mandatory takeover bid rule with each country developing the rule in its distinctive form. While Hong Kong SAR has introduced a practically equivalent rule to that of the UK’s, Japan and Mainland China have moderated the rule in contrast to Hong Kong SAR’s stance. However, there are notable differences in the way of moderation between the two jurisdictions. For instance, Japan took special measures to regulate the trigger point and trigger effect for mandatory takeover bids and did not set the limit for the lowest threshold price for tender offer obligations, whereas in Mainland China the tender offer obligations have been vastly exempted in

addition to instituting exceptions to price regulations regarding tender offer obligations.

Specifically, in the case of Hong Kong SAR, mandatory takeover bid should be made when the acquirer obtains 30% or more than 30% of the voting rights of the target company. But Japan has raised the trigger point of the mandatory takeover bid, requiring tender offer when the acquirer's Holding Rate of Share Certificates, etc. will exceed one-third after purchase(1/3 rule), and requiring mandatory takeover bid when the acquirer's Holding Rate of Share Certificates, etc. will exceed two-third after purchase(2/3 rule). The 2/3 ratio takes into account the possibility of significant events such as termination of listing or corporate restructuring when the Holding Rate of Share Certificates, etc. exceeds 2/3. At the same time, however, this means that even if a change in control of the company has occurred, minority shareholders cannot obtain full exit rights as long as it does not reach a level that could lead to a significant event such as termination of the listing or corporate restructuring. On the other hand, there is no limit on the offer price in Japan because Japan believes that since they require the act of acquiring control to be done by way of a tender offer, the acquirer will not propose an excessively low offer price in order to acquire the target shares. However, in practice, there is a "discount TOB" phenomenon, where minority shareholders are not given the opportunity to actually exit the company even if they have made the decision to do so.

In the case of mainland China, the mandatory takeover bid and the tender offer are also adopted in parallel. In addition,

in order to reduce the impediment of the mandatory takeover bid to business acquisition activities, China has established various exemptions and changed the exemption procedure from application for exemption to automatic exemption. With respect to the offer price, while mainland China limits the offer price, it also provides for exceptions. As a result, not only is the exemption rate for mandatory tender offers in mainland China extremely high, but there is also the possibility of evading the mandatory tender offer obligation by undercutting the price. It can be seen that although China is implementing mandatory takeover bid, there are still deficiencies in the protection of minority shareholders.

This thesis explores legislations and the actual operations with respect to the mandatory takeover bid rule within major markets of East Asia and by means of comparison, analyzes the basis of the reason behind the differences in the integration of such rules and the pros & cons of each legislative practices to suggest effective policies which can protect minority shareholders as well as invigorate the market, in the event that Korea introduced the mandatory takeover bid rule.

Key words : takeover, mandatory takeover bid, minority shareholders, private benefit of control, exit right, change of control transactions

Student Number : 2021-26296