

주식등의 대량보유상황보고 관련 법적 쟁점과 과제*

유 석 호

(법학박사, 금융감독원 공시감독국)

【초 록】

주식등의 대량보유상황보고제도는 대부분의 국가에서 자본시장의 투명성과 기업지배권시장의 공정성을 제고하기 위하여 이미 도입되어 운영되고 있는 제도이다. 그런데 2005년초 우리나라에서는 개정 5%보고제도를 둘러싸고 다양한 논란이 벌어졌다. 논의의 초점은 우리나라의 5%보고제도가 글로벌 스탠더드에 적합한 것인가의 여부였다.

우리나라의 5%보고제도는 1992년 도입된 이래 몇 차례 개정되었으나 그 기본적인 틀은 그대로 유지되었다. 2004년말의 개정도 마찬가지였다. 기존의 보고사유 외에 보유목적을 변경한 경우에도 보고의무를 부과하고, 보유목적을 경영참가 목적으로 보고한 경우 5일 동안 추가취득과 의결권 행사를 제한하는 정도였다. 이러한 개정내용에 대하여 논란이 발생한 것은 기본적으로는 우리나라의 5%보고제도 자체의 문제점과 제도에 대한 시장참가자의 오해에 기인하는 것으로 보인다.

본고에서는 이러한 5%보고제도와 관련하여 실무상 제기된 법적 쟁점과 그러한 문제를 해결하기 위한 개선방안을 제시하고자 한다.

주제어: 주식등의 대량보유상황보고제도, 5%보고제도(5% Rule), 보유목적, 보고사유, 글로벌 스탠더드

【차 례】

- I. 문제제기
- II. 5%보고제도의 개요
 1. 제도의 의의 및 기능
 2. 제도의 연혁
- III. 보고의무 판단상의 쟁점과 과제
 1. 일반사항
 2. 보고대상 유가증권(주식등)의 범위 관련 쟁점
 3. 소유개념 확대(보유) 관련 쟁점
 4. 특별관계자 범위 관련 쟁점
 5. 보고사유 관련 쟁점
 6. 보유비율 산정방법 관련 쟁점
- IV. 보고내용 및 보고방법상의 쟁점과 과제
 1. 보고내용 관련 쟁점
 2. 보고방법 관련 쟁점
- V. 5%보고제도의 실효성 확보수단 관련 쟁점과 과제
 1. 일반사항
 2. 의결권행사 제한 관련 쟁점
 3. 처분명령 관련 쟁점
 4. 냉각기간 관련 쟁점
- VI. 맺음말

I. 문제제기

우리나라의 자본시장은 1998년 외환위기 이후 시장 자체뿐만 아니라 제도적인 측면에서도 많은 부분이 변모되었다. 우리는 매일 자본시장에서 일어나는 새로운 사건과 그에 이어지는 정부의 제도개선에 관한 뉴스에 접해야 했다. 그리고 제도개선의 이유 중 하나는 언제나 Global Standard였다. 이때부터 우리는 버릇처럼 자본시장 전반에 걸친 제도들이 Global Standard에 적합한 것인가의 여부를 판단하여야 했다. 이러한 사고방식이 어떻게 보면 생소한 것으로 비춰질 수도 있지만 보다 성숙된 자본시장을 지향한다는 입장에서는 너무도 당연한 것이었다. 그 결과 표면적으로는 상당부분 global화가 이루어진 것처럼 보이게 되었다. 그러나 제도의 실질이나 시장참가자, 규제당국자, 언론 등의 사고는 그것과는 거리가 멀고, 그만큼의 괴리가 제도를 이해하는데 있어서 혼란을 초래하고 있다.

2004년말에도 기업지배권시장과 관련하여 증권거래법상 공개매수제도와 주식등 대량보유상황보고제도(이하 “5%보고제도”)가 개정되었다.¹⁾ 이와 관련된 논란이 2005년 봄 내내 이어졌다. 이것도 이와 같은 맥락이라 생각된다.

개정법률안에서 제시된 개정이유를 보면 “최근 기업에 대한 적대적인 인수·합병(M&A)시도의 증가로 기업의 경영권에 대한 위협이 증가하고 있음에도 불구하고 기업의 경영권 방어를 위한 제도적 수단이 불충분하여 공정한 경영권 경쟁이 이루어지지 못하고 기업환경이 악화되는 문제점이 있는 바, 공개매수제도 및 주식의 대량보유 공시제도의 개선을 통하여 공정한 경영권 경쟁환경을 조성하고 기업에 대한 과도한 경영권 위협을 완화하기 위한 것”이라고 되어있다.

기업지배권시장에서의 공정성 확보가 Global Standard라는 것은 자본시장에서는 누구나 수긍하는 것이다. 그러나 2005. 3.31 영국의 Financial Times는 개정 5%보고제도에 대해서 그 기사의 표현을 빌리자면 아주 “가혹한”(draconian) 비판을 가했다.²⁾ 이 보도에 대해 정부는 개정법률의 내용은 Global Standard에 적합한 것이며, 일부 외국인에 대한 규제가 아니라는 등의 주장을 했다.³⁾

어느 국가의 제도를 놓고 일률적으로 “가혹하다,” “그렇지 않다”라고 주장하는 것은 문제가 있다. 어떤 제도든 그 나라의 환경과 문화, 국민의식, 경제수준 등을 고려하여 종합적으로 판단할 문제이다. 언론이나 정부가 이런 단순한 이치를 모를 리 없다. 그런데도 이런 논란이 벌어진 이유는 결국 5%보고제도 자체에 대한 이해부족과 앞서 말한 제도와 현실사이에 존재하는 괴리에 기인하는 것이라고 본다.

5%보고제도는 미국, 일본, 영국 등 자본시장을 가지고 있는 국가에서는 유사한 형태로 도입하여 운영중인 제도이다. 다만, 각국의 M&A 관련 법제상의 차이 또는 경제환경 등에 따라 다른 모습으로 운영되는 것으로 보인다. 본고에서는 우리나라의 5%보고제도의 전반에 대하여 실무상 제기되고 있는 문제점을 중심으로 살펴보고자 한다.

II. 5%보고제도의 개요

1. 제도의 의의 및 기능

증권거래법상의 5%보고제도는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인(이하 “상장법인등”이라 함)의 의결권과 관련된 주식등을 5% 이상 보유한 자로 하여금 그 보유상황과 보유목적을 금융감독위원회(이하 “금감위”라 함)와 한국증권거래소(이하 “거래소”라 함)에 보고하도록 함으로써 시장에 공시하는 제도이다.

5%보고제도는 일반적으로 기업지배권시장에서 경영권 방어를 위한 제도로 이해되고 있으나, 그 자체로서는 경영권 방어수단도 아니며, 오로지 지배권 경쟁시장의 공정성을 확보하

기 위한 제도만도 아니다. 이 제도는 공개회사의 일정비율 이상 지분의 대량보유상황 또는 변동상황 등을 공시하도록 함으로써 기업지배권시장에서 지배권 경쟁에 대한 상황정보를 알려주는 것을 주된 목적으로 하고 있으나, 그 외에도 유통시장의 투명성을 높이고 불공정거래를 방지하는 기능을 수행한다.

상장법인등은 당해 회사의 지분이 공개시장에서 거래되는 특성상 주식의 분산도가 높은 것이 일반적이다. 따라서 5% 정도의 지분을 가지고 있는 자의 움직임은 충분히 기업의 지배권 변동에 영향을 줄 수 있게 되므로 경영권을 유지하려고 하는 자에게는 아주 가치 있는 정보일 수 있다. 그러나 이것은 공격자의 입장에서조차 마찬가지이다. 따라서 이 제도는 지배권 경쟁 당사자중 누구에게만 유리한 제도일 수 없으며, 공격자와 방어자 모두 동등한 입장에서 지분상황을 공시하도록 하는 중립적인 제도일 뿐이다.

한편, 이러한 대량보유자들의 움직임은 유통시장에 참가하고 있는 일반투자자에게도 투자판단에 중요한 정보로서의 가치가 있다. 즉, 대량보유자들은 일반투자자에 비하여 회사 내의 정보에 대한 접근가능성이 높고, 투자의 숙련도나 전문성에 있어서도 우위에 있을 개연성이 높으므로 이들의 매매현황은 일반투자자의 투자 의사 결정에 중요한 판단요소가 될 수 있다. 또한, 이 제도는 증권거래법 제188조의 규정에 의한 임원 및 주요주주의 주식소유상황보고제도와 더불어 내부자거래 등의 불공정거래를 감시하기 위한 제도로써도 유용하다.

2. 제도의 연혁

5%보고제도는 1968년 미국에서 Williams법4)에 의하여 기업지배권 시장의 공정성과 투명성을 확보하기 위하여 공개매수신고서제도와 함께 도입되었다. 이 때는 미국의 제3차 M&A Boom이 휩쓸고 지나간 때로서 이른바, "Saturday Night Special"5)에 대한 대책으로 5% Rule(그 당시에는 10%)이 제시되었다.6)

우리나라에서 5%제도는 1991.12.31에서야 처음 도입되었다. 이때까지만 해도 우리나라에서는 M&A라는 단어 자체가 생소한 시절이었고, 실제로 이렇다 할 M&A사례도 없었다.7) 그러나 이 시기는 자본시장 개방에 대한 논의가 활발하게 이루어지던 때였고, 그 과정에서 M&A에 대한 사전경보장치로서 단순히 소유상황만을 공시하는 정도로 도입되었다.

1994. 1. 5에는 증권거래법 제200조를 폐지(실제로는 3년간 유예)하기로 하면서 5%보고의 무자를 본인 외에 특수관계인까지 확대하면서 소유 개념을 보유개념으로 변경하였다.

1997. 4. 1 법 제200조가 폐지되면서 특수관계인의 범위가 확대되었고, 단순한 친인척관계 또는 지분출자 관계 중심의 특수관계 외에 당사자간의 의사의 합치를 통한 공동보유자 개념이 도입되었고, 최근까지 그 틀이 유지되었다.8)

이번에 문제가 된 5%보고제도의 개정은 기존 제도의 시행과정에서 제기되었던 일부 문제점을 보완9)하고, 향후 활성화될 것으로 예상되는 M&A시장에 공정한 게임의 룰을 제공하기 위한 것이었다.

이에 따라 보유목적 변경하는 경우에도 보고의무가 부과되었고, 경영참가목적으로 5% 이상을 신규취득하거나 보유목적 변경한 경우 보고일부터 5일 동안 추가취득 및 의결권 행사를 금지하는 냉각기간제도가 도입되었다.

III. 보고의무 판단상의 쟁점과 과제

1. 일반사항

증권거래법 제200조의2에 따르면 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 주식등을 본인과 특별관계자가 합하여 5% 이상 보유하게 되는 경우 그 보유상황과 보유목적, 5% 이상 보유한 자의 보유비율이 발행 주식등의 총수의 1% 이상 변동한 경우 변동내용을 보고하여야 한

다(제1항). 또한, 이러한 보고를 한 자가 주식등의 보유목적을 변경한 경우에도 보고하여야 한다(제4항).

이러한 보고의무의 판단에 기초가 되는 보고대상 유가증권의 범위, 소유개념 확대(보유)에 따른 보유시점 및 소유와 보유의 중복문제, 특별관계자의 범위, 보고사유, 보유비율 산정방법 등에 대하여 실무상 혼란이 있으나, 그에 관한 학설이나 판례를 찾아보기 힘들다. 이에 대하여 나름대로의 의견을 제시하고자 한다.

2. 보고대상 유가증권(주식등)의 범위 관련 쟁점

(1) 개요

5%보고의 대상이 되는 유가증권은 증권거래법상의 공개매수대상 유가증권과 같은 “주식등”이다(증권거래법 제200조의2 및 제21조, 동법 시행령 제10조).

증권거래법상 주식등이라 함은 의결권 있는 주식에 관계되는 것으로 주권, 신주인수권을 표시하는 증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권 및 이들 유가증권에 대한 교환권이 부여된 교환사채를 말한다(시행령 제10조).

(2) 주권의 범위 불명확

보고대상 유가증권으로서 주권은 의결권 있는 주식에 관계되어야 하므로 보통주, 의결권이 부활된 무의결권주, 의결권 있는 주식으로 전환가능한 전환주¹⁰⁾가 포함된다.¹¹⁾

이 중 전환주식과 관련하여 현재 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 발행하고 있는 이른바, 강제전환주식은 보고대상 유가증권에 포함시킬 이유가 없다. 이러한 유형의 주식은 일정기간이 경과하면 자동적으로 보통주로 전환되는 것으로 되어 있으므로 전환주식이라고 하기보다는 종기(終期)가 정해진 무의결권우선주라고 하여야 하므로 그 종기까지는 의결권 있는 주식으로 볼 여지가 없다.¹²⁾ 결국, 그 종기가 도래하면 보통주로 보고하면 된다.

(3) 신주인수권을 표시하는 증서의 개념 불명확

새로이 발행되는 의결권과 관련된 주식을 인수할 수 있는 권리를 표창하는 증권 또는 증서가 이에 해당된다. 현재 거래계에서 볼 수 있는 것으로는 유상증자시 회사가 이사회 결의로 신주인수권의 양도를 인정하는 경우 발행되는 신주인수권증서와 분리형신주인수권부사채에서 분리된 신주인수권증권이 있다.¹³⁾ 법문상으로는 “신주인수권을 표시하는 증서”라고 하여 유상증자시 발행되는 신주인수권증서만이 이에 해당되는 것으로 오해할 수도 있으나, 그렇게 제한적으로 해석하게 되면 오히려 불합리한 결과가 발생한다. 실제에 있어서 신주인수권증서는 신주의 배정기준일 익일부터 청약기간 2주간전의 기간 동안 발행되어 청약일전까지 유통되는 것으로 그 유통기간이 짧다. 또한, 신주인수권증권과 달리 권리의 행사 및 납입과 동시에 주주가 되는 것이 아니라 당해 신주인수권증서에 의하여 신주의 청약을 할 수 있는 권리에 불과하다. 따라서 신주인수권증서는 5%보고대상 유가증권이라고 볼 실익이 없다.¹⁴⁾ 결국, 분리형 신주인수권부사채에서 분리된 신주인수권증권¹⁵⁾만이 이에 해당된다고 본다.

(4) 분리형 신주인수권부사채의 적용대상 여부

이들 주식관련사채의 경우 의결권과 관계된 주식으로 전환, 교환 또는 신주를 인수할 권리가 부여된 것이다. 이 사채들은 사채 자체의 보유비율이 아니라 사채에 부여된 권리의 행사에 의하여 취득하게 될 주식의 보유비율이 보고대상이다.

한편, 이중에서 전환사채와 교환사채의 경우에는 일반적으로 전환권 또는 교환권이 사채와 분리될 수 없으므로 별다른 문제가 없다.¹⁶⁾ 그러나 신주인수권부사채(Bond with Warrant)의 경우 신주인수권(warrant)과 사채(Bond)가 분리될 수 있는 경우가 있으므로 신주인수권

이 분리된 사채는 보고대상에서 제외되어야 할 것이다.

3. 소유개념 확대(보유) 관련 쟁점

(1) 개 요

증권거래법상 5%보고제도가 최초로 도입되었던 시점에서는 주식등에 대한 소유상황만을 보고하도록 하여 소유 이외의 형태로 주식등에 대한 지배권을 행사하는 경우를 상정하지 아니하였다. 그러나 거래환경이 변화되면서 단순히 법적으로 소유한다는 개념만으로는 제도의 취지를 살릴 수 없게 되었고, 소유 외에 취득·처분 권한 또는 의결권 행사 권한 중심의 실질적인 지배가능성을 의미하는 “보유”개념이 도입되었다(증권거래법시행령 제10조의4).¹⁷⁾ 이러한 보유개념은 당해 주식등을 법적으로 소유하는 경우를 포함하여 소유에 이르지 않더라도 의결권 행사와 관련하여 소유에 준하는 형태로 주식등에 대한 지배권한을 가지는 경우를 포함하는 개념으로 새겨야 한다. 따라서 소유와 분리된 개념은 아니다.

(2) 소유에 준하는 경우(시행령 제10조의4 제1호 내지 제6호)별 보유형태 및 보유시점 관련 쟁점

1) 누구의 명의로든지 자기의 계산으로 주식등을 소유하는 경우(제1호)

명義상으로는 소유자가 아니더라도 당해 주식등에 대한 계산주체로서 실질적으로 소유하는 경우를 말한다.¹⁸⁾ 일반적으로 주식등을 차명으로 소유하는 경우가 이에 해당될 것이다.

2) 법률의 규정 또는 매매 기타 계약에 의하여 주식등의 인도청구권을 갖는 경우(제2호)

현재 주식등을 소유하고 있지는 않으나 법률의 규정 또는 매매 기타 계약 등을 원인으로 당해 주식등에 대한 인도청구권을 갖는 경우를 말한다. 이에 대해서는 단순히 인도청구권을 갖는 경우라고만 규정하여 인도청구권을 가지게 되는 시점, 즉 보고의무의 발생시점인 보유시점이 명확하지 않다. 일반적인 매매계약에서는 이행기가 도래하여야 당해 물건에 대한 인도청구권을 갖게 된다. 그러나 일반적인 주식등의 매매거래에 있어서는 계약체결과 동시에 또는 일정한 기일 경과후 결제가 이루어지므로 굳이 인도청구권을 갖는 시점과 소유시점을 분리하여 이해할 실익이 없다. 결국, 이 규정은 주식등을 인도하지 않은 채 매매계약만으로 주식등을 지배하는 행위를 보유의 한 형태로 규정하기 위한 것으로 보인다. 따라서 당해 주식등에 대한 매매계약이 체결되어 매수인의 지위를 갖게 되는 시점부터 보고의무를 부여하기 위한 것으로 보아야 할 것이다.¹⁹⁾

다만, 주식등을 유가증권시장에서 거래하는 경우에는 보유시점, 즉 보고의무발생일을 계약체결일이 아닌 결제일²⁰⁾로 하고 있어 인도청구권을 갖는 시점을 매수인의 지위를 갖는 시점으로 보는 것과 맞지 않게 된다. 그러나 이것은 유가증권시장에서의 거래는 정형적으로 이루어진다는 점을 고려하여 소유시점인 결제일로 정한 것으로 보인다.

한편, 유가증권예탁증서(DR)의 경우에는 보고대상 유가증권으로 규정되어 있지는 않으나 DR 소지자는 언제든지 원주를 청구할 수 있으므로 인도청구권을 갖는 것으로 원주를 보유하는 것으로 보고하여야 한다.²¹⁾²²⁾

3) 법률의 규정 또는 금전의 신탁계약·담보계약 기타 계약에 의하여 당해 주식등의 취득 또는 처분권한이나 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함)을 갖는 경우(제3호)

주식등에 대한 소유권을 취득한 것은 아니나 상기와 같은 계약 등을 근거로 당해 주식등의 취득 또는 처분권한이나 의결권을 갖는 경우를 말한다.

금전의 신탁계약으로서 특정금전신탁의 경우 위탁자가 의결권을 행사한다는 내용이 약관에 명시되어 있으므로 그 위탁자가 주식등을 보유하게 된다.

한편, 주식등에 대한 담보계약시 담보권자는 취득·처분권한 또는 의결권을 갖지 않는 것이

통상적이나 특약으로 담보기간 중 담보권자가 의결권을 행사(지시권 포함)한다는 내용이 포함되어 있거나, 피담보채무의 변제기가 도래하면 담보권자가 주식을 처분할 수 있다는 내용이 있는 경우에는 담보권자에게 처분권한이 있으므로 담보권자가 당해 주식등을 보유하는 것으로 볼 수 있다.23)

그러나 이러한 보유형태의 대표적인 경우는 Mutual Fund와 같은 간접투자기구와 자산운용계약을 체결하거나 당해 간접투자기구의 운용담당이사가 된 자산운용회사가 취득 또는 처분권한 및 의결권을 갖는 경우일 것이다.24)

일반적으로 국내 간접투자기구와 관련된 자산운용계약의 경우에는 자산운용회사가 자산운용권한, 즉 주식등에 대한 취득 또는 처분권한 및 의결권(지시권한 포함)을 가지게 되나, 외국 간접투자기구의 경우는 법제도상의 차이 및 자산운용계약의 다양성으로 인하여 자산운용계약의 내용을 파악하기가 곤란하다.25) 따라서 지배권 경쟁의 당사자, 규제당국 등 제3자의 입장에서 누가 보유자인지를 판단하는 것은 쉬운 일이 아니다.26)

간접투자자산운용업법에 의한 증권투자회사(Mutual Fund)의 경우 자산운용회사가 그 투자회사의 법인이사로서 자산운용권한을 행사하게 된다. 이 경우에는 자산운용회사가 당해 증권투자회사의 자산운용권한을 전적으로 행사하게 되므로 자산운용회사는 보유자로서, 투자회사는 소유자로서 보고의무자가 된다.27)

간접투자자산운용업법에 계약형 투자신탁의 경우에도 자산운용회사는 자산운용계약에 의하여 당해 투자신탁의 자산에 대한 취득 또는 처분 및 의결권 행사에 대한 지시권한을 갖는다. 이 경우에도 자산운용회사는 보유자로서, 신탁회사는 소유자로서 보고의무자가 된다.28)

한편, 외국 간접투자기구의 자산운용회사가 간접투자기구가 가진 주식등을 보유하는가의 여부는 국내 간접투자기구와 자산운용회사와의 관계처럼 명확하지 않으므로 당해 간접투자기구의 법적 성격, 자산운용계약의 형태에 따라 결정될 것이다. 그러나 이 경우에도 진술한 바와 같이 보유 여부는 당해 자산운용회사가 판단하는 것이므로 간접투자기구의 자산에 대한 실질적 지배권한의 정도, 범위 등을 고려하여 결정하면 된다. 예컨대, 배타적 운용권한을 가진 경우에는 보유자로 볼 수 있으나, 단순히 자문역할 또는 이사회의 구성원으로서의 표결에 참가하는 정도라면 보유자로 볼 수 없을 것이다.

4) 주식등의 매매의 일방예약을 하고 당해 매매를 완결할 권리를 취득하는 경우로서 당해 권리행사에 매수인으로서의 지위를 갖는 경우

이 경우는 주식등의 매매거래에서 일반적인 형태라고 할 수는 없으나 주식등을 장외거래하는 경우 종종 이러한 형식을 취하는 경우가 있다. 매매에 관한 예약의 형태는 일방예약과 쌍방예약이 있으나 증권거래법에서는 일방 당사자만이 예약권을 가지는 일방예약만을 보유의 형태로 규정하고 있다. 결국, 거래계에서는 유가증권거래 당사자의 일방이 Call-option을 가지는 경우가 이에 해당된다. 그러나 이 경우 역시 주식등의 인도청구권을 가지는 경우와 같이 보유시점이 불분명하다.

법문상으로는 “주식등의 매매의 일방예약을 하고 당해 매매를 완결할 권리를 취득하는 경우로서 당해 권리행사에 매수인으로서의 지위를 갖는 경우”라고 하고 있어 매수에 관한 일방예약의 완결권(Call-option)을 취득하는 경우를 당해 주식을 보유하는 것으로 보는 듯하다.29) 이렇게 보면 보유시점은 완결권의 행사시점, 즉 계약체결시점이 아닌 예약시점이 된다. 그러나 보고기준일을 정하는 증권거래법시행령 제86조의4 제2항 제4호에서는 장외거래에서는 계약체결일을 보고기준일로 정하고 있어 보유시점과 보고의무기준일이 달라지는 문제가 발생한다.

한편, 법문을 예약의 완결권 행사 결과 매수인의 지위를 가지는 경우를 보유하는 것으로 해석하게 되면 보유시점은 예약시점이 아닌 예약의 완결권을 행사하여 본계약이 체결된 시점이 된다. 이렇게 보면 장외거래시 보고기준일과 보유시점이 일치하게 된다. 그러나 유가증권거래시 계약체결과 동시에 유가증권이 인도되는 거래계의 관행에 비추어볼 때 본계약이 체결되어 매수인의 지위를 갖는 경우는 당해 유가증권을 취득하게 되는 경우이므로 굳이 이를 보유라는 개념으로 확장할 이유가 없게 된다.

결론적으로 유가증권 매매거래에 관하여 매수인이 되기 위한 일방예약만을 한 경우에도 당해 유가증권을 보유하는 것으로 보는 것이고, 보유시점도 일방예약시점으로 보는 것이 타당하다.³⁰⁾

5) 주식등을 대상으로 하는 선물거래법 제3조 제1호 다목의 선물거래(유가증권옵션거래)를 하는 경우로서 당해 유가증권옵션의 행사에 의하여 매수인으로서의 지위를 갖는 경우(제5호) 이 경우는 매수에 관한 일방예약을 통하여 주식등을 취득하는 경우와 크게 다르지 않으나 선물거래법에 의한 유가증권옵션거래를 하는 경우에 한정되어 적용된다. 다만, 일반적으로 대상 유가증권을 취득할 의사 없이 차액결제를 목적으로 하는 유가증권옵션거래에 의하여 Call-option을 취득하는 경우를 보유의 한 형태로 규정할 실익이 있는가에 대해서는 의문스럽다.

이 경우에도 역시 보유시점에 대한 논란이 제기될 수 있다.

6) 증권거래법 제189조의4의 규정에 의한 주식매수선택권을 부여받은 경우

주식매수선택권을 부여받은 경우에도 당해 주식을 보유하는 것이 된다. 다만, 현행법상 주식매수선택권의 행사에 대해서 회사는 행사가격으로 신주 또는 자기주식을 교부하거나 행사가격과 시가와의 차액을 현금 또는 자기주식으로 교부할 수 있으므로 현금 교부방식의 경우는 제외된다.³¹⁾

(3) 소유와 보유의 중복 관련 쟁점

증권거래법상 공개매수제도와 5%보고제도에서는 지배권 경쟁과 관련하여 다양한 형태로 주식등에 대하여 의결권 등을 행사하는 현상을 반영하기 위하여 보유개념을 도입하고 있다. 이는 명의상의 소유에 한정하지 않고 실질적으로(beneficial) 당해 주식등을 소유하는 것을 포섭하려는 것으로 보인다. 배타적 권리로서의 소유개념에서는 또다른 소유자를 상정할 수 없으나, 소유의 전부 또는 일부에 대한 권리를 상정하고 있는 보유개념에서는 소유자로서의 보유자 외에 또다른 보유자가 나타날 수밖에 없다. 그 결과 동일한 주식등을 법적 또는 형식적으로 소유하는 자와 보유하는 자가 중복적으로 나타나게 된다. 즉, 보유의 개념은 소유를 포함하는 개념이므로 법적 또는 형식적으로 소유하는 자도 보유자이고, 법적 또는 형식적으로는 소유하고 있지 않으나 확장된 소유개념인 보유개념에 의하여 보유하고 있는 자도 보유자이다. 따라서 증권거래법상의 보유개념 전부에서 법적 또는 형식적인 소유자와 보유자가 분리될 수 있다.

여기에서 누구를 보고의무자로 볼 것인가의 문제가 발생한다. 증권거래법상으로는 보유하는 자를 보고의무자로 규정하고 있다. 결국, 증권거래법상 보유자를 보고의무자로 하고 있는 이상 모든 보유자가 보고의무자가 될 수밖에 없다.

이 문제는 실무적으로 Mutual Fund, PEF 등 간접투자기구의 5%보고와 관련하여 자주 논란이 되고 있다. 이 문제는 특별관계자(특수관계인+공동보유자)의 보유 주식등에 대한 보유비율 합산문제와 함께 보고의무 여부 판단을 더욱 복잡하게 만들고, 보고대상 주식등의 보유비율까지 왜곡시킨다.

실제로 간접투자기구가 소유한 주식등에 대한 보고의무를 자산운용회사가 행하면 족한 것으로 보거나, 당해 자산을 운용하는 자산운용회사가 있음에도 불구하고 간접투자기구만 보고를 하는 경우도 있었다.

그러나 이러한 실무상의 혼란은 구체적인 보고방법에 집착하여 간접투자기구 본인의 입장에서 보고의무를 판단하지 않고, 자산운용회사 등 당해 간접투자기구의 자산을 운용하는 주체의 입장에서 보고의무를 판단하기 때문에 나타나는 문제로 보인다.³²⁾ 5%보고제도에 있어서 보고의무자는 언제나 본인이다. 따라서 간접투자기구든, 자산운용회사든 자신의 입장에서 보고의무 여부를 먼저 판단하고, 연명보고가 가능한 경우 구체적인 보고자를 결정하면 된다.

4. 특별관계자 범위 관련 쟁점

(1) 개요

1991년 5%보고제도가 도입되는 시점에서는 본인의 소유현황만을 보고하도록 함으로써 본인의 계산으로 소유하는 주식등에 대해서만 보고하면 족하였으나, 몇 차례의 개정과정³³⁾을 거치면서 특별관계자가 보유하는 주식등까지 보고범위가 확대되었다.

여기에서 증권거래법상 특별관계자라 함은 공개매수와 5%보고제도에 동일하게 적용되는 개념으로 친인척관계 또는 계열관계를 전제로 하는 특수관계인³⁴⁾과 M&A와 관련된 의사의 합치를 전제로 하는 공동보유자를 말한다.³⁵⁾

이에 따라 보고대상 주식등은 누구든지 본인의 입장에서 그와 특수관계 및 공동보유관계가 있는 자가 각각 보유하고 있는 주식등이며, 보고대상 보유비율도 본인, 특수관계인 및 공동보유자의 보유비율을 합한 비율이 된다. 이중 특수관계인의 개념은 복잡하기는 하지만 특별한 문제가 없으나, 공동보유자의 경우 공동보유의 개념이 불명확하고 특수관계인과의 관계에 대해서는 논란이 있다.

(2) 공동보유 개념의 불명확

공동보유자라 함은 본인과 합의 또는 계약 등에 의하여 주식등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, 주식등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호 양도 또는 양수하는 행위 및 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한 포함)을 공동으로 행사하는 행위를 할 것을 합의한 자이다.

다만, 법문상 주식등의 취득 또는 처분, 상호양수도 및 의결권 행사에 대해서 합의한 자라고만 규정하고 있어 기업지배권 경쟁과 관계없이 이러한 합의가 이루어진 경우가 포함되는지의 여부가 불분명하다. 5%보고제도가 M&A관련제도라는 점만을 생각한다면 지배권 경쟁과 관련이 없는 합의는 대상이 아니라고 할 수도 있다. 그러나 5%보고제도가 M&A과정의 공정성만을 확보하기 위한 제도는 아니라는 점, 단순투자 목적으로 5% 이상을 보유하는 경우에도 보고의무가 발생한다는 점 등을 고려하면 반드시 지배권 경쟁과 관련된 합의에 한정하기는 어렵다고 생각된다.

이러한 합의는 의사의 합치만 있으면 족하고 특별한 형식을 요구한다고 볼 수는 없다.³⁶⁾³⁷⁾

(3) 특수관계인과 공동보유자의 관계

본인이 특수관계인의 보유 주식등을 합하여 보고하여야 한다고 해서 특수관계인이 가지고 있는 주식등을 본인이 보유하는 것으로 추정하는 것은 아니다. 단지 본인과 친인척관계 또는 계열관계에 있는 자의 경우 본인과 공동목적의 개연성이 크므로 본인의 보유분과 특수관계인의 보유분을 합산하여 보고하도록 하되, 공동목적은 가지지 않는다는 것을 소명하는 경

우에는 합산하지 않을 수 있도록 한 것이다.38)

실제적으로 부모형제간에 지분경쟁이 발생하는 경우도 있으므로 특수관계가 있다고 해서 무조건 합산대상이 될 수는 없다.39) 결국, 본인이 자신의 보유분과 합산하여 보고해야 할 필요가 있는 자는 기본적으로는 공동목적을 가진 자들이다. 따라서 공동목적을 가지고 있다면 그 자들과 본인과의 특수관계 여부를 따질 이유가 없게 된다.

결론적으로 특수관계인도 공동목적이 없는 경우 보고대상에서 제외될 수 있으므로 특수관계인과 공동보유자의 차이는 5%보고의무 위반에 대한 분쟁에 있어서 누가 본인과의 공동목적 여부를 입증해야 하는가의 문제로 귀결된다. 따라서 특수관계인은 본인과 공동목적을 가지는 것으로 추정되는 자이므로 본인이 공동목적이 없다는 것을 입증해야 하나, 특수관계가 없는 공동보유자는 공동목적이 있음을 주장하는 자가 그것을 입증해야 할 것이다.

한편, 특수관계인 중 보유 주식수가 1,000주 미만인 자의 경우에 특수관계인으로는 보지 않을 수 있으나(법시행령 제10조의3제3항), 그 자가 공동보유목적을 가지는 경우에는 문언상 특별관계자에는 포함되어야 한다.40) 지배권 경쟁에 있어서 경쟁 당사자의 지분이 근소하게 경합하는 경우에는 단 1주를 가지고 승패가 바뀔 수 있으므로 타당하다고 본다. 불필요한 조문으로 생각된다.

5. 보고사유 관련 쟁점

(1) 개요

5%보고제도에 있어서 보고사유는 신규로 주식등을 5% 이상 보유하게 된 때, 5% 이상 보유하고 있는 자의 보유비율이 1% 이상 변동된 경우(증권거래법 제200조의2 제1항) 및 보유목적이 변경된 경우(동조 제4항)41)로 규정되어 있다. 이러한 사유가 발생하게 되면 그 날부터 5일내에 보유상황과 보유목적을 금융감독위원회와 한국증권선물거래소에 보고하여야 한다.

이 중 신규취득42)시 보고의무에 대해서는 특별한 문제가 없으나, 변동보고, 보유목적 변경시 보고 및 중요한 사항 변경시 보고의무 등에 대해서는 다음과 같은 문제가 제기되고 있다.

(2) 변동보고의 기준 관련

주식등을 이미 5% 이상 취득하고 있는 자가 추가로 당해 주식등을 취득하거나 처분하여 그 보유비율이 1% 이상 변동된 경우를 말한다. 특정일을 기준으로 하여 누적보유비율이 1% 이상 변동되었으면 다음날 거래로 누적 변동비율이 1% 미만이 된 경우에도 보고의무가 발생한다. 다만, 하루중의 거래에서 일시적으로 1% 이상이 변동되었으나 1일 전체의 비율이 1% 미만인 경우에는 해당되지 않는다.

한편, 5%보고자가 보유 주식등을 처분하여 5% 미만이 되는 경우에도 그 보유비율이 1% 이상이 하락한 경우에는 보고의무가 있으나, 1% 미만인 경우에는 보고의무가 없다. 예컨대, 5.5%를 보유한 자가 1%를 매각하여 4.5%가 된 경우는 보고의무가 있으나, 0.9%를 매각하여 4.6%가 된 경우에는 보고의무가 없다. 후자의 경우 실무적으로는 1% 이상의 변동은 아니지만 보고자가 임의적으로 보고하는 경우에는 이후에는 보고의무가 없는 것으로 처리된다.43) 그러나 5% 미만이 되었으나 변동보고의무가 없어 보고를 하지 않은 자가 다시 5% 이상을 취득하게 되는 경우의 보고의무에 대해서는 명확하지 않다. 문언상으로는 신규로 5% 이상의 보유하게 되는 경우로 볼 수도 있으나 5% 이상으로 보고한 자의 보유비율이 1% 이상 아래 위로 변동하지 않은 경우 보고의무를 부과하지 않은 취지에 비추어 보고의무가 없는 것으로 보아야 할 것이다.

(3) 목적변경 보고 관련 보유목적의 개념

증권거래법상 5%보고자의 보유목적은 경영권에 영향을 주기 위한 행위를 하기 위한 경우(이하 “경영참가목적”이라 함)와 그렇지 않은 경우(이하 “단순투자목적”이라 함)로 구분된다.44) 5%보고자가 이러한 보유 목적을 변경한 경우를 말한다.45)

1) 경영참가목적의 불명확성

5%보고제도와 관련하여 증권거래법에서는 경영참가 목적을 “발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것(임원의 선임·해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 대통령령이 정하는 것)”으로 정의하고 있다. 이에 따라 증권거래법시행령 제86조의7에서는 상기의 사항 및 일정한 사항46)(이하 “경영관련사항”이라 함)에 대하여 회사 또는 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 것으로 정의하고 있다.47) 또한, 사실상의 영향력을 행사하는 것에는 증권거래법 또는 상법의 규정에 의하여 주주총회의 소집을 청구하거나 주주제안권을 행사하는 것 및 이를 제3자가 행사하도록 하는 것을 포함시키고 있다.

이 규정에 따르면 시행령에 규정된 경영관련사항에 대해서는 주주총회 소집청구, 주주제안을 포함한 어떠한 형태로든지 사실상의 영향력을 행사하는 경우는 경영참가 목적을 가진 것으로 된다.

일반적으로 주주는 주주총회에서 의결권을 행사하거나 상법 또는 증권거래법상의 소수주주권을 행사하는 등의 방법으로 회사의 경영에 참가할 수 있다. 그렇다면 이러한 경영관련사항에 대해서 어떤 식으로든지 보유자의 의사를 표현하면 경영참가행위로 보아야 할 것이다. 이렇게 해석하게 되면 보유자의 의사와 관계없이 상정되어 있는 경영관련사항에 대하여 단순히 주주총회에 참석하여 의결권을 행사하는 것도 경영참가목적 이 된다.48)49) 결국, 단순 투자 목적을 가지고 주식등을 보유하는 자는 투자수익을 창출하기 위하여 주식등의 매매를 영업으로 하는 기관투자자나 자신이 보유하고 있는 주식등을 발행한 회사가 무엇을 하는 회사인지도 모르고 단기투자(이른바, “단타”)를 하는 투기적 투자자 외에는 없게 된다. 그러나 시장에서는 경영참가 목적으로 주식등을 보유했다고 공시하면 이를 지배권 경쟁과 이를 해석에 의하여 지배권 경쟁과 관련된 경우로 이해하고 있다. 따라서 이에 대해서는 관련규정을 개정하여 “경영권” 및 “사실상 영향력 행사”의 개념을 명확히 할 필요가 있다.

2) 단순투자 목적

증권거래법상으로는 경영참가목적 이 아닌 경우를 단순투자 목적으로 규정하고 있다. 그러나 전술한 바와 같이 경영참가목적에 해당되는 행위의 범위가 포괄적으로 규정되어 있는 이상 이러한 목적에 해당되는 보유자는 극히 제한적이다.

(4) 중요사항의 변경시 공시의무 부재

상기의 보고사유 외에 보고서의 기재내용상 중요한 변경이 있는 경우도 당해 내용을 보고할 필요가 있다. 그러나 현행 증권거래법상으로는 명시적 보고의무가 없어 최종 보고후 별도의 보고의무가 발생하지 않는 한 보고내용에 중요한 사항이 발생한 경우에도 공시되지 않는 문제점이 있다.

예컨대, 보고후 보유 주식등에 대한 담보권 설정, 자산운용계약의 내용 변경, 구체적 경영참가목적의 변경 등 5%보고 관련자의 의사판단 또는 이해관계에 영향을 미칠 수 있는 사항이 발생한 경우에도 보고자가 자발적으로 보고를 하지 않는 경우 보고를 강제할 수 없다. 다만, 이 경우에도 법정 보고사유가 발생하여 새로운 보고를 하는 경우 당해 변경내용을 기재하여야 함은 당연하다.

보고사유를 1% 이상의 지분변동, 보유목적의 변경 등으로 한정할 것이 아니라 보고내용의 중요한 변경에 대해서 보고의무를 부과하고, 현행 보고사유를 보완하여 예시하는 규제방식

이 타당하다고 생각한다.50)

6. 보유비율 산정방법 관련 쟁점

(1) 개요

보유목적이 변경된 경우 외에 본인과 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수가 당해 주식등의 총수의 100분의 5 이상 되거나 그 보유비율이 100분의 1 이상 변동된 경우 보고의무가 발생하는데, 그 보유비율의 산정에 대해서는 공개매수시의 보유비율 산정방법⁵¹⁾을 준용하고 있다(증권거래법 제200조의2 제2항에서 제21조 제4항 준용).

이 산정방법에 있어서 분자에 해당되는 주식등의 수를 산정함에 있어서는 본인 및 특별관계자가 각각 보유하는 주식등의 수를 산정하면 되므로 주권의 경우 그 주식의 수가 되고, 기타 주식관련사채의 경우에는 당해 주식등의 권리내용에 따라 주식의 수를 산정하면 된다.⁵²⁾

한편, 분모에 해당되는 주식등의 총수를 산정함에 있어서는 의결권 있는 발행 주식총수와 당해 매수 등을 한 후에 보유하는 주식등(주권 및 교환대상주권 제외)의 수를 합산한 수이다. 주식등의 총수를 산정함에 있어서 주의할 부분은 주권을 제외한 주식등의 수를 산정할 때에는 당해 주식등의 총수가 아니라 보고의무자가 매수하는 주식등의 수만 산입되는 것이다. 이는 전환사채, 신주인수권부사채 등 주식관련사채의 경우 다른 사람들이 가지고 있는 당해 사채의 권리 행사 여부를 파악하기가 힘들다는 점을 반영한 것으로 보인다.⁵³⁾

문제는 주식등의 총수를 산정함에 있어서 주식매수선택권과 자기주식을 포함시킬 수 있는가의 여부이다. 이에 대해서는 법령의 해석상으로도 불명확한 부분이 있다.

(2) 주식매수선택권 관련 문제

주식매수선택권의 경우는 보고대상 유가증권은 아니나 주식등을 보유하는 것에 해당되므로 당해 권리의 행사에 의하여 취득하게 될 주식은 주식등의 수와 주식등의 총수 각각에 산입하여야 한다. 따라서 주식매수선택권의 행사에 대하여 행사가격과 시가와의 차액이 현금으로 교부되는 경우는 여기에 포함될 여지가 없다.

한편, 주식매수선택권의 행사에 의하여 자기주식이 교부되는 경우 주식등의 수(분자)에 당해 주식의 수가 가산되는 것은 의문의 여지가 없으나 주식등의 총수에도 가산되는 것에 대해서는 보유비율 산정시 자기주식의 포함여부와 관련하여 다소 복잡한 문제가 발생한다. 이에 대해서는 다음에서 논한다.

(3) 자기주식 관련문제

5%보고시 보유비율 산정과 관련하여 자기주식을 어떻게 처리할 것인가에 대해서는 실무상 및 법문상 약간의 혼란이 있다. 상법상 예외적으로 취득한 자기주식이든 증권거래법상 취득한 자기주식이든 의결권이 없고, 보유주체가 당해 회사라는 점을 감안하여 주식등의 수에 산입하지 않도록 규정하고 있다.⁵⁴⁾

그러나 자기주식이 주식등의 총수에 산입되는가의 여부는 명확하지 않다. 일반적으로 5%보고의 보고대상 주식등은 의결권 있는 주식과 관계있는 주식등이므로 의결권이 없는 자기주식은 주식등의 총수에 산입되지 않는 것이 타당하다. 그런데 실무적으로는 주식등의 총수에 자기주식을 포함시키고 있다. 이는 상법상의 자기주식 취득과 달리 증권거래법상 자기주식 취득은 일정한 기간 동안 유가증권시장을 통하여 취득하는 것이 원칙이므로 5%보고의무자가 일별로 바뀌는 회사의 자기주식의 수를 파악할 수 없다는 점을 반영한 것으로 보인다.⁵⁵⁾ 이러한 상황은 자기주식을 처분하는 경우에도 동일하다.

한편, 법령상으로도 주식매수선택권의 행사에 대하여 자기주식이 교부되는 경우 보유비율

산정시 주식등의 수와 주식등의 총수에 이를 가산한다고 규정하여 자기주식이 주식등의 총수에서 제외된 것을 전제로 규정하고 있는⁵⁶⁾ 반면, 교환사채의 교환권 행사에 의해 교부되는 주권을 주식등의 총수에 가산하지 않는 것으로 하고 있어⁵⁷⁾ 교환대상 주식에 자기주식인 경우 자기주식이 이미 주식등의 총수에 포함되어 있는 것을 전제로 규정하고 있다.⁵⁸⁾ 입법적으로 명확히 할 필요가 있다.

IV. 보고내용 및 보고방법상의 쟁점과 과제

1. 보고내용 관련 쟁점

(1) 개요

5%보고를 통하여 공시되어야 할 사항은 기본적으로는 보고의무자에 관한 사항과 보유상황 및 보유목적이다. 이에 따라 증권거래법시행령에서는 보유목적에 따라 기재사항⁵⁹⁾을 정하고 있다.

이와 관련해서는 대부분의 기재사항이 5%보고에 있어서 기본적인 것으로 별다른 문제가 없으나 일부 항목의 경우에는 그 내용이 과도하거나 불합리한 것으로 보인다.

(2) 최대주주의 기재 여부

보고서의 기재사항에 대한 세부적인 사항을 정하는 금융감독위원회의 유가증권의발행및공시등에관한규정(이하 “공시규정”이라 함) 제134조에서는 보고자 또는 특별관계자(이하 “보고자등”이라 함)의 유형을 자연인과 자연인이 아닌 경우로 나누어 규정하고 있다.

보고자등이 자연인인 경우 그에 관한 기본적인 인적사항을 기재하도록 하고 있어 특별한 문제가 없다. 그러나 보고자등이 자연인이 아닌 경우, 즉 법인 기타 단체(이하 “법인등”이라 함)인 경우 당해 법인등의 의사결정에 실질적인 영향력을 행사하는 자를 공시하도록 하기 위하여 다소 복잡하게 규정되어 있다.

이에 따라 보고자등이 법인등인 경우 당해 법인등의 법적 성격, 임원현황, 의사결정기구, 최대주주에 관한 사항을 기재하여야 한다. 주식회사 등과 같은 일반적인 법인의 경우에는 최대주주가 당해 법인의 의사결정에 지대한 영향력을 행사하므로 법인등의 실질적인 의사결정주체를 드러내도록 한다는 측면에서 충분히 수공할 수 있다.⁶⁰⁾ 그러나 문제는 막연히 최대주주를 기재하도록 함으로써 보고자가 Mutual Fund 또는 PEF 등의 단순 간접투자기구인 경우 당해 법인의 최대주주도 기재하여야 한다는 점이다.⁶¹⁾ 물론, 단순 간접투자기구라 하더라도 그 기구의 최대주주가 간접투자자가 아닌 그 기구만을 전면에 내세운 실질적인 의사결정주체인 경우도 있을 수 있다. 그 경우에는 바로 그 자가 보유자로서 보고의무자이므로 굳이 당해 법인등의 최대주주로서 기재될 이유는 없다. 대부분의 간접투자기구의 최대주주는 단순 간접투자자로서 최대 수익자일 뿐이므로 기재대상에서 제외되는 것이 타당하다.

보다 근본적인 문제해결방식은 최대주주를 기재하도록 할 것이 아니라 당해 법인등 또는 그 임원에 대하여 실질적인 영향력을 행사하는 자가 있는 경우 그 자를 기재하도록 하는 것이 바람직할 것이다.⁶²⁾

(3) 취득자금의 조성내역의 불명확성

기업의 지배권 경쟁에 있어서 공격자의 자금내역은 기존의 경영진 또는 대주주의 방어전략 수립을 위한 판단자료일 뿐만 아니라 투자자에게도 상당히 중요한 투자판단자료가 될 수 있다. 이러한 측면에서 경영참가목적을 가진 보고자에게 보유 주식등의 취득자금의 조성내역을 기재하도록 하는 것은 지극히 당연하다고 본다. 문제는 막연히 자금의 조성내역이라고만 규정되어 있어 도대체 어느 범위까지 기재되어야 하는가의 여부가 불명확하다. 5%보고제도의 취지를 고려하면 자금의 귀속주체, 즉 자기자금인지 차입금인지의 여부와 그 구체적 조

성형태를 기재하면 족할 것이라 판단된다.63)

최근에 취득자금의 조성내역과 관련하여 언론보도가 빈번했던 이유는 이러한 불명확성에 기인하는 것이라기보다는 증권거래법 개정에 따른 일괄 재보고 때문인 것으로 보인다.64) 2005. 3. 29 시행된 개정 증권거래법 부칙 제4조 제2항에 의하면 기존의 5%보고를 한 자가 법률 시행일 현재 경영참가 목적을 가진 경우 재보고를 하도록 하고 있다. 일반적인 상황에서 5%보고는 신규보고이든 변동보고이든 비교적 단기간에 일어난 지분보유상황을 공시하는 것이므로 취득자금의 조성내역을 파악하는데 특별히 어려운 점은 없을 것이다. 그러나 수십 년 전에 이루어진 거래내역을 이제와서 갑자기 일괄하여 취득자금내역을 밝히는 것은 현실적으로 불가능한 일이다. 결국, 취득자금의 조성내역이 언론의 도마에 오르내린 것은 위에서 설명한 불명확성 때문이 아니라 무리하게 재보고의무를 부여한 것 때문이라고 판단된다.65)

(4) 경영참가행위를 하지 않겠다는 확인 기재의 불합리성

단순투자목적 보고서의 기재내용은 경영참가목적 보고서의 기재내용에 비하여 상당히 간소화되어 있다. 회사의 경영권과 무관한 단순 포트폴리오 투자자에게 복잡한 보고내용을 요구할 필요가 없으므로 타당하다. 그러나 법시행령 제86조의9 제1항 제2호에서는 “주식등의 보유기간동안 제86조의7의 규정에 따른 경영권에 영향을 주기 위한 행위를 하지 않겠다는 확인”을 기재하도록 하고 있어 다소 의아스럽다.

단순투자목적으로 보고한 자는 그 보유기간동안 보유목적은 절대로 변경할 수 없다면 몰라도 언제든지 보유목적은 변경할 수도 있고, 변경한 경우 보유목적 변경을 보고하면 되는데 이러한 확인이 필요한지 의문스럽다. 또한, 경영참가 목적을 가진 자가 단순투자 목적으로 보고했다면 그것은 허위보고가 될 것이고, 단순투자 목적으로 보고한 자가 보유목적은 변경하고도 그 내용을 보고하지 않은 채 경영참가행위를 하는 경우에는 그때부터 보고의무를 위반한 것이므로 이러한 확인의 실효성 역시 의문스럽다. 불필요한 보고내용으로 판단된다.

2. 보고방법 관련 쟁점

(1) 개요

5%보고제도에 있어서 보고자, 즉 보고의무자는 본인이다. 너무도 당연한 것이다. 따라서 본인이 자신의 보유상황과 합산대상인 특수관계인 및 공동보유자의 보유상황을 보고하면 그것으로 족하다. 합산대상인 특수관계인 및 공동보유자도 각각 본인의 입장에서 보유상황을 보고하면 된다.

그러나 이렇게 단순한 사항이 구체적인 보고방법과 관련하여 생각해보면 그리 단순하지가 않다. 특히, 보고의 편의를 위하여 법시행령 제86조의6에서 규정하고 있는 연명보고방법과 간접투자기구의 보고방법에 대해서는 더욱 그렇다.

(2) 연명보고(특별관계자의 보고방법)에 대한 실무상 오해

5%보고를 하는 경우로서 본인과 그 특별관계자가 함께 보고하는 경우에는 보유 주식등의 수가 가장 많은 자를 대표자로 선정하여 연명으로 보고할 수 있도록 하고 있다.

현재 특수관계인과 합산하여 보유비율을 보고하는 대부분의 경우에 있어서 대표보고자가 연명하여 보고하기만 하면 그것으로 보고의무를 완전히 이행하는 것으로 이해하고 있는 것으로 보인다. 그러나 이런 경우는 특수관계인을 포함한 특별관계자 전원이 본인과 공동보유관계가 형성되어 있거나, 누구의 입장에서 보든지 특수관계가 있는 경우 외에는 발생하지 않는다. 즉, 구성원 전체가 각자의 입장에서 보고하여야 할 보유비율이 동일한 경우만 가능한 것이다. 법문상으로도 “특별관계자가 함께 보고하는 경우”라고 하고 있어 특별관계자가 있

는 경우 연명보고만 하면 의무가 종료되는 것이 아니라 함께 보고할 수 있는 경우에 선택할 수 있다는 점은 명확하다.

또 한 가지의 오해는 연명보고를 하는 자만 보고의무가 있는 자로 생각한다는 점이다. 연명 보고는 각자의 보고의무를 대표보고자가 보고의 편의를 위하여 대행할 수 있다는 것이지, 연명된 자는 보고의무가 없다는 의미는 아니다.⁶⁶⁾ 따라서 연명보고된 내용이 허위의 내용인 경우에는 결과적으로 연명된 자 모두가 보고의무를 위반하게 되는 것이다.⁶⁷⁾

이러한 오해는 특수관계인을 통해서 지분을 간접적으로 보유하는 관행에서 비롯되는 것으로 보인다. 어떤 특정인이 지분을 보유하기 위하여 특수관계인의 계좌를 이용한 것이기 때문에 그 특수관계인 입장에서는 자신을 보고의무가 있는 본인이라고 생각하지 않는다는 것이다. 이러한 사실은 기존의 연명보고자가 최다지분을 보유하지 않게 된 경우에도 계속해서 연명 보고자로 보고하고 있는 것을 보면 더욱 그렇다.

(3) 간접투자기구의 보고방법상의 혼란

전술한 바와 같이 간접투자기구의 보고방법에 대해서는 2004년 3차례에 걸쳐 금융감독원이 구체적인 보고방법에 관한 지침을 발표한 적이 있다.

이 지침은 기본적으로 간접투자기구와 자산운용회사와의 특수관계 여부 및 자산운용회사의 주식등 보유여부를 기준으로 보고방법을 정하고 있다. 그 내용을 보면 다음과 같다.

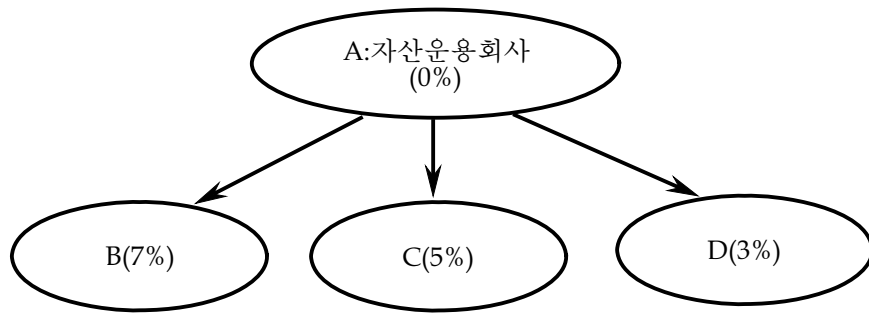
첫째, 자산운용회사와 간접투자기구와의 사이에 특수관계가 있는 경우, 예컨대 자산운용회사가 Mutual Fund의 법인이사인 경우에 자산운용회사가 당해 주식등을 소유하는 경우에는 자산운용회사가 간접투자기구의 보유지분을 합산하여 연명보고하여야 하고^(①), 자산운용회사가 당해 주식등을 소유하지 않는 경우에는 보유지분이 가장 많은 간접투자기구가 다른 간접투자기구와 합산하여 연명보고하여야 한다^(②).

둘째, 자산운용회사와 간접투자기구와의 사이에 특수관계가 없는 경우 및 특수관계 여부가 불분명한 경우로서 자산운용회사가 주식등을 소유하지 않는 경우 자산운용에 대한 실질적 의사결정권한을 근거로 소유에 준하는 보유로 보고하되, 간접투자기구중 개별적으로 소유 주식등의 비율이 5%가 넘는 경우 별도로 보고하여야 하고^(③), 자산운용회사가 주식등을 소유하는 경우 간접투자기구 소유지분을 합산하여 자산운용회사가 연명보고하여야 한다^(④).

이러한 보고방법에 따라 보고를 하더라도 결과적으로는 보고내용상 큰 차이가 발생하지는 않는다. 그러나 이 보고방법에 대한 지침은 보고의무자를 먼저 판단하고, 구체적인 보고방법을 결정하여야 한다는 기본적인 틀을 거꾸로 적용하고 있다. 그 결과, ②의 경우에는 보유 주식등에 대한 실질적인 의사결정권한을 행사하고 있는 자산운용회사가 보고의무자에서 제외되고, ③의 경우에는 개별적으로 5% 이상을 보유한 간접투자기구만에 대해서만 형식적인 내용을 보고하도록 하고, 5% 미만을 보유하고 있는 간접투자기구의 보고의무 여부는 판단하지 않는 문제가 발생한다.

간접투자기구의 보고방법은 의외로 간단하게 정리될 수 있다. 말 그대로 간접투자기구를 본인으로 보고 보고의무를 판단하면 된다.

다음의 사례에서 A는 자산운용회사, B, C, D는 간접투자기구이고, 괄호에 표시된 비율은 각자가 소유하고 있는 甲이라는 상장법인의 지분을 표시한 것이다.



먼저, A를 본인으로 보면 직접 소유하고 있는 지분은 없으나 자산운용권한에 따라 보유하는 지분이 15% 이므로 15%에 대한 보고의무가 발생한다.

다음에 B, C, D 각자를 본인으로 보는 경우 A라는 동일한 자산운용회사에 의하여 A에 대하여 의결권을 행사하므로 공동보유자의 관계가 있게 된다. 즉, A가 간접투자기구들의 법인 이사로서 특수관계인이든, 단순히 자산운용계약을 체결한 관계이든 계약에 의하여 A로 하여금 의결권을 행사하게 되므로 공동보유자가 된다. 따라서 B, C, D도 각각 15%에 대해서 보고의무가 발생한다.

A, B, C, D 모두가 동일한 지분에 대해서 보고의무를 가지므로 연명보고를 할 수 있고, 누가 연명보고를 해도 무방하지만 실제에 있어서는 실체가 있는 자산운용회사가 보고를 하면 된다.

만약, 사례를 조금 변형하여 A에게 또는 B, C, D 각각에게 별도의 특별관계자가 있다고 가정하면 어떻게 될까? 예컨대, C에게 다른 공동보유자 E(2%)가 있다면 A, B, C는 15%, D는 17%가 되는가? 아니다. A와 D가 공동보유, D와 E가 공동보유의 관계라면 A와 E도 공동보유관계가 성립하므로 모두가 17%의 지분을 보유하는 것을 볼 수 있으므로 결과는 동일하다.

이렇듯 공동보유관계를 인정하게 되면 자산운용회사와 간접투자기구간의 특수관계 여부 및 자산운용회사의 지분소유 여부를 굳이 따질 필요가 없고 언제나 자산운용회사가 모든 간접투자기구를 연명하여 보고하면 된다. 따라서 간접투자기구는 별도 보고 여부를 생각할 필요도 없게 된다.

V. 5%보고제도의 실효성 확보수단 관련 쟁점과 과제

1. 일반사항

증권거래법에서는 5%보고제도와 관련하여 냉각기간, 의결권 행사 제한, 금융감독위원회의 조사 및 처분명령 및 형사상의 벌칙 등 그 실효성을 확보하기 위한 제도가 규정되어 있다. 이러한 제도들은 5%보고의 진실성을 사전적으로 확보하기 위한 것과 사후적으로 관련당사자의 이해관계를 조정하기위한 제도로 대별할 수 있다. 제도상으로는 5%보고제도의 실효성에 의문을 가질 수 없을 정도로 정교한 것으로 보이지만 현실적으로는 그렇지 않다.

근본적인 원인은 5%보고제도상의 불합리성과 오해에 기인하는 것이지만 실효성 확보를 위한 수단에서도 그 원인을 찾아볼 수 있다.

2. 의결권행사 제한 관련 쟁점

5%보고의무를 이행하지 않거나 중요한 사항을 허위로 보고하거나 기재를 누락한 자는 일정한 기간 동안 5%를 초과하는 부분 중 위반분에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 규정하

고 있다(증권거래법 제200조의3 제1항 및 법시행령 제86조의10).

이에 따라 고의로 보고를 하지 않거나 허위기재 또는 기재를 누락한 경우에는 당해 취득 또는 처분일부부터 당해 보고를 한 후 6월이 경과한 날까지 의결권 행사가 제한된다. 한편, 법령의 규정에 의하여 대량보유상황이 금융감독위원회와 한국증권선물거래소에 이미 공시되거나 정부의 승인·지도·권고 등에 따라 취득 또는 처분한 경우 등 착오로 보고를 지연한 경우에는 취득 또는 처분일부부터 당해 보고를 한 날까지 의결권 행사가 제한된다.

문제는 법문상 “제200조의2 제1항 또는 제3항의 규정에 의한 보고를 하지 아니하거나 법 제200조의4의 규정에 의한 정정보고를 하지 아니한 경우”라고 규정하고 있어 법 제200조의2 제4항에 의한 목적변경보고의무를 위반한 경우에는 의결권 행사가 제한되지 않는다는 점이다. 아마도 새로이 목적변경에 대하여 보고의무를 규정하면서 이 부분에 대한 고려가 없었던 것으로 보인다. 입법상의 오류로 판단된다.

또한, 이 의결권 행사제한 규정을 이해함에 있어서 실무계에서는 마치 금융감독위원회가 의결권 행사를 제한할 수 있는 것으로 이해하는 경우가 종종 있다.⁶⁸⁾ 의결권 제한의 효력은 직접 법령에 의해서 발생하는 것이고 별도의 행정조치가 필요없다.⁶⁹⁾ 법문의 구조상 금융감독위원회의 처분명령권과 같은 항에서 동일한 문장 내에서 규정되어 있는 점도 이러한 오해를 부추기는 것으로 보이나, 무엇보다도 관치에 너무도 익숙한 시장환경이 그 원인이라고 생각한다.⁷⁰⁾

3. 처분명령 관련 쟁점

의결권 행사가 제한되는 경우에 해당되는 보고의무 위반에 대해서는 금융감독위원회가 5% 초과분중 위반분에 대해서 처분을 명령할 수 있다(증권거래법 제200조의2제1항). 따라서 보유목적 변경에 따른 보고의무 위반에 대해서는 역시 적용되지 않는다.

한편, 처분명령의 실효성에 대해서는 상당히 의문스럽다. 보고의무를 위반한 자에 대하여 처분을 명령하고, 그 명령에 위반하는 경우 형사벌을 적용하는 것은 아주 일반적인 행정적 구제수단의 모습이다. 그러나 M&A와 관련되어 있는 경우에는 다소 특별한 상황이 발생한다. 고의적인 위반의 경우 당해 위반분에 대하여 처분명령을 하는 경우와 그렇지 않은 경우를 생각해보면, 후자의 경우에는 취득일부부터 보고의무를 이행한 후 6월까지 의결권 행사가 제한된다. 반면, 전자의 경우 처분명령에 따라 당해 위반분을 처분하고 다시 취득하면 의결권 행사에 아무런 제한이 없게 된다. M&A과정에서의 실효성이라는 측면에서 처분명령은 실제로 아무런 효과도 없다. 이에 대해서는 의결권이 제한되는 기간까지 재취득을 금지하거나 새로이 취득한 주식에 대해서도 그 기간동안 의결권을 제한할 수 있도록 개정할 필요가 있다.⁷¹⁾

M&A와 관련된 공개매수제도든 5%제도든 행정적으로 실효성을 확보하려는 노력은 투입된 노력에 비하여 효과가 너무 미약하다. 결국, 당사자가 관련법규에 따라 소송을 통하여 문제를 해결하는 것이 가장 실효성있는 구제수단이라고 생각된다.⁷²⁾

4. 냉각기간 관련 쟁점

5%보고의무자 중 보유목적을 경영참가 목적으로 보고한 자는 그 보고일부부터 5일 동안 당해 발행인의 주식등을 추가로 취득하거나 보유 주식등에 대한 의결권을 행사할 수 없다(증권거래법 제200조의3 제2항).⁷³⁾ 이를 냉각기간제도라고 하는데, 단순투자목적으로 공시한 후 갑자기 보유목적을 경영참가목적으로 변경하거나, 보고기간이 5일인 점을 이용하여 공시 전에 당해 주식등을 대량으로 취득함으로써 M&A과정에서 우월한 지위를 획득하는 것을 방지하기 위한 제도로 알려져 있다.

그러나 냉각기간제도는 도입취지와 달리 실제에 있어서는 거의 실효성이 없거나, 합리성이 결여되어 있다. 먼저, 냉각기간의 기산일이 보고일로 되어 그 실효성을 현저하게 떨어뜨린다. 경영참가목적으로 주식등을 보유하거나 보유목적은 변경한 경우 보고기간이 5일이므로 보고일이 도래하기 전에 경영참가행위를 하는 것을 막을 수 없다. 예컨대, 보유목적은 변경한 경우 보고기간 5일중에 주주총회가 개최되는 경우 경영권에 관련된 의결권을 행사하게 되면 경영참가목적이 공시되기 전에 의결권을 행사할 수 있게 된다.74)75) 따라서 보유목적이 공시되지 않은 상태에서 의결권 행사를 제한하기 위한 제도의 도입취지가 무색해진다. 한편, 추가취득을 금지하는 것은 공시되지 않은 지분취득을 제한한다는 의미에서 어느 정도 수긍할 수 있으나, 의결권 행사를 제한하는 것은 주주명부폐쇄 또는 기준일제도가 있는 상황에서는 가사 냉각기간중에 주주총회가 열린다고 해도 보유목적은 변경한 경우가 아니면 의미가 없다. 다만, 보유목적은 변경한 경우에도 냉각기간의 기산일이 보고일이라는 점을 감안하면 얼마든지 인위적인 선택이 가능하다.76)

또한, 변동보고를 하는 경우 냉각기간 적용여부가 불분명하다. 법문상으로는 “제200조의2제1항·제3항 및 제4항의 규정에 따라 보유목적은 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고하는 자는”이라고 규정하고 있어 제1항에서 규정하고 있는 변동보고시에도 보유목적이 경영참가목적인 경우 냉각기간이 적용되는 것으로 해석할 수 있다. 반면, 변동보고시에는 변동내용만을 보고하는 것이므로 보유목적은 보고하는 것이 아니므로 냉각기간이 적용되지 않는다는 해석도 가능하다.

이에 대해서는 변동보고의 기준이 1%이라는 점, 1% 이상 하락한 경우에도 보고의무가 발생한다는 점만을 생각한다면 변동보고시마다 냉각기간이 적용되는 것이 과도한 규제라고 생각할 수 있다. 그러나 변동보고의 기준이 1%라는 것이지 실제 M&A와 관련된 지분변동은 그보다 큰 비율로 변동되는 것이 일반적이라는 점과 보유비율이 하락한 경우에는 냉각기간 자체가 무의미하다는 점을 고려하면 변동보고시에도 냉각기간이 적용된다고 보아야 할 것이다.77)

VI. 맺음말

이상에서 살펴본 바와 같이 증권거래법상의 5%보고제도는 일부 기술적인 문제와 미비점을 제외하면 정신분열적이라거나, 특히 외국인에 대해서만 가혹한 제도78)는 아니다. 또한, 특정 국가의 제도를 단순히 그 제도만을 떼어내어 판단하는 태도도 타당하다고 보기 힘들다. 5%제도 또는 이와 유사한 제도를 도입하고 있는 국가들의 제도를 보면 각국의 시장과 제도 환경에 따라 각각 다르게 운영되는 것을 알 수 있다. 특히, 5%제도는 강제공개매수제도와 의 관계를 고려하여 생각하여야 한다. 강제공개매수제도를 채택하고 있는 영국이나 일본의 경우 그렇지 않은 우리나라와 미국에 비하여 비교적 느슨한 형태의 지분보고제도를 운영하고 있다. 거기에 미국과 같이 이렇다 할 국내기업 보호수단이 없는 우리나라의 경우만을 가혹하다고 하는 것은 건전한 비판이라고 볼 수 없다.

결국, 5%제도에 대한 비판과 논란은 금융기관의 외국인 이사수 제한, 5%보고 강화, 조세피난처(Tax Haven)에 설립된 Paper Company에 대한 과세 등 일련의 외국인 투자자에 대한 정부의 급작스러운 태도변화에 기인한 것이라고 판단되며, 이것은 단지 5%제도 하나에 국한된 문제는 아니라고 생각한다. 이 논고에서 이러한 정부정책에 대한 논평까지 할 생각은 없다.

다만, 5%제도에 대해서는 이상에서 살펴본 문제점을 포함하여 보다 체계적인 검토가 이루어져야 할 것이다.

특히, 보유목적이 포괄적으로 정의되어 있는 상황에서 보고시에 보유목적을 공시하도록 하면서도 이후의 보유목적의 세부적인 변경에 대한 보고의무가 별도로 없는 점은 애초의 개정 취지와도 맞지 않고 악용가능성이 높다. 보유목적 변경에 대한 보고의무를 부과하는 것이 증권거래법 개정의 주요 목적(79)이었다면 세부적인 목적을 포함하여 보고서상 보유목적이 변경된 경우를 포함한 중요한 사항의 변경에 대해서 공시의무를 부과했으면 족했을 것이다. 이와 함께 경영참가목적이 반드시 지배권 변경과 관련된 것은 아니라는 점도 시장에 인식시킬 필요가 있다.

그 외에 의결권 행사제한, 냉각기간, 보고서 기재사항 중 최대주주 등 관련된 사항 등 단편적인 입법기술상의 오류들도 빠른 시일 내에 보완되어야 할 것이다.

참고문헌

강희철, “외국계 펀드의 국내투자 현황과 관련 법적문제,” 『증권법연구』, 제5권제2호, 2004.

강희철·김성진·강권도, “주식등의 대량보유 보고의무 위반과 관련된 법적 쟁점,” 『BFL』, 통권 제6호, 서울대학교 금융법센터, 2004.

고창현·허영만, “개정 증권거래법 검토,” 『인권과 정의』, 248호, 1997.

금융감독원, 『기업공시제도해설』, 2003.

, 『기업공시 실무가이드라인』, 2005.

, 2004. 2. 12 보도자료 “(주)금강고려화학 등의 대량보유(변동)보고 위반 등에 대한 조치.”

, 2004. 3. 16 보도자료 “지분공시 충실화를 위한 시스템 개선.”

, 2004. 10. 5. 정례브리핑자료 “보유목적 기재방식 이원화 등 5%공시 개선.”

, 2004. 11. 18 “자산운용회사의 간접투자기구 관련 5%보고 요령.”

, 2004. 12. 16 보도자료 “사모투자전문회사의 지분보고 방법.”

, 2004. 2. 14 정례브리핑자료 “5% 보고제도 관련 개정 증권거래법 시행에 따른 유의사항.”

, 2005. 3. 25 보도자료 “유가증권의발행및공시등에관한규정 및 5%보고 서식개정.”

, 2005. 3. 31. 보도해명자료 “5%보고제도 변경관련 Financial Times 기사에 대한 해명.”

김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2001.

김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001.

김정수, 『현대증권법원론』, 박영사, 2002.

김화진, “M&A시장의 최근 현황과 정책 및 법적 과제,” 『BFL』, 통권 제6호, 서울대학교 금융법센터, 2004.

유석호, “증권거래법상 공모규제의 문제점과 개선방안,” 『증권법연구』, 제3권 제2호, 2002.

임재연, 『증권거래법』, 박영사, 2000.

The Legal Issues on 5% Rule

Yoo Seok-Ho

ABSTRACT

So called 5% rule which requires the major shareholders to report their acquiring or holding of the equity securities concerned has been implemented both in Korea and worldwide for the purpose of enhancing the transparency of capital market and the integrity of corporate governance market. Meanwhile, hectic debate has been arisen regarding the 5% rule which was amended early in 2005. The focus of the debate was whether or not 5% rule in Korea was reasonable and acceptable in view of global standard.

5% rule in Korea maintained its original regulatory scheme despite the fact that it has been amended several times since it was initially implemented in 1992. The core principle of 5% rule has not been changed in a significant way even after the amendment which was effective in late 2004. The amendment added the reporting requirement where the 5% equity holder changes his or her purpose of holding the equity securities. It seems that the above debate has been raised from the problems that the rule has in nature and the misunderstanding of market participants about the rule.

I would like to deal with the various legal issues with respect to the 5% rule and what alternatives are available to cope with the problems raised.

Key words : major shareholders, 5% rule, holding purpose, reporting requirements, global standard

* 본 논문은 2005. 6.25 한국증권법학회 제110회 정기세미나에서 발표한 논문으로 전적으로 필자 개인의 견해로서 소속기관의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 학회에서 고견을 주신 김영준 변호사, 학회 회원 여러분께 감사를 드립니다.

1) 이 증권거래법 개정안은 2004. 10. 2 김애실 의원이 대표발의한 증권거래법개정법률안을 제250회 국회(정기회) 제11차 재정경제위원회(2004.11.22)에, 2004. 9.23 송영길 의원이 대표발의한 증권거래법개정법률안을 제250회 국회(정기회) 제13차 재정경제위원회(2004.12. 3)에 각각 상정한 후 제안설명, 검토보고 및 대체토론을 거쳐 금융및경제법안등

심사소위원회에 회부하여 심사한 후 제251회 국회(임시회) 제3차 재정경제위원회(2004. 12. 29)에서 금융및경제법안등심사소위원회의 심사보고대로 2건의 개정법률안의 내용 중 일부를 수정한 후 통합하여 위원회에 제시된 대안이 2004. 12. 31 입법화된 것이다. 이 법률안의 시행일은 특이하게도 공포일(2005. 1. 17)부터 70일이 경과한 날(3. 29)부터 시행되었다.

2) 영국의 Financial Times 3. 31자 1면, 3면 등에서 “개정 5%보고제도는 외국인에 대해서는 아주 가혹한(draconian) 제도이며, 이는 경제적 국수주의다,” “한국정부의 외국인 투자자에 대한 정신분열증적(schizophrenic) 태도,” “겉으로는 동북아금융허브, 속으로는 외국인 투자자에 대한 규제를 강화한다,” “일부 외국인을 겨냥한 개정이다,” 등이라고 비판하였다.

3) 2005. 3. 31. 금융감독원 보도해명자료 “5%보고제도 변경관련 Financial Times 기사에 대한 해명” 참조.

4) Williams법은 이 법의 제안자인 New Jersey주의 상원의원인 Harrison Williams의 이름을 따서 그렇게 불린다. 이 법은 1934년 Securities Exchange Act(이하 “SEA”라 함)의 Section 13(d), 13(e), 14(d), 14(e), 14(f)를 개정하는 법률로 공개매수와 대량보유에 관한 공시와 관련된 규정이다. 최초 도입시에 대량보유상황공시의무의 기준은 10%였으나 실효성에 대한 의문이 제기되어 1970년 5%로 개정되었다.

5) 1960년대 M&A Boom 당시 토요일 오후 공개매수를 발표하고 월요일에 공개매수를 실시하여 기존 경영진의 방어기회를 빼앗는 사례가 빈발하자 그 당시 유행하던 Saturday Night Special이라는 TV프로의 제목을 붙여 부르던 것에 유례한다.

6) 김정수, 『현대증권법원론』, 박영사, 2002, 440-441면 참조.

7) 이 당시 증권거래법 제200조에서는 상장 당시 10% 이상을 소유한 대주주 외에는 상장법인의 주식을 10% 이상 소유할 수 없도록 하고 있었다. 이 규정으로 인하여 사실상 M&A가 불가능한 상태였으므로 단순 소유상황만 공시하도록 하여도 아무런 문제가 없었다.

8) 1998년에는 보고대상 주식등을 상장법인이 발행한 것에서 협회등록법인(현재의 코스닥 상장법인)으로 확대하였다.

9) 이른바, “슈퍼개미” 등으로 알려진 불공정거래자들이 기존 5%보고제도의 허점을 이용하여 경영참가 목적으로 5%보고를 한 뒤 시세조종행위를 하거나, 단순투자 목적으로 보유 목적을 공시한 뒤 경영참가행위를 함으로써 5%보고제도의 취지를 해치는 사례가 발생하여 그에 대한 대책이 필요한 상태였다. 여기에 소버린자산운용이 수익창출 목적으로 보유하는 것이라고 공시한 SK주식 약 15%의 보유목적을 변경하지 않은 채 최태원 회장의 퇴임 등을 요구하는 사례가 발생하자 보유목적을 변경하는 경우에도 보고의무를 부과하여야 한다는 논의가 시장을 중심으로 제기되었다.

10) 주주가 전환권을 행사하여 의결권 있는 주식으로 전환할 수 있는 주식만을 말한다.

11) 미국의 경우에도 보고대상주식을 의결권 있는 지분증권(equity security)으로 정하고 있다[SEA Rule 13(d)(1), SEA Rule 13d-1(i)].

12) 금융감독원, 『기업공시제도해설』, 2003, 300면에서는 강제전환주를 보고대상으로 하고 있는 반면, 오히려 주주가 전환권을 행사하는 전환주식에 대해서는 언급이 없다. 주주가 전환권을 가지는 전환주식의 경우에는 전환사채 등과 마찬가지로 주주의 의사에 의하여 언제나 보통주로 전환이 가능한 잠재적인 의결권 있는 주식이므로 포함되어야 한다.

13) 이것 외에 회사가 증자과정 또는 신주인수권부사채와 관계없이 신주인수권만을 표시하는 증권 또는 증서가 발행된 경우도 이에 해당된다. 다만, 이러한 유가증권은 발행된 예가

없어 논의대상에서 제외한다.

14) 그러나 증권거래법시행령 제86조의5 제4호에서는 “주주가 가진 주식수에 따라 배정받는 신주인수권에 의하여 발행된 신주인수권증서를 취득하는 것만으로 보유 주식등의 수가 증가하는 경우”를 보고면제사유로 규정하고 있다.

15) 김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2001, 217면.

16) 이들 사채의 경우에도 구조설계과정을 통하여 그 권리만이 분리되는 경우도 있다.

17) 1994. 1. 5 증권거래법 개정시 도입된 보유개념은 단순히 보유비율 산정시 본인의 소유분 외에 특수관계인의 소유분을 합산한다는 것 때문에 보유라는 용어를 사용했을 뿐이었고, 소유 기타 이에 준하는 경우라고 하여 실질적 지배를 의미하는 보유개념은 1997. 1. 13 증권거래법 개정시부터이다.

18) 임재연, 『증권거래법』, 박영사, 2000, 638면 참조.

19) 이는 장외거래를 통하여 주식등을 매매하는 경우 보고기준일(보고의무발생일)을 계약 체결일로 하고 있는 시행령 제86조의4 제2항 제4호의 규정과도 합치된다.

20) 시행령 제86조의4 제2항 제3호.

21) 현재 DR 중에서 국내에서 증권예약결제원이 발행하는 DR만 증권거래법상 유가증권이다(유석호, “증권거래법상 공모규제의 문제점과 개선방안,” 『증권법연구』, 제3권 제2호, 2002, 193면 참조). 증권거래법상 외국법인등이 발행하는 유가증권예약증서도 증권거래법상의 유가증권으로 포함시킨다는 전제하에 주식등을 보유하는 경우가 아닌 보고대상 유가증권으로 규정하는 것이 더 명확하다.

22) 현재 5%보고에 있어서 대상유가증권을 보유하는 것으로 보는 DR은 증권거래법상의 유가증권인가의 여부가 문제되지 않으므로 증권예약결제원이 발행한 DR뿐만 아니라 외국법인등이 발행한 DR도 포함된다.

23) 이와 관련하여 담보권설정자의 보고내용을 변경하여야 하는가에 대한 문제가 있을 수 있다. 보고서상 보유 주식등과 관련된 주요계약내용을 기재하도록 되어 있으나, 이는 보고 시점에서 계약이 체결되어 있는 경우에만 해당되고, 보고후 담보계약을 설정한 경우에는 보고내용의 변경에 대하여 보고의무가 없으므로 별도로 보고할 필요는 없다. 그러나 담보계약에 의하여 지분이 변동될 수 있는 가능성이 있다는 점을 고려하면 이는 5%보고서를 통하여 공시되어야 할 사항으로 보인다.

24) 간접투자자산운용업법 제77조에 따르면 투자회사 형태의 간접투자기구는 자산운용 등 업무집행을 담당하는 법인이사로서 자산운용회사를 선임하도록 되어 있으므로 별도의 자산운용계약을 체결하는 경우는 없다. 국내에서는 계약형 신탁의 경우 수탁회사와 위탁회사(자산운용회사)간에 자산운용계약에 체결된다.

25) 특히, PEF, 헤지펀드 등 사모펀드의 경우는 규제법규가 없는 경우가 대부분이므로 자산운용계약의 내용을 파악하는 것은 거의 불가능하다(강희철 “외국계 펀드의 국내투자 현황과 관련 법적 문제,” 『증권법연구』, 제5권 제2호, 2004, 68-70면 참조).

26) 그러나 자산운용권한의 여부는 자산운용회사 본인이 판단하는 것이므로 본인이 판단하기에 취득 또는 처분권한 및 의결권을 가진다고 판단하면 자신이 보유하는 것으로 보면 된다. 만약 자산운용권한을 가지고 있음에도 불구하고 보유하지 않는 것으로 보아 보고의무를 이행하지 않는 경우에는 의결권 행사제한 또는 규제당국의 제재를 받을 수도 있다.

27) 이 경우 증권거래법 시행령 제86조의6의 규정에 의하여 연명보고가 가능하므로 실제 누가 보고하는가의 문제는 보고의무자가 누구인가 하는 문제와는 다른 문제이다. 간접투자

기구의 보고방법에 대해서는 IV. 2. 다.에서 후술한다.

28) 실무적으로 계약형 투자신탁에 대해서는 자산운용회사만이 보고하고 있다.

29) 소유의 개념을 확장하기 위하여 소유에 준하는 경우로서 보유 개념을 채택한 취지를 고려하면 예약권의 행사에 의하여 취득시점을 결정할 수 있는 지위를 보유의 한 형태로 정하고자 한 것으로 보인다.

30) 본 계약체결을 전제로 보고기준일을 정하는 증권거래법시행령 제86조의4 제2항 제4호의 규정은 이러한 형태의 보유에 대해서는 적용될 여지가 없다.

31) 보유비율 산정방법을 정하는 법시행규칙 제4조의5 제3항에서 주식매수선택권의 행사에 의하여 매입할 의결권 있는 주식이라고 규정하고 있어 현금교부 방식의 주식매수선택권은 보유비율 산정시 제외된다. 한편, 주식매수선택권이 부여된 경우 교부대상이 신주인가, 자기주식인가에 따라 보유비율 산정방법이 달라진다. 이에 대해서는 III. 6. 보유비율의 산정방법에서 후술한다.

32) 이러한 실무계의 혼란을 해결하고자 금융감독원은 2004년 3차례에 걸쳐 간접투자기구 관련 보고방법에 대한 지침을 제시(2004. 3. “외국계 뮤추얼펀드의 대량보유(변동)보고 방법 변경,” 2004. 11. “자산운용회사의 간접투자기구 관련 5%보고요령,” 2004. 12. “사모투자전문회사의 지분보고 방법”)하였으나, 보고의무자에 대한 판단은 하지 않고 보고방법을 기술적으로만 해결하는 내용이어서 보고업무관련자에게 그리 도움이 되지 않았다. 이에 대해서는 IV. 2. (3)에서 후술한다.

33) 1994년에는 특수관계인, 1997년에는 공동보유자가 포함되었다.

34) 증권거래법에서는 특수관계인을 본인이 개인인 경우와 개인이 아닌 경우로 나누어 정하고 있다. 다만, 본인과 특수관계가 있는 경우에도 그 자가 소유하고 있는 주식등의 수가 1,000주 미만이거나 공동보유자에 해당되지 않음을 소명하는 경우 특수관계인에서 제외할 수 있다(증권거래법 시행령 제10조의3 제3항).

(1) 본인이 개인인 경우: 본인이 개인인 경우 본인과 다음의 관계가 있는 자는 본인의 특수관계인이다(증권거래법시행령 제10조의3 제2항 제1호).

- i. 배우자(사실상의 혼인관계에 있는 자를 포함)
- ii. 6촌 이내의 부계혈족 및 4촌 이내의 부계혈족의 처
- iii. 3촌 이내의 부계혈족의 남편 및 자녀
- iv. 3촌 이내의 모계혈족과 그 배우자 및 자녀
- v. 배우자의 2촌 이내의 부계혈족 및 그 배우자
- vi. 입양자의 생가의 직계존속
- vii. 출양자 및 그 배우자와 출양자 양가의 직계비속
- viii. 혼인외의 출생자의 생모

ix. 본인의 금전 기타 재산에 의하여 생계를 유지하는 자 및 생계를 함께 하는 자

x. 본인이 단독으로 또는 그와 i 내지 ix의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 기타 임원의 임면 등 법인 기타 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 법인 기타 단체와 그 임원

x i. 본인이 단독으로 또는 그와 i 내지 x의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 기타 임원의 임면 등 법인 기타 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 법인 기타 단체와 그 임원

(2) 본인이 법인 또는 단체인 경우(개인인 아닌 경우): 본인이 자연인이 아닌 경우,

즉 법인 또는 단체인 경우 당해 법인 또는 단체와 다음의 관계가 있는 자는 본인의 특수관계인이다(증권거래법 시행령 제10조의3 제2항 제2호)

i. 임원

ii. 계열회사 및 그 임원

iii. 단독으로 또는 상기 (1)의 관계가 있는 자와 합하여 당해 법인에게 100분의 30 이상을 출자하거나 기타 임원의 임면 등 당해 법인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 개인 및 그와 상기 (1)의 관계에 있는 자와 단체(계열회사를 제외) 및 그 임원

iv. 본인이 단독으로 또는 그와 가 내지 다의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 기타 임원의 임면 등 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 단체 및 그 임원

35) 증권거래법시행령 제10조의3에서는 제1항에서 특별관계자, 제2항에서 특수관계인, 제4항에서 공동보유자의 개념을 정하고 있다.

36) 금융감독원, 『기업공시제도해설』, 2003, 615면.

37) 판례도 의결권 공동행사의 합의 또는 계약의 의미는 의사의 연락 이외에 이에 기한 행위의 공동성을 요하기는 하나 반드시 명시적일 것을 요구하는 것은 아니고 묵시적인 경우라도 이에 해당하고, 이러한 사정은 직접증거가 아닌 정황증거에 의해서도 입증될 수 있다고 판시한 바 있다(서울지방법원 2003. 10. 20. 결정 2003카합3224).

38) 연혁적으로는 공동보유자의 보유분을 합산하도록 하기 전에 특수관계인 보유분을 합산하도록 하였으나, 1997년 공동보유자 개념 도입시 특수관계인 중 공동목적이 없는 경우 합산보고를 하지 않을 수 있도록 함(증권거래법시행령 제10조의3 제3항)으로써 이 점을 명확히 한 것으로 보인다.

39) 증권거래법상의 특수관계인 개념은 본인을 기준으로 한 특수관계인 개념으로 본인의 입장에서 특수관계에 있는 자가 다른 특수관계인과는 특수관계인 아닐 수도 있다. 물론 부모형제간에서는 누구의 입장에서든지 특수관계인이지만 공동보유의 개념을 전제로 보면 이런 경우도 발생하게 된다.

40) 고창현·허영만, “개정 증권거래법 검토,” 『인권과 정의』, 248호, 1997, 18면.

41) 보유목적 변경은 최근 증권거래법 개정시(2005. 3. 29 시행) 새로이 추가되었다.

42) 주식등을 취득하여 그 보유비율이 5% 이상이 되는 경우를 말한다. 공개매수와 달리 장내취득 또는 장외취득을 구분하지 않는다. 신규로 5% 이상이 되는 경우를 말하므로 5% 미만인 자가 하루중의 거래로 5%를 훨씬 상회하는 지분을 취득하는 경우에도 신규보고의무가 발생한다.

43) 일본의 경우에는 증권거래법 제27조의25 제2항에서 명시적으로 “보유비율이 100분의 5 이하인 것을 이미 보고한 경우”에는 별도의 보고의무가 없는 것으로 규정하고 있다.

44) 미국과 일본의 경우도 5% 이상 보유한 자의 보유목적은 경영참가목적과 단순투자목적으로 구분하고 있는 것으로 알려져 있어 우리나라와 상당히 유사한 것처럼 보인다. 그러나 규제방식 측면에서는 상당히 다르다. 이들 나라의 경우는 후술하는 것처럼 우리나라와 같이 경영참가행위에 대한 정의를 하지 않는다. 다만, 통상적인 영업의 대상으로 지분을 취득한 경우로서 경영권에 영향력을 행사하지 않거나 회사의 지배권 변경과 관련이 없는 경우에 대한 보고내용 및 보고시기 등에 대한 보고특례를 규정하고 있을 뿐이다(미국 SEA Rule 13d-1(b)(1) 및 일본 증권거래법. 제27조의26 참조).

45) 이에 따라 보고서식도 경영참가목적보고서와 단순투자목적보고서로 구분된다. 그러나 미국의 경우에는 일반적으로 보고의무가 있는 자는 Schedule 13D(정식보고서), 경영에 대한 영향력 행사나 지배권 변경과 관련이 없는 자는 Schedule 13G(약식보고서)에 의하여 보고하게 된다.

46) 제86조의7(경영권에 영향을 주기 위한 행위) 법 제200조의2 제1항 후단에서 “대통령령이 정하는 것”이라 함은 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 것을 위하여 회사 또는 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사[법 제191조의13 제5항(「상법」 제366조에 규정된 권리에 한한다)·제191조의14 및 「상법」 제363조의2·제366조에 규정된 권리를 행사하거나 이를 제3자가 행사하도록 하는 것을 포함한다]하는 것을 말한다.

1. 이사 및 감사의 선임·해임 또는 직무의 정지
2. 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경
3. 회사의 자본금의 변경
4. 회사의 배당의 결정
5. 회사의 합병(간이합병 및 소규모합병을 포함한다) 및 분할
6. 주식의 포괄적 교환 및 이전
7. 영업의 전부 또는 중요한 일부의 양수·양도
8. 자산의 전부 또는 중요한 일부의 처분

9. 영업의 전부 또는 중요한 일부의 임대, 위임경영 또는 타인과 영업의 손익 전부를 같이 하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결·변경 또는 해약

10. 회사의 해산

47) 미국에서는 이러한 유형의 행위와 유사한 행위를 우리 식으로 표현하면 경영참가목적 보고서인 Schedule 13D의 General Instruction Item 4. Purpose of Transaction에서 기술하고 있다. 즉, 약식보고서 Schedule 13G로 보고할 수 있는 요건에 해당되지 않는 자는 정식보고서인 Schedule 13D에서 그러한 사항에 대한 계획이나 방침이 있는지를 기술하도록 하고 있다.

48) 금융감독원은 이에 대하여 단순히 상정된 안건에 대해서 의결권만 행사하는 경우는 경영참가로 볼 수 없고, 법시행령 제86조7의 규정에 의한 경영권에 영향을 주기 위한 행위에 대하여 소수주주권의 행사 등 적극적인 행위가 있어야 경영참가목적 가진 것으로 볼 수 있다고 한다(금융감독원, 『기업공시 실무가이드라인』, 금융감독원 공시감독국, 2005, 164면).

49) 이러한 해석상의 위험을 고려하여 향후 단순한 의결권 행사 또는 경영관련행위를 하게 될 상황을 예정하고 보고 당시에는 경영참가목적으로 보유목적 공시하는 사례가 나타나기 시작했다. 최근(2005. 6. 10)ABN Amro London은 기존에 5%보고를 했던 24개 회사에 대한 보유목적 일시에 경영참가목적으로 변경하였다. 그러나 보고서상의 보유목적 구체적으로 살펴보면 향후 일반적인 주주권 행사가 경영참가행위를 비취질 것으로 우려하는 듯한 내용을 기재하고 있다.

50) 미국의 경우 34년법 §13(d)(2)에서, 일본의 경우 증권취인법 제27조의25 제1항에서 5%보고내용에 중요한 변경이 있는 경우 보고의무를 부과하고 있다.

$$51) \frac{\text{본인*보유 주식등의 수}}{\text{발행주식등 총수}} = \frac{\text{본인 보유주식} + \text{본인 보유주식관련사채분}}{\text{발행주식총수} + \text{본인 보유분주식관련사채분(교환사채 제외)}}$$

* 본인: 본인 및 특별관계자

52) 증권거래법시행규칙 제4조의5(공개매수대상 주식등의 수의 산정방법)

①법 제21조 제4항의 규정에 의한 주식등의 수는 다음 각호와 같다.

1. 주권의 경우에는 그 주식의 수
2. 신주인수권을 표시하는 증서의 경우에는 신주인수권의 목적인 주식의 수(신주인수권의 목적인 주식의 발행가액총액 및 발행가격이 표시되어 있는 경우에는 당해 발행가액총액을 당해 발행가격으로 나누어 얻은 수)
3. 전환사채권의 경우에는 권면액을 전환에 의하여 발행할 주식의 발행가격으로 나누어 얻은 수. 이 경우 1미만의 단수는 이를 계산하지 아니한다.
4. 신주인수권부사채권의 경우에는 신주인수권의 목적인 주식의 수
5. 교환사채권의 경우에는 교환대상 유가증권별로 제1호 내지 제4호에 해당하는 수

②법 제21조 제4항의 규정에 의한 주식등의 총수는 의결권 있는 발행 주식총수와 당해 매수 등을 한 후에 보유하는 주식등(주권 및 교환대상주권을 제외한다)의 수를 합산한 수로 한다.

③법 제189조의4의 규정에 의한 주식매수선택권(이하 “주식매수선택권”이라 한다)을 부여받은 경우에는 제1항의 주식등의 수와 제2항의 주식등의 총수에 당해 주식매수선택권의 행사에 의하여 매입할 의결권 있는 주식(자기주식을 포함한다)을 가산한다.

53) 그 결과 보고의무자의 실제 보유비율이 실제보다 높게 산정되는 문제가 있으나 공시의 무자가 회사인 다른 공시제도와 달리 5%보고에 있어서 보고의무자는 주주라는 점을 감안하면 불가피한 것으로 보인다. 이에 대하여 영국의 회사법상 3%보고시 당해 지분을 가진 자가 직접 공시를 하는 것이 아니라 당해 보유내역을 회사에 알리고 회사가 이를 시장에 공시하는 시스템을 고려해 볼 필요가 있다[영국 Company Act §198 및 §199, UKLA(현 FSA가 수행)의 Listing Rule Chap. 9 참조].

54) 법시행규칙 제38조에서는 당해 주식등의 발행인이 보고의무 면제자로 규정되어 있다.

55) 금융감독원, 기업지배권변동에관한서식에관한건 별지 제6호서식 및 제7호서식 참조.

56) 법시행규칙 제4조의5 제3항.

57) 법시행규칙 제4조의5 제2항.

58) 다른 회사가 발행한 교환사채의 경우 교환대상 주식이 의결권 있는 주식으로 발행 주식등의 총수에 산입되어 있으므로 교환사채의 교환권 행사에 의하여 취득하게 되는 주식등의 수에 산입할 필요가 없으나 당해 회사가 자기주식을 교환대상으로 교환사채를 발행한 경우에는 자기주식이 의결권 없는 주식으로 발행 주식등의 총수에서 제외되어 있다면 이를 다시 산입해야 하는 것인데, 이러한 구분없이 교환대상주권을 제외하는 것은 자기주식이 발행 주식등의 총수에 산입되어 있는 것을 전제로 하는 것이 된다.

59) 경영참가목적의 경우 다음의 사항을 기재하되, 그 세부적인 내용을 금융감독위원회가 정하도록 하고 있다(법시행령 제86조의4 제1항).

- i. 대량보유자 및 그 특별관계자에 관한 사항
- ii. 보유 주식등의 발행인에 관한 사항
- iii. 보유목적
- iv. 변동사유
- v. 보유 또는 변동 주식등의 종류 및 수
- vi. 취득 또는 처분일자, 가격 및 방법
- vii. 보유형태
- viii. 취득에 필요한 자금 또는 교환대상물건의 조성내역(차입의 경우 차입처를 포함)

ix. 보유 주식등에 관한 신탁계약, 담보계약 기타 주요계약의 내용

단순투자목적인 경우에는 위의 기재사항 중, i, ii, v, vi에 해당되는 사항과 보유기간 중 법시행령 제86조의7에 규정되어 있는 경영참가행위를 하지 않겠다는 확인을 기재하도록 하고 있다(법시행령 제86조의9 제1항).

60) 김화진, “M&A시장의 최근 현황과 정책 및 법적 과제,” 『BFL』, 통권 제6호, 서울대학교 금융법센터, 2004, 43-44면 참조.

61) 다행히, 기업지배권변동에관한서식에관한건 별지 제6호서식 및 제7호서식에서는 Mutual Fund, PEF 등 단순 간접투자기구의 최대주주는 기재하지 않을 수 있도록 하고 있다.

62) 미국의 Schedule 13D의 General Instruction C.에서도 보고자가 Partnership, Syndicate 기타 Group인 경우에는 General partner 및 각각의 구성원 및 이 자들을 지배하는 자를 기재하도록 하고 있고, 이들이 회사인 경우 및 보고자가 회사인 경우에는 모든 임원 및 당해 회사를 지배하는 자, 기타 그 회사에 사실상의 영향력을 행사하는 다른 회사 또는 기타 단체의 임원 등을 기재하도록 하고 있다.

63) 기업지배권변동에관한서식에관한건 별지 제6호서식의 기재상 주의를 보면 먼저, 취득자금의 귀속주체를 자기자금, 차입금으로 구분하고 있다. 자기자금의 경우 조성형태를 사업소득, 근로소득, 영업이익 등으로 기재하도록 하고, 차입금의 경우 그 차입처, 차입조건 등으로 기재하도록 하고 있다. 그리고 이러한 조성형태에 속하지 않는 경우를 기타의 자금으로 규정하고 있다.

64) 한국경제신문, 2005. 3. 30, A24면, “개정 5%를 재보고 혼선,” 2005. 4. 2, “5%를 취득자금 구체적으로 기재” 등.

65) 개정 증권거래법 부칙 제4조 제2항에 따르면 기존의 5%보고자중 법 시행일 현재 경영참가목적외를 가지고 있는 자는 개정법률 시행일인 2005. 3. 29부터 4. 2까지 재보고를 하여야 한다. 이에 따라 동 기간 중 무려 1,512사의 주권상장법인 또는 코스닥상장법인에 대하여 1,792건의 재보고가 이루어졌다. 특정시점의 5%보고현황이 아무런 의미가 없는 5%보고서의 특성상 도대체 무슨 목적으로 이런 소급보고를 하라는 것인지 이해할 수가 없다. 만약, 통계과약을 위한 것이라면 정말로 공시의무자에게는 쓸데없는 부담이고, 행정력의 낭비이다.

66) 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001, 268-269면.

67) 이러한 오해는 유가증권의발행및공시등에관한규정에서도 발견된다. 동 규정 제132조 제3항에서는 “연명보고를 하는 경우 대표자가 보고의무를 위반한 때에는 그 위반의 효과는 보고자 및 당해 위반관련 특별관계자에게 귀속한다”라고 규정하고 있다. 연명된 자 전원이 관련된 보고내용이 잘못되었는데, 어떻게 그 위반의 효과가 보고자와 특정 특별관계자에게만 귀속된다는 것인지 언뜻 이해가 되지 않는다. 결국, 이 규정은 보고의무 위반에 대한 금융감독위원회의 행정조치 대상만을 정한 것으로 보는 것이 타당할 것이다.

68) 실제 업무수행과정에서도 5%보고의무 위반자의 의결권 행사를 제한해 줄 것을 요청하는 민원이 자주 제기된다.

69) 금융감독원도 이같은 입장은 밝히고 있다(금융감독원, 2004. 2. 12 보도자료 “(주)금강고려화학 등의 대량보유(변동)보고 위반 등에 대한 조치” 참조).

70) 이에 대해서는 법령상 의결권이 제한되므로 기업의 임의로 위반자의 의결권을 제한하게 되는 경우 기존 경영진이 반대세력의 의결권을 무조건 부인할 수 있는 위험이 있으므로 입법론적으로 금융감독위원회에게 의결권 제한 권한을 부여하는 것이 바람직하다는 의견이

있다(자세한 내용은 강희철·김상진·강권도, “주식등의 대량보유 보고의무 위반과 관련된 법적 쟁점,” 『BFL』, 통권 제6호, 서울대학교 금융법센터, 2004, 78-79면 참조).

71) 이와 관련하여 (주)금강고려화학의 5%보고의무 위반에 대한 조치에서 금융감독위원회는 채취특금지에 대해서는 아무런 언급을 하지 않았다(금융감독원, 앞의 보도자료 참조). 이에 따라 금강고려화학은 처분명령 다음날 현대엘리베이터 주식을 공개매수하겠다는 발표를 했다.

72) 그럼에도 불구하고 5%보고제도를 운영하고 있는 금융감독원에 대한 비판은 멈추지 않고 있다(예컨대, 파이낸셜뉴스, 2005. 2. 15, 26면, “5%를 잘 안 지켜진다. 신고날짜 어거도 금감원 등 점검 소극적”). 이 기사의 내용 중에는 “감독당국은 신속한 5%보고를 통해 경영권 안정과 투자자 보호를 도모할 수 있도록 해야 하지만 현재의 감독자세는 안일하다는 느낌을 지울 수 없다”라는 한 증시전문가의 말이 인용되고 있다. 금융감독원은 현재 연평균 7,000건에 달하는 5%보고서를 전수 심사하고 있다. 이중 불공정거래와 관련된 사안은 조사 절차를 거쳐 그에 대응하는 조치가 이루어진다. 또한, 단순한 지연보고 등에 대해서는 매분기 평균 200 내지 300건의 주의 또는 경고조치가 행해진다. 이러한 현실은 매년 반복되고 있다. 결과적으로 5%제도의 실효성은 규제당국의 노력보다는 관련당사자의 적극적인 권리주장에 의해서만 얻어질 수 있다. 단순 지연보고를 이유로 의결권 행사가 제한되는 사례가 발생한다면 규제당국은 그 날부터 심사 또는 조사에서 손을 떼도 아무런 문제가 발생하지 않을 것이다. 미국의 SEC가 5%보고서를 전수심사하지 않는다는 점은 시사하는 바가 매우 크다.

73) 2005. 1. 17 증권거래법 개정(2005. 3. 29 시행)시 도입되었다.

74) 이에 비하여 미국 SEA Rule 13d-1(e)(2)에서는 “From the time the person has acquired or holds the securities with a purpose or effect of changing or influencing control of the issuer, or in connection with or as a participant in any transaction having that purpose or effect until the expiration of the tenth day from the date of the filing of the Schedule 13D pursuant to this section, that person shall not:

i. Vote or direct the voting of the securities described therein; or

ii. Acquire an additional beneficial ownership interest in any equity securities of the issuer of the securities, nor of any person controlling the issuer.”

라고 규정하여 냉각기간의 기산일을 보유시점 또는 보유목적이 변경된 시점으로 하고 있다.

75) 이와 관련하여 재경부는 기산일을 법문과 달리 미국법처럼 해석하는 듯한 태도를 보이고 있다. 즉, 12월 결산법인의 주주총회 시기와 관련하여 개정 증권거래법부칙에 따라 기존 보고자중 개정법 시행당시 경영참가목적을 가진 자는 3. 29부터 4. 2까지 재보고하여야 하므로 3. 29부터 3. 31 사이의 기간에 주주총회를 개최하게 되면 냉각기간이 적용되어 의결권을 행사할 수 없으므로 이 기간중 주주총회 개최를 자제하라는 지침을 제시하였다. 법문상 이렇게 해석할 근거가 없다(2005. 3. 2, 한국경제신문 A26면, 서울경제 17면 등 참조).

76) 보유목적이 변경이라는 것이 내심의 의사이고, 보고기한 내에 이루어진다면 현실적으로 이러한 제한을 받게 되는 경우는 없을 것이다.

77) 다만, 전술한 바와 같이 경영참가목적이 불명확하다는 점을 감안하여 단순투자목적 투자자가 경영참가목적으로 보고한 경우 포트폴리오 투자 자체가 불가능하게 되는 경우도 발생하는 문제점이 있다.

78) 5%보고제도상 내국인과 외국인을 구분하여 적용되는 사항은 전혀 없다.

79) 일부에서는 금번 증권거래법 개정이 SK와 소버린과의 경영권 관련 다툼에서 소버린측의 보유목적 변경이 공시되지 않았기 때문에 SK가 불측의 피해를 입었고, 그러한 문제를 해결하기 위한 방안으로 개정작업이 진행되었다고 보는 견해도 있다.