ZOOM -IN

일본의 공개매수제도 개정 논의 현황

□ 일본의 공개매수제도는 2006년 개정 이후 17년만의 검토로 현재 적용되어 있는 제도는 5%룰, 1/3룰, 전부매수의무가 있으며 시장외거래에 비해 시장내거래에 대한 적용은 제한적
□ 최근 M&A 기법의 다양화, 시장내 거래등을 통한 적대적 M&A 사례 증가 등을 이유로 2023년 6월 공개매수제도 규제에 대한 재검토 논의가 시작되었으며 2024년 금융상품거래법 개정안이 발의될 예정
□ 공개매수의 적용범위, 일반주주에게 공개매수의 강압성(coercion)을 감소시키기 위한 방책, 규제의 유연화 등이 검토사항으로 논의중
□ 국내에서도 글로벌 제도와의 정합성과 일반 주주보호, 주주평등 원칙 등을 고려하여 의무공개매수제도 재도입에 대한 논의가 본격화되고 있는 가운데, 국내 실정에 적합한 세부적인 규정을 마련할 필요

□ 일본의 공개매수제도는 2006년 개정 이후 17년만의 검토로 현재 적용되어 있는 제도는 5%룰, 1/3룰, 전부매수의무가 있으며 시장외거래에 비해 시장내거래에 대한 적용은 제한적[1)]

— 공개매수란 불특정 다수의 사람에게 공고를 통하여 주권 매수 등의 신청 또는 매도, 기타 유상양도의 청약을 권유하고, 거래소 금융상품시장 밖에서 주권 등을 매수하는 행위를 말함(금융상품거래법 제27조의 2 제6항)

— 5%룰(1971년 도입)은 시장외에서 60일 이내 10명 이상으로부터 주권 등의 매수 후 소유비율이 5%를 초과하는 경우 공개매수를 통해 매수해야 함(금융상품거래법 제27조의 2 제1항 제1호)

— 1/3룰(1990년 도입)은 시장외에서 주권 등의 매매를 한 후 소유비율이 1/3을 초과하는 경우 공개매수에 의해야 함(금융상품거래법 제27조의 2 제1항 제2호)

— 전부매수의무(2006년 도입)는 매수 후 주권 등의 소유비율이 2/3 이상이 되는 경우 공개매수자는 잔여주주 보유한 모든 주식에 대해 청약의무가 부과됨(금융상품거래법 제27조의 2 제5항)

— 일본에서의 주식거래는 '시장내거래'와 '시장외거래'로 구분되며 '시장내거래는' '시간내거래'와 '시간외거래'로 구분됨

1) 공개매수제도는 의무공개매수제도, 대량소유제한제도, 대량보유보고제도 등과 관련이 있음. 지배권을 확보할 수 있는 정도의 주식을 취득하고자 할 경우 금융상품거래법 제27조의 2 제1항에서는 일정한 요건을 만족하는 주권등의 매매에 대해서 공개매수에 의하여야 함을 규정하고 있으며 강제적(의무적) 공개매수제도라고 함. 우리나라 자본시장법에서 상장회사의 주식 5% 이상을 장외에서 매수하는 경우 공개매수에 의하여 취득하는 것도 일반적으로 의무공개매수제도로 생각할 수 있으나, 통상 의무공개매수제도는 주로 지배권이 이전되는 경우 의무적으로 공개매수를 하는 것을 상정한 일본의 5%룰, 1/3룰이나 유럽의 30% Rule 등을 지칭하는 경우가 많음

— '시장외거래'에 대해서는 공개매수제도가 적용되어 거래가 엄격히 규제되고 있으나 '시간외거래'는 공개매수제도가 적용되지 않음

〈표 1〉 일본의 주식거래 방식과 공개매수제도 규제의 적용범위

구분	시장내거래		시장외거래
	시간내거래	시간외거래	
거래시간	9:00~11:30 12:30~15:00(15:30*)	단일종목 · 바스켓거래: 8:20~17:30(18:00*) 종가 거래: 8:20~8:45/11:30~12:15 15:00(15:30*)~16:00(16:30*) 자기주식 시간외거래: 8:45	상시
거래방법	경매	네트워크 상 상대 교섭에 의한 거래	상대거래
공개매수제도 규제 적용	없음	있음	있음

주 : *는 2024년 11월 5일부터 적용될 예정
자료: 宮崎哲也, 도쿄증권거래소

□ 최근 M&A 기법의 다양화, 시장내 거래등을 통한 적대적 M&A 사례 증가 등을 이유로 2023년 6월 공개매수제도 규제에 대한 재검토 논의가 시작되었으며 2024년 금융상품거래법 개정안이 발의될 예정[2)]

— 일본기업의 M&A 규모는 2010년 이후 증가추세로 적대적 M&A 또한 증가하고 있는데 최근의 사례를 통해 공개매수제도를 피하기 위한 전략이 아닌가 하는 의문이 제기됨

- 행동주의 펀드를 중심으로 5%룰을 이용하여 기업의 지분을 펀드별로 나눠 확보 후 기습 공격하는 울프팩 전략(Wolf Pack Tactics)을 통해 대주주가 되는 사례가 나타남
- 시장내거래를 통해 의결권의 1/3이 넘는 사례가 생기거나 투자판단에 필요한 정보가 일반 주주에게 충분히 주어지지 않은 채 기업지배권을 장악하는 사례도 있음

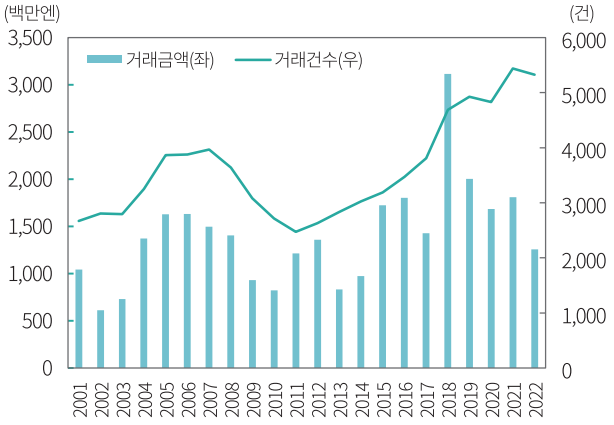
— 현행 공개매수제도에서 유가증권시장 내 특정 종목의 주식을 매수하는 행위나 제3자 할당에 의한 신주발행에 대해서는 단기간에 많은 주식을 매수하더라도 공개매수제도의 적용을 받지 않음

- 주된 이유로는 유가증권시장 내 거래에서 일반 투자자가 알지 못하는 사이에 지배적 지분이 매매되는 상황을 예상하기 어렵기 때문
- 회사법 제206조의 2에서 제3자 할당으로 의결권의 과반수를 취득하는 경우 주주총회 결의가 필요하기 때문에 특별히 공개매수 규제의 적용대상이 아니었음

— 금융청은 경영지배권에 영향을 미치는 증권거래의 투명성 및 공정성을 확보하는 관점에서 1. 사전의 정보공개와 2. 주주의 평등한 대우를 목적으로 공개매수제도에 대한 개정을 추진중

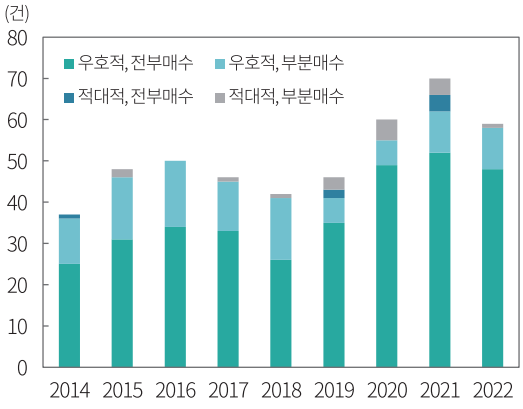
2) 금융심의회에서 논의되고 있는 사항은 ① 공개매수제도 규제의 시장내 거래 등에의 적용범위 확대, ② 대량 보유보고제도의 실효성 확보책, ③실질주주의 투명성 확보 등 3가지가 논의되고 있으며 여기서는 ①에 대해서 정리하였음.

〈그림 1〉 일본의 M&A 규모 추이



자료: Recof Data

〈그림 2〉 일본의 우호적 및 적대적 M&A 추이



자료: 일본 금융청

□ **공개매수의 적용범위, 일반주주에게 공개매수의 강압성(coercion)을 감소시키기 위한 방책, 규제의 유연화 등이 검토사항으로 논의중**[3)4)]

— (시장내거래) 시장 내 특정매매(ToSTNet, J-NET) 외의 시장내 주식 매수도 일정 기준에 해당할 경우 공개매수 실시를 의무화하는 방향으로 검토되고 있음[5)]

- 구체적으로는 일정 기간 내에 대상회사 발행주식수의 1/3 이상을 취득하게 되는 경우 공개매수를 실시하는 것이 금융상품거래법상 의무화되는 방향이 될 것으로 보임
- 요컨대, 단기간에 다수의 주식을 매입하는 행위는 유가증권시장 내에서의 매수라 하더라도 일반 투자자의 투자 판단에 큰 영향을 미치는 것은 변함이 없으므로, 이 경우 공개매수 절차에 따라 매수자의 신원과 매수 목적을 밝히고 매수하라는 취지임
- 이 기준이 적용되는 기준은 장외 매수인 경우와 마찬가지로 주주총회의 특별결의로 거부권을 행사할 수 있는 소유비율 수준인 1/3 이상으로 보고 있음

— (제3자 할당) 현행 공개매수제도 상 제3자 할당(신주발행)은 의무공개매수의 대상이 아니었으나 적용대상으로 검토중

- 자사주 매입은 공개매수 규제의 적용을 받고 있고 유럽의 경우 발행형태에 상관없이 공개매수 대상으로 삼고 있기에 국제적 정합성에 따라야 한다는 의견이 있음[6)]

— (규제 유연화) 5%룰은 금융상품거래업자의 경우 완화해야 한다는 의견이 있으며 PTS는 5%룰에서 제외하는 방안을 검토중

3) 金融庁, 2023. 9. 8, 第3回金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 事務局説明資料.

4) 金融庁, 2023. 9. 8, 第3回金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 参考資料.

5) ToSTNeT은 대량매매,바스켓거래,종가매매 등 편의성을 제고시키기 위해 1998년 구축한 장외거래 시스템

6) 영국, 독일, 프랑스의 경우 신주발행으로 주식을 매수해 30% 이상의 의결권을 확보한 경우 이전 1년 중 최고가 이상으로 가격을 책정하여 응모주식 전부를 매수해야 함

- 일상적인 영업활동에서 반복적, 지속적으로 매매하는 금융상품거래업자에게 과도하게 제한되는 측면이 있으므로 유동성이 높은 거래의 경우 적용을 제외해야 한다는 의견이 있음
- 현재 일정조건을 충족할 경우에만 공개매수 의무가 면제되는 PTS(Proprietary Trading System)는 5%룰 적용 제외를 검토중[7)]

— 유럽과 같이 사후적 규제로의 적용으로 검토되고 있음

- 일본에서는 5%나 1/3과 같이 소유비율의 일정 기준에 의한 매수 자체에 규제를 적용하고 있으나 유럽에서는 주식을 취득하여 일정요건에 이르게 된 경우 잔여주식 전부에 대한 공개매수가 의무화됨
- 예를들어, 영국에서 공개매수 의무가 발생하는 경우는 1. 공동행위자와 함께 30% 이상의 의결권을 보유하게 된 경우 2. 공동행위자와 함께 의결권 30-50%를 보유한 상태에서 추가적으로 의결권을 늘리는 경우임
- 잔여주식 전부에 대해서 공개매수제의는 하지만 잔여주식 전부를 실제 매수할 필요는 없고, 50% 이상의 의결권만 확보하면 공개매수가 완성되며 이미 50%이상 소유자는 공개매수에 의하지 않고도 잔여주식을 취득할 수 있음

— (강압성 감소) 일반주주는 2단계 합병(two-tier merger) 또는 불충분한 정보로 공개매수 응모의 압박을 받게 되는 강압성의 위험에 빠질 수 있음이 지적됨

- 공개매수자가 1단계 공개매수에서 주식을 매각하지 않은 주주에게 2단계 교부금 합병에서 1단계보다 불리한 조건으로 대가를 지급함을 발표하면, 불리한 대가를 받는걸 두려워한 일반주주는 1단계 공개매수에 응할 수 있음
- 또한 불만이 있어도 공개매수자가 지배권을 갖게 되었을 때 입게되는 불이익을 피하고 싶어 공개매수에 응할 수 있음
- 따라서 1. 전부매수의무의 값(2/3)을 인하하는 조치
- 2. 공개매수기간을 ① 응모기간과 ② 추가 응모기간으로 나누는 것을 의무화하는 조치[8)]
- 3. ① 공개매수에 응모할지 여부의 의사표시와 ② 공개매수에 대한 찬부 의사표시를 구분하여 ②에 대해 찬성이 반대를 웃도는 경우(또는 주주총회에서 과반수의 찬성이 있었을 경우)에만 공개매수의 실시를 인정하는 취지의 조치 등을 고려하고 있음

7) 투자자보호의 관점에서 거래수량, 시세, 약정공표, 경쟁매매에 의한 가격 형성의 확보, 개인투자자를 포함해 참가가 용이한 것

8) 응모기간은 일반주주들이 응모할지를 여부를 결정하는 기간으로 기간이 짧을수록 주식매도에 대한 강압성은 커지기 때문임

〈표 2〉 각국의 공개매수제도와의 비교

	미국	영국 및 EU(독일, 프랑스)	일본
5%룰	있음	없음	없음
1/3룰	없음	있음(30%)	있음(30%)
기본적 구조	일정 매수의 경우 필요*	일정수량 이상으로 의결권에 영향을 줄 수 있는 경우 전체주식에 대해 필요	소유비율 기준의 매수에 필요
전부매수의무	없음	있음)	2/3 이상인 경우
시장내거래	해석에 따름	있음	없음
제3자할당	없음	있음	신주발행의 경우 제외
최저가격규제	없음	있음	없음

주 : 미국은 판례상 일반주주에 대해 권유 여부의 범위나 적극성 등의 요소를 종합적으로 고려하여 판단하는 것으로 알려짐
자료: 금융청

□ **국내에서도 글로벌 제도와의 정합성과 일반 주주보호, 주주평등 원칙 등을 고려하여 의무공개매수제도 재도입에 대한 논의가 본격화되고 있는 가운데, 국내 실정에 적합한 세부적인 규정을 마련할 필요**

— 국내 의무공개매수제도는 1997년 도입됐으나 기업 구조조정 지연을 이유로 1년만에 폐지, 일반주주의 권리가 제대로 보호되지 못하고 있다는 지적이 제기되어 재도입을 추진하고 있음[9)]

- 금융당국이 재추진하는 의무공개매수 제도는 1997년과 유사하며, 지분율이 25% 이상 보유한 최대주주가 되는 경우 '50%+1주' 이상을 공개매수하도록 하는 것으로 매수가격은 지배주주와 동일한 가격임
- M&A시장 활성화 등을 고려해 의무공개매수 제도 도입과 함께 추가적인 제도 개편 및 보완도 이루어질 것으로 보임

— 일본의 경우 유럽식으로 개정을 추진하여 주주보호 측면을 더욱 강화하고자 하고 있으며 국내에도 세부 규정 마련시 이러한 측면을 고려할 필요가 있음

- 일본의 공개매수제도는 유럽보다 완화된 형태로 적용되고 있었으나 공개매수 적용범위의 확대 및 주주 강압성 감소 방안 등을 고려하여 일반주주 보호를 통해 시장의 투명성과 공정성을 확보해야 함을 강조하고 있음
- 이렇게 세계적으로 주주보호가 강화되는 추세에 향후 재도입될 국내에도 지배권 취득 목적으로 하는 거래 측면에서 공개매수제도의 적용사항을 고려하여 세부적인 제도가 마련되어야 할 것으로 보임

선임연구원 여밀림

9) 자세한 내용은 '홍지연, 2022, 국내 의무공개매수제도 도입 논의 및 글로벌 현황, 자본시장연구원『자본시장포커스』2022-25호'를 참고.