

현행 의무보호예수제도의 개관과 법적 문제점

*박민영

I. 서설

1. 주식매도제한(Lockup) 및 의무보호예수제도의 개념

주식매도제한(Lockup)¹⁾이란 법령 또는 계약에 의하여 일정 주주가 일정기간동안 자기 소유의 주식을 매매하는 것을 제한하는 것을 말한다. 이러한 주식매도제한은 기업공개 또는 정리회사의 M&A에 기해 대량의 주식이 제3자에게 배정되는 경우 등 일정한 사유가 발생한 경우 주식의 안정적인 수급을 통해 공정한 주식가격의 형성을 도모하고 내부자나 벤처금융가(venture capitalist)의 불공정한 차익거래로부터 다수의 소액투자자들을 보호하기 위해 일정한 요건에 해당하는 주주들의 주식 매도를 “일시적으로” 제한하는 것으로서, 주식양도를 전면적 또는 영구적으로 제한하거나 주식양도시 이사회의 승인을 요구하는 것이 아니므로 강화상 주식양도제한과는 구별되는 개념이다.²⁾

의무보호예수(compulsory separate safekeeping)란 이러한 주식매도제한의 실효성을 확보하기 위하여 매도제한을 받는 주주(계속보유 의무자³⁾)의 주권을 관련규정⁴⁾에서 정한 매도제한기간 동안 증권예탁결제원(이하, “예탁원”이라고 한다)에 보관시킨 후 동 규정에서 정한 반환사유가 존재하지 않는 한 주권의 반환을 금지하는 제도를 말한다. 이는 종래 은행들이 수행하고 있는 보호예수업무⁵⁾의 일종에 해당하나, 유가증권발행및공시등에관한규정 등 관련 규정에서 일정한 요건에 해당하는 주식을 일정기간동안 예탁원에 강제로 보관하도록 하고

* 증권예탁결제원 변호사

- 1) 유가증권발행및공시등에관한규정, 유가증권시장상장규정, 코스닥시장상장규정 및 실무에서는 “주식매각 제한”이라는 용어를 사용하고 있다.
- 2) 신규상장기업의 공모가 결정을 위한 수요예측에 참여한 기관이 공모주를 배정받기 위해 1개월 이상 의무보유확약을 하는 것도 주식매도제한의 일례로 볼 수 있는데, 이는 주간사 증권회사와 배정받은 기관의 계약에만 그칠 뿐 이를 보장하기 위해 예탁원에 보호예수하도록 강제하는 규정은 없다. 최근 코스닥시장의 열기가 과열되어 에스엔유프리시전의 공모시 수요예측에 참여한 동양오리온투자증권이 1개월의 의무보유확약을 어기고 배정받은 주식 16,855주를 전량 처분하여 9억원에 이르는 시세차익을 얻는 등 IPO시 기관들의 불건전 행위들이 발생하자 이를 막기 위해 금감위와 금감원에서는 유가증권인수규칙을 개정해서 위반일로부터 3개월에서 1년간 모든 증권사의 공모에 참여할 수 없게 하는 방침을 추진중이다.
- 3) 후술하는 바와 같이 주식매도제한을 받는 자와 예탁원과 보호예수계약을 체결하는 자가 다른데, 관련 규정에서는 전자를 계속보유 의무자· 후자를 보호예수 의무자라고 규정하고 있고, 예탁원의 업무규정 및 실무에서는 후자를 보호예수의뢰인이라고 한다.
- 4) 의무보호예수는 금융감독위원회 규정(유가증권발행및공시등에관한규정)과 한국증권선물거래소규정(유가증권시장상장규정, 코스닥시장상장규정) 및 서울지방법원의 정리회사 M&A에 관한 준칙에 근거를 두고 있다.
- 5) 보호예수는 공사채·주식·어음 등 유가증권이나 예금증서·차용증 등과 같은 중요증서, 화폐·귀금속·보석 같은 귀중품을 금융기관에서 맡아서 보관하고 그 증거로 예수증서를 발급한 후 이러한 예수품을 예수증서와 상환으로 반환하는 업무로서 은행들이 신탁업법에 근거하여 수행하는 업무(신탁업법 제13조 제1항 제1호)를 말한다. - 金融法律實務 : 受信·國際金融編, 韓國産業銀行, 1996, 703면.

있어 여타의 보호예수와 구별하여 실무상 의무보호예수라는 명칭을 사용하고 있다.⁶⁾

2. 의무보호예수의 법적 성격 및 예탁제도와와의 구별

예탁원이 유가증권을 보관하는 방식에는 예탁과 보호예수가 있다. 보호예수는 보호예수의 퇴인이 유가증권 실물을 예탁원에 맡긴 후 보호예수기간이 만료하면 예탁원이 동일한 유가증권을 반환하는 것으로서 민법상 단순임치에 해당한다. 반면 예탁은 예탁자가 유가증권을 예탁원에 맡기면 예탁원은 유가증권을 종류 및 종목별로 혼합보관한 후 예탁자의 반환 청구 시 동종의 유가증권을 반환하는 것으로서 민법상 혼장임치에 해당한다.

양자의 법적 성격의 차이는 제도의 취지에서 비롯된 것인데, 예탁은 대량거래에 따른 결제의 원활화와 실물유가증권의 발행에 따른 비용 절감을 도모하기 위해서, 보호예수(특히 의무보호예수의 경우)는 유가증권의 수급안정 및 거래의 공정성 확보를 위해서 도입된 제도이다. 양자의 가장 큰 차이점은 예탁 유가증권은 주주명부 또는 채권등록부상 예탁원이 소유자로 기재되어 있는 반면 보호예수유가증권은 실제 소유자가 명부상으로도 소유자로 기재되어 있다는 점이다. 그리하여, 예탁 유가증권은 장내에서 거래되고, 이에 따른 증권의 인도는 실물 수수없이 계좌간 대체기재를 통해서 이루어지며(증권거래법 제174조의3), 예탁유가증권의 소유자는 증권거래법에 의해 유가증권 실물을 보유하고 있지 않아도 예탁자계좌부와 고객계좌부에 기재되어 있으면 유가증권을 점유하는 것으로 간주되고(동법 제174조의4), 명부상 권리자인 예탁원이 증권상의 권리를 직접 또는 대리해서 행사한다(동법 제174조의6). 반면, 보호예수 유가증권⁷⁾은 장내에서 거래될 수 없고 실물유가증권의 수수를 통해서만 거래될 수 있으며,⁸⁾ 유가증권에 관한 모든 권리행사를 주주가 직접 해야 한다.

양자의 이러한 차이의 구별이 가장 문제되는 분야는 민사집행 분야인데, 이에 관해서는 후술하기로 한다.

3. 외국의 사례

미국의 경우 기업공개시 등록주선인(underwriter)의 주관 하에 회사와 주주들 사이에서 Lockup Agreement(이하 Lockup 계약이라고 한다)가 종종 체결된다. 이는 회사 내부자(가족이나 친구 및 종업원을 포함한다) 또는 벤처금융가들이 기업공개 직후 장내에 대량의 주식을

6) 예탁원의 실무상 의무보호예수와 달리 보호예수의퇴인과 예탁원의 자율적인 계약에 따른 보호예수를 일 반보호예수라고 하는데, 현재 의무보호예수는 보호예수계약체결 건수를 기준으로 약 84.5%(의무보호예수 : 3844건, 일반보호예수 : 705건), 보호예수유가증권 수량을 기준으로 약 82%(의무보호예수 : 2,568,714,095주, 일반보호예수 : 562,731,635주)를 차지하고 있다.

7) 채권은 일부 금융채를 제외하고는 대부분 예탁되어 거래되고 있고, 벤처금융 또는 기관투자자가 보유하는 전환사채와 같이 일부 주식연계사채를 제외하고 대부분 주식만 보호예수방식으로 관리되고 있다.

8) 의무보호예수주식은 주주가 주권을 직접 보관하지 않고 예탁원이 보관하고 있으므로 증권의 수수를 통해 매매계약을 이행할 수 없어 실무상 예약매매 또는 주권반환청구권의 양도방식으로 거래된다. 그러나 이러한 방식은 후술하는 바와 같이 의무보호예수제도의 취지에 반하는 것으로 관련규정에서 금지하고 있고 의무보호예수기간의 연장과 같은 제재조치가 가해진다.

매각하는 것을 방지하기 위해서 등록일 이후 통상 180일 정도 보유주식의 매각을 제한하는 것을 내용으로 한다.⁹⁾¹⁰⁾ 대부분의 등록주선인은 성공적인 IPO((Initial Public Offering)를 위해서는 전체 발행주식의 약 90%정도를 Lockup 계약에 포함할 필요가 있다고 본다. 이러한 위험요소 때문에 등록주선인은 Lockup 계약이 충분히 효과적으로 체결될 때까지 유가증권등록신청서를 제출하지 않는 것이 일반적이다.¹¹⁾ 미국에서 Lockup 계약이 이처럼 중시되는 이유는 이른바 미인선발대회(beauty contest)라고 불리는 등록주선인간의 경쟁이 매우 심하고 이 경쟁에서 등록주선인의 성공적인 IPO실적이 중요한 변수이기 때문이다.

미국의 Lockup 계약과 우리 나라의 주식매도제한제도(의무보호예수제도)의 차이점은 전자는 성공적인 IPO달성을 위해 등록주선인이 주관하는 사적인 계약인 반면 후자는 주식시장의 수급안정과 투명성을 확보하기 위하여 법률에 준하는 효력을 가지는 강제조항¹²⁾에 따라 운영되는 공적인 제도라는 점에 있다. 우리나라는 매도제한의 실효성을 확보하기 위해서 예탁원이 강제로 해당 유가증권을 보관하는 방식을 취하고 있으나 미국은 이러한 방식을 취하고 있지 않다. 한편, 미국의 경우 1933년 증권법 General Rules and Regulation part 230 sec230.144(이하 "Rule 144"라고 한다)에서 기업공개 이후 최대주주는 물론 벤처캐피탈, 기타 주식보유자에 대해 공모를 통해서 취득하지 않은 주식, 즉 제한증권¹³⁾은 동조에서 정하는 요건¹⁴⁾을 따라야 처분이 가능한데, 매도제한의 실효성 확보라는 측면에서 동 조항이 우리의 의무보호예수제도와 유사한 기능을 하고 있다고 볼 수 있다.¹⁵⁾

일본의 경우 증권회사가 보호예수업무를 수행하고 있어 필요한 경우 주간사 증권회사가 보호예수계약을 통해 해당 유가증권을 보관할 뿐 우리와 같이 중앙예탁기관의 강제보관을 통해 주식매도제한의 실효성을 확보하고 있지는 않다.¹⁶⁾

9) <http://www.sec.gov/answers/lockup.htm>

10) 회사와 주주들이 복수의 개별적인 Lockup Agreement를 작성하기 보다는 하나의 Lockup Agreement의 말미에 회사와 복수의 주주들이 계약의 당사자로서 각자 서명하는 방식으로 계약이 체결된다.

11) Bagley C. and Dauchy C. "Going Public", in *The Entrepreneurial Venture* edited by Sahlman W. etc. Harvard Business School Press, 1999, - 조덕희, "벤처산업의 성과와 과제", 산업연구원 연구보고서, 2002. 12, 183면 재인용.

12) 의무보호예수의 근거 규정들은 금융감독위원회 규정 또는 한국증권선물거래소 규정으로서 행정기관의 내부규정 내지는 공공기관의 업무규정에 해당하여 그 법적 성격을 법률과 같은 것으로 볼 수는 없지만 유가증권을 공모발행하거나 상장하고자 하는 자는 이에 따를 수 밖에 없으므로 법률에 준하는 효력을 가진다고 생각된다.

13) 제한증권(restricted securities)에 관한 상세한 내용은 김건식·송옥렬, 「미국의 증권규제」, 弘文社, 2001, 206면 내지 209면 참조.

14) Rule 144에서 정하는 요건을 간단히 언급하면 ①정보의 공개(주식을 처분하기 전 최소한 90일 이전에 당해 등록기업의 최근 1년간의 사업내용에 대하여 1934년 증권거래법에서 요구하는 각종 사업보고서와 제출서류를 제출하였을 것), ②매각 수량의 제한(매도 수량이 해당 기업의 3개월에 걸친 유동주식총수의 1% 또는 최근 4주간의 유동주식 총수의 1주간 평균수량을 초과하지 않을 것), ③판매방식의 제한(전문 브로커 또는 시장조성인을 통하여 거래될 것), ④1년간 의무보유, ⑤증권거래위원회 신고(매도하고자 하는 주식 총수가 3개월간 500주 이상이거나 총금액이 1만 달러 이상인 경우), ⑥특수관계자가 아닌 경우 2년간의 의무보유 등이 있다. - 조덕희, 앞의 논문(註 11), 185면 내지 187면. 이 밖에 Rule 144에 관한 구체적인 내용은 김건식·송옥렬, 앞의 책(註 13), 213면 내지 219면 참조.

15) 조덕희, 앞의 논문(註 11), 184면.

16) 有価証券の寄託の受入れ等に關する規則 제3조

II. 의무보호예수 사유

금융감독위원회 규정(이하 “금감위 규정”이라고 한다), 한국증권선물거래소 규정(이하 “거래소”라고 한다) 및 서울지방법원의 정리회사 M&A준칙에서는 여러 가지 의무보호예수 사유를 규정하고 있는데, 주요한 사항을 열거하면 다음과 같다.¹⁷⁾

1. 금융감독위원회 규정에 의한 경우

가. 관련규정

유가증권을 모집¹⁸⁾하는 경우 당해 유가증권의 발행인은 유가증권신고서를 금융감독위원회에 제출하여야 하는데, 이 경우 50인 미만의 자를 청약 권유의 대상으로 하더라도 1년 이내에 50인 이상에게 양도될 수 있는 경우로서 금융감독위원회(이하 “금감위”라고 한다)가 정하는 전매기준에 해당하는 때에는 모집으로 간주되어 유가증권신고서 제출의무가 있다(증권거래법시행령 제2조의4 제4항). 이를 간주모집이라고도 하는데, 이와 관련하여 금감위규정인 유가증권발행및공시등에관한규정 제12조 제1항 단서에서는 “유가증권을 발행한 후 지체없이 증권예탁원에 예탁하고 그 예탁일 부터 1년간 당해 유가증권을 인출하거나 매각하지 않기로 하는 내용의 예탁계약을 증권예탁원과 체결한 후 그 예탁계약을 이행하는 경우¹⁹⁾” 전매가능성을 부인하여 간주모집에서 배제해 주고 있다.

나. 보호예수계약의 당사자

어떤 사유에 기한 의무보호예수이든 주식매도제한을 받는 자 즉 “계속보유 의무자”는 주주이다. 주권을 예탁원에 보호예수하기 위해서 소유자인 주주가 직접 주권을 예탁원에 임치시키고 계약을 체결하면 법률관계가 간명할 수 있겠으나, 동 규정에서는 발행자에게 유가증권신고서 제출의무를 면제해 주는 혜택을 부여하기 위한 조건으로서 자신이 발행하는 주권을 보호예수 할 의무를 부과하고 있다. 따라서, 주권의 발행인이 “보호예수 의무자”로서 예탁원과 보호예수계약을 체결하게 된다.

2. 한국증권선물거래소 규정에 의한 경우

-
- 17) 관련규정의 근거를 두고 있지는 않지만 공모발행을 하는 어느 회사의 최대주주 배정 주식수가 많거나 기업구조조정전문회사가 주식을 인수하는 경우 금감원에서 의무보호예수를 권유하고 유가증권신고서에 이를 기재하면 여타의 의무보호예수와 마찬가지로의 제한을 받도록 하는 경우가 실무상 종종 있는데 이를 자진보호예수 또는 유가증권신고서 기재에 따른 의무보호예수라고 한다.
 - 18) 20억 이상에 해당하는 가액의 유가증권을 신규로 발행하기 위하여 50인 이상의 자에게 당해 유가증권의 취득의 청약을 권유하는 경우를 말한다(증권거래법 제2조 제3항, 제8조, 동법시행령 제2조의4 제1항, 동법시행규칙 제2조).
 - 19) 여기서의 예탁은 보호예수를 혼동한 것으로서 양 제도의 법적 성격이 다르고 특히 후술하는 바와 같이 민사집행상 많은 혼란을 초래하고 있으므로 조속히 개정될 필요가 있다.

가. 최대주주 등의 의무보호예수

(1) 관련규정

주식을 유가증권시장 또는 코스닥시장에 신규상장하고자 하는 경우 상장신청인(유가증권 발행회사가 선임한 대표주관회사 또는 상장주선인²⁰⁾)은 유가증권시장상장규정 또는 코스닥 시장상장규정에서 요구하는 제출서류를 구비하여 거래소에 상장예비심사청구를 하여야 한다. 이 경우 상장신청인은 최대주주 등²¹⁾이 소유하는 주식을 예탁원에 보호예수시키고 관련규정에서 정한 기간 동안 거래소가 필요하다고 인정하는 경우 외에는 인출하거나 양도하지 않겠다는 내용이 기재된 최대주주의 계속보유확약서와 예탁원에서 발행한 최대주주 등이 소유하는 주식의 보호예수증명서를 제출하여야 한다(유가증권시장상장규정 제10조 제3호, 제4호, 코스닥시장상장규정 제4조 제2항 제4호, 제5호, 제21조 제3항). 이는 비공개법인인 발행회사의 최대주주 등은 발행회사의 핵심투자자로서 당해 회사의 내부정보를 누구보다 상세히 알고 있어 기업공개 직후 주식을 매도하여 공모절차에 참여한 다수의 소액투자자에게 불측의 손해를 입히는 것을 방지하기 위한 것이다.

유가증권시장상장시에는 상장일로부터 6월 동안, 코스닥시장상장시에는 상장일로부터 2년 동안 보호예수의무가 부과된다(유가증권시장상장규정 제10조 제3호 가목, 코스닥시장상장규정 제21조 제1항 제1호 본문). 다만, 코스닥상장시에는 상장일 부터 1년이 경과한 경우 매 1월마다 최초보유주식 등의 100분의 5까지 반환하여 이를 매도할 수 있다(코스닥시장상장규정 제21조 제1항 제1호 단서). 여기서 코스닥 시장 상장일로부터 1년이 경과하여 처분이 가능한 주식을 실무상 보호예수해제분, 잔여지분을 보호예수진행분이라고 일컫는다.

(2) 보호예수계약의 당사자

위 거래소규정에서는 신규 상장시 발행회사가 선임한 대표주관회사 또는 상장주선인에게 최대주주 등의 주식의 보호예수의무를 부과하고 있다. 따라서 대표주관회사 또는 상장주선인인 주간사 증권회사가 증권회사가 예탁원과 보호예수계약을 체결한다.

나. 벤처금융, 기관투자자의 의무보호예수

(1) 관련규정

“벤처기업특별법” 제2조 제1항 각호의 1에 해당하는 벤처기업이 코스닥시장에 상장하려고 하는 경우 당해 벤처기업에 투자한 벤처금융 또는 기관투자자가 보유하는 주식(동 투자자의 투자금액 중 상장신청일 현재 자본금을 기준으로 100분의 10에 해당하는 한도까지의 주식은

20) 유가증권시장상장규정 제7조 참조

21) “최대주주등”은 증권거래법 제54조의5제4항제2호의 규정에 의한 최대주주와 그 특수관계인(동법 제36조제3호의 규정에 의한 특수관계인을 말한다. 이하 같다)을 말한다. 이 경우 최대주주등의 소유주식수를 산정함에 있어 법인세법시행령 제17조제1항의 규정에 의한 기관투자자(이하 “기관투자자”라 한다)가 투자를 목적으로 소유한 주식은 제외한다(유가증권시장상장규정 제2조 제5항)

말한다)은 상장일로부터 1월간 예탁원에 의무보호예수하여야 한다(코스닥시장상장규정 제21조 제1항 제2호, 제5호, 제3항). 동조의 적용을 받는 벤처금융은 상장예비심사청구일을 기준으로 2년 이내에 투자한 경우를, 기관투자자는 1년 이내에 동 주식을 취득한 자를 말한다.

(2) 보호예수계약의 당사자

위 거래소 규정에서는 상장주선인을 통하여 상장예비심사청구서 제출시 위 계속보유 의무자의 계속보유확약서와 예탁원이 발행한 계속보유 의무자 소유주식의 보관증명서를 제출하도록 규정하고 있을 뿐 보호예수 의무자²²⁾를 구체적으로 명시하고 있지 않다(코스닥시장상장규정 제4조 제2항 제4호, 제5호). 실무에서는 최대주주 등의 보호예수와 마찬가지로 주간사회사가 예탁원과 보호예수계약을 체결하고 있다.

다. 합병 또는 주식교환시의 의무보호예수

(1) 관련규정

코스닥상장법인이 비공개법인과 합병 또는 상법 제360조의2 제2항에 따른 주식교환을 하는 경우 비공개법인에 투자하고 있는 최대주주, 벤처금융 및 기관투자자가 소유하는 주식은 예탁원에 의무보호예수하여야 한다(코스닥시장상장규정 제22조). 비공개법인이 코스닥상장법인과 합병을 하거나 주식교환을 하는 것은 실질적으로 상장과 유사한 효과를 갖게 되는데 비공개법인의 핵심 투자자들이 회사의 내부사정을 잘 알고 있는 것을 기회로 투기거래를 하여 다수의 소액투자자들에게 피해를 주는 것을 막기 위한 것이다. 최대주주 등과 벤처금융 및 기관투자자의 개념과 의무보호예수기간은 가와 나에서 언급한 바와 같다. 다만 여기서의 보호예수기간의 기산점은 합병기일 또는 주식교환일이다.

(2) 보호예수계약의 당사자

위 거래소 규정에서도 보호예수 의무자를 명시하지 않고 상장주선인을 통해 계속보유확약서와 예탁원의 보호예수주식 보관증명서를 제출하도록 규정하고만 있으나(코스닥시장상장규정 제4조 제2항 제4호, 제5호), 실무에서는 주간사회사가 예탁원과 보호예수계약을 체결하고 있다.

라. 제3자배정 유상증자시의 의무보호예수

(1) 관련규정

코스닥상장법인이 감자와 병행 또는 감자 후 1년 이내에 제3자 배정 유상증자를 하는 경우 동 유상증자에 참여한 자 중 당해 코스닥상장법인의 최대주주가 된 자 및 그 특수관계인은

22) 여기서의 보호예수 의무자는 예탁원과 보호예수계약을 체결해야 할 의무를 부담하는 자를 가리키는 것으로서 주식의 매도가 제한되는 주주를 의미하는 것이 아니다. 주주는 관련규정에서 계속보유 의무자라고 명시하고 있다(코스닥시장상장규정 제4조 제2항 제4호).

배정받은 주식을 교부일로부터 1년간 의무보호예수하여야 한다(코스닥시장상장규정 제23조). 이는 회사의 재무구조 개선을 위해 기존주주의 주식가치를 떨어뜨리면서 지배주주가 된 자가 시세차익을 위해 주식을 조기에 매도하여 유상증자를 통해 회사가 달성하고자 했던 당초의 목적을 잠탈하는 것을 막기 위한 것이다.

(2) 보호예수계약의 당사자

위 거래소 규정에서도 보호예수의무자를 명시하지 않고 상장주선인을 통해 계속보유확약서와 예탁원의 보호예수주식 보관증명서를 제출하도록 규정하고만 있으나(코스닥시장상장규정 제4조 제2항 제4호, 제5호), 이는 신규로 상장을 하는 것이 아니므로 상장주선인이 존재할 수 없어 실무에서는 발행회사가 예탁원과 보호예수계약을 체결하고 있다.

마. 증권투자회사·부동산투자회사·선박투자회사의 의무보호예수

(1) 관련규정

증권투자회사·부동산투자회사·선박투자회사가 유가증권시장에 신규로 상장하기 위하여 주권의 상장신청서 및 첨부서류를 제출할 때 상장예정일 전 1년 이내에 모집 이외의 방법으로 주식을 발행한 경우, 상장신청인은 당해 주식의 발행일로부터 1년 동안 당해 주식을 예탁원에 보호예수하여 거래소가 필요하다고 인정하는 경우 외에는 인출 또는 매각하지 않기로 하는 내용으로 체결한 보호예수계약서와 예탁원이 발행한 보호예수증명서를 거래소에 제출하여야 한다(유가증권시장상장규정 제20조, 제21조, 제22조). 증권투자회사와 부동산투자회사가 코스닥시장에 신규상장하는 경우에도 이와 동일하게 예탁원과의 보호예수계약 체결을 요건으로 하고 있다(코스닥시장상장규정 제13조 제1항 제2호, 제16조 제1항 제3호).²³⁾

(2) 보호예수계약의 당사자

유가증권시장상장규정에서는 보호예수의무자를 명시하지 않고 상장주선인을 통해 계속보유확약서와 예탁원의 보호예수주식 보관증명서를 제출하도록 규정하고 있고, 코스닥시장상장규정에서는 당해 회사가 예탁원과 보호예수계약을 체결하도록 규정하고 있다. 전자의 경우 실무에서는 주간사회사와 예탁원이 보호예수계약을 체결하고 있다.

3. 정리회사 M&A 준칙에 의한 경우

(1) 관련규정

회사정리절차가 진행 중인 정리회사의 재무구조를 개선하고 정리채무를 조기에 변제함과

23) 동 조항에서도 예탁과 보호예수를 혼동하여 예탁계약을 체결하여야 한다고 규정하고 있으나, 앞서 언급한 바와 같이 양자는 법적 성격이 전혀 다른 제도이고 민사집행과 관련한 실무처리상 혼동의 여지가 많으므로 개정되어야 한다.

아울러 새로운 지배주주를 확보함으로써 정리절차를 조기에 종결하기 위하여 서울지방법원 파산부에서는 회사정리 실무준칙 제5호 “정리회사 M&A에 관한 준칙”을 만들어 관리인으로 하여금 유상증자를 통한 제3자 매각(M&A)을 적극적으로 추진하게 하고 있다. 즉, 법원이 제3자에 대한 유상증자를 통해 정리채권을 조기에 변제하도록 하는 관리인의 회사정리계획을 인가하는 경우 신주의 인수인은 배정받은 주식의 50%를 1년간 처분할 수 없고 이를 예탁원에 보호예수하여야 한다(정리회사 M&A에 관한 준칙 제3조 바목). 이는 단기차익을 노린 주식인수를 방지하여 정리회사의 회생을 도모하여 정리절차의 실효성을 높이기 위한 것이다.

(2) 보호예수계약의 당사자

위 준칙에서는 보호예수의무자를 명시하고 있지 않으나, 실무에서는 발행회사 즉 정리회사가 예탁원과 보호예수계약을 체결하고, 정리절차를 진행한 법원(정리회사 본점 소재지 관할 법원)은 의무보호예수기간동안 보호예수주식의 인출제한 및 승인 등에 관한 규제와 감독업무를 수행한다. 그러나, 실제로 정리계획을 인가한 법원은 정리절차를 종결시킴으로써 더 이상 정리회사에 관여하지 않게 되어 중도인출이 현실적으로 불가능하다.

Ⅲ. 의무보호예수의 구체적인 절차

1. 주권의 보호예수 절차 및 예탁원의 관리방식

의무보호예수 관련규정에서는 보호예수의무자 즉 예탁원과 보호예수계약을 체결할 자를 명시하고 있는 경우도 있고 그렇지 않은 경우도 있으나 실무에서는 의무보호예수의 실효성 확보와 주주의 편의 도모를 위해 발행회사 또는 주간사회사가 예탁원과 보호예수계약을 체결하고 있다.²⁴⁾ 즉, 보호예수의무자는 예탁원에 유가증권 보호예수를 위한 계좌를 개설하고(유가증권보호예수업무규정 제4조), 예탁원에서 정하고 있는 양식의 보호예수의뢰서를 제출하여 주권반환제한에 관한 약정을 체결한다(동 업무규정 제8조). 실무와 동 업무규정에서는 이러한 보호예수의무자를 보호예수의뢰인이라고 한다.

예탁원은 보호예수의뢰인으로부터 보호예수의뢰서와 대상 주권을 인도받으면 주권의 종목 및 수량이 보호예수의뢰서에 기재된 내용과 일치하는지를 확인한 후 예탁원 소정의 봉투에 주권을 넣고 봉인하여 보관한다(동 업무규정 제9조). 이러한 절차를 완료한 후 예탁원은 보호예수의뢰인에게 예탁원에서 정한 양식에 따른 보호예수증서를 교부한다(동 업무규정 제10조). 보호예수증서는 주권을 예탁원에 임치한 사실을 증명해 주는 증거증권에 불과하다.

실물유가증권의 보관과 별도로 예탁원은 보호예수계좌부²⁵⁾를 작성·비치하는데, 이는 계좌

24) 주주에게 주권을 교부받은 후 예탁원과 보호예수계약을 체결하여 이를 인도하라고 한다면 계약체결의 번거로움과 차익거래의 유혹으로 인하여 실제 이를 이행하지 않는 자들이 상당 수 존재할 것이다.

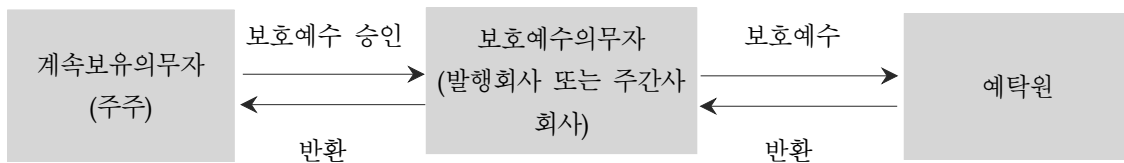
25) 이는 증권거래법상 점유의제의 효력이 부여되는 예탁자계좌부와 전혀 다른 것으로서, 보호예수관리내역을 효율적으로 관리하기 위한 고객장부에 불과하다.

를 개설한 보호예수의뢰인별로 전산코드를 부여해서 관리하는 것으로서 각 계좌부에는 보호예수의뢰인의 명칭과 주소, 보호예수유가증권의 종류 및 수와 당해 주권 발행회사의 상호 등이 기재되어 있다.

2. 보호예수된 주권의 반환절차

보호예수의뢰인은 관련규정에서 정하는 사유²⁶⁾가 존재하지 않는 한 의무보호예수기간 동안 주권반환을 청구할 수 없다. 보호예수의뢰인이 반환청구를 하는 경우에는 보호예수계약 체결시 예탁원으로부터 교부받은 증서에 예탁원에 미리 신고한 인감을 날인하여 제출하여야 하고, 예탁원은 인영 및 보호예수의뢰인의 동일성과 보호예수증서의 위변조여부를 확인한 후 이를 반환한다(동 업무규정 제12조). 보호예수증서에 관련규정에서 정하는 사유가 존재하여 중도에 반환청구를 하는 경우에는 허가기관(거래소, 금감위, 법원)의 공문과 각 규정에서 정한 반환사유에 해당함을 증명하는 서류를 제출하여야 한다(동 업무규정 제12조).

보호예수된 주식의 대부분은 상장주식이므로 보호예수의뢰인에게 실물을 반환한 후 보호예수의뢰인이 이를 고객에게 반환하고, 고객은 장내시장을 통해서 이를 매도하기 위해서 다시 증권회사와 예탁원에 이를 예탁하는 절차를 거쳐야 한다면 시간과 비용의 측면에서 매우 비경제적이다. 이러한 이유로 예탁원은 예탁전환청구서를 받아서 주주가 지정한 증권회사의 고객계좌부와 예탁자계좌부에 기재하는 방식으로 반환처리업무를 수행하고 있다(동업무규정 제14조, 제15조).



26) 유가증권발행및공시등에관한규정 제12조 제2항에서는 ①통일규격유가증권으로 교환하기 위한 경우, ②사채권자의 전환권·신주인수권·교환권 행사를 위한 경우, ③회사의 합병 또는 분할에 따라 합병신주 등으로 교환하기 위한 경우, ④액면분할 또는 액면병합에 따라 신주권으로 교환하기 위한 경우 등을, 코스닥시장상장규정시행세칙 제21조에서는 위 금감위 규정 ②③④외에 법인세법시행령제61조 제2항 제1호 내지 제11호의 금융기관 및 증권거래법 제145조의 증권금융회사에 대하여 (i)발행회사의 경영에 필요한 자금마련을 위한 대출과 (ii)발행회사의 유상증자시 증자대금 마련을 위한 대출의 목적으로 질권을 설정하는 경우와 이러한 질권을 변경하거나 해지하는 경우 기타 법령상 의무의 이행 등을 위하여 주식 등의 인출이 불가피하다고 거래소가 인정하는 경우 반환이 가능하다고 규정하고 있다. 유가증권시장상장규정에서는 거래소가 필요하다고 인정하는 경우에만 반환이 가능하다고 규정하고 있을 뿐 별 다른 반환사유를 규정하고 있지 않고 정리회사 M&A에 관한 준칙에서도 반환사유를 정하고 있지 않다.

IV. 의무보호예수제도와 관련한 법적 문제점

1. 주권의 효력발생 문제

보호예수주권은 발행되자마자 주주인 계속보유 의무자를 거치지 않고 보호예수의뢰인(발행회사 또는 주간사 회사)이 직접 예탁원에 보관시키므로 동 주권의 효력발생여부가 문제될 수 있다. 즉, 주권은 주주에게 교부되는 시점에 효력이 발생한다는 것이 학설과 판례의 일반적인 입장인데(대법원 86다카982,983판결 및 대법원 99다67529 판결 등), 의무보호예수제도를 이행하기 위해서 주주에게 주권을 현실로 교부하는 행위가 존재하지 않기 때문이다.

그러나, 여기서 교부는 민법상 현실의 인도뿐만 아니라 점유개정도 포함되는 것으로 해석되므로, 발행회사는 주주에게 교부할 의사로 보호예수의뢰인에게 유가증권을 인도한 것이고, 주주는 보호예수의뢰인인 발행회사나 주간사회사가 예탁원과 보호예수계약을 체결하는 것을 묵시적으로 승인하여 간접점유하고 있는 것으로 보면 발행회사와 주주 사이에 점유개정의 합의가 있다고 볼 수 있어 주권의 효력발생에는 문제가 없다고 생각된다.

2. 중첩적 점유매개관계와 반환절차의 문제

가. 보호예수유가증권에 대한 점유관계

의무보호예수 관련규정에서 예탁원과 보호예수의무자(보호예수의뢰인) 및 계속보유 의무자의 법률관계를 명확히 규정하고 있지는 않으나, 주주가 아닌 발행회사나 주간사회사에 보호예수의무를 부과하고 있고 주주는 이러한 사실을 알면서 주식을 인수하기 때문에 앞서 살펴본 바와 같이 실무상 발행회사나 주간사회사(보호예수의무자)가 예탁원과 보호예수계약을 체결하고 주주(계속보유 의무자)는 이에 묵시적으로 동의하여 보호예수의무자(보호예수의뢰인)과 예탁원간의 임치계약과 주주와 보호예수의뢰인간의 임치계약(또는 이와 유사한 무명계약²⁷⁾)이 이중으로 체결된 것으로 취급된다. 그리하여 유가증권의 점유관계가 예탁원의 직접점유, 예탁원의 임치를 점유매개로 한 보호예수의뢰인의 간접점유, 양자의 임치를 점유매개로 한 주주의 간접점유의 구조가 되어 주주는 예탁원에 대하여 중첩적 점유매개관계에 기한 간접점유자의 지위에 있게 된다.

나. 보호예수유가증권에 대한 반환청구권자 제한의 문제

이러한 구조상 보호예수기간의 만료 또는 보호예수 주권의 중도반환사유가 발생한 경우 예탁원에 대하여 반환청구권을 행사할 수 있는 자는 계약의 상대방인 보호예수의뢰인 뿐이고, 주주는 예탁원에게 직접 반환청구권을 행사할 수 없고 자신의 계약 상대방인 보호예수의뢰인에게 반환청구를 하여 반환받을 수 밖에 없다. 물론 주주가 보호예수의뢰인의 반환청구

27) 주주가 보호예수의뢰인에게 주권을 인도하지도 않았고 보호예수의뢰인이 실제로 주권을 점유하고 있지 않아 주주와 보호예수의뢰인의 관계는 정확히 민법상 임치로 보기는 어렵고 이와 유사한 무명계약으로 볼 수도 있다고 생각된다.

권을 대위행사하거나(채권자대위권의 행사요건을 구비한 경우) 주권의 소유자의 지위에서 물권적 청구권을 행사하여 예탁원을 상대로 직접 반환청구를 하는 것도 가능할 것이나, 예탁원의 실무는 보호예수 주권을 보호예수의뢰인별로 관리하고 보호예수증서와 신고인감의 확인이라는 엄격한 절차를 거쳐 반환이 이루어지기 때문에 주주를 포함하여 보호예수의뢰인이 아닌 모든 자의 반환청구를 허용하고 있지 않다.

그러나, 주주는 소유자로서 예탁원에 대하여 물권적 청구권을 행사할 수 있는데 계약상 채권자가 아니라는 이유만으로 반환을 거부하는 것이 타당한지는 의문이 있다. 보호예수기간이 만료하기 전에 주주가 물권적 청구권에 기해 반환청구를 한다면 예탁원은 민법 제213조 단서의 점유할 정당한 권원이 있음을 주장하거나 보호예수에 동의하고 주식을 인수한 사실을 근거로 신의칙의 항변을 할 수 있으므로 반환을 거부할 명분이 있다. 그렇지만 보호예수기간이 만료한 경우에는 주주의 반환청구권이 명백히 인정됨에도 불구하고 예탁원이 주주의 구체적인 내역을 관리하지 않아 진정성을 확인하기 힘들다는 이유만으로 주주의 반환 청구를 거부하는 것은 설득력이 없고 주주의 소유권 행사를 부당하게 침해하는 결과를 초래한다. 실제로 이와 관련하여 가끔 분쟁이 발생하기도 하는데, 발행회사와 최대주주 간에 이해관계가 얽혀 있거나²⁸⁾ 발행회사의 폐업으로 인하여 의무보호예수기간이 만료하였음에도 불구하고 발행회사가 주권을 계속 반환해 가지 않는 경우가 있다. 수치인은 임치계약상 임치물에 대한 권리를 주장하는 제3자가 수치인에 대하여 소를 제기하거나 압류한 때 임치인에게 이를 통지할 의무가 있고(민법 제696조) 계약관계상 임치인의 동의 없이 임치인 이외의 자에게 임치물을 함부로 반환할 수 없으므로 예탁원에서 소유자가 아닌 제3자에게 잘못 반환하는 것을 예방하기 위해 보호예수의뢰인에게만 반환하는 것도 일면 타당성은 있다. 그러나 의무보호예수는 일반적인 임치관계와 달리 임치인인 보호예수의뢰인이 임치물에 대하여 아무런 법적 권리 또는 이해관계를 가지지 않으면서(실질은 주주를 대신해서 보호예수계약을 체결하고 있는 것에 불과하다) 의무보호예수 제도의 실효성을 위해서만 예탁원과 직접 계약을 체결할 지위에 있는 것이므로 이러한 일반적인 임치계약의 법리를 그대로 적용할 필요는 없다고 생각된다. 따라서, 예탁원은 비록 주주의 내역을 정확하게 관리하고 있지 않더라도²⁹⁾ 반환청구를 하는 자가 주주임을 증명하는 서류를 제출받고 보호예수의뢰인이 반환청구를 부당하게 거절하고 있는 사실 또는 보호예수의뢰인이 반환청구를 할 수 없는 사실이 인정된다면 반환을 하는 것이 타당하다고 생각된다.³⁰⁾

28) 발행회사의 재정 사정의 악화로 추가하락이 예상되는 경우 최대주주가 대량의 주식을 매도할 경우 주가가 폭락해서 회사에 불리한 영향을 미칠 수 있음을 염려하여 발행회사가 이를 반환해 가지 않는 경우가 대표적인 예이다.

29) 예탁원에서는 보호예수의뢰인으로부터 실물 주권을 교부받을 때 주권에 기재되어 있는 주주명을 보호예수계좌부에 기재할 뿐 주주에 관한 어떠한 인적 사항을 관리하고 있지 않다.

30) 실제로 보호예수기간이 만료하였는데 최대주주와 회사 간에 분쟁이 생겨 회사는 최대주주의 보호예수 주권의 반환청구권을 가압류하고 최대주주는 회사의 예탁원에 대한 주권반환청구권을 가처분한 후 최대주주가 예탁원을 상대로 주권인도청구소송을 제기한 사안에서, 법원은 회사와 최대주주 사이의 가압류 결정에 의한 집행이 해제되면 주권을 인도하라는 내용의 조정결정을 내림으로써 주주의 예탁원에 대한 직접적인 반환청구권을 인정한 바 있다.

3. 예약매매³¹⁾ 등의 문제

가. 예약매매 금지 원칙과 위반에 대한 제재

코스닥시장상장규정에서는 의무보호예수기간 중에 예탁원에 보관중인 주식을 매매의 예약 등의 방법으로 사실상 매각하여서는 아니된다고 규정하고 있고(동 규정 제21조 제4항), 동 규정 시행세칙에서는 이러한 매도제한규정에 위반한 경우 의무보호예수기간을 매도사실이 확인된 날로부터 1년간 및 의무보호예수 잔여기간을 합산한 것으로 연장하는 제재를 가하고 있다(동 규정 시행세칙 제22조 제1항 제3호). 실제 보호예수기간의 연장을 감수하고 매매예약을 하는 사례³²⁾는 자주 있는데, 사실 이는 규제기관에 적발되지 않으면 후술하는 바와 같이 사법적 효력에는 아무런 영향을 미치지 않아 제재수단으로는 미약한 측면이 있다.

코스닥시장상장규정 외의 다른 규정들은 계속보유 의무자들이 제출하는 계속보유확약서에 주식 등의 인출 또는 일체의 양도행위를 하지 않겠다는 내용을 기재하도록 하고 있을 뿐 예약매매를 명시적으로 금지하거나 이에 위반한 경우의 제재조치에 관한 규정을 두고 있지 않다.

나. 예약매매의 예외적 허용

한편, 코스닥시장상장규정에서는 코스닥상장법인의 경쟁력 향상이나 지배구조의 개선을 위한 기업의 인수 또는 합병 등에 대하여 거래소가 불가피하다고 판단하는 경우에는 예약매매를 허용하고 있다(코스닥시장 상장규정 제21조 제2항). 실제로 2004. 4. 코스닥위원회는 플레너스 최대주주의 보호예수 중인 주식 485만 3,141주(22.79%) 중 400만주(18.48주)를 CJ 및 CJ엔터테인먼트에 매도하는 것을 허용한 바 있다. 이는 외부평가기관인 삼일회계법인에서 플레너스 지분이 CJ엔터테인먼트에 매각될 경우 시너지 효과가 기대된다는 내용의 소견서를 제출하였고, 지분 매각을 통해 시장의 신뢰도가 높아져 해당 기업의 자금조달 및 인력 확충에 긍정적인 영향이 나타날 것이라는 판단에 기한 것이었다. 그러나 이러한 예외는 인수 주체기업의 경영자의 능력이나 매출 전망, 시너지 효과에 대한 엄격한 검증작업을 거쳐 이루어므로 인정되는 경우가 매우 드물다. 2003년 하이닉스가 보유한 이미지퀘스트 지분의 경우 삼보정보통신과 지비시너웍스가 보호예수기간 중 인수를 추진했지만 인수자금 조달문제로 신청이 기각된 바 있다.

다. 예약매매의 사법적 효력

예약매매 금지에 관한 명시적 규정의 존재여부를 불문하고 의무보호예수 근거규정들은 보호예수기간 동안 주권에 관한 권리가 양도되는 것을 금지하고 있는 것으로 보인다. 그러나,

31) 예약매매란 주권이 예탁원에 보관되어 있어 주식을 매도하더라도 주권을 인도해 줄 수 없는 상태에서 보호예수기간이 만료한 다음에 주권을 인도하기로 하고 미리 주식의 양도를 내용으로 하는 계약을 하는 것을 말한다. 즉, 주식 매매에 따른 이행행위 중 주권인도의무가 완료되지 않은 상태를 일컫는 실무상 용어로서 매매계약 전에 체결하는 매매의 예약(민법 제564조 참조)과는 구별되는 개념이다.
32) 비전텔레콤, 뉴보텍, 아이디씨텍, 인프론테크, 동서정보기술, 신영텔레콤, 한국창투, 앤콤정보, 디 이시스, 코리아텐더, 아이콜스 등

이러한 근거규정들은 감독기관 내지는 공공기관의 내부 업무규정에 불과하여 개인의 재산권 처분행위를 제한하는 효력을 갖는다고 볼 수 없으므로 매매예약의 사법적 효력을 부인시킬 수는 없다고 생각된다. 따라서, 계속보유확약에도 불구하고 주주가 주식을 양도하거나 주권 반환청구권을 양도한 경우 이는 유효하게 되고 양수인은 잔여 보호예수기간동안 주권을 인도받을 수 없는 제한만 받을 뿐이다.³³⁾ 그나마 코스닥 시장 상장규정에서는 이러한 예약매매가 적발될 경우 보호예수기간을 연장하는 제재조치라도 취하지만 다른 규정에서는 아무런 제재규정을 두고 있지 않기 때문에 결국 관련규정에서 요구하는 계속보유확약서의 기재사항은 큰 의미가 없게 된다.

이처럼 예약매매의 사법적 효력이 인정된다면 굳이 예약매매를 금지할 필요가 있는가라는 의문이 들 수 있다. 의무보호예수제도가 추구하는 주식수급의 안정과 공정한 시장가격의 형성이라는 목적은 예탁원에 의무보호예수를 하여 장내에서 이러한 증권이 유통되지 않는 것만으로도 어느 정도는 달성될 수 있다. 그러나, 장외에서 최대주주 등의 주식이 예약매매의 방식으로 대량으로 매도될 경우³⁴⁾ 이는 장내 시장에 부정적인 영향을 미쳐 가격 급락 현상을 초래할 수 있어 의무보호예수제도의 취지를 크게 훼손시킬 수 있다. 코스닥시장상장규정의 보호예수기간 연장조치가 어느 정도의 제어장치가 될 수 있겠으나, 규제기관의 좀 더 능동적이고 획기적인 개선책이 요구되고, 아울러 다른 의무보호예수 근거규정에서도 사후적인 제재조치의 마련이 필요하다고 생각된다.

4. 질권설정의 문제

주식의 입질방식에는 약식질과 등록질이 있는데 어느 경우든 질권자가 주권을 계속해서 점유하고 있어야 제3자에게 대항할 수 있다(상법 제338조 제2항). 보호예수주식의 경우 예탁원에서 주권을 점유하고 있기 때문에 질권을 설정할 수 있는지 여부와 어떤 방식으로 질권을 설정할 것인지 여부가 문제된다.

의무보호예수기간동안은 주권의 인출이 제한되기 때문에 질권자가 주권을 점유할 수 없어 상법 제338조 제2항 소정의 대항요건을 갖추지 못하는 점을 고려하면 보호예수주식에 대한 질권설정은 권리질의 방식으로 하는 것이 타당하다고 생각된다. 따라서, 주주의 질권자는 주주가 보호예수의뢰인에 대하여 가지는 주권반환청구권에 대하여 질권을 설정하고 민법 제450조 제2항의 대항요건을 갖추는 방식으로 질권을 설정할 수 있다(민법 제349조).³⁵⁾ 실무에서는 질권설정계약시 유질특약을 맺는 경우가 대부분이고 이 경우 질권자가 보호예수의뢰인을 통해서보다는 예탁원로부터 직접 반환받을 목적으로 보호예수의뢰인이 질권설정자가

33) 주식양도계약을 체결한 경우에는 주주가 보호예수기간 만료 후 주권을 반환받아 이를 인도하든지 양수인에게 주권반환을 할 수 있는 권한을 위임하여 양수인이 직접 반환받도록 할 것이고, 주권반환청구권 양도의 경우에는 민법 제470조 소정의 대항요건을 갖추어서 양수인이 직접 반환받을 수 있을 것이다.

34) 코스닥시장의 경우에는 최대주주 등 주식의 예약매매도 당일 공시사항에 해당한다(코스닥시장공시규정 제 6조 제1항 3호 가목 (1)).

35) 주주가 예탁원에 대하여 가지는 주권반환청구권(물권적 청구권)을 질권의 대상으로 할 수 있는지가 문제될 수 있으나, 물권적 청구권은 소유권과 분리하여 양도될 수 없으므로 질권의 목적이 될 수는 없다고 생각된다.

되어 보호예수의뢰인이 예탁원에 대하여 가지는 주권반환청구권에 대하여 질권을 설정하고 질권계약서에는 이러한 질권설정에 대해 주주가 승낙을 한다는 내용을 기재한 후 주주의 기명날인을 받아 예탁원에 확정일자 있는 통지를 하는 경우도 있다. 그런데 이러한 질권설정은 코스닥시장상장규정 제21조 제4항의 사실상의 매각과 실질적으로 다를 바가 없으므로 동 규정상의 제재대상이 되는지 여부가 문제되고, 권리질권의 대상은 양도에 제한이 없는 권리어야 하는데 보호예수 관련 규정에서는 주권에 대한 일체의 권리의 양도를 제한하고 있고 이러한 양도제한 사실은 증권거래를 하는 자라면 보통의 주의만 기울여도 알 수 있으므로 질권설정의 효력이 부인될 수 있는 것은 아닌지 문제가 될 수 있다.³⁶⁾

그러나 실제로 보호예수주식에 대해서는 등록질에 유사한 방식으로 질권이 설정되는 경우가 많다. 이는 보호예수관련규정에서 질권설정을 위한 중도인출을 허용하는 사유와 관행에서 비롯된 것인데, 코스닥시장상장규정시행세칙 제21조에서는 금융기관으로부터 발행회사의 경영에 필요한 자금 마련을 위한 대출 또는 발행회사의 유상증자시 증자대금 마련을 위한 대출 목적으로 질권설정하는 경우 거래소가 인정하면 주권의 중도인출이 가능하다고 규정하고 있다.³⁷⁾ 그리하여 실무상 발행회사 또는 주간사회사는 주주의 요청으로 거래소로부터 질권설정을 위한 중도인출 허가 공문을 받아 예탁원에 제출하여 주권을 반환받은 후 주주에게 인도하고, 주주는 질권자와 함께 명의개서대행기관에 가서 주권과 주주명부에 질권설정 관련사항을 기재한 후 보호예수의뢰인을 통해 예탁원에 재보호예수시킨다. 금융기관의 경우 안전한 방식으로 질권을 설정하기 위하여 등록질 방식을 선호하기 때문에 이런 방식으로 질권을 설정하고 있으나 이 경우 상법 제338조 제1항에 따른 질권설정의 대항요건인 질권자의 질물에 대한 점유를 인정할 수 있는지는 의문이다. 예탁원은 보호예수의뢰인과의 임치계약에 기해 보호예수의뢰인을 위해서만 점유를 하고 있을 뿐 질권자를 위해서 점유하고 있지 않고 실제 질권자의 내역도 전혀 관리하고 있지 않기 때문이다.

5. 가압류 등의 민사집행 문제

가. 예탁과 보호예수의 민사집행방법의 구별

보호예수주식과 관련하여 실무상 가장 많이 문제되는 분야는 민사집행분야이다. 가압류나 가처분의 대상은 보호예수주식임에도 불구하고 예탁원이 주식을 보관하고 있다는 사실만으로 가압류(압류)나 가처분의 대상을 예탁유가증권이라고 표시하고 예탁유가증권에 대한 공유지분을 압류한다는 내용의 주문이 기재되는 경우가 매우 빈번하였다.³⁸⁾ 앞서 언급한 바와 같

36) 그러나, 예약매매의 사법적 효력이 인정되는 것과의 형평을 고려할 때 질권설정의 효력을 부인하는 것은 문제가 있을 것으로 보인다.

37) 코스닥시장상장규정을 제외한 다른 규정에서는 질권설정을 중도반환사유로 규정하고 있지 않다(註 26 참조). 다만, 규제기관에서 중도반환에 관한 허가권을 가지고 있으므로 실무상 질권설정을 위한 중도반환이 불가능한 것은 아니다.

38) 보통 코스닥 주식의 경우 권리관계가 복잡하게 얽혀 있어 최대주주의 주식에 대하여 수인의 채권자들이 압류나 가압류를 하고 주식인도청구를 하는 경우가 많은데, 종래에는 대부분의 압류나 가압류 결정문들이 예탁과 보호예수를 혼동하여 압류 대상 및 주문이 잘못 기재되어 있어 예탁원에서는 일단 압류나 가압류 결정문의 효력을 인정해 주고 공탁을 하는 방식으로 업무를 처리해 왔다. 그러나, 2003년 3

이 예탁과 보호예수는 법적 성격이 전혀 다른 제도이고 예탁은 증권거래법상 특수한 보관형태이기 때문에 민사집행에 있어서도 특수성을 인정해서 증권거래법 제174조의9의 위임을 받아 민사집행규칙 제176조 내지 제182조와 제214조에서 별도의 규정을 두고 있다. 반면 보호예수는 민법상 임치와 별다른 차이가 없고 증권거래법 및 민사집행규칙에서 특칙을 두고 있지 않으므로 일반 민사집행절차에 따라야 한다.

나. 보호예수의 민사집행방식

보호예수주식에 대한 민사집행은 주권에 대한 집행과 주권반환청구권에 대한 집행으로 나누어 볼 수 있다.

(1) 주권에 대한 민사집행

의무보호예수기간이 만료한 경우 주주의 채권자가 보호예수주권에 대하여 압류·추심·인도명령을 받아 주주가 위임한 집행관이 예탁원에 인도청구를 하면 예탁원에서는 주권을 반환하여야 한다. 그러나, 의무보호예수기간 중에 주주의 채권자가 주권을 가압류 또는 압류한 경우에는 소유자가 아닌 예탁원이 주권을 보관하고 있으므로 민사집행법 제193조에 따른 인도명령이 없는 한 예탁원은 주권의 반환을 거부할 수 있어 채권자는 민사집행의 목적을 달성할 수 없게 된다. 따라서, 의무보호예수기간 중인 주권에 대해 민사집행을 하는 경우에는 후술하는 주권반환청구권에 대한 집행의 방법을 취하는 것이 효과적일 것이다.

(2) 주권 반환청구권에 대한 민사집행

주주의 채권자가 주권 반환청구권을 압류·가압류하거나 처분금지처분을 하는 경우 가장 주의해야 할 점은 제3채무자의 지정문제이다. 앞서 언급한 바와 같이 주주(계속보유 의무자)·보호예수의뢰인(보호예수의무자)·예탁원 사이에는 중첩적 점유관계가 형성되어 주주는 보호예수의뢰인에 대해 주권반환청구권을 가지므로 민사집행의 대상은 주권반환청구권으로 하고, 제3채무자는 예탁원이 아닌 보호예수의뢰인으로 지정하여야 한다.³⁹⁾ 실제로 주권을 예탁원이 점유하고 있으므로 현금화 절차에 가면 집행관이 예탁원으로부터 직접 주권을 반환받아가게 될 것이므로 제3채무자가 예탁원이든 보호예수의뢰인이든 차이가 없을 것이나, 압류 또는 가압류 단계에서는 압류대상의 특징이 중요하므로 권리관계의 실질에 맞게 제3채무자를 지정하는 것이 타당하다고 생각된다. 한편, 여기서 주주가 예탁원에 대하여 물권적 청구권을 가지므로 주주의 채권자가 이를 민사집행의 대상으로 하고 예탁원을 제3채무자로 지정하는 경우 제3채무자의 지정이 잘못 되었다고 볼 수 있을지는 의문이다.

월 필자가 법원행정처에 이에 대한 개선의견을 제출하여 법원실무제요 민사집행 III 468면에 보호예수 유가증권에 대한 집행에 관한 사항이 반영되어 이후에는 잘못된 결정문이 내려지는 사례가 많이 줄어들었고, 현재 예탁원은 보호예수 유가증권에 대해 대상과 주문이 어느 정도 이에 부합해야 당해 결정문의 효력을 인정해 주고 있다.

39) 법원실무제요, 민사집행(III), 법원행정처, 469면.

6. 부당한 유상감자의 문제

앞서 살펴본 바와 같이 정리회사의 M&A과정에서 신주를 배정받은 자는 1년 동안 처분제한을 받고 당해 주식은 예탁원에 보호예수되는데, 이 경우 주식인수인이 인수자금을 마련을 위해 금융기관으로부터 대출을 받은 후 대출금 상환을 위해 유상감자를 실시하는 예가 있다. 코스닥시장상장규정과는 달리 정리회사 M&A에 관한 준칙에서는 질권 설정을 위한 주권의 중도반환에 관한 사항을 규정하고 있지 않고, 실제로 정리회사의 회생을 위해 출자전환을 통해 제3자에게 주식을 배정한 법원이 다시 부채비율을 높이게 되는 이러한 행위를 허가할 가능성도 매우 적으며, 정리계획을 인가한 법원이 정리절차를 종결하여 허가를 할 수 없는 상황에 있는 경우가 많다. 그리하여 이러한 변칙적인 유상감자 행위가 이루어지기도 하는데 현재 이를 금지하는 규정도 없고 더욱 심각한 것은 정리절차가 종결된 경우에는 감독기관도 존재하지 않는다는 점이다.

7. 공시문제

유가증권시장공시규정 제7조 제2항 제2호와 코스닥시장공시규정 제6조 제1항 제3호 가목 (1)에서는 최대주주의 변경을 공시사항으로 정하고 있는데, 전자의 경우는 사유발생 다음날 까지 후자의 경우는 사유발생일에 거래소에 신고하도록 하고 있다. 특히, 후자의 경우 최대주주의 변경에는 매매의 예약 등의 방법으로 사실상 변경된 경우를 포함하고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 보호예수주권에 대하여 질권을 설정하는 경우 유질특약이 부가되는 경우가 많은데 이 경우가 공시사항에 해당하는지는 명확하지가 않다. 실무상 코스닥상장법인의 경우는 질권 설정을 위한 주권의 중도반환을 명시적으로 인정하고 있는 점에 비추어 볼 때 적어도 거래소의 승인을 받아 질권을 설정한 경우는 공시사항에 해당하지 않을 것으로 판단된다.

V. 개선방안

1. 보호예수계약 체결방법의 개선

현행 보호예수 근거규정에서 보호예수관련당사자(계속보유 의무자, 보호예수 의무자, 예탁원)의 법률관계에 관해 명확히 정하고 있지 않아 현재는 두 개의 임치계약이 형성된 것으로 보고 있으나, 이처럼 중첩적인 점유매개관계를 인정하여 실무처리를 하는 과정에서 앞서 살펴본 바와 같이 주권반환절차·질권설정절차·민사집행절차상 법률관계가 복잡해지고 번거로운 문제가 존재하였다.

보호예수 의무자가 예탁원과 보호예수계약을 체결하는 것은 의무보호예수제도의 실효성과 주주의 편의를 도모하기 위한 것에 불과하다. 실질은 주주의 대리인으로서 계약을 체결하는 것에 불과하면서 현명행위가 없기 때문에 대리관계로 볼 수 없는 사소한 문제가 존재하였던 것이다. 따라서, 관련규정에서 보호예수 의무자가 계속보유 의무자의 대리인으로서 예탁원과

보호예수계약을 체결하도록 명시하면 위와 같은 여러 가지 문제들이 일거에 해결될 수 있을 것으로 생각된다. 즉, 보호예수계약체결시 보호예수의무자는 대리관계를 현명하고, 거래소 등 감독기관에 제출하는 주주내역서를 예탁원에도 제출하게 하면 예탁원에서도 주주의 내역이 관리가 되므로, 보호예수기간 만료 후 주주의 직접적인 반환청구권을 무리없이 인정할 수 있고, 권리질권을 설정하는 경우 실제 채무자도 아닌 보호예수의뢰인을 무리하게 끌어들이는 변칙적인 방법을 사용하지 않아도 되며, 민사집행절차에서도 물권적 청구권과 채권적 청구권에 따라 제3채무자가 달라지는 관계를 복잡하게 따질 필요가 없게 되어 법률관계가 훨씬 간명해질 수 있다.

2. 규제기관의 위반행위에 대한 사후감독과 제재조치의 보완

앞서 살펴본 바와 같이 보호예수근거규정들은 행정기관 내지는 공공기관의 내부적인 업무규정에 불과하여 규정위반행위의 사법적 효력을 부인할 수 없는 한계가 있다. 그렇다 하더라도 코스닥시장상장규정처럼 예약매매를 제한하고 이를 위반할 경우 보호예수기간을 연장하는 제재조치는 이러한 한계 속에서 규제당국이 취할 수 있는 차선택은 될 수 있다고 생각된다. 코스닥시장상장규정을 제외한 다른 규정에서는 계속보유확약을 하도록 하면서 실제로 이를 어겼을 경우 별다른 제재조치를 규정하고 있지 않는데 이 경우에도 보호예수기간 연장과 같은 제재조치가 필요하다고 생각된다. 아울러 최대주주의 변경 등이나 의무보호예수주식의 인출 사유를 당일 공시사항으로 하고, 이 경우 내부자거래 위반행위에 해당하는지에 대한 사후 조사가 적시에 이루어져야 할 것으로 판단된다.

한편, 정리회사 M&A와 관련하여 보호예수기간 중에 유상감자라는 우회적인 방법으로 주식인수자금을 회사 외부로 유출하는 행위에 대한 제재조치의 마련도 필요하고, 특히 정리에 확인가결정 후 정리절차의 종결로 인하여 감독기관이 존재하지 않게 되어 정리회사의 M&A를 통해 달성하고자 했던 본래의 목적이 훼손되는 경우가 종종 발생하므로 정리에 확인가와 동시에 감독권한을 금감원으로 위임하는 방법 기타 적절한 방법으로 사후 감독이 제대로 이루어지도록 할 필요가 있다.

3. 보호예수제도의 예탁제도로의 편입

앞서 언급한 바와 같이 예탁제도는 유가증권 실물발행비용을 감소하고 증권결제의 효율화를 도모하기 위해 도입되었다. 그리하여 현재 주권의 70%이상과 채권의 90% 이상이 예탁원에 집중예탁되어 실물발행비용이 엄청나게 감소하였을 뿐만 아니라 실물증권의 수수에 따른 위험을 상당부분 감소시켰는데 의무보호예수제도의 존재로 인하여 불필요하게 많은 양의 실물증권이 발행되고 있다. 특히 의무보호예수주식 중 상당 수가 상장주식이거나⁴⁰⁾ 보호예수기간이 만료한 후 상장이 되는 경우가 많고, 상장주식의 경우 보호예수기간이 만료하면 바로

40) 현재 의무보호예수된 주식의 수량을 기준으로 할 때 상장주식은 78.87%(상장주식수 : 2,026,025,569, 비상장주식수 : 542,688,526)의 비율을 차지하고 있다.

예탁으로 전환시키고 불소지처리하는 경우가 많아 불필요한 실물증권발행의 문제가 발생한다. 현재의 의무보호예수제도가 담당하는 기능은 보호예수된 주식의 인출 금지와 주권의 교부를 통한 거래를 원천적으로 막는 것인데, 이는 기존의 예탁자계좌부상 처분제한계정을 통한 관리방식으로도 얼마든지 가능하다. 이처럼 보호예수제도가 예탁제도에 편입되게 되면 양제도를 혼동한 민사집행절차의 문제도 해결될 수 있을 것이다. 그러나, 이 문제는 비상장주식의 처리문제 내지는 예탁지정이 취소된 법인의 주권보관문제와도 맞물려 있어 완전한 편입이 현실적으로 어려운 측면은 있으나, 실물증권 발행에 따른 높은 비용과 사고 위험을 감안할 때 이원적인 구조를 취해서라도 도입할 수 있는 부분까지는 도입하는 것이 바람직하다고 생각된다.