

■ 논 단

자본시장법상 주식 등의 대량보유보고제도의
입법적 개선방안
- 일본, 영국 및 독일과의 비교법적 관점에서 -

오 성 근
제주대학교법학전문대학교 교수 / 법학박사

요 약 문

주식 등의 대량보유보고제도는 주식 등의 대량매집에 관한 정보를 제공함으로써 투자자의 투자판단에 도움을 주고(정보공시기능), 회사의 경영진에게는 경영권방어의 기회를 제공한다. 그리고 일반주주나 투자자의 이익을 보호하는 기능(방어기회 및 손해방지기능)을 한다. 최근에는 주식 등의 대량보유보고제도의 공시 기능이 더욱 중요해지고 있다. 그 이유는 지배구조규제의 강화로 행동주의 펀드(Activist Fund)나 주주들의 경영권공격이 쉬워지고 있고, 적대적 M&A로부터 회사의 경영권이 위협에 쉽게 노출되고 있기 때문이다. 그리고 소수주주권 강화 및 주주환원 제도가 확대됨에 따라, 회사는 대주주와 일반주주의 지분변동상황을 상시적으로 모니터링 하여야 하는데도 불구하고, 현재까지는 마땅한 수단이 없어 주로 자본시장법상 5% Rule에 의존하여야 하는 상황이기도 하다.

주요 국가의 경우도 5% Rule을 도입한 이후, 특히 2010년대 이후부터는 제도 도입의 취지와는 다른 운영상의 문제점이 나타나고 있다. 그리하여 5% Rule에 대한 규정을 개정하고 있다. 그 가운데는 3% Rule을 도입하는 국가도 있다. 따라서 이 글에서는 일본, 영국 및 독일에서 주식 등의 대량보유보고제도의 변화상황을 살펴보고, 우리 자본시장법의 개선방안을 몇 가지 제시하고 있다.

주제어 : 1968년 미국의 윌리엄스법, 금융상품거래법, 숨겨진 소유권, 매수포지션, 운용전문인력, 영업행위감독청, 내부자거래, 실질적 보유자

〈目 次〉

- | | |
|------------------------|------------------------------|
| I. 머리말 | 2. 왜 5%인가? |
| II. 연혁 및 5% 기준의 근거·합리성 | III. 일본의 제도 및 2024년 5월 개정 내용 |
| 1. 연혁 | 1. 전개순서 및 범위 |

2. 제도의 개요	5. 현금결제(청산)형 파생상품증권 등을 보고대상으로 포섭
3. 주요 내용	6. 중요한 변경사항의 재조정
4. 三星회사의 사례와 증권감시위원회의 대응	7. 공동보유자의 범위 확대
IV. 영국과 독일의 제도	8. 의결권행사 제한규정의 개선
1. 영국	9. 단기간에 대량양도(매도)행위에 대한 보완책
2. 독일	10. 투기적·기회주의적인 매매에 대한 규제
V. 입법적 개선방안	11. 위반행위에 대한 제재의 실효성 확보를 위한 조치 추가
1. 서	VI. 맺음말
2. 보고대상기준 5% 재검토 및 비율인하	
3. 보고기한의 단축	
4. 변동비율에 관한 단위기준의 설정 및 보고기한의 재조정	

I. 머리말

상법상 주식의 양도는 정관상 제한이 없는 한 자유롭게 인정된다(동법 제335조 제1항). 그리하여 주식발행회사는 회사의 주식을 누가 얼마만큼 취득하더라도 원칙적으로 이의를 제기할 수 없다. 그 결과 누구든지 원칙적으로 회사의 주식을 대량으로 보유할 수 있다. 주식을 대량으로 보유한 자가 등장하면 주주들의 보유지분이 변동되고, 때로는 경영권이 바뀌게 된다. 따라서 특정인의 주식 등의 대량매집에 관한 정보는 경영권의 향방에 매우 중요하고, 회사의 경영진은 물론 일반주주나 투자자에게 미치는 영향이 크다. 왜냐하면 주식의 대량매집현상이 발생하면, 해당 주식의 가격이 변동되어 일반주주나 투자자의 손익에 큰 영향을 미치기 때문이다. 그리고 경영권이 바뀌는 때에는 일반주주나 투자자의 투자동인에도 변화를 초래하여 회사의 지배구조에서 이탈할 수도 있다. 이러한 점에서 자본시장법은 주식 등의 대량보유보고제도, 이른바 5% Rule을 도입하고 있다(동법 제147조 등).

이와 같이 주식 등의 대량보유보고제도는 주식 등의 대량매집에 관한 정보를 제공함으로써 투자자의 투자판단에 도움을 주고(정보공시기능), 회사의 경영진에게는 경영권방어의 기회를 제공한다. 그리고 일반주주나 투자자의 이익을 보호하는 기능(방어기회 및 손해방지기능)을 한다. 법원도 “주식 대량보유보고제도는 유가증권시장에서의 주식매수를 투명하게 하여 일반투자자가 급격한 가격변동에 따른 불측의 손해를 입지 않도록 하는 한편, 기존 대주주에 대하여

적대적 M&A에 대응하도록 도입된 제도”라고 하여 두 가지 기능을 모두 인정하고 있다.¹⁾

한편 상법은 회사(甲)가 다른 회사(乙) 회사의 발행주식총수의 10분의 1(10%)을 초과하여 취득한 때에는 그 다른 회사에 대하여 지체없이 이를 통지하도록 하고 있다(동법 제342조의 3). 그러나 이 규정은 자본시장에 그대로 직접 적용하기에는 다음과 같은 한계를 가지고 있다. 첫째, 개인이 주식을 취득한 경우에는 적용할 수 없다.

둘째, 1개의 회사가 아니라 두 개 이상의 2개 이상의 회사가 공동으로 주식을 취득하는 사례에는 적용할 수 없다.

셋째, 주식회사와 같은 물적 회사인 유한회사가 주식을 취득하는 경우에는 적용할 수 없다.

넷째, 일단 10%를 초과하여 취득하면 모-자회사 관계(상법 제342조의 2)가 형성되기 전까지 추가로 취득한 주식에 대하여는 통지의무가 없다.

그 결과 상법상 10% 초과취득시 공시규정만으로는 보유지분변동상황에 따른 정보를 얻는데 충분하지 않다. 이러한 한계로 인하여 자본시장법은 제147조 등에서 주식 등의 보유지분변동에 따른 공시의무를 부과하고 있다.

그런데 최근에는 주식 등의 대량보유의 공시 기능이 더욱 중요해지고 있다. 그 이유는 지배구조규제의 강화로 행동주의 펀드(Activist Fund)나 주주들의 경영권공격이 쉬워지고 있고, 적대적 M&A로부터 회사의 경영권이 위협에 쉽게 노출되고 있기 때문이다. 그리고 소수주주권 강화 및 주주환원 제도가 확대됨에 따라, 회사는 대주주와 일반주주의 지분변동상황을 상시적으로 모니터링 하여야 하는데도 불구하고, 현재까지는 마땅한 수단이 없어 주로 자본시장법상 5% Rule에 의존하여야 하는 상황이기도 하다.

한편, 주요 국가의 경우도 5% Rule을 도입한 이후, 특히 2010년대 이후부터는 제도 도입의 취지와는 다른 운영상의 문제점이 나타나고 있다. 그리하여 5% Rule에 대한 규정을 개정하고 있다. 그 가운데는 3% Rule을 도입하는 국가도 있다. 따라서 이 글에서는 일본, 영국 및 독일에서 주식 등의 대량보유보고제도의 변화상황을 살펴보고, 우리 자본시장법의 개선방안을 제시하여 보고자 한다.²⁾

II. 연혁 및 5% 기준의 근거 · 합리성

1. 연혁

1) 서울중앙지법 2005. 7. 8. 선고 2005고합 108 판결; 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결.

2) 기존 문헌 중 최준선, “주주행동주의에 대한 대응 방안”, 「기업법연구」, 제33권 제3호(2019. 9), 278~282면은 대체적인 방향을 제시하고 있다.

자본시장법 제147조 등에서 규정하고 있는 주식 등의 대량보유보고제도, 이른바 5% Rule은 1968년 미국의 윌리엄스법(Williams Act 1968)에서 처음으로 명시되었다.³⁾ 입법취지는 적대적 M&A에 대한 방어책과 기업지배권시장의 공정성과 투명성을 확보하는 데에 있다. 현재는 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제13조(d) 등을 통하여 규율하고 있다. 일본의 경우는 미국의 법률을 참조하여 1971년에 증권거래법에서 명문화하였다. 그러나 당시의 규정은 사실상 규제의 실효성이 없었다.⁴⁾ 그리하여 그 이후 1990년, 2006년 등 수차례 증권거래법개정(동법 제27조의 23, 제27조의 26)을 통하여 오늘날과 같은 형태를 취하고 있다.⁵⁾ 현재는 구증권거래법의 법체계를 이어받은 금융상품거래법 제27조의 23과 제27조의 26 등에서 규율하고 있다. 영국과 독일의 경우도 유사한 입법 경로를 밟았다.

이와 같이 주요 국가들이 5% Rule을 입법화함에 따라 우리나라는 1991. 12. 31. 증권거래법 일부개정의 방식으로 5% Rule을 도입하였다(구증권거래법 제200조의 2). 입법취지는 “상장법인의 경영권 보호와 투자자 보호의 조화”를 추구하는 데에 있었다.⁶⁾ 그리하여 주권상장법인의 주식을 5% 이상 보유하게 된 자는 5일 이내에 그 보유상황을 증권관리위원회와 증권거래소에 보고하도록 하였다. 이 규정은 이듬해인 1992. 3월부터 시행되었다.

그러나 당시 우리나라의 5% Rule의 도입배경은 미국과 달리 은밀하게 진행되는 잠재적 공개매수나 적대적 M&A에 대한 방어수단을 확보하는 데에 있었던 것이 아니었다. 단지 주식의 대량보유상황을 시장에 공시하게 한다는 1차원적인 수준에 그쳤다. 때문에 그 의미가 그리 크지 않았다. 그 이유는 당시 일반투자자 및 기관투자자는 상장법인이 발행한 주식 중 의결권 있는 주식총수의 10% 이상 취득을 금지하는 ‘대량주식취득금지조항’(구증권거래법 제200조)이 있었기 때문이다.⁷⁾

이후 1994년 1월 개정증권거래법은 구증권거래법 제200조를 원칙적으로 폐지하고, 보고의무자를 본인으로만 한정하던 것을 특별이해관계자로 확대하였다. 그리고 1997년 구증권거래법 제200조가 완전히 폐지되면서, 이에 대한 보완적 조치로 5% Rule이 대폭 강화되었다.⁸⁾ 그리하여 보고의무자의 범위에 ‘사실상 영향력, 공동보유자 및 보유’와 같은 실질적 개념을 도입하여 그 범위를 확대하였다. 이는 사실상 미국의 실질적 보유자(beneficiary owner)의 개념을 도입

3) Louis Loss·Joel Seligman·Troy Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, Vol. I, 2000, pp.823-824; Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, Hornbook, 2017, pp.396-397; John C. Coffee Jr., Hillary A. Sale, *Securities Regulation*, Foundation, 2009, pp.720-721; 김건식, 「자본시장법강의」, 박영사, 2026, 224면; 김정수, 「자본시장법원론」, SFL그룹, 2014, 892면.

4) 黒沼悦郎의 2인, 「証券取引法入門」, 商事法務, 2003, 214면.

5) 松尾直彦, 「金融商品取引法」, 商事法務, 2021, 306~307면.

6) 1991. 10. 증권거래법 중 개정법률안 제안이유; 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2026, 668면; 김건식, 앞의 책, 224면.

7) 김정수, 앞의 책, 893면.

8) 김정수, 앞의 책, 893면.

한 것으로써 적대적 M&A에 대한 조기정보체제로서의 의미를 지니게 되었다.

1997년의 대폭 개정 이후에도 5% 취득공시제도를 악용하여 M&A 테마를 시장에 부각시킨 후 추가급등 시점에 주식을 매각하는 등의 방법으로 차익을 실현하는 사례 등이 발생하였다. 이로 인하여 우리나라는 2005년, 2020, 2022년 등 수차례 법규, 시행령 및 보고서식을 개정하였다. 그 주요 내용은 다음과 같다.⁹⁾

첫째, 2005년에는 주로 외국자본으로부터 국내기업의 경영권을 보호한다는 취지에서 5% Rule을 더욱 강화하였다. 당초 증권거래법시행령 제86조의 4에서 대량보유보고의 내용 중의 하나로 규정했던 보유목적에 증권거래법 제200조의 2·제200조의 3에 명시적으로 규정하였다. 그리고 경영권에 영향을 주기 위한 보유인지의 여부를 기준으로 위와 같이 보고내용을 차별화할 수 있는 근거를 두었으며, 중요내용의 허위보고나 기재누락에 대한 형사처벌 규정을 신설하였다.

둘째, 2020년에는 자본시장법시행령을 개정하였다. 그 당시에는 대량보유보고제도가 연기금을 중심으로 한 기관투자자의 투자전략노출 및 주주권행사의 장애요인이라고 지적되자, 경영참가와 단순투자 이외에 일반투자라는 보유목적을 신설하여 스튜어드십 코드의 도입에 따른 기관투자자의 주주권 행사범위를 조정하였다.

셋째, 2022년에는 보고서식을 변경하였다. 당시 금융당국은 경영권 참가목적과 관련하여 기재내용이 포괄적·일회적이라는 주장을 반영하여 구체적 계획의 수립 전과 수립 후로 나누어 보고서를 작성하도록 하였다.¹⁰⁾

2. 왜 5%인가?

위와 같은 연혁을 거쳐 우리나라는 현재 자본시장법 제147조 등에서 대량보유보고제도를 운영하고 있다. 그러나 증권거래법 제200조의 2에서 5% Rule을 도입하였을 때부터 지금까지 5%를 최저기준치로 정한 근거에 관하여는 별도의 설명이 없다. 이와 관련하여 우리 보다 앞서 미국의 1968년 Williams Act 및 1934년 증권거래법을 참조하여 주식 등의 대량보유보고 기준을 5%로 설정한 일본은 2008년에 다음과 같이 설명하고 있다.¹¹⁾ 첫째, 일본 공개회사의 주식 등의 보유구조 등을 고려하면, 적어도 5% 정도의 주식 등을 실질적으로 보유하게 되면, 회사의 지배관계와 동시에 주가 형성에 큰 영향을 미칠 수 있다.

둘째, 시장에서 5%를 초과하는 대량의 주권 등을 취득하는 때에는, 앞의 첫 번째 내용과 겹

9) 김건식·정순섭, 「자본시장법」, 박영사, 2023, 338면.

10) 금융위·금감원보도자료, “대량보유보고의무(5%룰) 운영 개선-경영권 영향 목적 보고서 구체적 계획을 기재하도록 하여 기업지배권에 대한 정보를 투자자에게 충분히 제공할 것입니다”, (2022. 8. 17).

11) 神作裕之, “大量保有報告制度”, 「金融商品取引法研究会研究記録」, 第22号(2008. 3), 18面.

치는 부분이 있지만, 주가 형성에 큰 영향을 미칠 수 있다.

셋째, 미국, 영국, 독일 및 프랑스 등 이미 대량보유보고제도를 도입하고 있는 국가에서는 대체로 5%의 실질보유단계에서 보고의무를 명시하고 있다.

이러한 배경으로 인하여 일본은 주식 등의 대량보유보고제도의 도입단계부터 5%를 최저기준치로 설정하게 되었다. 우리나라도 이와 크게 다르지 않을 것으로 추론된다.

그러나 후술하는 바와 같이 미국의 연방증권법제의 영향을 받은 영국과 독일에서는 현재 최저기준치를 3%로 설정하여 우리와는 다르다.

Ⅲ. 일본의 제도 및 2024년 5월 개정 내용

1. 전개순서 및 범위

일본은 우리와 같은 성문법국가이고, 외국의 법령을 순화시켜 입법으로 반영하는 경우가 적지 않다. 그러므로 보유지분변동 공시제도 역시 우리나라의 입법에 시사하는 바가 적지 않다. 그리고 일본은 2024년 5월에 대량보유보고제도를 개정하였다. 그러므로 이 글에서는 2. 제도의 개요를 살펴본 후, 3. 개정내용을 포함하여 그 주요 내용을 비교적 상세히 기술하고자 한다. 그리고 4. 마지막으로 2024년 5월 개정에 영향을 미쳤던 三ツ星회사의 사례를 살펴보고자 한다.

한편 이 글에서 소개하고 있는 2024년 5월 개정법의 시행일은 공포일인 2024년 5월 22일부터 2년 이내에 시행된다(금융상품거래법등개정법부칙 제1조 제3호). 시행 전에 대량보유보고서 등의 제출의무가 발생한 경우는 계속하여 종래의 법이 적용된다(동부칙 제6조).

2. 제도의 개요

일본의 대량보유보고제도의 개요는 다음과 같다. 첫 번째, 법인이나 개인을 불문하고 ① 상장회사의 주권 등의 보유비율이 5%를 초과한 경우(금융상품거래법 제27조의 23 제1항)에는 대량보유보고서, ② 대량보유자가 된 날 이후 당해 주권 등의 보유비율이 다른 대량보유보고서에 기재하여야 할 중요한 사항의 변경¹²⁾이 있는 경우, 예를 들면 보유목적의 변경 등(동법 제27조의 25 제1항)에는 변경보고서를 원칙적으로 해당일의 다음 날부터 5일 이내에 제출하여야 한다. 여기서 5일 이내에는 토요일, 일요일 및 경축일 등은 제외한다. 그리고 보고대상인 법인

12) 금융상품거래법시행령 제14조의 7의 2에서 정하는 사항을 말한다.

이나 개인은 일본거주자, 외국거주자(비거주자)를 구분하지 아니한다(대량보유공시부령¹³⁾ 제 19조).

두 번째, 앞의 첫 번째의 예외로서 기관투자자에 대하여는 특례보고제도를 두고 있다(동법 제27조의 26).

세 번째, 대량보유보고서 또는 변경보고서를 제출한 자는 기재 내용이 사실과 다르거나 기재하여야 할 사항 또는 오해를 유발시키지 않기 위하여 필요하고 중요한 사실의 기재가 불충분하거나 혹은 누락시켰다고 인정되는 때는 정정보고서를 제출하여야 한다(동법 제27조의 25 제3항).

네 번째, 주권 등의 보유비율을 계산함에 있어서는 공동보유자의 보유주권 등의 수량도 가산한다. 다만, 이 경우 공동보유자 사이에서 인도청구권 등의 권리가 존재하는 것은 제외한다. 그리고 간주공동보유자 규정도 두고 있다(동법 제27조의 23 제4항 내지 제6항 등).

이와 같이 금융상품거래법은 발행회사의 경영과 주식의 수급에 영향을 미칠 수 있는 주식 등의 대량보유·취득·처분에 대한 정보를 신속하게 공시할 것을 의무화하고 있다. 구체적으로는 발행회사의 주식을 5% 초과하여 보유하는 자를 '대량보유자'로 칭하고, 대량보유자가 된 날로부터 5영업일 이내에 보유주식수 및 보유목적 등을 공시하도록 하고 있다. 그 후 대량보유자는 보유비율이 1% 이상 증감이 있는 때에는 변동이 생긴 취지를 그 날로부터 5영업일 이내에 공시하여야 한다. 이러한 정보는 공중열람의 방법(간접공시)에 의하여 공시된다.

3. 주요 내용

가. 보고대상 유가증권

일본의 경우 대량보유보고제도의 대상이 되는 유가증권은 상장되어 있는 '주권 등'이다. '주권 등'이란 주권 및 주권관련유가증권이다(금융상품거래법 제27조의 23 제1항·제2항, 동법시행령 제14조의 4·제14조의 4의 2·제14조의 5의 2). 대량보유보고제도는 회사지배권에 관한 정보를 공시하는 데에 있으므로, 일본은 대상이 되는 유가증권은 주주총회에서 의결권이 있을 것을 요건으로 한다(동법 제27조의 23 제2항, 동법시행령 제14조의 5의 2). 신주예약권증권과 신주예약권부사채 등은 현시점에서는 의결권이 존재하지 않지만, 권리행사를 하면 주식으로 전환되기 때문에(잠재적 주식) 공시대상 유가증권에 포함된다(동법 제27조의 23 제2항, 동법시행령 제14조의 5의 2 제2호).

상장주식의 대량보유는 전형적인 공시의무를 부담하는 사안이다. 회사가 상장주식 이외에 비상장의 신주예약권과 주주총회에서 의결권이 전혀 없는 '완전무의결권주식'을 발행하는 경

13) 원어는 株券等の大量保有の状況の開示に關する内閣府令이다.

우, 신주예약권의 보유는 공시 대상이 되지만, 완전무의결권주식은 대상에서 제외된다. 제3자가 발행하는 커버드 워런트(Covered Warrant)¹⁴⁾와 다른 회사주식으로 전환 가능한 사채, 이른바 他社株轉換社債 등의 유가증권은 '주권관련유가증권'의 발행인이 발행하는 것은 아니지만 권리행사 등에 의거 발행인의 주권, 신주예약권증권 또는 신주예약권부사채권 등, 이른바 '대상유가증권'을 취득할 수 있는 때 그 보유자는 공시 대상이 된다(동법 제27조의 23 제1항 괄호, 동법시행령 제14조의 4의 2).

이와 같이 대량보유보고제도상 공시 대상이 되는 유가증권을 '주권 등'이라고 통칭한다.

나. 보유자의 범위 일반론

대량보유보고서의 제출의무를 부담하는 자는 주권 등의 보유자이다. 자기의 명의로 주권 등을 보유한 자는 전형적인 예이다. 다만, 대량보유보고제도에서의 보유자는 자기명의로 직접 주권 등을 소유하는 자에 한정되지 아니한다. 즉, 친족과 지인 등 타인의 명의를 시용하여 소유하는 자도 실질적인 소유자로 보아 대량보유보고서 제출의무를 부담한다(금융상품거래법 제27조의 23 제3항 본문).

신용거래로 주권 등을 매입하는 자와 소비대차계약으로 주권 등을 빌려주는 자 등은 현시점에서는 주권 등을 소유하고 있지 않지만, 인도청구권을 행사하여 주권 등을 소유할 수 있기 때문에 보유자에 포함된다(동법 제27조의 23 제3항 괄호, 동법시행령 제14조의 6).

그리고 투자일임업자와 신탁은행 등에 운용을 위탁하고 있는 자로서 의결권 또는 의결권 행사에 대한 지시권을 행사하여 발행인의 사업활동을 지배할 목적을 갖는 자도 보유자로 취급되어 공시의무를 부담한다(동법 제27조의 23 제3항 제1호). 의결권을 통하여 발행인의 경영에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 그리고 이와 같은 보유자는 투자결정권을 갖고 있지 않기 때문에 자기의 주권 등의 보유상황을 알 수 없다. 그리하여 투자결정권을 갖고 있는 투자일임업자와 신탁은행 등은 의결권 등을 갖고 있는 고객(보유자)이 주권 등의 보유상황을 파악할 수 있도록 해당 주권 등의 발행인의 명칭과 당해 주권 등의 수량 등을 기재한 통지서를 매월 1회 이상 작성·교부하여야 한다(동법 제27조의 24, 대량보유공시부령 제7조).

14) 커버드 워런트는 이를 보유하고 있는 자에게 특정 기초자산(주식, 펀드, 인덱스(지수), 통화)을 특정 가격으로 특정일 혹은 그 이전에 팔거나 살 수 있는 권리를 갖는 금융상품이다. 기존의 워런트와 달리, 커버드 워런트는 발행주체를 기준으로 하여 기초자산인 주식의 발행회사가 아닌 제3자가 발행하는 워런트이다. 발행자인 금융기관은 기초자산을 전부 보유한 상태에서 발행하기 때문에 투자자에게 워런트를 팔면서 기초 자산 구입에 대한 익스포저를 헷징(hedge or cover)하게 된다. 그러나 최근에는 기초자산의 보유와는 상관없이 제3자가 발행하는 워런트를 총칭하여 커버드 워런트라고 칭하기도 한다. '커버드 워런트'는 옵션과 많은 유사점을 가지고 있으나 몇 가지 차이점이 있다. 즉, '커버드 워런트'는 옵션의 경우와 달리 최초 발행을 할 수 없고, 오직 시장에서 구입만 할 수 있다. 또한 상품의 일반적인 계약 기간은 '커버드 워런트'는 대체로 6개월에서 9개월로 계약이 성사되는 반면, 옵션은 1개월에서 3개월 정도의 기간으로 활발히 거래된다는 점에서 다르다.

이 밖에 투자일임계약에 의거 투자재량권을 갖고 있는 투자운용업자와 같이 계약 또는 법률에 의거 주권 등과 관련 있는 투자결정권한을 갖는 자도 보유자로 취급된다(제27조의 23 제3항 제2호). 나아가 주권 등과 관련 있는 파생상품거래에 관한 권한을 갖는 자로서 당해 파생상품거래의 상대방으로부터 주권 등을 취득할 목적을 갖는 자도 보유자로 취급된다(동법 동항 제3호).

다. 공동보유자

(1) 의의

복수의 자가 주권 등의 매집행위를 공동으로 하는 경우가 있다. 그리하여 일본의 금융상품거래법은 공동보유자라는 개념을 이용하여 대량보유공시제도의 실효성을 거두고자 하고 있다. 즉, 주권 등의 보유비율을 산정함에 있어서는 공동보유자의 보유주권 등을 가산하여야 한다(동법 제27조의 23 제4항). 일본의 공동보유자의 유형에는 실질적 공동보유자와 간주공동보유자 두 가지가 있다.

(2) 실질적 공동보유자

실질적 공동보유자의 개념은 투자판단, 주주권행사에 관하여 단일한 의사결정을 하는 집단인 경우 그 집단 단위에서 주권 등의 보유비율을 합산하는 것이 합리적이라는 판단에서 연유한다.¹⁵⁾ 그리하여 실질적 공동보유자는 ① 주권 등의 취득 또는 양도를 공동으로 할 것을 보유자와 합의하고 있는 자, 또는 ② 주주로서의 의결권 그 밖의 권리를 공동으로 행사할 것을 보유자와 합의하고 있는 자, 즉 주주권의 공동행사를 합의한 자를 의미한다(금융상품거래법 제27조의 23 제5항). 이에 대하여는 다음과 같이 분설할 수 있다.¹⁶⁾ 첫째, 합의에는 구두의 합의도 포함한다(대량보유 Q&A 21¹⁷⁾).

둘째, 일방의 편면적 의사에 기하여 공동행위를 하는 것만으로는 공동으로 주식을 취득할 것을 합의하였다고 볼 수 없다. 예를 들면, A가 저명한 주주행동주의자이고 B는 일방적으로 A에게 동경심을 품고 있는 경우, A가 영향력을 높이기 위하여 X사의 주식 1%를 추가적으로 매수한다는 뉴스를 본 B가 A의 활동을 돕기 위하여 추가적으로 0.5%를 취득하였고, A는 B의 의사를 알지 못한 경우가 이에 해당한다(대량보유 Q&A 22).

셋째, 지배권을 획득하기 위하여 이사를 선임하거나 해임하는 취지의 주주제안권을 행사하

15) 飯田秀總, 「金融商品取引法」, 新世社, 2025, 196面.

16) 飯田秀總, 위의 책, 197~199面.

17) 원어는 金融廳企畫市場局, “「株券等の大量保有報告に関するQ&A」”, (2025. 7. 4).

여 주주총회에서 의결권행사에 관한 대화는 나누었지만, 공동으로 의결권을 행사한다는 합의가 없으면, 실질적 공동보유자에 해당하지 아니한다(대량보유 Q&A 23). 여기에서의 합의는 상호 또는 일방의 행동을 약속하는...성질의 것을 말한다. 따라서 금융청은 '다른 투자자와의 대화 등에서 각각의 의결권행사의 예정 내용을 서로 전달하고, 그 내용이 가끔 일치한 것에 불과한 상태에서는 기본적으로 당해 '다른 투자자'는 공동보유자에 해당하지 아니한다.'¹⁸⁾고 해석한다. 즉, 의결권행사의 예정을 전달하는 것만으로는 실질적 공동보유자에 해당하지 아니한다.

넷째, 주주제안권과 같은 주주의 권리를 공동으로 행사하기로 합의한 경우는 실질적 공동보유자에 해당한다(대량보유 Q&A 24).

다섯째, 주주총회에서 질문권은 '주주로서의 의결권 그 밖의 권리'에 해당할 수 있으므로 이를 공동으로 행사하기로 합의한 경우는 공동보유자에 해당한다. 금융청은 주주로서의 의결권 그 밖의 권리를 '의결권 이외에, 주주제안권, 의사록·장부열람권, 대표소송 등 주주로서의 법령상의 권리'로 해석하고 있다.¹⁹⁾ 그러므로 금융상품거래법은 주주총회에서 질문권에 관한 규정을 두지 않고 있지만, 일본회사법상 설명의무 규정(동법 제314조)을 근거로 법령상의 권리로 볼 수 있다는 것이다. 다만, 투자대상기업과 대화의 장을 마련하기 위한 공동행위(공동질의행위)는 법령상의 권리행사 외의 주주들의 일반적인 행동에 대한 합의에 불과하므로 공동보유자에 해당하지 아니한다.²⁰⁾

(3) 간주공동보유자

간주공동보유자는 합의가 없더라도 다른 보유자의 의결권행사 등에 영향을 미칠 개연성이 높다고 여겨지는 유형을 공동보유자로 간주하는 제도이다(금융상품거래법 제27조의 23 제6항).²¹⁾ 주로 '특별한 관계'를 대상으로 한다. 구체적인 내용은 다음과 같다(동법시행령 제14조의 7 제1항). 첫째, 부부관계(제1호). 이 경우 부부가 합산하여 회사의 총주주 등의 의결권의 100분의 50을 초과하는 의결권에 관한 주식 또는 출자를 자기 혹은 타인의 명의로 소유하고 있는 경우, 당해 부부는 각각 회사의 지배주주로 간주하여 시행령 제14조의 7 제1항의 제1호내지 제4호가 적용된다(동법시행령 제14조의 7 제2항).

둘째, 회사의 총주주 등의 의결권의 100분의 50을 초과하여 의결권에 관한 주식 또는 출자를 자기 혹은 타인²²⁾의 명의로 소유하고 있는 경우(이하 동조에서 '지배주주 등')와 당해 회사

18) 金融廳, "日本版スチュウ-ドシップ・コードの策定を踏まえた法的論点にかかる考え方の整理", (2014. 2. 26), 11面.

19) 위의 문헌.

20) 위의 문헌.

21) 飯田秀總, 앞의 책, 196面.

22) 가설인을 포함한다. 이하 동조에서 같다.

(이하 동조에서 '피지배회사')의 관계(제2호). 이 경우 지배주주 등(甲)과 그 피지배회사(乙)이 합산하여 다른 회사(丙)의 총주주 등의 의결권의 100분의 50을 초과하여 의결권에 관한 주식 또는 출자를 자기 혹은 타인의 명의로 소유하고 있는 경우에는 그 다른 회사도 지배주주 등의 피지배회사로 간주하여 제1항 및 동항의 규정을 적용한다(동법시행령 제14조의 7 제3항). 생각건대, 이는 모자회사의 관계를 상정한 것으로 해석할 수 있다.

셋째, 피지배회사와 그 지배주주 등의 다른 지배회사와의 관계(제3호). 생각건대, 이는 형제회사의 관계를 상정한 것으로 해석할 수 있다.

넷째, 그 밖에 제1호내지 제3호에 열거된 관계에 준하는 것으로서 내각부령에서 정하는 관계(제4호, 대량보유공시부령 제5조의 3의 4). 생각건대, 이는 실질적 지배관계에 있는 조합과 그 모회사의 관계 등을 상정한 것으로 해석할 수 있다.

그러나 간주공동보유자에 해당하는 경우일지라도 단독(단일체)으로 주권 등의 보유비율(동법시행령 제14조의 7의 2 제2항)이 0.1% 이하(국내회사의 경우)인 때에는, 지배권에 미치는 영향력이 적고, 보유비율이 적은 공동보유자의 보유상황을 보유자가 항상 관리하도록 하는 것은 비효율적이기 때문에, 그 부분은 원칙적으로 합산하지 않더라도 무방하다(동법 제27조의 23 제6항 단서, 대량보유공시부령 제6조 제1호). 즉, 주권 등의 영세한 보유자는 공동보유자로 간주하지 아니하는 것이다. 다만, 이러한 예외 원칙의 누계 비율은 1% 이하로 한정된다(대량공시부령 제6조 제1호 괄호). 그 취지는 의도적으로 주권 등의 보유를 분산시켜서 영세한 보유자에 해당하도록 하여 대량보유보고제도의 취지를 잠탈하는 것을 방지하는 데에 있다.²³⁾

한편, 일본은 공동보유자의 인정에 관한 증명의 어려움을 해결하기 위하여 일정한 외형적 사실이 존재하는 때에는 공동보유자로 간주한다는 취지의 규정을 둘 예정이다. 다만, 법률이 아닌 정령, 예를 들면 대량공시보유부령 등에서 그 기준을 제시할 예정이다.²⁴⁾

(4) 기관투자자와 기업간의 건설적 대화 및 공동보유자의 특례

(가) 특례도입의 배경 및 개정내용

종래 일본에서는 기관투자자와 투자대상기업간의 건설적 대화(engagement)가 어려운 요인의 하나로써 대량보유보고제도상 공동보유자, 즉 실질적 공동보유자의 범위가 불명확하다는 주장이 제기되어 왔다. 금융상품거래법상 보유자와 공동으로 '주주로서의 의결권 기타 권리를 행사할 것을 합의'(주주권공동행사의 합의)한 자는 예외없이 공동보유자에 해당하였기 때문이다(동법 제27조의 23 제5항). 그리고 이 합의에는 묵시적 합의도 포함된다.²⁵⁾ 그리하여 금융청

23) 堀本修, "株券等大量保有に關する開示制度", 「商事法務」, 第1218号(1990. 5), 9, 13面.

24) 金融廳, "金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に關する法律の一部を改正する法律案説明資料", (2024. 3), 7面; 金融廳金融審議會, "公開買付制度大量保有報告制度等ワーキンググループ", (2023. 12. 25), 15面.

은 일정부분 해석의 명확성을 기하고는 있지만,²⁶⁾ 기관투자자의 경우는 공동보유자에 해당하게 될 것을 우려하여 투자대상회사와 건설적 대화를 삼가는 경향이 있으므로 공동보유자의 범위를 보다 명확히 하여 위축적 효과를 해소할 필요가 있다고 보았다.

이러한 배경으로 일본은 2024년 5월 금융상품거래법을 개정하였다. 그리하여 보유자와 다른 보유자 사이에 공동으로 의결권을 행사할 것을 합의한 경우일지라도 다음의 ①내지 ③의 요건을 모두 충족하는 때는 공동보유자에 해당하지 아니한다는 특례를 두고 있다(금융상품거래법 제27조의 23 제5항). 즉, ① 금융상품거래업자(제1종 금융상품거래업자 또는 투자운용업자에 한한다), 은행 그 밖의 정령에서 정하는 자일 것(동법 제27조의 23 제5항 제1호, 대량보유부령 제5조의 2의 2), ② 공동으로 중요제안행위 등을 할 것을 합의의 목적으로 하지 아니할 것(동법 동항 제2호), ③ 개별적인 권리행사별로 합의한 내용이 시행령에서 정하는 것에 해당할 것(동법 동항 제3호, 동법시행령 제14조의 6의 3) 등이 그에 해당한다(대량보유 Q&A 26).

(나) 특례의 대상

일본의 실질적 보유자의 유형에는 ① 주권 등의 취득 또는 양도를 공동으로 할 것을 보유자와 합의하고 있는 자, 또는 ② 주주로서의 의결권 그 밖의 권리를 공동으로 행사할 것을 보유자와 합의하고 있는 자 등이 있다. 본 특례는 이 가운데 ②의 유형에 해당하는 자 중에서 일부를 공동보유자의 개념에서 제외하고 있다. 본 특례의 적용이 문제되는 경우는 '주주로서의 의결권 그 밖의 권리'를 공동으로 행사한다는 합의가 전제된다.

따라서 주주권의 대상이 되지 않는 이사회 결의사항 등은 물론, 주주권의 대상이 될 수 있는 주주총회 결의사항 일지라도 주주로서의 법령상의 권리,²⁷⁾ 예를 들면 의결권 이외에 주주제안권, 회계장부열람청구권, 임시주주총회소집권 등의 소수주주권의 행사에 해당하지 아니하는 경우로서 주주로서의 일반적인 행동을 공동으로 할 것을 합의한 것에 불과한 경우는 본 특례의 적용 이전의 문제로서 공동보유자에 해당하지 아니한다.²⁸⁾ 예를 들면, 기업에 서한의 발송, 기업과의 면담에서 의견진술, 공개성명문의 공표 등은 주주로서의 법령상의 권리행사에 해당하지 않기 때문에 이와 같은 수단만을 이용하여 기업과 대화를 하는 행위는 공동보유자에 해당하지 않는 것이다. 여기에서의 의결권에는 의결권 행사권한 및 의결권 행사지시권한이 포함된다.²⁹⁾

한편 이 특례는 2026년 5월 1일부터 시행된다.

25) 金融廳, 앞의 문헌, (2014. 2. 26), 11面.

26) 金融廳企畫市場局, “「株券等の大量保有報告に關するQ&A」”, (2021. 2.1).

27) 金融廳, “日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点にかかる考え方の整理”, (2014. 2. 26), 11面.

28) 위의 문헌

29) 三井秀範・土本一郎, 「詳説公開買付制度・大量保有報告制度 Q&A」, 商事法務, 2011, 72~73面.

라. 현금결제형 증권파생상품의 적용대상화

(1) 2024년 5월 개정의 배경

증권파생상품(equity derivatives)거래란 주권 등을 기초자산(underlying asset)으로 하여 그 주권 등으로부터 발생하는 경제적 손익만을 일방 당사자에게 귀속시키는 파생상품거래를 말한다. 이러한 거래에는 경제적 이익을 획득할 목적으로 하는 거래도 있지만, 대량보유보고제도를 잠탈하는 효과를 발생시키는 거래도 존재한다. 후자 중에는 복수의 금융기관 등과 파생상품거래를 함으로써 대량보유보고제도에 따른 공시를 하지 않고 수면 밑에서 대량의 포지션을 형성한 후 시기를 보아 한꺼번에 거래를 종료시켜 상대방으로부터 주식을 취득함으로써 갑자기 대주주로서 등장하는 거래도 있다.³⁰⁾

이와 같이 파생상품거래 등을 이용함으로써 경제적 지분은 갖지만, 법률상의 의결권은 갖지 않기 때문에 공시제도의 적용을 받지 않는 주식보유형태, 특히 사실상 의결권 행사방법을 지시하거나, 장래에 주식을 양도받을 수 있는 등 간접적으로 의결권에 접근할 수 있는 지위에 있는 주식보유형태를 ‘숨겨진 소유권’(hidden ownership)이라고 한다.³¹⁾ ‘숨겨진 소유권’ 방식이 이용되는 이유는 ① 행동주의 주주 등의 주식대량매집에 관한 사실이 공시되면, 통상적으로는 발행회사의 시장가격이 상승하는데 비하여, ② 공시의 시기를 지연시키는 때에는 낮은 가격으로 주식을 취득할 수 있게 되고, 발행회사의 대항조치 준비행위는 물론 경합매수자의 등장을 방지할 수도 있기 때문이다.

이와 관련하여 종래의 금융상품거래법은 현금결제형 증권파생상품(equity derivatives) 거래의 매수포지션(long position)³²⁾만을 보유하고 있는 경우에는 원칙적으로 대량보유보고제도의 적용대상으로 삼지 아니하였다.³³⁾ 다만, 현금결제형 증권파생상품거래 중에는 파생상품거래가 개시된 시점에서 발행회사의 지배와 경영에 영향을 미칠 가능성이 있는 거래도 있다. 이 때문

30) Henry T. C. Hu·Bernard S. Black, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, S. Cal. L. Rev, Vol.79, 2006, p.866; 渡辺宏之, “エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題-欧州における動向を中心として-”, 金融廳金融研究研修センター「今後の証券市場の在り方に關する研究會」第4回(2009. 5. 12), 72面; 川島いづみ, “エクイティ・デリバティブを介したヒドゥン・オーナーシップ等に對する法規制—英米における開示規制の動向—”, 「早稻田社會科學總合研究」, 第14卷 第1号(2013. 7), 25-26面; 肉戶善一·大崎貞和, 「上場會社法」, 弘文堂, 2024, 143面.

31) Henry T. C. Hu·Bernard S. Black, Ibid., p.826; 渡辺宏之, 위의 논문, 69面; 川島いづみ, 위의 논문, 23面; 佐藤勤, “議決權と經濟的所有權の分離”, 「南山法學」 第35卷 第三·四号(2012. 9), 70~71, 81~89面.

32) 금융투자에서 매수포지션(long position)은 주식, 선물 또는 옵션 등의 자산을 매수하여 보유한 상태를 뜻한다. 이는 가격상승을 예상하고 자산을 매수하는 투자전략이다. 이에 비하여 매도포지션(short position)자산가격의 하락을 예상하고 자산을 매도(공매도)하는 투자전략이다. 매수포지션은 가격이 오르면 이익을 얻고, 매도포지션은 가격이 내리면 이익을 얻는 반대되는 전략이다.

33) 三井秀範·土本一郎, 앞의 책, 172~173面.

에 그와 같은 가능성에 관한 정보가 정보를 공시하는 것이 시장의 투명성·공정성에 기여한다는 주장이 제기되어 왔다.³⁴⁾

(2) 주요 내용

(가) 일반론

2024년 5월 개정금융상품거래법은 현금결제형 증권파생상품거래 중 일정요건을 충족하는 거래를 대량보유보고제도의 적용대상으로 추가하였다.

기술한 바와 같이 대량보유보고서 등의 제출의무를 부담하는 자는 ‘주권 등의 보유비율’이 5%를 초과하는 자이다. 종래의 금융상품거래법은 보유자의 범위에 ① 주권 등을 소유하고 있는 자(동법 제27조의 23 제3항 본문), ② 인도청구권을 갖는 자(동항 본문, 동법시행령 제14조의 6), ③ 의결권행사지시권한을 갖는 자(동항 제1호), ④ 투자권한을 갖는 자(동항 제2호)들을 포함하여 주권 등의 보유비율을 산정하였다. 그리하여 분자에 해당 주권 등도 가산하고 있었다.

나아가 개정법은 새로운 ‘보유자’의 유형을 추가하였다. 그리하여 ㉠ 주권 등과 관련 있는 파생상품거래에 대한 권리를 보유하고 있는 자로서, ㉡ 그 파생상품거래의 상대방으로부터 주권 등을 취득할 목적 또는 그 밖에 정령(동법시행령 제14조의 6 제2항)에서 정하는 목적을 갖는 자도 보유자의 범위에 포함하고 있다(동법 제27조의 23 제3항 제3호). 이때 기초자산인 주권 등의 수는 ‘주식 등 보유비율’의 산정시 분자에 가산된다(동항 단서).

(나) 요건에 대한 해석론

앞의 가)에서 소개한 개정법상의 ㉠의 요건은 동 규정의 대상이 되는 파생상품거래의 범위를 정하고 있는데, 단순히 ‘주권 등과 관련 있는 파생상품거래’로 규정하고 있기 때문에 주권 등을 기초자산(underlying asset)으로 하는 파생상품거래를 하는 때에는 기본적으로 이에 해당한다. 앞의 가)의 ㉡의 목적요건에는 경제적 이익만을 얻기 위한 행위는 보유자에 포함되지 아니 한다. 그 대신 매수포지션을 취하는 자가 ① 주권 등의 발행인이 발행하는 주권 등을 파생상품거래의 상대방으로부터 취득할 목적, ② 발행인에 대하여 파생상품 포지션을 시사하는 중요제안행위 등을 할 목적, ③ 파생상품거래의 상대방이 보유하는 의결권³⁵⁾행사에 영향을 미칠 목적 중 어느 하나의 목적을 갖는 때에는 주권 등의 보유자에 해당한다(동법 제27조의 23 제3항·동법시행령 제14조의 6 제2항, 대량보유 Q&A 14).

34) 田中亘, “機關投資家とアクティビズム”, 「ジュリスト」, 第1515号(2018. 2), 43~44面.

35) 그 주권의 발행인이 발행하는 주권 등에 관련되는 것에 한한다.

따라서 파생상품거래에서 매수포지션을 취한 시점에서는 당해 주권 등으로부터 발생하는 경제적 이익을 향유할 목적만을 가질 뿐, 앞의 ①내지 ③의 목적이 없는 경우는 보유자에 해당하지 아니한다(대량보유 Q&A 14). 다만, 이 경우에는 당해 주권 등에 대하여 의결권 또는 그 밖의 권리를 행사할 수 있는 권한 혹은 당해 권리의 행사에 대하여 지시할 수 있는 권한이나 투자를 하는데 필요한 권한을 갖지 아니한 것을 전제로 한다. 그러므로 그 이후 앞의 ①내지 ③의 어느 하나에 해당하는 목적을 갖게 된 경우에는 그 시점에서 주권 등의 보유자에 해당하고, 그로 인하여 보유비율이 5%를 초과하는 때에는 목적을 갖게 된 날로부터 5영업일 이내에 대량보유보고서 등을 제출하여야 한다. 다만, 이미 대량보유보고서를 제출하고 있는 자는 보유비율이 1% 이상 증가하는 때에 보고서를 제출하면 족하다(대량보유 Q&A 14).

(다) 영향 및 전망

앞의 (가)에서 소개한 ⑥의 목적요건은 주관적 요건이므로 구체적인 행동, 예를 들면 거래의 상대방으로부터 주권 등의 취득·발행회사에 대한 중요제안행위 등이 실행되기 전의 간접사실로부터 그 존재를 인정하는 것은 쉽지 않다. 이로 인하여 실무적으로는 앞의 나)의 ①내지 ③의 구체적인 행위가 실제로 실행되는 때에는 특단의 사정이 없는 한, 파생상품거래 개시시점에서 그 행위를 할 목적을 갖고 있었다고 추정할 수밖에 없다.

한편, 앞의 가)의 ⑥의 목적요건의 도입으로 인하여 과거와 같이 증권파생상품거래를 이용하여 대량보유보고서의 제출의무를 부담하지 않고, 비밀스럽게 배후에서 대량의 포지션을 취한 다음 한꺼번에 파생상품을 결제함으로써 갑자기 대주주로 등장하는 것은 어려울 전망이다.

(3) 경과조치

금융상품거래법은 2024년 5월 개정시 현금결제형 증권파생상품을 대량보유보고제도의 대상으로 삼고 있는데, 파생상품거래와 관련 있는 권리를 주권 등의 수로 환산하는 방법에 대하여는 향후 정령으로 정할 예정이다.³⁶⁾

마. 주권 등의 보유비율 계산방법

(1) 일반론

주권 등의 보유비율은 ① 자기 및 공동보유자의 발행주권 등(잠재적 주식수 포함)의 총수(분자)를 발행인의 발행주식총수에 자기 및 공동보유자의 잠재적 주식 수를 가산한 수(분모)로 하

36) 野崎彰 외, “「大量保有報告制度に係る金融商品取引法等の改正」”, 「商事法務」, 第2364号(2024. 7), 13面.

여 얻은 비율을 말한다(금융상품거래법 제27조의 23 제4항). 신주예약권증권 등의 잠재주식은 주식으로 환산 한 후 계산에 포함된다(대량보유공시부령 제5조).

주권 등의 보유비율	자기·공동보유자의 보유주권 등(잠재적 주식총수 포함)의 총수÷(발행주식총수+자기·공동보유자의 잠재적 주식수)
-----------------------	---

그런데 주권 등의 보유비율은 발행주식총수(분모)가 자본감소 등으로 인하여 감소하는 때에도 5%를 초과할 수 있다. 그리하여 금융상품거래법은 보유주권 등의 총수는 증가하지 않았지만, 발행주식총수가 감소함으로써 5%를 초과하게 된 경우는 대량보유보고서를 제출하지 않더라도 무방한 것으로 하고 있다(동법 제27조의 23 제1항 단서, 대량보유공시부령 제2조)

(2) 보유자·공동보유자간의 중복계상의 공제(금지)

금융상품거래법은 보유주권 등으로부터는 보유자와 그 공동보유자간, 또는 공동보유자간에서 인도청구권 등을 갖는 권리의 중복계상을 금지하고 있다(동법 제27조의 23 제4항, 동법 시행령 제14조의 6의 2). 이는 2006년 증권거래법개정시 공동보유자간의 중복계상을 공제하여 주권 등의 보유비율을 산출하도록 한 규정에서 연유한다.³⁷⁾

기술한 바와 같이 금융상품거래법은 주권 등의 보유자의 범위에 자기의 명의로 직접 주권 등을 소유하는 자는 물론, 매매나 계약에 의하여 주권 등의 인도청구권을 갖는 자 또는 이에 준하는 자로서 정령에서 정하는 자도 포함하고 있다(동법 제27조의 23 제3항 본문괄호). 보유자가 주권 등의 인도청구권을 갖는 전형적인 예로서는 보유자가 貸株하는 경우를 들 수 있다.

貸株는 대부분의 경우 소비대차를 통하여 이루어진다. 이때 貸主는 貸付한 부분의 소유권을 잃게 되지만, 인도청구권을 갖는다. 즉, 貸主는 인도청구권을 갖는 貸付한 부분을 그 보유주권 등에 포함하게 된다. 이에 비하여 借主는 貸付를 받은 부분의 소유권을 취득한다. 즉, 의결권을 갖게 되므로 이를 자기의 보유주권 등에 가산하게 된다. 따라서 貸主와 借主 쌍방은 동일한 주권 등이 중복하여 각각 주권 등의 보유비율에 산입하게 된다.

위의 사례에서 貸主와 借主가 의결권을 공동행사하기로 합의하는 경우 각자가 공동보유자가 되며, 인도청구권관련 주권 등에 대한 의결권은 양자가 공동으로 행사하게 되기 때문에 이를 양자의 주권 등의 보유비율에 중복 계상할 필요성은 없다. 이 점에서 공동보유자와의 사이에 인도청구권이 존재하는 주권 등에 대하여는 인도청구권을 갖는 측(貸主)의 보유주권 등에 공제하는 것으로 규정하고 있다(동법 제27조의 23 제4항 괄호).

37) 松尾直彦, 앞의 책, 318面.

나아가 공동보유자와의 사이에 의결권의 지시권과 투자결정권이 각각 존재하는 때에도 중복분이 공제된다.

이와 같이 중복분이 공제되는 권리는 다음과 같다(동법시행령 제14조의 6의 2). 첫째, 매매나 그 밖의 계약에 의거한 주권 등의 인도청구권(제1항).

둘째, 금전신탁계약이나 그 밖의 계약 또는 법률의 규정에 의거 주권 등의 발행인의 주주 혹은 투자주체로서의 의결권행사권리 및 의결권행사지시권리(제2항).

셋째, 투자일임계약이나 그 밖의 계약 또는 법률의 규정에 의하여 갖는 투자에 필요한 권리(제3항).

넷째, 주권 등의 매매 일방당사자의 예약에 의거, 당해 매매를 완결시켜서 매수주체로서의 지위를 취득하는 권리(제4항)

다섯째, 주권 등의 매매와 관련 있는 옵션을 행사함으로써 그 행사를 한 자가 당해 매매에서 매수주체로서의 지위를 취득하는 권리(제5항) 등은 중복계상을 할 수 없다. 즉, 당해 권리를 갖는 자 측의 보유주권 등으로부터 공제되는 것이다.³⁸⁾

(3) 시행일에 따른 경과조치

기술한 바와 같이 2024년 5월 개정법의 시행일은 공포일인 2024년 5월 22일부터 2년 이내에 시행된다(금융상품거래법등개정법부칙 제1조 제3호). 이와 관련하여 개정 전의 법률에 의거 산출된 주권 등의 보유비율과 개정법에 의하여 산출된 주권 등의 보유비율, 예를 들어 증권파생상품(equity derivatives) 거래와 관련 있는 기초자산인 주권 등을 포함한 주권 등의 보유비율의 차이에 대하여는, 시행시에 그 차이에 상당하는 주권 등의 보유비율의 증감이 생기는 것으로 간주한다(동부칙 제5조 전단). 때문에 주권 등의 취득과 처분을 하지 않는 경우에도 시행일에 대량보유보고서 등을 제출할 의무가 생길 수 있다.

바. 대량보유보고서의 기재내용

(1) 관련규정

금융상품거래법상 대량보유보고서에는 다음과 같은 내용을 기재하여야 한다. 첫 번째, 발행인에 관한 사항.

두 번째, 제출자의 개요. 여기에는 성명, 명칭, 주소·소재지, 법인인 경우는 사업내용, 사실상의 영락처 등이 포함된다.

38) 위의 책, 319面.

세 번째, 보유목적. 그 예로는 정책투자, 순수한 투자, 중요제안행위 등을 할 목적 등을 들 수 있다. 순수한 투자는 주가의 상승과 매당을 통한 이익을 얻을 목적을 말한다. 정책투자는 업무제휴·업무제휴 등을 뜻한다.

네 번째, 중요제안행위 등. 이는 주권 등의 발행인의 사업활동에 중대한 변경을 초래하거나 중대한 영향을 미치는 행위 등을 말한다. 여기에는 중요재산의 처분이나 양수 등, 거액의 자산 차입 또는 대표이사의 선정 또는 해직 등이 포함된다(동법시행령 제14조의 8의 2 제1항, 대량보유공시부령 제16조). 이에 관하여는 후술하는 (10)의 7)에서 상세히 소개한다.

다섯 번째, 보유주권 등의 내역과 합계. 여기에는 ㉠ 주권·신주예약권증권 등 주권 등의 종류별 그리고, ㉡ 자기·타인명의 소유분 등 보유의 형태별 수와 합계가 포함된다.

여섯 번째, 최근 60일간의 취득 또는 처분상황.

일곱 번째, 보유주권 등에 관한 담보계약 등 중요한 계약. 그 예로는 보유주권의 질권설정계약과 임차계약 등을 들 수 있다.

여덟 번째, 취득자금. 여기에는 주권 등의 취득에 필요한 자금의 내역, 차입금의 내역 및 차입처의 명칭 등이 기재되어야 한다.

아홉 번째, 공동보유자에 관한 사항 등이 그에 해당한다(동법 제27조의 23 제1항, 대량보유공시부령 제2조 제1항·제1호 서식).

(2) 취득자금에 관한 공시이유

금융상품거래법은 주권 등의 취득자금의 출처를 공시하도록 하고 있다. 그것은 자금원을 밝히게 되면, 투자자는 실제로 주권 등을 취득한 자의 배후에서 영향력을 행사할 수 있는 참된 취득자를 알 수 있기 때문이다. 그 결과 발행인의 경영이 흔들리게 될 가능성과 경영방침이 변화될 가능성을 고려하면서 투자판단을 할 수 있기 때문이기도 하다.

사. 대량보유보고서의 제출

(1) 대각총리대신에게 제출, 기한 및 공중열람 등

주권 등의 보유비율이 5%를 초과하여 대량보유자가 된 자는 대량보유보고서를 대각총리대신에게 제출하여야 한다(금융상품거래법 제27조의 23 제1항). 대량보유보고서의 제출기한은 대량보유자가 된 날로부터 5영업일 이내이다(동항, 동법시행령 제14조의 5). 5영업일은 보고의 무가 발생한 다음 날부터 기산한다. 제출은 EDINET를 통한 전자공시절차에 따른다(동법 제27조의 30의 2·동법 제27조의 30의 3 제1항).

제출된 대량보유보고서는 수리한 날로부터 5년간 관동재무국, 발행인의 본점·주된 사무소를

소관하는 재무국, 대량보유보고서 제출자의 본점·주된 사무소를 소관하는 재무국에서 공중의 열람에 제공된다(제27조의 28 제1항, 대량보유공시부령 제20조). 변경보고서 및 정정보고서의 경우도 같다.

(2) 발행인, 거래소에 사본의 발송

금융상품거래법상 대량보유보고서를 내각총리대신에게 제출한 자는 그 사본을 ① 발행인, ② 상장하고 있는 금융상품거래소에 지체 없이 발송하여야 한다(동법 제27조의 27, 동법시행령 제14조의 9). 변경보고서 및 정정보고서의 경우도 같다. 그리고 ①의 발행인은 송부 받은 사본과 함께 임시보고서와 거래소의 자율규제규정인 적시공시제도상 주요 주주의 변동이 있었다는 취지를 공시하여야 한다(동법 제24조의 5 제4항, 기업공시부령³⁹⁾ 제19조 제2항 제4호). ②의 금융상품거래소는 장외매매유가증권에 해당하는 주권 등의 경우는 등록하고 있는 인가 금융상품거래업협회를 말한다. 그리고 EDINET를 이용하여 대량보고서를 제출한 경우 그 사본을 발행인에게 발송할 필요는 없다(동법 제27조의 30의 6 제3항).

아. 대량보유상황에 변경이 있는 경우의 공시: 변경보고서의 제출

(1) 변경보고서 제출이 필요한 이유

대량보유보고서를 제출한 후에는 주식을 추가하여 매수하거나 보유주식을 매각함으로써 대량보유보고서에 기재된 주권 등의 보유비율이 증감될 수 있다. 그리고 처음에는 투자목적으로 취득하였다더라도 그 후 발행회사를 지배할 목적으로 보유하는 경우 등 보유목적은 변경하는 사례도 있다. 이와 같은 변경도 발행인의 지배관계 및 주식의 수급관계에 큰 영향을 미칠 수 있는 정보이다. 때문에 일단 대량보유보고서를 제출하여 공시를 하였다더라도 변경이 있으면, 이전과 비교하여 그 변경사항을 공시하게 할 필요가 있다.

이러한 취지에서 금융상품거래법은 이미 제출한 대량보유보고서의 기재사항에 중요한 변경이 있는 경우 변경보고서를 제출하도록 하고 있다.

(2) 변경보고서 제출이 필요한 경우

대량보유보고서를 제출한 자는 그 후 ① 주권 등의 보유비율이 1% 이상 증감한 경우, ② 대량보유보고서에 기재하여야 할 중요한 사항의 변경이 있는 경우에는 변경보고서를 제출하여야 한다(금융상품거래법 제27조의 25 제1항 본문). 대량보유보고서의 제출 후 이미 제1차 변경보

39) 원어는 「企業内容等の開示に關する内閣府令」이다.

고서를 제출한 자도 그 후 변경보고서의 기재내용에 앞의 ① 또는 ②의 변경이 있는 때는 제차(제2차) 변경보고서를 제출하여야 한다. 다만, 주권 등의 보유비율이 5% 이하라는 사실이 기재된 변경보고서를 이미 제출하고 있는 경우나 그 밖의 내각부령에서 정하는 경우는 그러하지 않다(동항 단서). 내각부령에서는 신주예약권부증권이나 신주인수권부사채와 관련된 신주인수권행사가격 또는 전환사채의 전환가격의 조정만으로 보유주권 등의 총수가 증감하는 경우는 변경보고서를 제출할 의무가 없다고 명시하고 있다(대량보유공시부령 제9조).

그리고 앞의 ①과 관련하여 보유자의 보유주권 등의 총수에 증감을 동반하지 않는 경우는 주권 등의 보유비율에 1% 이상의 증감이 있더라도 변경보고서를 제출할 필요가 없다(동항 본문 괄호). 그 예로는 주식발행회사의 자기주식소각으로 인하여 보유비율에 증감이 있는 경우를 생각할 수 있다.

앞의 ②에서 말하는 '중요한 사항의 변경'에는 경미한 사항의 변경은 제외된다. 반면, 투자목적의 변경은 중요한 사항의 변경에 해당하는 대표적인 예이다. 다만, ㉠ 1인의 주권 등의 보유비율이 1% 미만인 자가 새롭게 공동보유자의 지위에서 해제된 경우와, ㉡ 단독(단일체)으로 주권 등의 보유비율이 1% 미만인 자가 공동보유자의 지위에서 해제된 경우 등은 경미한 변경이기 때문에 중요한 사항의 변경에 해당하지 아니한다(동법시행령 제14조의 7의 2, 대량보유공시부령 제9조의 2).

(3) 변경보고서의 기재내용 · 제출기한

변경보고서의 서식은 대량보유보고서와 마찬가지로 제1호의 양식이다. 따라서 대량보유보고서의 모든 기재사항에 대하여 변경보고서의 제출의무가 발생한 날의 상황에 의거 기재하여야 한다(대량보유공시부령 제8조). 그리고 투자자가 변경보고서를 열람하는 경우 이전에 제출된 대량보유보고서 또는 (제1차)변경보고서의 변경내용을 알 수 있도록 변경보고서에는 '주권 등의 보유비율이 1% 이상 증가하였다.'는 등 제출의무가 발생하게 된 변경사유를 기재하여야 한다(제1호양식의 기재상의 주의(6)).

변경보고서는 제출의무 발생일로부터 5영업일 이내에 내각총리대신에게 제출하여야 한다(동법 제27조의 25 제1항 본문). 발행인 및 금융상품거래소 등에 대한 변경보고서의 발송과 공중열람에 대하여는 기술한 대량보유보고서의 경우와 같다.

자. 단기간에 대량양도(매도)를 한 경우 변경보고서의 공시내용

(1) 취지 및 관련 규정

단기간에 주권 등을 대량으로 양도한 경우에는 주가에 큰 변동을 야기한다. 즉, 양수인은 주

권 등을 '남을 대신해서 떠맡게' 되고, 양도인은 주권 등에서 '한몫 챙기고 손을 빼는 현상'이 발생하면 급등하던 주가가 급락할 수 있다. 이러한 사실을 알지 못하는 투자자는 불측의 손해를 입게 된다. 그리하여 금융상품거래법은 대량보유 보고의무자가 단기간에 주권 등을 대량으로 양도한 경우 변경보고서에 '양도의 상대방' 및 '대가'에 관한 사항을 기재하도록 하는 특칙 규정을 두고 있다(동법 제27조의 25 제2항, 대량보유공시부령 제10조 제2호 양식).

이 가운데 '양도의 상대방'과 관련하여서는 양도의 상대방별로 성명 또는 명칭을 기재하여야 한다. 다만, 양도 받은 주권 등이 근소한 자에 대하여는 상대방을 기재할 필요가 없고, 대가에 관한 사항만을 기재하는 것으로 족하다(동법 제27조의 25 제2항 괄호). 통상적인 변경보고서에서는 양도(매각)상대방까지는 기재할 것을 요구하지 않고, 취득자가 제출한 대량보유보고서 또는 변경보고서에도 취득상대방을 기재하지 않아도 무방하다.

그러나 위와 같은 특별한 사정을 기재함으로써 투자자는 '남을 대신해서 떠맡게 되는 사실'을 알게 된다. 그리고 금융상품시장(장외시장 포함)거래를 통하여 주권 등을 취득·처분한 때에는 통상적으로는 매각(양도)상대방의 성명·명칭 등을 알 수 없기 때문에 그 취지를 기재하면 된다(대량보유공시부령 제2호 양식·기재상의 주의f).

대가와 관련하여서는 원칙적으로 취득·처분의 경우는 매매단가를 기재하여야 한다. 양도시에는 양도의 상대방별로 기재하여야 한다. 다만, 금융상품시장(장외시장 포함)거래를 통하여 주권 등을 취득·처분한 때에는 기재할 필요가 없다. 증여, 상속, 대물변제, 교환, 무상교부 등 매매이외의 방법으로 주권 등을 취득·처분한 때에는 그 취지를 기재하여야 한다(대량보유공시부령 제2호 양식·기재상의 주의g).

(2) 공시가 필요한 단기간의 대량양도[매각]의 기준

위와 같이 공시가 필요한 단기간의 대량양도라고 함은 변경보고서에 기재하여야 하는 주권 등의 보유비율이 보고의무발생일(양도일) 전 60일 사이에서 주권 등의 보유비율 중 가장 높은 주권 등의 보유비율의 2분의 1 미만이고, 동시에 그 가장 높은 주권 등의 보유비율에서 5%를 초과하여 감소한 경우를 뜻한다(동법시행령 제14조의 8 제1항).

여기서 '가장 높은 주권 등의 보유비율'이란 변경보고서와 관련된 대량보유보고서 또는 변경보고서에 기재되거나 혹은 기재의무가 있었던 주권 등의 보유비율 중 ① 양도일 전 60일간의 날을 계산의 기초로 하는 것, ② 양도일의 61일전 이전의 날을 계산의 기초로 하는 것 중 가장 직전의 것 중에서 가장 높은 비율을 말한다. 따라서 앞에서 기술한 바와 같이 그 보유비율의 2분의 1 미만이고, 동시에 그 가장 높은 주권 등의 보유비율에서 5%를 초과하여 감소한 경우를 뜻한다(동법시행령 제14조의 8 제1항).

이 제도는 2014년 금융상품거래법의 개정시부터 양도로 인하여 주권 등의 보유비율이 감소

한 경우에 한하여 적용되고 있다.⁴⁰⁾

(3) 기대효과

금융상품거래법상의 규율, 즉 단기간에 대량양도를 한 경우 변경보고서를 공시하도록 하는 규율체계는 기업매수보다는 일확천금이나 프리미엄획득을 목적으로 그린메일러(greenmailer) 등으로 하여금 비밀리에 배후에서 회사관계자 등에게 시장 외의 거래를 통하여 고가로 주식을 취득하게 하는 행위를 억지하는 효과가 있을 것으로 보인다. 그리고 투자자나 회사관계자 등의 입장에서 '부정한 떠맡기 행위'나 '울며 겨자 먹기식의 취득행위'를 하지 않아도 되는 효과가 있을 것으로 생각된다.

차. 기관투자자에 대한 특례보고제도

(1) 개요 및 취지

금융상품거래법상 대량보유보고제도는 모든 투자자에게 적용되는 것은 아니다. 즉, 일정한 요건을 충족하는 금융상품거래업자에 대하여는 대량보유보고서 및 변경보고서의 제출회수와 기한이 완화되어 있다. 예컨대, 증권회사(제1종 금융상품거래업자), 은행, 보험 등의 기관투자자는 자금을 운용하기 위하여 일상적으로 주권 등을 매매한다. 그러므로 이러한 기관투자자에게 주권 등의 보유비율이 5%를 초과하는 때, 그리고 그 후 1%의 증감이 있을 때마다 대량보유보고서 또는 변경보고서를 제출하도록 하는 경우에는 사무부담이 과중하게 되고 시장에서의 거래활동에 좋지 아니한 영향을 미치게 된다. 또한 이러한 기관투자자들은 회사지배에 영향을 미칠 목적이나 '타인에게 부정하게 떠넘기는 행위'를 목적으로 하지 않고 일상적인 영업활동으로서 주권 등을 거래하는 경우가 많다.⁴¹⁾ 이로 인하여 금융상품거래법은 기관투자자에게는 일반적인 대량보유보고제도와 비교하여 공시회수를 완화하고 있다. 이를 '특례보고제도'라고 한다.

이 제도를 이용하면 기관투자자는 원칙적으로 사전에 정한 월 2회 이상의 기준일별로 대량보유보고서 또는 변경보고서의 제출의무가 있는지의 여부를 판단하여 그 기준일로부터 5영업일 이내에 보고서를 제출하면 된다. 따라서 취득 또는 처분시마다 보고서를 제출할 필요는 없다(동법 제27조의 26 제1항).

그러나 특례보고제도를 이용하는 자일지라도 주권 등의 보유목적이 발행인의 사업활동에 중대한 변경을 가하거나 중대한 영향을 미치는 행위, 이른바 '중요제한행위 등'을 하는 때는

40) 松尾直彦, 앞의 책, 326面.

41) 飯田秀總, 앞의 책, 206-207面; 松尾直彦, 앞의 책, 327~333面.

특례보고제도를 이용할 수 없다(동법 제27조의 26 제1항). 이러한 목적을 갖는 자는 경영에 영향을 미칠 가능성이 크기 때문에 투자자에게 경영지배에 관한 정보, 즉 ① 경영지배권을 추구하는 투자자가 5%를 초과하는 대량보유자가 되었다는 사실 및, ② 계속 매수하여 지배권을 강화하고 있다는 사실을 신속하게 알려줄 필요가 있다. 그리하여 특례보고제도의 적용대상에서 제외하고 있다. 왜냐하면, 이러한 경우까지 특례보고제도를 인정하는 것은 대량보유보고제도의 취지에 반하기 때문이다.⁴²⁾

따라서 이 경우에는 원칙에 입각하여 일반적인 보고방법을 이용하여야 한다. 이 밖에도 일정한 경우에 후술하는 바와 같이 특례보고제도가 적용되지 아니하는 경우가 있다.

(2) 기한단축 및 보고회수를 2회 이상으로 설정한 이유

2006년 금융상품거래법의 개정 전의 경우 기관투자자는 3개월 단위로 설정되어 있는 기준일에 주권 등의 보유비율을 계산하여 5%를 초과하고 있는 때는 다음달 15일까지 대량보유보고서를 제출하고, 그 후는 설정기준일에 1% 이상의 증감이 있는 때에 다음달 15일까지 변경보고서를 제출하도록 하는 특례보고제도가 있었다.

그러나 무라카미 펀드(村上 Fund)가 특례보고제도를 이용하여 일반투자자에게 알려지지 아니한 상태에서 대량보유자가 된 사안⁴³⁾ 등과 같이 특정 펀드가 투자자문업자로서 특례보고제도를 이용하여 갑자기 대주주로서 등장하고 경영에 개입하는 사례가 발생하였다. 이 때문에 발행인들은 특례보고제도의 개정을 강하게 요구하였다. 그리고 기업매수 공방이 벌어지는 가운데 특정 펀드에 의한 대상주권의 매매동향이 적시에 공시되지 아니하였기 때문에 일반투자자의 투자판단자료가 부족한 상황이 발생하여 문제되었다.

그 결과 ① 기관투자자와 일반투자자간의 공평을 추구한다는 관점에서 특례보고의 보고회수를 늘리는 동시에 보고기한을 크게 단축하고, ② 특히 보유비율이 5%를 초과하는 때, 그리고 그 후 1%의 증감이 있을 때에는 신속하게 보고하게 하는 한편, ③ 기관투자자의 운용행위가 지나치게 공개됨으로써 투기를 조장하거나 사무부담이 가중될 수 있는 점 등을 고려하여 양자 간의 균형을 취하고자⁴⁴⁾ 2006년 법 개정시 특례보고의 회수를 3개월에 1회에서 2회로 늘리는 등 현재와 같은 모습을 갖추게 되었다.⁴⁵⁾

(3) 특례보고제도 이용 가능자

42) 飯田秀總, 앞의 책, 206~207面.

43) 니혼방송주식과 한신철도주식의 대량보유자가 된 사안이다(松尾直彦, 앞의 책, 329面.).

44) 松尾直彦, 앞의 책, 329面.

45) 黒沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, 2016, 312~313面.

금융상품거래법상 특례보고제도를 이용할 수 있는 자는 다음과 같이 여섯 가지 유형이 있다 (동법 제27조의 26 제1항, 대량보유공시부령 제11조·제14조). 첫 번째, 제1종 금융상품거래업 (예: 증권업) 또는 투자운용업을 영위하는 금융상품거래업자, 은행, 신탁회사, 보험회사, 농림중앙금고 및 주식회사상공조합중앙금고.

두 번째, 외국의 법령에 준거하여 외국에서 제1종 금융상품거래업, 투자운용업, 은행업, 보험 사업을 영위하는 자로서 앞의 첫 번째 이외의 자.

세 번째, 은행등보유주식취득기구(Banks' Shareholdings Purchase Corporation)⁴⁶⁾, 일본은행 및 예금보험기구.

네 번째, 앞의 첫 번째에서 세 번째까지 열거하는 자를 공동보유자로 하는 자로서 앞의 첫 번째에서 세 번째 이외의 자.

다섯 번째, 국가 및 지방공공단체.

여섯 번째, 국가 및 지방공공단체를 공동보유자로 하는 자로서 국가 및 지방공공단체 이외의 자 등이 그에 해당한다.

(4) 특례보고에 관한 기준일의 설정

특례보고제도를 이용하기 위하여는 사전에 내각총리대신에게 기준일을 신고하여야 한다. 여기서 말하는 기준일이란 정령⁴⁷⁾에서 정하는 바에 따라 매월 2회 이상 설정된 날의 조합 중에서 특례대상주권 등의 보유자가 내각부령⁴⁸⁾에서 정하는 바에 따라 내각총리대신에게 신고한 날을 말한다(금융상품거래법 제27조의 26 제3항). 구체적으로는 다음과 같다. 첫째, 각 달의 제 2 월요일 및 제4 월요일. 다만, 제5 월요일이 있는 때에는 제2 월요일, 제4 월요일 및 제5 월요일의 조합.

둘째, 각 달의 15일 및 말일. 다만, 해당일이 토요일인 때에는 그 전일, 일요일이면 그 전전일의 조합 중 어느 하나를 말하고 이용자가 선택한다(동법시행령 제14조의 8의 2 제2항).

(5) 특례보고에 의한 대량보유보고서·변경보고서의 제출 및 기재사항

46) 이 기구는 「은행 등의 주식 등의 보유제한 등에 관한 법률」(平成13年(2001년)法律第131号)에 의거하여 인가된 법인으로서 2002년 1월에 설립되었다. 은행 등이 보유하고 있는 주식의 매수 등을 주된 업무로 한다. 즉, 은행 등이 보유하고 있는 주식 등을 처분하거나 은행 등과 상호주식을 보유하는 은행 등 이외의 회사가 당해 은행 등의 주식을 단기간에 대량으로 처분하는 경우에는 대상주식 등의 가격이 급락하는 등 시장이 급변동하기 때문에 이러한 현상을 방지하기 위하여 은행 등으로부터 주식을 시장을 통하지 않고 매수 한 후, 충분한 시간을 가지고 시장에 매각하는 것을 주된 업무로 한다. 즉, 은행이 보유하고 있는 대상주식 등을 원활하게 처분을 할 수 있도록 하는데 그 설립목적이 있는 것이다(동법률 제5조) <https://www.bspsc.jp/about_us/> (2026. 1월 4일 최종방문).

47) 금융상품거래법시행령 제14조의 8의 2 제2항.

48) 대량보유공시부령 제18조·제4호 양식.

(가) 대량보유보고서

특례보고제도에 따른 대량보유보고서에는 주권 등의 보유비율이 처음으로 5%를 초과하게 된 기준일에 그 주권 등의 보유상황을 기재하여야 한다. 제출기한은 그 기준일로부터 5영업일 이내이다(금융상품거래법 제27조의 26 제1항). 이와 같이 기준일이 5%를 초과하였는지의 여부를 판정하는 시점이 된다. 때문에 기준일과 기준일 사이에 5%를 초과하였다고 하더라도 기준일에 5% 이하가 되면 제출의무는 발생하지 아니한다.⁴⁹⁾

생각건대, 이를 위의 4)의 특례보고에 관한 기준일을 각 달의 15일 및 말일로 설정한 경우에 적용하여 보면, ① 2025년 9월 말일과 10월 15일 사이인 2025년 10월 10일에 5%를 초과하였고, 기준일인 10월 15일에도 5%를 초과하는 때에는 그로부터 5영업일인 10월 20일까지 대량보유보고서를 제출하여야 하고, ② 10월 10일 5%를 초과하였더라도 기준일인 10월 15일에 5% 이하가 되면 보고서 제출의무는 없다.

특례보고에 따른 대량보유보고서의 기재사항은 기본적으로는 일반적인 대량보유보고서와 같은데, '중요제안행위 등', '당해 주권 등의 발행인이 발행하는 주권 등에 관한 직전 60일 간의 취득 또는 처분상황' 및 '보유주권 등의 취득자금'의欄이 생략된다. 그리하여 일반적인 대량보유보고서에 비하여 간략하다(대량보유공시부령 제15조·제3호 양식).

(나) 변경보고서

특례보고제도에 따라 보고를 하는 자는 대량보유보고서 또는 변경보고서에 관한 기준일 후에 도래하는 기준일에, 주권 등이 앞서 제출한 대량보유보고서 또는 변경보고서에 기재된 주권 등의 보유비율보다 1% 이상 증감한 때에는 그 후의 기준일로부터 5영업일 이내에 내각총리대신에게 변경보고서를 제출하여야 한다.

생각건대, 이를 위의 가)의 사례의 적용조건을 그대로 이어서 살펴보면, 2025년 10월 20일에 대량보유보고서를 제출한 후 10월 22일에 1%, 10월 25일에 3%를 각 각 취득한 때에는 기준일인 2025년 10월 31일 시점에서는 3%가 증가하였으므로, 11월 5일까지 변경보고서를 제출하여야 하는 것이다. 같은 조건에서 1% 이상 감소한 경우도 같다.

한편, 대량보유보고서에 기재하여야 할 사항에 대하여 중요한 변경이 있었던 경우도 변경보고서를 제출하여야 한다(금융상품거래법 제27조의 26 제2항 제1호·제2호).

(6) 특례보고제도가 적용되지 아니하는 경우

특례보고제도를 이용할 수 있는 자가 기준일을 신고하더라도 일정한 경우에는 특례보고제

49) 飯田秀總, 앞의 책, 208面.

도를 이용할 수 없다. 이 경우에는 일반적인 보고제도에 의거 대량보유자가 된 날로부터 5영업일 이내, 그리고 1% 이상의 증감 등 중요한 변경이 있는 때에는 그 때마다 5영업일 이내에 대량보유보고 및 변경보고를 하여야 한다. 특례보고제도가 적용되지 아니하는 경우란 ‘중요제한행위 등’을 하는 경우 이외에 다음과 같은 경우를 말한다. 첫째, 특례보고이용자의 주권 등의 보유비율이 10%를 초과한 경우(금융상품거래법 제27조의 26 제1항 괄호, 대량보유공시부령 제12조). 따라서 특례보고제도를 이용할 수 있는 것은 주권 등의 보유비율이 5%를 초과하고 10% 이하인 경우로 한정된다. 그 이유는 주권 등의 보유비율이 10%를 초과하는 때에는 ① 발행인의 경영을 지배할 목적이 없더라도 발행인의 경영에 대하여 큰 영향을 미칠 수 있는 지위에 있고, ② 주권 등의 수급에 관하여 중요한 정보이기 때문이다.

둘째, 특례보고제도이용자가 주권 등을 10%를 초과하여 보유하고 있던 중 1% 이상의 주권 등을 매각한 결과, 보유비율이 10% 이하로 하락한 경우에는 원칙적으로 특례보고제도의 적용 대상이지만, 이때의 1% 이상 감소한 사실에 관한 변경보고는 예외적으로 일반보고에 의하여야 한다. 즉, 1% 이상의 감소한 날로부터 5영업일 이내에 변경보고서를 제출하여야 하는 것이다(동법 제27조의 26 제2항 제3호, 대량보유공시부령 제12조·제13조 제2호). 그와 같은 사실은 일반투자자가 투자판단을 함에 있어서 중요한 변경이므로 그 사실을 조기에 공시하게 할 필요가 있기 때문이다.⁵⁰⁾

셋째, 특별보고제도이용자에게 주권 등의 보유비율이 1%를 초과하는 공동보유이용자⁵¹⁾가 존재하는 때이다(동법 제27조의 26 제1항 괄호, 대량보유공시부령 제13조 제1호). 예를 들면, 기관투자자가 2%를 보유하고 그 공동이용자가 4%를 보유하는 때이다. 이는 공동보유자를 이용하여 주권 등을 대량보유하는 기관투자자까지 특례보고를 인정하는 것은 기관투자자의 보고에 수반하는 사무부담을 경감한다고 하는 제도의 취지에 반하기 때문이다.

(7) 중요제한행위 등의 내용 및 그에 따른 특례보고제도의 비적용

(가) 개념 및 입법취지

중요제한행위 등이란 ‘당해 주권 등의 발행인의 사업활동에 중대한 변경을 가하거나 또는 중대한 영향을 미치는 행위로서 정령에서 행위’를 말한다. 이와 같이 기관투자자가 중요제한행위 등을 하는 것을 보유목적으로 하는 경우에는 특례보고제도를 이용할 수 없다(금융상품거래법 제27조의 26 제1항). 이와 관련하여 2006년 금융상품거래법의 개정 전에는 ‘발행인의 회사의 사업활동을 지배할 것을 목적’으로 라고 규정하고 있었다. 그러나 무라카미 펀드(村上 Fund)가 ‘순투자’와 ‘경영참가’ 명목으로 발행인의 주권 등을 상당비율 보유하고 있음에도 불구하고

50) 黒沼悦郎, 앞의 책, 315面.

51) 특례보고제도이용자 이외의 자를 말한다.

고, 특례보고를 한 사안 등이 발생하자 규제내용을 명확하게 하기 위하여 현재와 같이 규정하게 되었다.⁵²⁾

(나) 구체적인 행위

위에서 본 바와 같이 금융상품거래법상 중요제안행위 등에 관한 개념은 다소 포괄적이다. 그러므로 실제 규율을 함에 있어서는 포괄적인 개념에 따른 그 구체적인 내용이 중요하다고 할 수 있다. 그리하여 동법시행령과 내각부령에서는 중요제안행위 등을 주주총회 또는 임원⁵³⁾에 대하여 발행인 혹은 그 자회사에 관한 일정사항을 제안하는 행위라고 전제하면서⁵⁴⁾ 다음과 같은 행위를 열거하고 있다(동법시행령 제14조의 8의 2 제1항, 대량보유공시부령 제16조). ① 중요한 재산의 처분 또는 양수(제1호), ② 거액의 재산차입(제2호), ③ 대표이사의 선정 또는 해직(제3호), ④ 임원구성의 중요한 변경(임원의 수 또는 임기에 관한 중요한 변경을 포함한다)(제4호), ⑤ 지배인 기타 중요한 사용인의 선임 또는 해임(제5호), ⑥ 지점 그 밖의 중요한 조직의 설치, 변경 또는 폐지(제6호), ⑦ 주식교환, 주식이전, 주식교부, 회사의 분할 또는 합병(제7호), ⑧ 사업의 전부 또는 일부양도, 양수, 휴지 또는 폐지(제8호), ⑨ 배당방침에 관한 중요한 변경(제9호), ⑩ 자본금의 증가 또는 감소방침에 관한 중요한 변경(제10호), ⑪ 발행하는 유가증권의 거래소 금융상품시장에서의 상장폐지 또는 장외매매 유가증권시장에서의 등록의 취소(제11호), ⑫ 발행하는 유가증권의 거래소 금융상품시장에 상장 또는 장외매매 유가증권등록 원부에 등록(제12호), ⑬ 그 밖에 앞의 각호에 준하는 것으로서 내각부령에서 정하는 사항(제13호)(이상 동법시행령 제14조의 8의 2 제1항).

앞의 동법시행령 제14조의 8의 2 제1항 제13호에 의거 내각부령에서는 ⑭ 자본정책에 관한 중요한 변경(앞의 ⑩의 사항은 제외한다.)(제1호), ⑮ 해산(합병으로 인한 해산은 제외한다.)(제2호), ⑯ 파산절차의 개시 또는 회생절차개시의 신청(제3호) 등을 열거하고 있다(대량보유공시부령 제16조).

이러한 사항에 따라 예컨대, 기관투자가가 이사의 과반수를 교체하거나 다른 회사와 합병할 것을 임원에게 요구하는 행위는 중요제안행위 등에 포함된다. 그리고 배당금액이나 배당률의 인상을 요구하거나 자기주식의 취득과 경영자매수(Management Buyout, MBO)를 제안하는 경우에도 그 이후에는 특례보고의 적용을 받을 수 없다.⁵⁵⁾

52) 松尾直彦, 앞의 책, 331面; 黒沼悦郎, 앞의 책, 315面; 大來志郎, “公開買付制度・大量保有制度”, 「商事法務」, 第1774号(2006. 8), 43面.

53) 여기서의 임원에는 ① 업무를 집행하는 사원, 이사, 집행임원, 회계참여, 감사 또는 이에 준하는 자, ② 상담역, 고문 기타 명칭을 불문하고 법인에 대하여 업무를 집행하는 사원, 이사, 집행임원, 회계참여 감사 또는 이에 준하는 자와 같거나 그 이상의 지배력을 갖는다고 인정되는 자를 포함한다(동법시행령 제14조의 8의 2 제1항).

54) 다만, 경미한 것으로서 내각부령에서 정하는 것은 제외한다(동법시행령 제14조의 8의 2 제1항 단서).

55) 黒沼悦郎, 앞의 책, 314面.

(다) 중요제안행위 등에 따른 보고서의 제출기한 및 규제취지

특례보고제도의 이용자가 주권 등을 5% 초과하여 보유하게 된 날 이후 최초로 도래하는 기준일로부터 5영업일 후(특례보고에 의거한 제출기한) 사이에 중요제안행위 등을 하는 때는 그 중요제안행위 등을 한 날의 5영업일 전까지 일반적인 대량보유보고서를 내각총리대신에게 제출하여야 한다(동법 제27조의 26 제4항, 동법시행령 제14조의 8의 2 제3항).

변경보고서에 대하여도 마찬가지이다. 그리하여 주권 등의 보유비율이 1% 이상 증가한 경우로서 그 증가한 날 이후 최초로 도래하는 기준일로부터 5영업일 후(특례보고에 의거한 제출기한) 사이에 중요제안행위 등을 하는 경우에는 그 중요제안행위 등을 한 날의 5영업일 전까지 일반적인 변경보고서를 내각총리대신에게 제출하여야 한다(동법 제27조의 26 제5항, 동법시행령 제14조의 8의 2 제3항).

이와 같이 중요제안행위 등을 하는 경우 5% 초과보유·1% 이상 증가와 같은 보유상황을 사전에 공시하도록 하는 이유는 중요제한행위 등을 예정하고 있는 기관투자자의 주권 등의 보유상황은 투자자에게 중요한 정보임에도 불구하고, 기관투자자가 기준일의 기한을 이용하여 가능한 한 공시를 지연시키려고 하는 행위를 방지하기 위함이다.⁵⁶⁾

(라) 중요제안행위 등의 상당성 요건

개별적인 행위가 중요제안행위 등에 해당하기 위하여는 사안별로 실질적으로 판단되어야 하는데, 일본에서는 대체로 다음 몇 가지의 요건을 충족하여야 한다고 본다. 첫째, 제안의 내용이 기술한 중요제안사항 중 ①내지 ⑩ 어느 하나(동법시행령 제14조의 8의 2 제1항, 대량보유공시부령 제16조)에 객관적으로 해당하여야 한다. 많은 사항에서 ‘중요한’, ‘거액의’라는 표현이 사용되고 있다는 점에서, 그와 같은 사항에 대하여 경미한 것은 중요제안행위 등에 해당하지 아니한다.⁵⁷⁾

둘째, 발행인의 사업활동에 중대한 변경을 가하거나 또는 중대한 영향을 미치는 것을 목적으로 하여야 한다(동법 제27조의 26 제1항). 당해 발행인의 주체적인 경영방침과 무관하게 타율적인 영향력을 행사하는 행위가 이에 해당한다. 따라서 위의 첫째의 요건을 외형적으로 충족하는 내용을 제안한 경우일지라도, 예를 들면 발행인이 의견을 구하여 기관투자자가 순수하게 이에 응하는 경우와 발행인이 주체적으로 설정한 주주와의 대화의 장(예: 결산보고와 IR설명회 등)에서 의견을 진술하는 것은 원칙적으로 해당 요건을 충족하지 못한다.⁵⁸⁾

56) 黒沼悦郎, 앞의 책, 315面.

57) 松尾直彦, 앞의 책, 332面.

58) 黒沼悦郎, 앞의 책, 314面; 大來志郎, “公開買付制度の見直しに係る政令・内閣府令の一部改正の概要”, 「商事法務」, 第1786号(2006. 9), 10面.

셋째, '제안'에 해당하여야 한다. 따라서 기업분석가(analysts)나 운용전문인력(fund manager)이 취재의 일환으로 순수하게 질문을 하는 때에는 이 요건을 충족하지 못한다.⁵⁹⁾

(마) 대량보유보고서에 사전기재

중요제안행위 등을 하고자 하는 목적을 예정하면서 일반적인 보고를 하는 때에는 대량보유보고서에 '중요제안행위 등을 할 예정이라는 취지'를 기재하여야 한다. 그리고 관련 중요제안행위 등에 대하여는 가능한 한 구체적으로 기재하여야 한다(금융상품거래법 제27조의 23 제1항, 대량보유공시부령 제2조 제1항·제1호 양식 기재상의 주의(11)·(10)).

카. 대량보유보고서의 정정

(1) 자발적 정정보고서

금융상품거래법상 대량보유보고서 또는 변경보고서를 제출한 자는 해당 보고서의 기재내용이 사실과 다르거나 기재하여야 할 중요사항 또는 오해를 발생시키지 않기 위하여 필요하고 중요한 사실의 기재가 불충분한 때에는 자발적으로 정정보고서를 내각총리대신에게 제출하여야 한다(동법 제27조의 25 제3항). 특례보고에 의하는 경우도 같다(동법 제27조의 26 제6항·제27조의 25 제3항). 정정보고서는 대량보고서와 같은 양식으로 작성하여야 하며, 정정사항이나 사실을 기재하여야 한다(대량보유공시부령 제1호 양식 기재상의 주의(1)(e)).

(2) 내각총리대신의 정정명령

금융상품거래법은 대량보유보고서 등의 정확성을 추구하기 위하여 내각총리대신이 보고서의 형식에 불비가 있거나 허위기재사실을 발견한 때에는 보고서 제출자에게 정정보고서의 제출을 명할 수 있다(동법 제27조의 29 제1항·제9조 제1항). 이는 자발적인 정정보고서제도가 있음에도 불구하고 보고서 제출자가 ① 대량보유보고서와 변경보고서에 형식상의 불비를 인식하지 못한 경우와, ② 중요사항에 대하여 허위기재를 한 때에는 자발적 정정을 기대하기 어렵다는 점을 고려한 규정으로 이해된다.

타. 대량보유보고 위반행위에 대한 제재

(1) 형사벌

59) 松尾直彦; 앞의 책, 333面; 黒沼悦郎, 앞의 책, 314面.

금융상품거래법상 대량보유보고제도를 위반한 자에 대하여 형사벌을 정하고 있다. 즉, 대량보유보고서나 변경보고서를 제출하지 아니한 자 및 중요한 사실에 대하여 허위기재가 있는 대량보유보고서·변경보고서·정정보고서를 제출한 자는 5년 이하의 구금형 혹은 500만엔 이하(법인인 경우는 5억엔 이하)의 벌금에 처하여지거나, 병과된다(동법 제197조의 2 제1항 제5호·제6호, 제207조 제1항 제2호).

(2) 과징금

(가) 불제출 및 허위기재 등의 경우

대량보유보고서 등을 제출하지 아니하거나 허위기재를 하는 등의 사안에 대한 과징금액은 다음과 같다. 첫째, 법률상의 의무에 위반하여 대량보유보고서 또는 변경보고서를 제출하지 아니한 경우: 당해 주권 등의 발행인의 시가총액의 10만분의 1의 금액(금융상품거래법 제117조의 7).

둘째, 중요한 사항에 대하여 허위기재를 하거나 기재하여야 할 중요한 사항을 누락한 대량보유보고서, 변경보고서 또는 정정보고서를 제출한 경우: 당해 주권 등의 발행인의 시가총액의 10만분의 1의 금액(동법 제172조의 8).

위와 같이 과징금액이 발행인의 시가총액의 10만분의 1로 한 것은 과징금의 수준이 위반행위로 인하여 위반자가 얻을 것으로 일반적·유형적으로 상정되는 경제적 이익의 상당액을 기준으로 하고 있다. 이와 관련하여서는 ① 대량보유보고서 등을 제출한 경우 당해 보고서와 관련 있는 주권 등의 거래에 추종자가 생겨서 시장가격이 변동하고, 그 후의 거래 비용이 상승할 수 있기 때문에, 대량보유보고서 등의 제출이 시장가격에 미치는 영향 등 여러 가지 사례를 분석한 결과 평균 0.1% 정도로 예상되었다는 점, 그리고 ② 대량보유보고서 등의 제출 후에 주권 등의 보유비율이 1% 이상 증감한 때에는 변경보고서의 제출의무를 부담하기 때문에 대량보유보고서 등을 제출하지 아니함으로써 통상 차후의 변경보고서 제출의무발생시점까지는 다른 추종거래를 발생시키지 아니하는 가운데 거래하는 것을 상정할 수 있다는 점을 고려하여 0.1%와 1%를 곱한 10만분의 1을 시가총액으로 곱한 금액을 과징금액으로 하게 되었다.⁶⁰⁾ 그리고 제출하지 아니하거나 허위기재를 한 자에 대하여는 5년 이하의 징역, 500만엔 이하의 벌금⁶¹⁾ 등 벌칙규정이 있다. 법인에 대하여는 5억엔 이하의 벌금형의 양벌규정을 두고 있다(동법 제197조의 2 제5호·제6호).

한편, 불제출의 경우와 허위기재 등의 경우 과징금의 액이 같은 이유는 양자 모두 중대한 위반행위에 해당한다는 점에서 동질적이기 때문이다.⁶²⁾

60) 池田唯一·三井秀範 외 3인, 「逐條解説・2008年金融商品取引法改正」, 商事法務, 2008, 321면.

61) 이를 병과할 수 있다.

(나) 과징금의 가산 또는 감액

일본의 경우 대량보유보고서 등을 제출하지 아니하거나 허위기재를 하는 행위는 과징금의 가산 또는 감액의 대상이 된다. 예를 들면, 과거 5년 이내에 법에 의거 과징금납부명령을 받은 자가 대량보유보고서를 제출하지 아니하거나 허위기재 등을 하는 경우 납부명령을 받는 과징금액은 앞의 첫째 또는 둘째에 의거 산출되는 금액의 1.5배가 된다(금융상품거래법 제185조의 7 제15항). 이에 비하여 과징금의 감액제도는 일정한 위반행위에 대하여 위반자가 조사를 받기 전에 감시위원회에게 보고한 경우, 직전 위반사실과 관련 있는 과징금액을 법률규정에 의거하여 본래 산출한 금액의 반액으로 하는 제도를 말한다(동조 제14항).

4. 三ツ星회사의 사례와 증권감시위원회의 대응

가. 사실의 개요⁶³⁾

三ツ星의 주주인 비상장회사 A, 개인 B 및 B와 간주공동보유자의 관계에 있었던 비상장회사 C는 三ツ星회사가 발행한 주권 등의 보유비율이 5%를 초과하였음에도 불구하고 대량보유보고서를 제출기한까지 제출하지 않았다. 그리고 주권 등의 보유비율 1% 이상의 증감, 그 밖에 대량보유보고서에 기재하여야 할 중요한 사항의 변경⁶⁴⁾이 있었음에도 불구하고 변경보고서를 제출기한까지 제출하지 않았다. 또한 A, B 및 C는 주권 등의 보유비율을 과소 또는 과대하게 기재하는 등 중요한 사항에 대하여 허위기재를 한 변경보고서를 제출하였다[아래 표4].

[표4: A, B, C의 변경보고서 허위기재]

	보고서	제출일	허위기재
A	「변경보고서 No.2」 제목의 변경보고서	2022. 3.15	- 보유주권 등의 수 14만 3,300주를 8만 300주로 기재하고, 주권 보유
B	「변경보고서 No.1」 제목의 변경보고서	2022. 5.18	- 보유주권 등의 수 6만 7,300주를 4만 6,500주로 기재, 주권 등의 보유비율 5.31%를 3.67%로 기재 - 보유주권 등의 총수 9만 2,300주를 7만 1,500주로 기재, 주권 등의 보유비율 7.29%를 5.64%로 기재

62) 池田唯一·三井秀範 외 3인, 앞의 책, 321면.

63) 大阪高法決定 令和 4年 7月 21日(2022. 7. 21), 「資料版商事法務」, 第461号(2022. 08) 153面; 最高裁判所決定 令和 4年 7月 28日(2022. 7. 28), 資料版商事法務 第461号(2022. 08), 147面.

64) 보유목적의 변경 등을 말한다.

	보고서	제출일	허위기재
	「변경보고서 No.2」 제목의 변경보고서	2022. 6.16	- 공동보유자의 보유주권 등의 수 4,400주를 2만 5000주 로 기재, 당해 공동보유자의 주권 등의 보유비율 0.35%를 1.97%로 기재 - 보유주권 등의 총수 7만 1,700주를 9만 2,300주로 기재, 주권 등의 보유비율 5.66%를 7.29%로 기재
C	「변경보고서 No.1」 제목의 변경보고서	2022.5. 18	- 공동보유자의 보유주권 등의 수 6만 7,300주를 4만 6,500주로 기재, 당해 공동보유자의 주권 등의 보유비 율 5.31%를 3.67%로 기재 - 보유주권 등의 총수 9만 2,300주를 7만 1,500주로 기재, 주권 등의 보유비율 7.29%를 5.64%로 기재
	「변경보고서 No.2」 제목의 변경보고서		- 보유주권 등의 수 4,400주를 2만 5000주로 기재, 주권 등의 보유비율 0.35%를 1.97%로 기재 - 보유주권 등의 총수 7만 1,700주를 9만 2,300주로 기재, 주권 등의 보유비율 5.66%를 7.29%로 기재

나. 증권거래등감시위원회의 판단

이 사건과 관련하여 증권거래등감시위원회(이하 ‘증권감시위원회’)는 다음과 같이 판단하였다. 첫째, 三ツ星의 주주인 비상장회사 A, 개인 B 및 B와 간주공동보유자인 비상장회사 C는 三ツ星사가 발행한 주권 등의 보유비율이 5%를 초과하였음에도 불구하고 대량보유보고서를 제출기한까지 제출하지 아니하였다.

둘째, 주권 등의 보유비율이 1% 이상 증가·감소 그 밖에 대량보유보고서에 기재하여야 할 중요한 사항의 변경(보유목적의 변경 등)이 있었음에도 불구하고 변경보고서를 제출기한까지 제출하지 아니하였다.

셋째, A, B 및 C는 주권 등의 보유비율을 감소 또는 과대하게 기재하는 등 중요한 사항에 대하여 허위의 기재가 있는 변경신고서를 제출하였다. 이는 위법행위이다.

다. 증권거래감시위원회의 대응 및 영향

三ツ星회사 사례에 대하여 증권거래감시위원회는 대량보유보고서 및 변경보고서를 제출하지 아니한 자들에게 과징금납부명령을 권고하였다, 이는 첫 번째 사례이었다.

한편 三ツ星회사 사례의 사실관계와 증권거래감시위원회의 대응은 기술한 2024년 5월 금융상품거래법 개정시 공동보유자의 범위를 넓히는데 영향을 미쳤다.

IV. 영국과 독일의 제도

1. 영국

가. 관련규정

(1) 영업행위감독청(FCA)의 규정

(가) 공시대상보유비율 및 보고서 제출기한

의결권 있는 주식의 대량보유정보의 공시에 관하여, 영국은 2000년 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA 2000) 제89A조 이하와 영업행위감독청(Financial Conduct Authority, FCA)의 「공시지침 및 투명성규칙」(the Disclosure Guidance and Transparency, DTR) 제5장⁶⁵⁾에서 규정하고 있다. 그 가운데 2000년 금융서비스시장법은 영업행위감독청이 위임규정을 제정할 수 있다는 규정 및 위반행위에 대한 제재규정으로 구성되어 있다(후술).

따라서 DTR 제5장이 규제시장(regulated market)거래를 규율하는 중심법제라고 할 수 있다.⁶⁶⁾ 현재의 규정은 2009년 6월 1일에 개정되었다. 이를 살펴보면, 영국의 규제시장에 주식을 상장하고 있는 회사의 주주 등은 ① 직접보유·간접보유(direct or indirect holding)를 불문하고 원칙적으로 발행주식의 의결권 3%를 초과하여 취득하거나 3% 이하로 하락하도록 처분하는 경우, 그리고 ② 3%를 초과하여 보유하는 경우는 의결권비율이 100%에 도달할 때까지 1%씩 오르고 내릴 때 마다, 그리고 3%를 하회할 때까지 소정의 소유자정보를 발행회사와 영업행위감독청(FCA)에 보고하여야 한다(DTR 5.1.2, 5.2.5.3). 발행인이 영국회사가 아닌(non-UK issuer) 경우는 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% 및 75%의 임계값을 기준으로 보고하여야 한다(DTR 5.1.2). 보고기간은 발행인이 영국회사가 아닌(non-UK issuer) 경우는 4거래일 이내, 그 밖에 영국회사를 포함하여 모든 회사는 2거래일 이내이다(DTR 5.8.3.). 그리고 '그 밖의 경우'에는 2006년 회사법 제4조 제2항에 의한 공개회사(public company) 및 영국에서 설립되어 주된 사업소(principal place of business)가 영국에 있는 회사를 포함한다(DTR 5.1.1(1)(2)).⁶⁷⁾

65) DTR 5 Vote Holder and Issuer Notification Rules <<https://handbook.fca.org.uk/handbook/dtr5>> (2025. 10. 1. 최종방문).

66) Paul L. Davies·Sarah Worthington·Christopher Hare, *Principles of Modern Company Law*, 11th ed., 2021, p.971.

67) Ibid.

또한 주식 등의 대량보유자가 공시내용의 세부내역을 변경하는 경우에는 그 내역을 보고하여야 한다(DTR 5.1.2(2)).

한편 발행회사는 의결권총수와 종류주식별(class of share) 의결권 있는 주식 수 등의 증감현황을 월별로(each calendar month) 그리고 자기주식(held by it in treasury)의 취득으로 이러한 수치에 변동이 있는 때에는 지체 없이 공시하여야 한다(DTR 5.6.1·5.6.1A·5.6.1R). 이 규정은 영국의 모든 상장회사⁶⁸⁾에게 적용된다.

(나) 직접보유 · 간접보유

영국의 경우 소정의 보유자정보에 관한 통지가 직접보유·간접보유를 불문하고 요구되는 것은 수익적 이해관계(beneficial interests)를 공시하게 하기 위함이다. 예를 들어, 명의자(a nominee)가 제3자를 위하여 의결권 있는 주식을 보유하는 때에는 그 제3자가 의결권 있는 주식을 간접보유(Indirect Holdings)하는 것이 된다. 이때 중요한 점은 의결권행사의 지배(의사결정권)인데, 명의자가 의결권행사를 결정하는 때는 명의자가 직접보유자로 간주되는데 비하여, 명의자가 수익적 보유자(beneficial owner)의 지시에 따른 행위만을 하는 때는 수익적 보유자가 공시에 이해를 갖는 자로 간주된다. 마찬가지로 연기금 등의 기관투자자는 자산보관자(custodian)에게 주식의 법적 권리(the legal title)를 부여하는 것이 일반적인데, 투자포트폴리오(investment portfolio)의 관리는 운용전문인력(Fund Manager) 등에게 외부위탁을 한다. 그리하여 그 주식에 대하여 공시하여야 할 이해관계를 갖는 자가 누구인지의 여부는 의결권행사를 결정하는 자의 판단에 따르게 된다.⁶⁹⁾

통상 자산보관자는 지시에 따라 의결권을 행사할 뿐이므로 공시의 대상이 아니다. 반면, 운용전문인력과 기관투자자의 관계에서는 운용전문인력이 직접 지시를 하든지 아니면, 기관투자자의 요구에 의거 운용전문인력이 지시를 하는지에 따라 다르게 된다. 주식을 간접보유하는 때는 보유비율과 기준을 초과한 날에 더하여 주식의 간접적인 보유에 관한 상세한 내용도 공시하여야 한다.⁷⁰⁾ 예를 들면, 지시에 따라서만 의결권을 행사하는 명의자주주가 주식을 보유하는 경우, 명의자는 공시하여야 할 이해관계가 없더라도 공시를 하는 때에는 명의자의 명칭 등을 밝혀야 한다(DTR 5.8.1(4)).⁷¹⁾ 그리고 영국의 상장회사(발행인)는 규제시장(regulated market)에서 거래가 허가된 주식과 관련한 통지를 수령하는 즉시, 아니면 늦어도 통지수령 후의 거래일이 종료되기 전에 통지에 포함된 모든 정보를 일반에게 공시하여야 한다(DTR 5.8.12(1)). 다만, 발행인이 영국회사가 아니며(non-UK issuer), 그리고 지정된 시장(prescribed

68) 런던증권거래소시장과 대체투자시장(Alternative Investment Market, AIM)을 포함한다.

69) Paul L. Davies·Sarah Worthington·Christopher Hare, op. cit., pp.972~973

70) Ibid.

71) L. Gullifer·J. Payne, *Corporate Finance Law*, 3rd ed. 2020, p.577.

market)⁷²⁾에서 거래가 허가된 주식을 보유한 그 밖의 발행인은 통지를 수령하는 즉시, 아니면 늦어도 통지 수령 후의 3거래일이 종료되기 전에 통지에 포함된 모든 정보를 일반에게 공시하여야 한다(DTR 5.8.12(2))

(2) DTR 제5장에 의거한 발행인 이외에 2006년 회사법상 관련규정

영국의 대량보유공시제도는 기본적으로 DTR 제5장에 의거 규율된다. 다만, 2006년 회사법은 그 밖에 주식이 거래되는 기업(traded company, 거래기업)에게 주주정보 제공의무를 부담시키고 있다(동법 제853G). 관련내용은 확인서(confirmation statement)에 기재하여야 한다. 여기서의 거래기업은 확인 기간 중 언제든지 해당 주식이 관련 시장 또는 영국 외부의 다른 시장에서 거래에 허용된 주식이었던 기업을 말한다. 다만, DTR 제5장의 발행인은 포함되지 아니한다(동조 제2항·제3항).

확인서는 2015년 제정되어 2016년 4월부터 시행되고 있는 「소규모사업, 기업 및 고용법」(the Small Business, Enterprise and Employment Act, 2015)상의 확인서라고 생각된다. 동법은 규제시장 이외의 시장에서 거래되는 모든 기업에게 '회사의 중요한 지배권자의 명부'(Register of People with Significant Control over the Company, PSC명부)를 연간단위로 작성·비치의무를 부과하고 있다(2006년 회사법 Part 21A·Schedule 1A 참조).⁷³⁾ PSC명부제도는 주식 대량보유정보를 공시하도록 하여 영국에서 설립된 회사를 소유 또는 지배하는 자의 정보에 관한 투명성을 높임으로써 탈세와 테러자금의 조달을 억지하고, 자금세탁(money laundering) 조사를 쉽게 하며, 투자자에게 유용한 정보를 제공하는데 그 취지가 있다.

이와 같은 영국법의 흐름에 따라 2006년 회사법 제853G의 확인서도 연차확인서(annual confirmation)라고 할 수 있다. 그리하여 거래기업은 2006년 회사법에 의거 모든 종류의 발행 주식을 5% 이상을 보유한 각각의 주주와 관련하여 주주명부에 기재된 바 그대로 성명, 주소 및 보유주식의 종류별 수량을 기재한 연차확인서를 제출함과 동시에 등기소에도 제출하여야 한다(2006년 회사법 제853G조 제1항·제6항·제4항).

나. 규제의 취지 및 목적

미국과 일본의 경우와 비교하여 영국의 경우는 대량보유보고비율 및 보고서 제출기한이 매우 짧다. 그 취지는 다음과 같다. 즉, ① 내부자거래(insider trading)의 방지, ② 회사와 주주의

72) 이는 규제되지 않는 시장(but not a regulated market)을 의미한다.

73) John Birds·Daniel Attenborough외 4인, *Boyle & Bircks' Company Law*, 10th ed., 2019, p.390 이하; Brenda Hannigan, *Company Law*, 7th ed., 2024, p.404 이하; Paul L. Davies·Sarah Worthington·Christopher Hare, op. cit., pp.512~515, 969.

이익보호 및, ③ 일반대중의 보호 등이 그에 해당한다. 이를 분설하면 다음과 같다. 첫째, 내부자거래의 방지와 관련하여서는 주식의 대량보유 후 이를 신속하게 공시를 하지 아니하면, 보유자, 발행인은 물론 이를 추종하는 투자자들이 그 정보를 이용하여 내부자거래를 할 수 있다고 한다. 그리고 이러한 행위는 시장조작으로 이어질 수 있다고 한다.⁷⁴⁾

둘째, 회사와 주주의 이익보호와 관련하여서는 1980년 통상성(Department of Trade)의 설명이 주목된다. 당시 통상성은 ‘회사, 주주 및 넓은 의미에서의 일반대중(the public at large)은 ① 기존 주주 및 회사와 거래하는 자들이 스스로의 이익을 보호하고, 또 ② 회사의 업무수행에 영향을 미치거나, ③ 회사를 지배하는 지위에 있는 자에 관한 불확실성으로 인하여 이익이 침해되지 않도록 의결권 있는 주식의 대량취득·보유(acquisition of significant holdings in its voting shares)에 관한 정보를 신속하게 알 권리를 가져야 한다.’고 하였다.⁷⁵⁾ 통상성의 설명은 주주에 관한 이해관계의 공시(disclosure of interest in shares)와 관련하여, 회사에서 영향력이 있는 지위를 확보하려는 자를 알 수 있도록 함으로써 회사의 경영자와 주주를 보호하려고 하고 있다. 회사의 현재 또는 잠재적인 지배관계를 공시하도록 하고 있기 때문이다. 그리고 ④ 무의결권주식의 보유자가 공시의 대상이 되지 아니한다는 점과, ⑤ 명의자가 주식을 보유하고 있는 경우에 공시되어야 할 이해관계를 갖는 자라고 함은 당해 주식에 대한 법적 권리를 갖는 자인지 혹은 수익적 소유자인지를 불문하고, 의결권행사의 결정권을 갖는 자로 하고 있다.⁷⁶⁾ 이러한 점에서 공시제도를 잠재적인 공개매수(Takeover Bids, TOB)의 조기경보장치(early-earning device)라고도 한다.⁷⁷⁾

셋째, 일반대중의 보호와 관련하여서는 위의 통상성의 설명에도 언급되어 있다. 일반대중에 대한 공시(public disclosure)는 ‘시장의 투명성’(market transparency)과 결부되어 있다. 그러므로 이 목적을 달성하고자 하는 경우, 회사에 중요한 이해관계를 갖는 자가 누구인지 또는 누가 될지에 관하여 공시를 하는 것은 회사가치에 대한 시장의 평가에 중요한 요소가 된다.⁷⁸⁾

이러한 점에서 통상성의 설명은 두 가지의 서로 상반된 취지와 목표를 상정하고 있다. 이 때문에 공시규제가 주주에게 초점(shareholder-focused)을 맞출지 아니면 시장에 초점(market-focused)을 맞출지에 관한 문제점이 남게 된다. 영국의 경우는 현재와 향후 규제의 주된 관심은 시장에 초점을 맞추고 있다. 그 이유는 시장에 초점을 맞추어 공시를 하면, 투자여부를 결정하는 때 투자자의 입장에서는 가능한 한 회사의 전체상(as full picture of the company as possible)을 알 수 있으므로, 이 정보가 유용하다고 보기 때문이다.⁷⁹⁾

74) L. Gullifer·J. Payne, op. cit., p.577; Davies·Sarah Worthington·Christopher Hare, op. cit., pp.969. 1090~1096.

75) Department of Trade, “Disclosure of Interests in Shares”, 1980, p.2; Davies·Sarah Worthington·Christopher Hare, op. cit., p.969.

76) L. Gullifer·J. Payne, op. cit., p.577.

77) Davies·Sarah Worthington·Christopher Hare, op. cit., p.969.

78) Ibid..

다. 대량보유보고 위반행위에 대한 제재

영국은 대량보유보고 위반행위에 대한 제재규정을 마련하여 제도의 실효성을 확보하고 있다. 그 내용을 살펴보면 다음과 같다.

(1) 제재금의 부과

영업행위감독청(FCA)은 주주가 투명성법제조항(provision of qualifying transparency legislation)⁸⁰⁾을 위반하였다고 판단하는 경우에는 금전적인 벌금(monetary penalties)을 부과할 수 있다(2000년 금융서비스시장법 제91조(1B)(i)).⁸¹⁾ 이때 영업행위감독청은 회사의 이사이었던 다른 자가 그 위반행위에 고의로 관여하였다고 판단되면, 적절하게 벌금을 부과할 수 있다(동조(2)).

(2) 비난성명의 공표(publish a statement censuring)

영업행위감독청은 주주에게 벌금을 부과할 수 있는 때, 이에 갈음하여 위반사실에 관한 비난성명을 공표할 수 있다(동법 제91조(3)).⁸²⁾ 이와 같은 공개비난은 주식의 대량보유자의 평판에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다.⁸³⁾

(3) 증권거래의 금지명령(Power to prohibit trading of securities)

영업행위감독청은 발행인의 의결권보유자(voteholder of an issuer)가 투명성규칙(의무)⁸⁴⁾에 위반했다고 의심할 만한 한 합리적인 근거가 있는 때에는 다음과 같은 조치를 취할 수 있다(동법 제89L조 제3항). 즉, ① 해당 증권의 거래를 금지하거나(a호), ② 발행인의 증권이 거래되는 시장운영자에게 증권거래를 금지하도록 요구할 수 있다(b호).

(4) 법원의 의결권행사 정지명령(Voting rights suspension orders)

79) L. Gullifer·J. Payne, op. cit., p.577.

80) 따라서 이 글에서 소개하고 있는 하위규정인 DTR의 조항도 포함된다.

81) John Armour·Dan Awrey외 6인, *Principles of Financial Regulation*, 2016, p.179; Michael Blair QC·George Walker·Robert Purves, *Financial Services Law*, 2009.

82) Alastair Hudson, *The law of Finance*, 2013, p.1096.

83) John Armour·Dan Awrey외 6인, op. cit., pp.179. 589~594.

84) 정확히는 투명성의무(transparency obligation)인데, 이는 위에서 소개한 투명성법제에 따른 의무를 말한다(2000년 금융서비스시장법 제89L조 제5항).

(가) 명령사유

영국은 주식의 대량보유보고제도에 위반행위자에 대한 의결권행사 정지명령제도를 두고 있다(2000년 금융서비스시장법 제89NA조 제1항내지 제3항). 그리하여 법원은 영업행위감독청의 청구에 따라 주주가 ① 청구서에 명시된 주식 또는 규제시장(regulated market)에서 거래되고 있는 동일 회사의 다른 주식과 관련하여 하나 이상의 투명성규칙조항을 위반한 경우(a호), 그리고 ② 중대한 위반행위를 하고 있는 경우(b호)는 그 주주에게 의결권행사를 정지할 것을 명령할 수 있다(동조 제3항). 여기서의 정지명령은 해당 명령과 관련된 주식의 의결권행사를 정지하는 명령을 뜻한다(동조 제3항).

(나) 명령시 고려사항

법원이 의결권행사 정지명령을 내릴 때에는 다음과 같은 사항을 고려하여야 한다(동조 제4항). 즉, ① 그 위반행위의 고의성 또는 반복성(a호), ② 위반행위의 시정에 소요되는 시간(b호), ③ 영업행위감독청의 경고 또는 준수요구를 무시했는지 여부(c호), ④ 위반행위와 관련된 주식 보유규모(d호), ⑤ 위반행위가 영국 금융시스템의 건전성에 미치는 영향(e호), ⑥ 위반행위가 대상회사의 합병 또는 공개매수에 미치는 영향(f호) 등을 고려하여야 한다.

(다) 정지대상 주식, 기간 및 효력발생시점

법원의 의결권행사 정지명령은 영업행위감독청의 청구와 관련된 일부 주식 또는 모든 주식에 대해 내려질 수 있다(동조 제5항). 그 기간은 일정기간 또는 무기한으로 할 수 있는 등 제한이 없다(동조 제6항). 그리고 그 명령은 ① 명령에 명시된 날짜(a호), 또는 ② 날짜가 명시되지 않은 경우에는 명령이 내려진 시점(b호)부터 효력이 발생한다(동조 제7항).

(라) 변경명령의 청구

의결권행사 정지명령이 내려진 경우 영업행위감독청, 그 명령의 적용대상자 또는 해당 주식 발행회사는 ① 명령의 효력이 발생하는 기간 또는 효력이 발생하는 주식을 변경하기 위한 명령의 변경(a호), 또는 ② 명령의 해제(b호)를 법원에 청구할 수 있다.

2. 독일

가. 서

독일의 경우 주식보유에 관한 통지·공고의무제도는 현재 시행되고 있는 1965년 9월 6일의

주식법(Aktengesetz)에서 최초로 도입되었다(동법 제20조 제1항·제4항·제6항 등, 제160조 제1항 제8호).⁸⁵⁾ 그리고 주권 등의 대량보유보고에 관한 규정은 1994년 7월 26일 제정된 유가증권거래법(Gesetz über den Wertpapierhandel, 이하 'WpHG')에서 도입되었다. 1965년 주식법상의 통지·공고의무제도는 개별 회사간에 발생하는 것으로서 우리 회사법상 10% 초과 주식취득시의 통지의무(상법 제342조의 3)와 유사하다. 그리고 자본시장법 제147조와 같이 국가경제발전을 위한 주식 등의 대량보유보고규정은 WpHG를 통하여 규율하고 있다.

따라서 이 글에서는 주식의 대량보유보고에 관한 독일의 WpHG의 주요 규정을 중심으로 살펴보고자 한다.⁸⁶⁾

나. 보고대상비율

WpHG상 독일을 본국으로 하는 발행인에 대한 의결권의 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% 또는 75% 등의 각각의 단위에 도달, 초과 또는 (도달 후)하회하는 경우 해당자(보고의무자)는 이를 발행인과 금융감독청((Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)에게 지체 없이, 늦어도 4영업일 이내에 보고하여야 한다(동법 제33조 제1항). 그리고 주식상장시 발행인의 의결권의 3% 이상을 보유한 자도 발행인과 금융감독청에 보고하여야 한다(동조 제2항). 여기서 '독일을 본국으로 하는 발행인'은 유가증권이 독일 국내 또는 EU경제공동체 회원국에서 조직화된 시장(organized market)에서 거래를 하는 자인지의 여부가 기준이 된다(동조 제4항, 제40조 제1항 참조).

나아가 의결권총수의 변경으로 인하여 보고기준에 해당하는 때에는 보고의무자가 이를 알게 된 즉시, 늦어도 2영업일 이내에 발행회사와 금융감독청에 보고하여야 한다. 그리고 주식에 탁증서의 경우에는 증서소지자가 보고의무를 부담한다(동조 제1항 후단·제41조 제1항).

한편, 독일 내 발행인의 의결권의 수가 증가하거나 감소하는 경우, 해당 발행인은 의결권총수와 그 증가 또는 감소사실을 지체 없이, 늦어도 2영업일 이내에 공시하여야 한다. 동시에 해당 발행인은 금융감독청(BaFin)에 공시 사실을 알려야 한다(동법 제41조 제1항).

다. 보고사항

WpHG에 의하면, 대량보유보고사항은 의결권의 수가 위에서 기술한 각각의 보유비율 단위에 도달, 초과 또는 하회하였다는 사실이다. 그리고 그 상세한 내용과 방식에 대하여는 재무부(Federal Ministry of Finance)의 명령으로 정하고 있다. 이에 따라 재무부는 연방상원의 동의

85) 이 조항들에 대하여는 이형규역, 「독일주식법」, 법무부, 2024, 23면 이하, 297면 참조

86) 독일의 WpHG의 주요 규정은 1998년 9월 9일 공포된 영문판 증권거래법(German Securities Trading Act)에서 검색하였다 <file:///C:/Users/user/Downloads/dl_wphg_en.pdf> (2026. 2. 20. 최종방문).

를 요하지 않는 범위 내에서 보고의 내용, 성격, 언어, 범위 및 형식에 관하여 상세한 요건을 명시할 수 있다. 그리고 재무부는 보고의 성격 및 형식, 특히 전자절차의 사용 등에 관한 사항을 금융감독청에 위임할 수 있다(동법 제33조 제5항).

이에 따라 그 서식에는 발행인에 관한 사항, 보고의무자에 관한 사항(성명, 생년월일, 상호, 등록국가, 지배상의 관계 등), 보고이유(의결권 있는 주식의 취득, 양도 등), 각각의 보유비율단위에 저축된 일자, 의결권의 상황 등을 기재하는欄을 두고 있다. 그리고 주식의 보유목적은 보고하는 때에는 10%가 기준이 된다. 그리하여 주식의 보고의무자가 의결권의 10% 또는 그 이상의 각각의 단위기준에 도달하거나 초과하는 경우 독일을 본국으로 하는 발행인에게 주식 매수의 목적과 매수자금의 출처를 알려야 한다.

주식매수목적은 변경한 경우도 마찬가지이다. 매수목적과 관련하여 보고의무자는 ① 매수행위가 발행인의 전략적 목표의 달성 또는 거래상의 이익창출에 기여하는지, ② 향후 12개월 이내에 매수 또는 그 밖의 방법으로 의결권을 추가로 취득할 계획인지, ③ 발행인의 업무, 관리 및 감사기관 구성원의 임명 또는 해임에 영향력을 행사할 의도인지, ④ 자본과 부채비율 및 배당정책과 관련하여 회사의 자본구조에 중대한 변화를 발생시킬 의도인지의 여부를 기재하여야 한다(동법 제43조 제1항). 발행인은 이 사실을 보고 수령 후 3영업일 이내에 공시하여야 한다(동법 제43조 제1항·제40조 제1항).

라. 타인에게 귀속하는 주식에서 발생하는 의결권의 산입(공동행위자로서 합산되는 경우)

(1) 보고의무자 또는 그 자회사의 경우

WpHG는 자회사의 의결권보유 보고의무와 관련하여 ① 보고의무자의 자회사에 귀속하는 주식에서 발생하는 의결권, 즉 자회사에게 산입되는 의결권, ② 보고의무자 또는 보고의무자의 자회사의 계산으로 제3자에게 귀속하는 주식에서 발생하는 의결권, ③ 보고의무자 또는 보고의무자 자회사의 의사표시로 취득할 수 있는 주식에서 발생하는 의결권에 대하여도 보고의무자의 의결권과 동일시하고 있다(동법 제34조 제1항). 그리고 여기서의 자회사란 ㉠ 상법(Handelsgesetzbuch, HGB) 제290조에 의거 자회사로 간주되는 사업체, 또는 ㉡ 법적 형태나 등록사무소와 관계없이 지배적 영향력의 행사대상이 되는 사업체 말한다(동법 제35조 제1항). 따라서 의결권의 과반수가 다른 기업에 귀속되는 경우를 생각할 수 있다(독일주식법 제17조 제1항·제2항 참조).⁸⁷⁾

(2) 보고의무자 또는 그 자회사와 합의나 그 밖의 방법을 사용하는 경우

87) 이형규역, 앞의 책, 21면 참조.

WpHG는 ① 보고의무자 또는 그 자회사와 ‘합의 또는 그 밖의 방법’으로 발행인의 행위에 대하여 협조하는 제3자의 의결권을 보고의무자의 의결권에 산입하고 있다(동법 제34조 제2항). ‘행위에 대하여 협조’한다는 것은 보고의무자 또는 자회사와 제3자가 의결권의 행사에 대하여 소통하거나 발행인의 사업방침에 지속적이고 중대한 변경을 가할 목적이나 그 밖의 방법으로 협력한다는 의미이다(동법 제2문). 다만, 개별사항에 대한 협조는 제외한다.

마. 대량보유보고 위반행위에 대한 제재

(1) 제재금의 부과

대량보유보고의무를 고의 또는 과실로 인하여 위반한 경우에는 벌금이 부과된다(WpHG 제120조 제2항 제2호(d)). 벌금은 200만 유로를 상한선으로 한다(동법 제120조 제17항 제1문). 법인 또는 단체에 대해서는 제1문의 벌금 외에 더 많은 벌금이 부과될 수 있다. 그리하여 ① 1,000만 유로, 또는 ② 이전 사업연도에 달성한 총매출액의 5% 중 더 높은 벌금을 부과할 수 있다(동항 제2문). 나아가 앞의 제1문 및 제2문에 명시된 금액을 초과하는 대량보유보고의무 위반행위에 대하여는 그로 인하여 발생한 경제적 이익의 최대 2배까지 벌금을 부과할 수 있다. 경제적 이익에는 실현된 이익과 회피된 손실이 포함되거나 추정될 수 있다(동항 제3문).

(2) 질서위반법상 이익의 몰수

(가) 질서위반법의 의의 및 기능

독일의 질서위반에 관한 법률, 약칭 질서위반법(Gesetz über Ordnungswidrigkeiten: OWiG)은 우리나라의 경범죄처벌법과 유사한 법률이다. 독일의 질서위반법은 형법과 행정법 사이에 존재하는 법률로 간주되기 때문에 행정형법으로 분류된다. 그러나 우리나라의 경범죄처벌법과는 달리 독일의 질서위반법은 다른 법률에서 질서위반금을 규정하고 있는 행위 또는 질서위반법 제3편에서 독립적으로 규정하고 있는 개별적인 행위들이 질서위반행위로 인정되면 질서위반금이 부과된다.⁸⁸⁾

(나) 경제적 이익의 몰수

독일의 질서위반법상 행위자가 자기 자신 또는 제3자를 위하여 벌금형에 처할 수 있는 행위를 하거나 그 행위로 무언가를 취득하였지만 벌금이 부과되지 아니한 경우, 취득한 물건의 가액에 상당하는 금액까지 몰수하도록 명령할 수 있다. 만약 행위자에 대한 질서위반금부과를

88) 이재일, “독일의 질서위반법”, 『한국법제연구원 맞춤형법제정보』, Vol.8(2008. 10. 17), 13면.

위한 절차가 개시되지 않거나 또는 중지된 경우에도 몰수만을 단독으로 명령할 수 있다(동법 제29a조).⁸⁹⁾ 다만, 질서위반법 제29a조에 의해서 경제적 이익이 몰수되는 때에는 법인 또는 기타 단체에 대한 별도의 질서위반금은 부과되지 아니한다.⁹⁰⁾

따라서 대량보유보고의무 위반행위로 인하여 보고의무자가 취득한 경제적 이익은 질서위반법에 의거 몰수의 대상이 된다고 할 수 있다.

(3) 권리상실

(가) 관련규정

WpHG는 대량보유보고의무 위반자에게 주식에서 발생하는 권리의 상실(Rechtsverlust) 규정을 두고 있다(동법 제44조). 이를 구체적으로 보면, '보고의무자가 소유한 주식 또는 동법 제34조에 따라 보고의무자에게 의결권이 귀속된 주식(즉, 보고의무자에게 의결권이 산입된 주식)에서 발생하는 권리는 동법 제33조 제1항 또는 제2항에 의거한 보고의무를 이행하지 아니하는 기간 동안에는 존재하지 아니한다.'고 규정하고 있다(동법 제44조 제1항 제1문)

(나) 권리상실대상이 되는 권리

권리상실의 대상이 되는 권리는 주식법상의 보고의무와 동일하다고 할 수 있다. 따라서 의결권 이외의 이익배당청구권 및 잔여재산분배청구권을 포함하는 권리도 상실된다(WpHG 제44조 제2항 반대해석). 다만, 이익배당청구권 및 잔여재산분배청구권의 경우는 보고의무위반행위에 고의가 없고 동시에 그 이후에 의무가 이행되면, 상실되지 아니한다(동조 동항).

(다) 권리상실의 대상이 되는 주식

2015년 WpHG의 개정 이후, 산입조항(WpHG 제34조 제1항·제2항)에 의거하여 보고의무자의 의결권으로 산입되는 모든 주식도 대량보유보고의무에 위반하고 있는 기간 동안에는 권리상실의 대상이 된다.

(라) 권리상실기간

주식에서 발생하는 권리가 상실되는 기간은 보고의무를 위반한 시점부터 의무를 이행한 시점까지이다. 그러나 이 기간은 고의 또는 중과실로 인하여 '의결권비율'에 관한 보고의무를 위반한 때는 보고의무의 이행 후 추가로 6개월 연장된다. 이른바 '사후효가 있는 권리상실'을 인

89) 이재일, 위의 문헌, 20면.

90) 이재일, 위의 문헌, 18면.

정하고 있는 것이다. 이 가운데 ‘의결권비율’과 관련하여서는 예컨대, 9%의 의결권 비율을 4%로 보고한 경우를 들 수 있다. 그리고 각 보유단위비율에 관한 규정(WpHG 제33조 제1항·제2항)에 저촉됨에도 불구하고 보고를 거의 하지 않는 경우도 해당된다(동법 제44조 제1항).

그러나 ① 보고의무위반이 사전의 부정확한 보고와 실제 의결권 비율의 차가 실제의 의결권 비율의 10% 미만⁹¹⁾이고, 동시에 ② 각 보유단위비율에 도달, 초과 또는 하회에 대한 보고를 해태하지 아니한 경우에는 6개월 연장규정은 적용되지 않는다(동조 제1항 제3문).

한편 ‘사후효가 있는 권리상실’이 발생한 경우 추후보완 또는 정정을 하는 때에는 장래를 향한 권리상실은 종료한다. 추후보완·정정에는 금융감독청의 명령(동법 제6조 제2항 제3문), 대체조치, 또는 직접 강제 방식(동법 제6조 제14항)도 포함된다.

(마) 객관적 요건

WpHG상 권리상실의 객관적 요건은 동법 제33조 제1항과 제2항에 따른 대량보유보고의무의 불이행이다(동법 제44조 제1항). 따라서 보고를 완전히 해태한 경우는 물론, 그 밖에 불완전 내지는 부실보고서를 제출한 경우도 포함된다.

(4) 위반사실 등의 공표

독일의 금융감독청은 대량보유보고의무위반의 사실 및 이에 대한 조치를 보고의무자에 관한 정보와 함께 인터넷사이트에 지체 없이 공표하여야 한다(WpHG 제124조). 다만, ① 개인정보의 공개가 과도할 경우, ② 공표가 금융시스템의 안정성을 심각하게 위협할 경우, ③ 공표가 진행 중인 조사를 심각하게 위협할 경우, 또는 ④ 공표가 관련자에게 과도할 정도의 피해를 초래할 때에는 개인정보를 공개하지 아니하거나 공표를 연기하여야 한다(동조 제3항).

V. 입법적 개선방안

1. 서

비교법적인 검토 결과, 우리나라의 보유지분변동 공시제도에 관한 법령은 비교적 느슨하다. 즉, 자본시장은 금융선진국과 같이 거의 완전개방 되었음에도 불구하고 그 부작용에 관한 대응책은 미미한 실정이다. 이러한 문제인식을 토대로 우리 자본시장법상 시급한 개선방안을 제

91) 예를 들어, 실제 의결권 비율의 합이 29%인데, 27%로 보고한 경우를 들 수 있다.

시하면 다음과 같다.⁹²⁾

2. 보고대상기준 5% 재검토 및 비율인하

자본시장법상 주식 등의 보유지분변동 공시제도의 기준 비율은 5%이다(동법 제147조 제1항). 이는 미국의 1968년 William Act 및 1934년 증권거래법에서 5%를 제시하였고, 이를 참조하여 일본과 우리나라도 5%를 보유지분변동 보고기준을 5%로 설정하였기 때문이다.

그러나 5%라는 기준은 다음과 같은 이유에서 재검토한 후 그 비율을 인하하여야 한다. 첫째, 이 글에서 살펴본 바와 같이 영국과 독일은 이미 최저보고기준을 3%로 하향하였다(DTR. 5.1.2. WpHG 제33조 제1항).

둘째, 1968년 Williams Act가 제정될 당시 미국의 자본시장은 오늘날과 달리 글로벌한 시장이 아니었고, 인터넷을 활용한 주식거래도 없었기 때문에 전화나 방문거래에 의존하였다. 그 결과 펀드·보험업계·증권업계를 중심으로 한 기관투자자의 보유지분이 많았기 때문에 5%라는 기준이 합리적이라고 판단하였을 것이다. 그러나 오늘날의 주식 등에 관한 거래는 글로벌하게 이루어지고, 누구나 인터넷과 알고리즘(Algorithm)을 활용한 거래를 할 수 있다. 즉, 누구나 전 세계시장을 대상으로 소액투자를 할 수 있는 환경이 조성되어 있다. 그것이 일상화되어 있고, 대체다. 따라서 과거의 대량보유 5%라는 기준은 더 이상 합리성을 갖지 못한다.

셋째, 오늘날과 같은 투자환경에서는 3% 보유자도 대량보유자라고 할 수 있다. 실제로 3%라는 의결권은 경제적으로도 상당한 가치를 갖는다. 또 실제 주주총회의 현장에서도 큰 영향력을 행사하고 있다.

넷째, 상법상 감사 또는 감사위원회의 선(해)임 시에는 대주주의 의결권을 3% 이하로 제한하고 있다. 이사회구성에 변화를 가할 수 있는 집중투표제의 기준은 대규모상장회사의 경우는 1%(제542조의 7), 그 밖의 경우는 3%이다(제382조의 2). 이사·감사청산인에 대한 해임청구권의 일반적 기준도 3%이다. 이는 1% 또는 3% 수준을 보유하게 되면 회사지배에 대한 결정적인 영향력을 행사할 수 있다는 점을 반증하는 규정이다. 이러한 논리선상에서 보유지분변동 공시제도의 기준 5%는 하향 조정되어야 한다.

한편 독일은 주식상장시 발행인의 의결권의 3% 이상을 보유한 자도 발행인과 금융감독청에 보고하여야 하는데(WpHG 제33조 제2항),⁹³⁾ 그 취지는 대량보유보고제도와 같으므로 입법적으로 참조할 만하다.

92) 그렇다고 하여 나머지 개선사항이 없는 것은 아니다. 그 밖의 개선사항에 대하여는 본문의 내용을 참조하여 줄 것을 기대한다. 이 점 양해를 구한다.

93) 상세한 내용은 앞의 IV.2.나의 내용 참조.

3. 보고기한의 단축

가. 자본시장법의 규정 및 특징

자본시장법은 원칙적으로 5% 이상 주식을 취득한 날로부터 5일 이내에 보고서를 제출하도록 하고 있다(동법 제147조 제1항). 그리고 이에 대한 특례로서는 전문투자자를 대상으로 각각의 사유 및 보유목적에 따라 보유·변동이 있었던 ① 분기의 다음 달 10일까지(동법 제147조 제1항, 시행령 제154조 제4항 제1호·제2항 제1호내지 제3호), ② 다음 달 5일 이내에(동법 제147조 제1항, 시행령 제154조 제5항 제1호), ③ 다음 달 10일까지(동법 제147조 제1항, 시행령 제154조 제5항 제2호·제3호, 시행령 제154조 제3항 제1호내지 제3호·제2항 제4호) 보고하도록 명시하고 있다.⁹⁴⁾ 그리고 변경보고서는 5일 이내에 제출하여야 한다(동법 제147조 제4항, 시행령 제155조). 이러한 규정들은 2008년 자본시장법 개정시 주요국의 법제를 참조하여 도입되었다.

그러나 이 글에서 살펴본 바와 같이 비교법적 관점에서 보면, 영국과 독일 등 금융선진국들은 관련 규정들을 대폭 개정하고 있다. 그 핵심 내용은 아래와 같다.

나. 영국과 독일의 입법례

영국의 경우는 보고기간은 발행인이 영국회사가 아닌(non-UK issuer) 경우는 4거래일 이내, 그 밖에 영국회사를 포함하여 모든 회사의 경우는 2거래일 이내이다(DTR 5.8.3.). 그리고 '그 밖의 경우'에는 2006년 회사법 제4조 제2항에 의한 공개회사(public company) 및 영국에서 설립되어 주된 사업소(principal place of business)가 영국에 있는 회사를 포함한다(DTR 5.1.1(1)(2)).⁹⁵⁾

독일의 경우는 즉시, 적어도 4영업일 이내에 보고하여야 한다. 그리고 주식상장시 발행인의 의결권의 3% 이상을 보유한 자도 마찬가지이다(WpHG 제33조 제1항·제2항).

다. 소결

주요국에서 주식 등의 대량보유보고기한을 단축하고 있는 것은 기술한 바와 같이, 투기적·기회주의적인 매매를 하는 투자자 중에 행동주의 주주들이 주식을 대량으로 취득한다는 미공개 정보를 대량보유보고서의 공표 전에 알고 있는 자가 있는 때에는 그 자의 거래상대방인 일반투자자들의 이익이 훼손되기 때문에 투기적·기회주의적인 매매를 할 수 있는 기간을 가능한 한 단축시키기 위함이다.⁹⁶⁾ 개정 후 17년이 경과한 자본시장법의 규정도 외국의 입법례와

94) 상세한 내용은 김진식·정순섭, 앞의 책, 353면.

95) 상세한 내용은 앞의 IV.1.가의 내용 참조.

같이 합리적으로 조정되어야 한다.

4. 변동비율에 관한 단위기준의 설정 및 보고기한의 재조정

가. 자본시장법의 규정

자본시장법은 주식 등을 5% 이상 보유 한 후 주식 등의 총수에 1% 이상 변동된 경우에는 그 날로부터 5일 이내에 변동내용을 금융위원회와 거래소에 보고하도록 정하고 있다(동법 제147조 제1항). 이는 적대적 M&A에 대하여 발행회사가 대응조치를 강구하는데 유용한 규정이다.⁹⁷⁾ 그러나 비교법적 관점에서 보면, 이 규정은 다음과 같은 점에서 재조정되어야 한다.

나. 일본의 입법례

일본의 경우는 기관투자가에 대하여는 우리와 유사한 ‘특례보고제도’를 두고 있다. 이 제도를 이용하면 기관투자가는 원칙적으로 사전에 정한 월 2회 이상의 기준일별로 대량보유보고서 또는 변경보고서의 제출의무가 있는지의 여부를 판단하여 그 기준일로부터 5영업일 이내에 보고서를 제출하면 된다(금융상품거래법 제27조의 26). 이는 증권회사(제1종 금융상품거래업자), 은행, 보험 등의 기관투자가의 경우는 자금을 운용하기 위하여 일상적으로 주권 등을 매매하기 때문에 사무부담을 완화시켜주기 위한 규정이다. 이 제도에 따라 보고를 하는 자는 대량보유보고서 또는 변경보고서에 관한 기준일 후에 도래하는 설정기준일에 있어서의 주권 등이 앞서 제출한 대량보유보고서 또는 변경보고서에 기재된 주권 등의 보유비율보다 1% 이상 증감한 경우에는 그 후의 기준일로부터 5영업일 이내에 내각총리대신에게 변경보고서를 제출하여야 한다. 그러나 특례보고제도를 이용하는 자일지라도 주권 등의 보유목적이 발행인의 사업활동에 중대한 변경을 가하거나 중대한 영향을 미치는 행위, 이른바 ‘중요제한행위’ 등을 하는 때는 특례보고제도를 이용할 수 없다(동법 제27조의 26 제1항).⁹⁸⁾

한편, 일본이 기관투자가에게 특례보고제도를 두면서도 보고기한을 종래보다 단축하고 보고회수를 월 2회 이상으로 설정한 것은 무라카미 펀드(村上 Fund)가 특례보고제도를 이용하여 일반투자자에게 알려지지 아니한 방식으로 대량보유자가 된 사안⁹⁹⁾ 등과 같이 특정 펀드가 투

96) 상세한 내용은 SEC, “Memorandum of the Staff of the Division of Economic and Risk Analysis, Supplemental Data and Analysis on Certain Economic Effects of Proposed Amendments Regarding the Reporting of Beneficial Ownership”, 2023. 4. 28, <<https://www.sec.gov/comments/s7-06-22/s70622.htm>> (2026. 2. 22. 최종방문).

97) 최준선, 앞의 논문, 278면.

98) 상세한 내용은 앞의 III.3.차의 내용 참조.

99) 니혼방송주식과 한신철도주식의 대량보유자가 된 사안이다(松尾直彦, 앞의 책, 329面.).

자자문업자로서 특례보고제도를 이용하여 갑자기 대주주로서 등장하고 경영에 개입하는 사례가 발생하였고, 이에 대응하여 발행인들이 특례보고제도의 개정을 강하게 요구하였기 때문이다. 또 기업매수 공방이 벌어지는 가운데 특정 펀드에 의한 대상주권의 매매동향이 적시에 공시되지 아니하였기 때문에 일반투자자의 투자판단자료가 부족한 상황이 발생하여 문제되었기 때문이기도 하다.¹⁰⁰⁾

다. 영국과 독일의 입법례

영국의 경우는 ① 직접보유·간접보유(direct or indirect holding)를 불문하고 원칙적으로 발행주식의 의결권의 3%를 초과하여 취득하거나 3% 이하로 하락하도록 처분하는 경우, 그리고 ② 3%를 초과하여 보유하는 경우는 의결권비율이 100%에 도달할 때까지, 그리고 1%씩 오르고 내릴 때 마다, 또 3%를 하회할 때까지 소정의 소유자정보를 발행회사와 영업행위감독청(FCA)에 보고하여야 한다(DTR 5.1.2, 5.2.5.3). 발행인이 영국회사가 아닌(non-UK issuer) 경우는 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% 및 75%의 임계값을 기준으로 보고하여야 한다(DTR 5.1.2).¹⁰¹⁾

독일의 경우는 발행인에 대한 의결권의 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% 또는 75% 등의 각각의 단위에 도달, 초과 또는 (도달 후)하회하는 경우 해당자(보고의무자)는 이를 발행인과 금융감독청(BaFin)에게 지체 없이, 늦어도 4영업일 이내에 보고하여야 한다(WpHG 제33조 제1항). 나아가 의결권총수의 변경으로 인하여 보고기준에 해당하는 때에는 보고의무자가 이를 알게 된 즉시, 늦어도 2영업일 이내에 발행회사와 금융감독청에 보고하여야 한다. 그리고 주식에 탁증서의 경우에는 증서소지자가 보고의무를 부담한다(동조 제1항 후단·제41조 제1항).¹⁰²⁾

라. 소결

외국의 경우는 주식 등의 대량보유에 관한 기준일이나 최저단위비율을 세밀하게 규정하고 있다. 그리고 보고의무자에게 주식 등의 단위비율에 도달, 증감 또는 하회할 때는 보고의무를 부과하고 있다. 일본의 경우는 특례보고제도가 남용될 수 있는 장치도 마련하고 있다.

자본시장법 제147조 제1항 괄호에서는 보유주식 등의 수가 변동되지 아니한 채 1% 이상 변동한 때에는 보고의무를 부담하지 아니한다고 규정하고 있다. 이에 비하여 독일은 우리와 상반된 입장을 취하고 있다. 그것은 예컨대, 발행인이 자본금을 감소시킴으로써 보유주식비율이 5%를 초과하게 되더라도, 5%가 가지는 의미와 지배력은 변하지 않기 때문인 것으로 풀이된다.

100) 상세한 내용은 앞의 III.3.차의 내용 참조.

101) 상세한 내용은 앞의 IV.1.가의 내용 참조.

102) 상세한 내용은 앞의 IV.2.나의 내용 참조.

그리고 자본시장법은 주식예탁증서의 경우 보고의무자에 대한 규정을 두고 있지 않고 있는데, 이 역시 독일과 다르다(WpHG 제33조 제1항 후단·제41조 제1항).

5. 현금결제(청산)형 파생상품증권 등을 보고대상으로 포섭

가. 자본시장법의 규정 및 규제의 필요성

자본시장법은 현금결제형 파생상품증권에 대하여는 대량보유보고대상으로 삼지 않고 있다. 그러나 현금결제형 파생상품증권은 미국과 일본에서 논의되었던 '의결권행사의 부작용, 숨겨진 소유권'(hidden ownership)의 공시제도¹⁰³⁾ 미비의 문제점과 연계된다.¹⁰⁴⁾ 그리하여 외국은 우리나라와는 달리 대량보유보고대상에 포함하고 있다. 이를 약술하면 다음과 같다.

나. 일본의 입법례

일본도 2023년 10월 개정된 미국의 SEC규칙의 영향을 받아 2024년 5월 금융상품거래법을 개정하고, '보유자'의 유형을 새롭게 추가하였다(동법 제27조의 23 제3항 본문). 그 결과 ① 주권 등과 관련 있는 파생상품거래에 관한 권리를 보유하고 있는 자로서, ② 그 파생상품거래의 상대방으로부터 주권 등을 취득할 목적 또는 그 밖에 정령(동법시행령 제14조의 6 제2항)에서 정하는 목적을 갖는 자도 보유자의 범위에 포함하고 있다(동법 제27조의 23 제3항 제3호). 그 결과 기초자산인 주권 등의 수는 '주식 등 보유비율'의 산정시 분자에 가산된다(동항 단서).¹⁰⁵⁾

다. 영국의 입법례

영국은 주식 등의 금융상품을 직접 또는 간접적으로 보유하여 일정비율 이상의 의결권을 보유하고 있거나 보유하고 있는 것으로 간주되는 자에게 대량보유보고의무를 부과하고 있다(DTR 5.1.2, 5.3.1(1)).¹⁰⁶⁾ 여기서 말하는 '금융상품'에는 보유자의 일방적인 의사만으로 의결권 있는 주식을 취득할 수 있는 양도가능증권, 옵션, 선물, 스왑, 선도 및 그 밖의 파생상품이 포함된다(DTR 5.3.2(1)).

라. 소결

103) 상세한 내용은 앞의 III.3.라의 내용 참조.

104) Henry T. C. Hu·Bernard S. Black, op. cit., pp.826, 866; 渡辺宏之, 앞의 논문, 69面; 川島いづみ, 앞의 논문, 23面; 佐藤勤, 앞의 논문, 70~71, 81~89面.

105) 상세한 내용은 앞의 III.3.라의 내용 참조.

106) 상세한 내용은 앞의 IV.1.가의 내용 참조.

외국의 경우 파생상품증권을 대량보유보고의 적용대상으로 삼고 있는 것은 중국적으로 권리를 행사하여야만 '보유'로 보는 것이 아니라, 권리의 중국적인 행사 이전에 그와 같은 권리의 취득 자체도 '보유'로 보고 있기 때문이다. 우리 법원도 같은 취지로 해석하고 있다.¹⁰⁷⁾ 입법론을 단계별로 살펴보면, ① 첫 번째 단계는 대량보유보고대상인 '주식 등'의 정의를 공개매수대상인 주식 등(자본시장법 제133조 제1항)¹⁰⁸⁾과 분리하고, ② 두 번째 단계는 대량보유보고제도에서의 주식 등을 '의결권 있는 주식, 그 밖에 대통령령으로 정하는 금융투자상품'으로 정의한 후(자본시장법 제147조 제1항), ③ 세 번째 단계는 동법시행령 제139조 제2호 다목의 '제1호에 따른 증권이나 가목·나목의 증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권¹⁰⁹⁾'에 해당하는 것을 '제1호에 따른 증권이나 가목·나목의 증권을 기초자산으로 하는 금융투자상품'으로 개정하면 족하다.

이러한 입법론은 복수의 금융기관 등과 파생상품거래를 함으로써 대량보유보고제도에 따른 공시를 하지 않고 수면 밑에서 대량의 포지션을 형성한 후 시기를 보아 한꺼번에 거래를 종료시켜 상대방으로부터 주식을 취득함으로써 갑자기 대주주로서 등장하는 사례를 방지하는 데 효과가 있을 것으로 판단된다,

6. 중요한 변경사항의 재조정

자본시장법은 보고의무자에게 중요한 변경사항에 대한 변경의무규정을 두고 있으나(동법 147조 제4항, 시행령 제155조), 비교법적 관점에서 보면, 그 내용은 보완의 여지가 있다. 본문에서 소개한 대표적인 비교법제로서는 일본의 금융상품거래법 제27조의 25 제1항을 들 수 있다.¹¹⁰⁾ 그리고 금융상품거래법상 기관투자자가에 대한 특례보고제도 중에서 특례보고제도를 이용할 수 없는 '중요제한행위 등'¹¹¹⁾¹¹²⁾도 자본시장법상 중요한 변경사항의 개정시 참조할 수 있다고 본다.

7. 공동보유자의 범위 확대

가. 자본시장법의 규정

107) 대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결.

108) 이 조항에서는 주식 등을 '의결권 있는 주식, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권'으로 정의하고 있다.

109) 권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것만 해당한다.

110) 상세한 내용은 앞의 III.3.아의 내용 참조.

111) 금융상품거래법 제27조의 26 제1항, 시행령 제14조의 8의 2 제1항, 대량보유공시부령 제16조.

112) 상세한 내용은 앞의 III.3.차의 (7) 등의 내용 참조.

자본시장법은 주식 등의 대량보유보고제도에서 보고의무자의 유형 중의 하나인 ‘공동보유자’의 개념을 명시하고 있다(동법 제133조 제3항, 시행령 제141조 제1항). 그 개념의 핵심요소는 ‘합의’이다(동법시행령 제141조 제1항). 그러나 외국에서는 최근 이에 관한 중대한 변경을 하여 공동보유자의 범위를 확대하고 있다. 그 주요 내용은 다음과 같다.

나. 일본의 입법례

일본의 경우는 대량보유보고의무를 부담하는 보고의무자에 대한 일반규정을 두면서(금융상품거래법 제27조의 23 제3항 본문), ‘공동보유자’를 실질적 공동보유자와 간주공동보유자로 구분하고 있다. 이 가운데 실질적 공동보유자인 경우는 우리 자본시장법과 유사하게 ‘합의’를 핵심요소로 한다(동법 제27조의 23 제5항). 이에 비하여 간주공동보유자는 ‘합의가 없더라도’ 다른 보유자의 의결권행사 등에 영향을 미칠 개연성이 높다고 여겨지는 유형을 공동보유자로 간주하는 제도이다(동법 제27조의 23 제6항).¹¹³⁾ 구체적으로는 주로 ‘특별한 관계’를 규율하고 있다. 그리하여 공동보유자의 범위를 넓히고 있다. 이러한 배경에는 三ツ星사건 등이 있었다.¹¹⁴⁾ 다만, 일본은 2024년 5월 금융상품거래법을 개정하여 보유자와 다른 보유자간에 공동으로 의결권을 행사할 것을 합의한 경우일지라도 소정의 요건을 모두 충족하는 때는 공동보유자에 해당하지 아니한다는 특례를 두고 있다(동법 제27조의 23 제5항). 이는 기관투자자와 기업간의 건설적인 대화를 촉진하기 위한 제도이다.¹¹⁵⁾

다. 독일의 입법례

독일의 경우는 ① 보고의무자의 자회사에 귀속하는 주식에서 발생하는 의결권, 즉 자회사에게 산입되는 의결권, ② 보고의무자 또는 보고의무자의 자회사의 계산으로 제3자에게 귀속하는 주식에서 발생하는 의결권, ③ 보고의무자 또는 보고의무자 자회사의 의사표시로 취득할 수 있는 주식에서 발생하는 의결권에 대하여도 보고의무자의 의결권과 동일시하고 있다(WpHG 제34조 제1항). 그리고 ④ 보고의무자 또는 그 자회사와 ‘합의’나 ‘그 밖의 방법을 사용’하는 경우에도 공동보유자로 간주하고 있다(WpHG 제34조 제2항).

라. 소결

일본 및 독일 등 주요국은 종래의 ‘공동보유자’의 변경하여 그 범위를 넓히고 있다. 구체적

113) 飯田秀總, 앞의 책, 196면.

114) 상세한 내용은 앞의 III.4의 내용 참조.

115) 상세한 내용은 앞의 III.3.나.다의 내용 참조.

으로는 공동보유자의 핵심 개념요소인 '합의'라는 법 형식에 얽매이지 않고 그 밖의 방법을 사용하는 경우에도 공동보유자로 간주하고 있다. 영국의 경우도 주식 등 금융상품의 간접보유자도 대량보유보고의무자로 규정하고 있기 때문에(DTR 5.1.2. 5.2·5.2) 그 법적 구속력은 다른 나라와 다를 바 없다.

따라서 자본시장법 역시 공동보유자의 개념을 '합의'라는 법 형식에 구속되기 보다는 유연하게 수정하여 그 적용범위를 넓히고, 규제의 실효성을 거둘 필요성이 있다.

8. 의결권행사 제한규정의 개선

가. 자본시장법의 규정

자본시장법은 2008년에 의결권행사 제한규정을 개정하였다. 그리하여 주식 등의 대량보유보고¹¹⁶⁾를 하지 아니한 자 또는 거짓으로 보고하거나 중요한 사항의 기재를 누락한 자에게 의결권 있는 발행주식총수의 5%를 초과하는 부분 중 위반분에 대하여 그 의결권의 행사를 제한하고 있다(동법 제150조 제1항). 법문에서 알 수 있듯이 의결권행사 제한대상주식은 의결권 있는 발행주식총수의 5%를 초과하는 부분 중 위반분이다.

동법시행령에서는 의결권행사 제한기간을 정하고 있다. 이에 따르면 ① 고의나 중과실로 보고를 하지 아니한 경우 또는 거짓으로 보고하거나 그 기재를 빠뜨린 경우에는 해당 주식 등의 매수 등을 한 날부터 그 보고¹¹⁷⁾를 한 후 6개월이 되는 날까지의 기간, ② 주식 등의 대량보유 상황이나 그 변동·변경내용이 금융위원회와 거래소에 이미 신고되었거나, 정부의 승인·지도·권고 등에 따라 주식 등을 취득하거나 처분하였다는 사실로 인한 착오가 발생하여 보고가 늦어진 경우에는 해당 주식 등의 매수 등을 한 날부터 그 보고를 한 날까지의 기간(동법시행령 제158조) 동안 의결권이 제한된다.

이와 같이 자본시장법은 2008년 법 개정을 통하여 의결권행사 제한과 관련하여 ㉠ 제한대상 주식 및, ㉡ 제한기간을 명시하고 있다.

나. 독일 및 영국의 입법례

자본시장법상 의결권행사 제한규정에 관한 규정 중 의결권행사 제한기간은 독일의 입법례와 흡사하다. 다만, 의결권행사 제한대상주식에 관한 규정은 독일의 경우와 다르다. 독일의 경우는 2008년 우리 자본시장법이 개정된 이후인 2015년 WpHG의 개정을 통하여 보고의무자가

116) 그 정정보고를 포함한다.

117) 그 정정보고를 포함한다. 이하 이 항에서 같다.

대량보유보고의무에 위반하고 있는 기간 동안에는 보고의무자의 의결권으로 산입되는 모든 주식에 대하여 의결권의 행사를 제한하고 있다.¹¹⁸⁾

영국의 경우 법원의 의결권행사 정지명령은 영업행위감독청(FCA)의 청구와 관련된 일부 주식 또는 모든 주식에 대해 내려질 수 있다(2000년 금융서비스시장법 제89NA조 제5항). 그 기간은 일정기간 또는 무기한으로 할 수 있는 등 제한이 없다(동조 제6항).¹¹⁹⁾

다. 소결

자본시장법상 대량보유보고 위반행위에 대한 의결권 제한규정은 2008년 개정 이후 변화가 없다. 이로 인하여 의결권행사 제한규정의 모델국가라고 할 수 있는 독일과 영국법제의 변화를 반영하지 못하고 있다. 입법론으로서 의결권행사 제한대상주식은 독일 및 영국과 같이 보고의무위반자가 보유하고 있는 모든 주식으로 하고, 제한기간은 무기한으로 할 수 있는 방안이 입법취지에 부합할 수 있다고 본다.¹²⁰⁾ 그리고 이와 같은 규정을 신설한 때에는 ① 위반행위의 고의성 또는 반복성, ② 위반행위의 시정에 소요되는 시간, ③ 감독기관의 경고 또는 준수요구를 무시했는지 여부, ④ 위반행위와 관련된 주식보유규모, ⑤ 위반행위가 우리 금융시스템의 건전성에 미치는 영향, ⑥ 위반행위가 대상회사의 합병 또는 공개매수에 미치는 영향 등을 종합적으로 고려하여 운영하여야 한다.

9. 단기간에 대량양도(매도)행위에 대한 보완책

가. 자본시장법의 규정과 보완의 필요성

자본시장법은 주식 등의 대량보유 보고의무자가 단기간에 주식을 대량양도(매도)한 경우에 발생할 수 있는 부작용에 대한 방지규정을 두지 않고 있다. 단기간에 주식을 대량으로 양도한 경우에는 주가에 큰 변동을 야기한다. 양수인은 주권 등을 ‘남을 대신해서 떠맡게’ 되고, 양도인은 주권 등에서 ‘한몫 챙기고 손을 빼는 현상’이 발생하면 급등하던 주가가 급락할 수 있다. 때문에 이러한 사실을 알지 못하는 투자자는 불측의 손해를 입게 된다.

나. 일본의 입법례

일본의 금융상품거래법은 대량보유 보고의무자가 단기간에 주권 등을 대량으로 양도한 경

118) 상세한 내용은 앞의 IV.2.마의 (3)의 내용 참조.

119) 상세한 내용은 앞의 IV.1.다의 (4)의 내용 참조.

120) 同挀 최준선, 앞의 논문, 281면.

우 변경보고서에 '양도의 상대방' 및 '대가'에 관한 사항을 기재하도록 하는 특칙규정을 두고 있다(동법 제27조의 25 제2항, 대량보유공시부령 제10조 제2호 양식). 여기서 말하는 단기간의 대량양도라고 함은 변경보고서에 기재하여야 하는 변경 후의 주권 등의 보유비율이 보고의무 발생일(양도일) 전 60일 사이에서 주권 등의 보유비율 중에서 가장 높은 주권 등의 보유비율의 2분의 1 미만이고, 동시에 그 가장 높은 주권 등의 보유비율에서 5%를 초과하여 감소한 경우를 뜻한다(동법시행령 제14조의 8 제1항).¹²¹⁾

다. 소결

외국에서 발생하고 있는 사례는 이미 우리나라에서도 빈번하게 나타나고 있다. 이는 자본시장에서는 공공연한 비밀이다. 그럼에도 불구하고 우리나라의 판례, 법규 및 감독기관은 이에 대하여 대응책을 마련하지 못하고 있다. 감독기관의 적발 사례도 찾아보기 어렵다. 따라서 보완책이 시급한 상황이다.

10. 투기적·기회주의적인 매매에 대한 규제

투기적·기회주의적인 매매를 하는 투자자 중에 일반적으로는 알려지지 않는 행동주의 주주에 의한 주식의 대량취득이라는 정보를 공시 전에 알고 있는 자가 포함되면, 이러한 투자자들의 거래상대방이 된 일반투자자의 이익은 훼손된다. 그럼에도 불구하고 자본시장법은 별도의 규제를 하지 않고 있다. 이와 관련하여 일본의 금융상품거래법은 행동주의 주주의 주식 대량 취득을 여러 방법을 통하여 알게 된 자에 의한 대상 종목의 매매는 원칙적으로 금지시키고 있다(동법 제167조). 입법적으로 참조할 만하다.

11. 위반행위에 대한 제재의 실효성 확보를 위한 조치 추가

가. 독일의 입법례 및 벌금액의 인상

자본시장법은 대량보유보고 위반행위를 한 자에 대하여는 5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금에 처한다(동법 제444조 제18호). 그러나 이 금액은 독일의 규정과 비교하면 매우 낮다. 독일의 경우, 벌금은 200만 유로를 상한선으로 한다(WpHG 제120조 제17항 제1문). 법인 또는 단체에 대한 벌금 외에 더 많은 벌금이 부과된다. 그리하여 ① 1,000만 유로, 또는 ② 이전 사업연도에 달성한 총매출액의 5% 중 더 높은 벌금을 부과할 수 있다(동항 제2문). 나아가 앞의

121) 상세한 내용은 앞의 III.3.자의 내용 참조.

제1문 및 제2문에 명시된 금액을 초과하는 대량보유보고의무 위반행위에 대하여는 그로 인하여 발생한 경제적 이익의 최대 2배까지 벌금을 부과할 수 있다. 경제적 이익에는 실현된 이익과 회피된 손실이 포함되거나 추정될 수 있다(동항 제3문).¹²²⁾ 따라서 자본시장법의 경우도 벌금액을 인상하여 규제의 실효성을 확보할 필요가 있다.

나. 독일의 입법례 및 경제적 이익의 몰수 및 피드-백(Feed-Back)조치 등

우리나라의 자본시장법이나 경범죄처벌법은 주식 등의 대량보유보고의무 위반행위에 대한 경제적 몰수 규정을 두지 않고 있다. 이에 비하여 독일의 질서위반법(OWiG)에 따르면, 대량보유보고의무 위반행위로 인하여 보고의무자가 취득한 경제적 이익은 질서위반법에 의거 몰수의 대상이 된다고 할 수 있다. 다만, 질서위반법 제29a조에 의해서 경제적 이익이 몰수되는 경우에는 법인 또는 기타 단체에 대한 질서위반금은 별도로 부과되지 아니한다.¹²³⁾

이러한 외국의 입법례와 제도운영은 우리에게 시사하는 바가 적지 않다.

다. 일본의 입법례 및 과징금의 가산 또는 감액규정의 도입

자본시장법은 대량보유보고 위반행위에 대한 과징금규정(동법 제429조 제4항)을 두고 있으나, 과징금을 가산하거나 감액할 수 있는 규정은 없다. 비교법적으로 보면, 일본은 과거 5년 이내에 법에 의거 과징금납부명령을 받은 자가 대량보유보고서를 제출하지 아니하거나 허위기재 등을 하는 경우 납부명령을 받는 과징금액은 본래 산출되는 금액의 1.5배로 하고 있다(금융상품거래법 제185조의 7 제15항). 이에 비하여 일정한 위반행위에 대하여 위반자가 조사를 받기 전에 감시위원회에게 보고를 한 경우, 직전 위반사실과 관련 있는 과징금액은 본래 산출한 금액의 반액으로 하는 감액하고 있다(동조 제14항).¹²⁴⁾ 이 규정은 보고의무자에게 의무이행에 관한 동인을 부여할 수 있다는 점에서 의미가 있는 규정으로 보인다.

라. 영국과 독일의 입법례 및 위반사실의 공표

영국의 영업행위감독청은 주주에게 벌금을 부과할 수 있는 때, 이에 갈음하여 해당 위반사실에 관한 비난성명을 공표할 수 있다(동법 제91조(3)).¹²⁵⁾ 독일의 금융감독청도 대량보유보고 의무위반의 사실 및 이에 대한 조치를 보고의무자에 관한 정보와 함께 인터넷사이트에 지체

122) 상세한 내용은 앞의 IV.2.마의 (1)의 내용 참조.

123) 이재일, 앞의 문헌, 18면.

124) 상세한 내용은 앞의 III.3.타의 (2)의 내용 참조.

125) Alastair Hudson, op. cit., p.1096.

없이 공표하고 있다(WpHG 제124조).¹²⁶⁾ 이와 같이 위반사실을 공표하는 것은 주식의 대량보유자의 평판에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있다.¹²⁷⁾

VI. 맺음말

주식 등의 대량보유보고제도 5% Rule은 1968년 Williams Act에서 처음으로 도입되었다.¹²⁸⁾ 그 취지는 적대적 M&A에 대한 방어책과 기업지배권시장의 공정성과 투명성을 확보하는 데에 있다. Williams Act의 입법취지는 전 세계적으로 확산되어 오늘에 이르고 있다. 그리고 주요 금융선진국에서는 최근에도 수차례의 개정을 거치면서 5%를 3%로 낮추는 등 입법취지에 부합하는 규정을 다수 마련하고 있다. 그 이유는 인터넷 산업의 발달과 거래기법이 다양해지고 있어 수시로 법적 규율의 한계가 드러나고 있기 때문이다.

이러한 연유로 이 글에서는 일본, 영국 및 독일 등 주요국에서 보유지분변동에 관한 공시제도의 변화상황을 살펴보았다. 특히 일본의 경우는 미국의 2023년 10월 개정내용을 일부 반영하여 2024년 5월 금융상품거래법과 그 하위규정을 개정하였다. 독일의 경우도 2015년에 의결권 제한규정을 보완하였다.

따라서 이 글에서는 주요 3개국의 법제를 분석함은 물론 일본의 三ツ星회사 사례에 대한 감독기관의 조치를 분석하였다. 그리고 그 결과를 토대로 자본시장법상 개정이 시급한 사항을 크게 10가지로 나누어 제시하였다.

한편, 이러한 입법방안은 보유지분변동 공시제도의 당초 입법취지에 더하여 ① 시세조종 및 내부자거래(inside trading)의 방지, ② 회사와 주주의 이익보호 및, ③ 일반대중의 보호 등을 위하여도 불가결하다. ☐

(논문접수 : 2026. 02. 24. / 심사개시 : 2026. 04. 18. / 게재확정 : 2026. 04. 21.)

126) 상세한 내용은 앞의 IV.2.마의 (4)의 내용 참조.

127) John Armour·Dan Awrey외 6인, op. cit., pp.179. 589~594.

128) Louis Loss·Joel Seligman·Troy Paredes, op. cit., pp.823-824.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

가. 단행본

- 김건식, 「자본시장법강의」, 박영사, 2026.
김건식·정순섭, 「자본시장법」, 박영사, 2023.
김정수, 「자본시장법원론」, SFL그룹, 2014.
이형규역, 「독일주식법」, 법무부, 2024.
임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2026.

나. 논문 또는 그 밖의 문헌

- 금융위·금감원 보도자료, “대량보유보고의무(5%룰) 운영 개선-경영권 영향 목적 보고시 구체적 계획을 기재하도록 하여 기업지배권에 대한 정보를 투자자에게 충분히 제공할 것입니다”, (2022. 8. 17).
이재일, “독일의 질서위반법”, 「한국법제연구원 맞춤형법제정보」, Vol.8(2008. 10. 17).
최준선, “주주행동주의에 대한 대응 방안”, 「기업법연구」, 제33권 제3호(2019. 9).

2. 외국문헌

가. 단행본

- Alastair Hudson, *The law of Finance*, 2013.
Brenda Hannigan, *Company Law*, 7th ed., 2024.
John Armour·Dan Awrey외 6인, *Principles of Financial Regulation*, 2016.
John Birds·Daniel Attenborough외 4인, *Boyle & Birds' Company Law*, 10th ed., 2019.
John C. Coffee·Jr., Hillary A. Sale, *Securities Regulation*, Foundation, 2009.
L. Gullifer·J. Payne, *Corporate Finance Law*, 3rd ed. 2020.
Louis Loss·Joel Seligman·Troy Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, Vol I, 2000.
Michael Blair QC·George Walker·Robert Purves, *Financial Services Law*, 2009.

Paul L. Davies·Sarah Worthington·Christopher Hare, *Principles of Modern Company Law*, 11th ed., 2021.

Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, Hornbook, 2017.

三井秀範·土本一郎, 「詳説公開買付制度·大量保有報告制度 Q&A」, 商事法務, 2011.

松尾直彦, 「金融商品取引法」, 商事法務, 2021.

飯田秀總, 「金融商品取引法」, 新世社, 2025.

肉戸善一·大崎貞和, 「上場會社法」, 弘文堂, 2024.

池田唯一·三井秀範 외 3인, 「逐條解説·2008年金融商品取引法改正」, 商事法務, 2008.

黒沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, 2016.

黒沼悦郎 외 2인, 「証券取引法入門」, 商事法務, 2003.

나. 논문 또는 그 밖의 문헌

Henry T. C. Hu·Bernard S. Black, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, S. Cal. L. Rev, Vol.79. 2006.

SEC, “Memorandum of the Staff of the Division of Economic and Risk Analysis, Supplemental Data and Analysis on Certain Economic Effects of Proposed Amendments Regarding the Reporting of Beneficial Ownership”, 2023. 4. 28.

堀本修, “株券等大量保有に關する開示制度”, 「商事法務」, 第1218号(1990. 5).

金融廳, “金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に關する法律の一部を改正する法律案説明資料”, (2024. 3).

金融廳, “日本版スチュワードシップ·コードの策定を踏まえた法的論点にかかる考え方の整理”, (2014. 2. 26).

金融廳企畫市場局, “「株券等の大量保有報告に關するQ&A」”, (2025. 7. 4).

金融廳金融審議會, “公開買付制度大量保有報告制度等ワーキンググループ”, (2023. 12. 25).

渡辺宏之, “エクイティ·デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題-欧州における動向を中心として-”, 金融廳金融研究研修センター「今後の証券市場の在り方に關する研究會」第4回(2009. 5. 12).

大來志郎, “公開買付制度·大量保有制度”, 「商事法務」, 第1774号(2006. 8).

大來志郎, “公開買付制度の見直しに係る政令·内閣府令の一部改正の概要”, 「商事法務」, 第1786号(2006. 9).

神作裕之, “大量保有報告制度”, 「金融商品取引法研究會研究記録」, 第22号(2008. 3).

野崎彰 외, “「大量保有報告制度に係る金融商品取引法等の改正」”, 「商事法務」, 第2364号

(2024. 7).

田中亘, “機關投資家とアクティビズム”, 「ジュリスト」, 第1515号(2018. 2).

佐藤勤, “議決權と經濟的所有權の分離”, 「南山法學」 第35卷 第三·四号(2012. 9).

川島いづみ, “エクイティ・デリバティブを介したヒドゥン・オーナーシップ等に對する法規
制—英米における開示規制の動向—”, 「早稻田社會科學總合研究」, 第14卷 第1号
(2013. 7).

3. 주요 웹-사이트 등

<file:///C:/Users/user/Downloads/dl_wphg_en.pdf>(2026. 2. 20. 최종방문).

<<https://handbook.fca.org.uk/handbook/dtr5>>(2025. 10. 1. 최종방문).

<https://www.bspc.jp/about_us>(2026. 1월 4일 최종방문).

<<https://www.sec.gov/comments/s7-06-22/s70622.htm>>(2026. 2. 22. 최종방문).

Abstract

Legislative Improvement Measures for the Large-Capital Stock Holding Reporting System under the Capital Market Act - A Comparative Legal Perspective with Japan, the UK, and Germany -

Oh, Sung-Keun

The reporting system for large-scale stock holdings provides information on large-scale stock purchases, thereby assisting investors in making investment decisions (information disclosure function) and providing management with opportunities to defend management rights. It also protects the interests of general shareholders and investors (defensive opportunities and loss prevention functions). Recently, the disclosure function of the reporting system for large-scale stock holdings has become increasingly important. This is because strengthening governance regulations has made it easier for activist funds and shareholders to attack management rights, and hostile M&As have exposed companies' management rights to risks. Furthermore, with the strengthening of minority shareholder rights and the expansion of shareholder return systems, companies must constantly monitor changes in the equity holdings of major and general shareholders. However, due to a lack of effective means, companies have been forced to rely primarily on the 5% rule under the Capital Markets Act.

Since the introduction of the 5% Rule, major countries have also been experiencing operational issues that defy the original intent of the system, particularly since the 2010s. Consequently, regulations governing the 5% Rule have been revised. Some countries are even adopting the 3% Rule. Therefore, this article examines the evolution of the reporting system for large-scale stock holdings in Japan, the UK, and Germany, and proposes several improvements to our Capital Markets Act.

152 선진상사법률연구 통권 제114호 (2026.4.)

Key Words : Williams Act 1968, Financial Instruments and Exchange Act, hidden ownership,
long position, fund manager, Financial Conduct Authority(FCA), insider trading,
beneficiary owner