

증권법 역외적용의 합리적 기준 및 범위에 대한 연구

- 미국증권법의 불공정거래에 대한 역외적용 사례를 중심으로 -

허항진(법학박사, 증권예탁결제원)

1. 머리말

국가간 자본거래가 빈번히 이루어지고 있는 오늘날의 국제적 경제질서에서는 증권의 모집·매출·매수·매도 등과 관련된 행위가 2개국 이상에서 일어나는 현상이 점점 증가하고 있다. 이러한 증권시장의 국제화는 투자리스크의 분산 등과 같은 순기능적인 측면도 있으나 다른 한편으로는 증권의 불공정거래에 대한 더 많은 기회를 제공하게 되어 이러한 불공정거래행위를 어떻게 합리적으로 규제할 것인지에 대한 무거운 과제도 동시에 안겨주고 있다. 이와 같이 국제적 증권거래가 보편화됨에 따라 특정한 거래에 대하여 불공정거래가 발생한 경우에 어느 국가의 증권법을 적용할 것인가에 대한 문제가 발생하는 것은 매우 당연한 현상이라고 할 수 있다.¹⁾

이처럼 국제적 자본이동이 급속하게 증가함에 따라 인위적 개념의 국경이 사라진 것처럼 보일 수도 있으나 이러한 국제적 자본이동의 상황은 각국의 규제현실과는 상당한 괴리감이 있다. 그 이유는 증권법의 제정 및 시행권한은 자국영토 내에서만 효력을 가진다는 것이 국제적으로 승인된 원칙이며,²⁾ 이 원칙에 따라 오늘날 대부분의 증권시장은 국가단위로 규제가 이루어지고 있기 때문이다. 그러나 증권시장의 국제화 추세가 관련법제에 중요한 영향을 미치고 있는 현실에서 국제화된 시장이나 거래를 순수한 자국법으로 규제를 하는 데에는 한계가 있고,³⁾ 증권법이 자국영토 내에서만 효력을 미치는 경우에는 자국 증권법의 규제목적이 제대로 달성될 수 없다는 우려도 제기될 수 있다.

이에 국제증권거래에 대하여는 자국법은 자국영토 내 또는 자국인에 대하여만 효력을 가진다는 속지주의 내지 속인주의의 일반원칙을 전제로 하면서도, ‘자국의 영토 외에서 행

- 1) 예컨대 우리나라 증권선물거래소(KRX)와 미국뉴욕증권거래소(NYSE)에 동시상장되어 있는 삼성전자가 대주주와의 합작으로 벤처회사설립을 하기위해 이사회에서 해당 대주주에게 주식매각을 허용하였고, 해당 증권의 매각이 서울에서 이루어졌다고 가정하자. 이에 대하여 삼성전자의 미국 주주들이 삼성전자 및 이사회를 상대로 비합리적인 낮은 가격으로 삼성전자주식을 매각하도록 허용하여 미국증권법을 위반하였다고 소송을 제기할 가능성도 있고, 미국법원이 이에 대하여 미국증권법을 적용할 수도 있다. 실제로 이와 유사한 사례에서 미국법원은 미국에서 전혀 사업을 영위하고 있지 아니한 캐나다회사의 이사들에게 미국증권법의 사기적 조항을 적용한 바 있다[Schoenbaum v. Firstbrook, 405 F. 2d 200(2d. Cir. 1968)]. 이처럼 어떤 국제증권거래가 발행한 경우에는 이론적으로 최대 4개국(매수자, 매도자, 발행회사, 증권거래소)이 각기 자기나라의 법을 적용하여야 한다고 주장할 가능성이 있다[W. Barton Patterson, “Defining the Reach of the Securities Exchange Act : Extraterritorial Application of the Antifraud Provisions”, 74 Fordham L. Rev. 213(2005), p. 213.].
- 2) James D. Cox. “Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings : An Essay”, 63 Law & Contemp. Probs. 11(2000), p. 28.
- 3) 특히 인터넷을 통한 증권거래의 증가는 증권법의 국제적 역외적용 필요성을 부각시킨 계기가 되었는데, 인터넷 환경에서는 off-line을 대상으로 구축되어 온 전통적인 증권규제에 대한 탈법의 기회를 제공할 수 있기 때문이다[서울대학교 금융법센터, 『증권거래법의 역외적용 및 외국감독기관과의 공조제도 정비방안 연구(최종보고서)』 (2004, 10), 14면].

해진 행위의 영향 및 효과가 자국에 미치는 경우에는 자국법을 적용' 하는 증권법의 역외적용(extraterritorial application)이 주요이슈로 등장하고 있다. 그러나 이에 대한 각국의 대응은 상이하어 싱가포르와 같이 명시적 규정을 통해 증권법의 역외적용을 인정하는 국가가 있는가 하면,⁴⁾ 영국이나 미국과 같이 판례를 통해 증권법의 역외적용을 인정하는 국가도 있고,⁵⁾ 일본과 같이 기존의 법령상의 개별규정의 성질을 고려하여 역외적용의 문제를 해결하려는 국가도 있다.⁶⁾

그러나 오늘날 자국 증권법의 역외적용에 대하여 가장 적극적인 자세를 견지하고 있는 나라는 미국이다. 미국은 증권법의 역외적용에 대한 판례가 가장 풍부하게 축적된 국가로서 이에 대한 논의도 학계를 중심으로 가장 활발하게 이루어지고 있다. 이러한 미국에서의 논의내용은 2009년 2월 시행예정인 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자금법' 이라 한다) 제2조에 자금법의 역외적용에 대한 내용을 명시하고 있으나, 그 논의는 여전히 초기 단계에 머무르고 있는 우리나라에 많은 시사점을 던져줄 수 있다고 본다.

이러한 맥락에서 본고 'Ⅱ. 미국증권법의 역외적용 근거 및 기준'에서는 증권법 역외적용의 법적 근거가 되고 있는 1934년 증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934) 및 대외관계법(Foreign Relations Law) 제3차 리스테이트먼트(Restatement)의 입법의도를 둘러싼 논쟁과 역외적용의 2대 기준이 되고 있는 행위주의(conduct test)와 효과주의(effects test)에 대하여 살펴본다. 그리고 본고 'Ⅲ. 미국증권법의 역외적용 판례분석'에서는 각 역외적용 기준별로 주요판례에 대하여 분석하고 그에 대한 평가를 하고자 한다. 마지막으로 'Ⅳ. 증권법 역외적용의 합리적 기준 및 범위'에서는 증권법 역외적용의 내재적 한계와 증권법 역외적용에 대한 각 접근방식을 살펴본 후 합리적인 증권법 역외적용의 기준과 범위에 대한 대안을 제시하기로 한다.

Ⅱ. 미국증권법의 역외적용 근거 및 기준

1. 미국증권법의 역외적용 근거

(1) 1934년 증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934)

-
- 4) SFA(Securities and Futures Act) 제339조(법률의 역외적용)는 SFA규정 위반행위의 일부는 싱가포르 국내에서 이루어지고 일부는 국외에서 행한 경우에 당해 국외행위를 전적으로 싱가포르 내에서 이루어진 것처럼 취급하고(제1항), 싱가포르 밖에서 행위를 하였으나 그 행위가 싱가포르에 대하여 중대하고 합리적으로 예측가능한 효과를 미치는 경우에는 그 행위가 싱가포르에서 있었던 것처럼 취급할 수 있다(제2항)고 규정하고 있다.
- 5) 영국은 인터넷의 발전 등과 관련하여 그 역외적용범위를 명시적으로 규정하고 있는데, 그 대표적인 것이 외국으로부터 영국으로의 금융권유행위에 대한 FSMA(Financial Services and Market Act 2000)의 역외적용이다. FSMA 제21조 제3항은 외국으로부터의 정보전달에 의한 관측행위가 영국 내에서 효과를 미치면 FSMA의 규제를 받는 것으로 명시하고 있으며, 제118조 제5항은 영국내 시장 또는 전자적으로 접속할 수 있는 시장에서 거래되는 금융상품의 거래에 대한 행위는 FSMA를 적용한다고 명시하고 있다. 그러나 영국은 미국과 마찬가지로 증권법의 역외적용범위에 대하여는 법률에 명시하고 있지 아니하다[영국금융관련법규의 역외적용에 대하여는 Michael Blair, Loretta Minghella, Michael Taylor, Mark Threipland and George Walker, *Blackstone's Guide to the Financial Services and Markets Act 2000*(2001) 참조].
- 6) 일본의 경우에는 학계와 실무계를 중심으로 증권거래법 등 금융규제에 대한 제 규정을 사법규정과 형벌규정, 금융규제규정으로 구분하여 그 적용 범리를 검토하고 있다.

미국증권법의 역외적용 근거를 파악하기 위해서는 우선 1934년 증권거래법(이하 ‘미국 증권법’이라 한다)의 입법의도를 살펴볼 필요가 있다.⁷⁾ 1929년 10월에 미국증권시장이 붕괴하자 많은 사람들은 불공정거래가 이러한 대폭락에 상당부분 원인을 제공하였다는 점에 대하여 대체로 공감하고 있었다. 이에 미국의회는 이러한 불공정거래행위로부터 미국투자자와 미국증권시장을 보호하기 위하여 1934년 미국증권법을 제정하였다.⁸⁾ 미국증권법의 규정 중에서도 역외적용과 관련하여 가장 중요한 의미를 가지는 것은 포괄적 반사기규정(antifraud)인 증권거래법 Section 10b와 동 조문에 의거 SEC(Securities Exchange and Commission)가 제정한 Rule 10b-5이다. 이와 관련하여 Section 10b는 증권매매를 행함에 있어 그 누구도 조작적(manipulative)·사기적(deceptive) 장치를 사용해서는 안 된다고 규정하고 있고, Rule 10b-5는 Section 10b와 마찬가지로 매우 포괄적인 문구를 사용하여 반사기규정을 규정하고 있다.⁹⁾ 좀 더 부연하면 Section 10b와 Rule 10b-5에 의거 원고가 소송을 제기하기 위해서는 ① 피고와 증권매매의 연관성, ② 의도적 행위, ③ 중요한 사항의 허위표시나 피고가 알려주어야 할 의무가 있는 사항의 생략, ④ 피고가 사기적 장치를 이용하였음을 증명하여야 하는 전제조건이 충족되어야 한다.¹⁰⁾

그러나 미국증권법의 규정이나 그 입법경위에서는 Section 10b 규정이 국제적 증권거래에도 적용되는지 여부에 대하여 침묵하고 있어, 입법 당시의 미의회의 입법의도가 무엇이었는지를 파악하는 것이 매우 중요하였다. 이에 증권법의 역외적용사안에 대한 심리시 미국법원은 만약 의회가 문제된 행위를 고려했다면 관련증권법규를 적용했을 것인지 여부를 증권법 역외적용의 중요한 판단 잣대로 활용하여 왔다.¹¹⁾ 그러나 미국증권법의 역외적용에 대하여 비판적 입장을 취하고 있는 학자들은 미국증권법 Section 10b는 외국인이나 외국거래에 적용하는 것에 대하여 명시하고 있지 않으므로 법적 해석상 법원은 이를 엄격히 해석하여야 한다고 한다. 또한 이 견해는 미국 증권법 제정당시의 의회의 입법의도 및 경위를 살펴보다도 의회의 입법의도는 1920년대의 경제대공황과 미국증권시장에 광범위하게 퍼져있던 투기행위로부터 미국증권시장 및 미국투자자를 보호하기 위한 것이었다고 한다.¹²⁾ 이에 대하여 미국증권법의 역외적용을 지지하는 견해는 Section 10b는 증권거래가 조직화된 미국시장에서 이루어졌는지 여부와 상관없이 모든 증권거래를 포함하는 넓은 개념으로 파악하여야 한다고 하면서 미국증권법의 적용범위에 대한 균형적(balancing)접근이나 제한적(restrictive) 접근은 의회의 입법의도에 반한다고 주장한다.¹³⁾

7) 미국증권법의 역외적용은 국제거래에 대한 불공정거래규정의 적용과 외국발행인에 대한 공시규정의 적용이 있으나 본고에서는 불공정거래에 대한 역외적용만을 그 대상으로 한다.

8) Kaveh Kashef, “Securities Law : Understanding Foreign Subject Matter Jurisdiction under Section 10(b) of the Exchange Act of 1934”, 8 Tul. J. Int’l & Com L. 533(2000), p. 534.

9) Rule 10b-5는 “어느 누구도 직·간접적으로 주(州)간 상업거래수단이나 메일 또는 미국증권거래소의 시설을 이용하여.....특정한 미국증권거래소에 등록된 증권이나 미등록된 증권의 매매거래와 관련하여 어떠한 조작적·사기적 장치를 이용하거나 채택하는 것은 불법이다” 라고 규정하고 있다.

10) Kaveh Kashef, 앞의 각주 8)의 논문, p. 536.

11) 장근영, “Sarbanes-Oxley Act의 외국법인에 대한 적용-미국증권법의 역외적용과 관련하여-”, 『상사법연구』 제22권 제2호(한국상사법학회, 2003), 306면.

12) William R. Covey, “Consolidated Gold Field Plc v. Minorco. S.A.: the Extraterritorial Application of U.S. Securities Laws in International Equity Markets”, 14 Fordham Int’l L.J. 240(1990/1991), pp. 242-243 ; Kun Young Chang, “Multinational Enforcement of U.S. Securities Laws : the Need for the Clear and Restrained Scope of Extraterritorial Subject-matter Jurisdiction”, 9 Fordham J. Corp. & Fin. L. 89(2003), p. 98 ; Gregory K. Matson, “Restricting the Jurisdiction of American Courts over International Securities Fraud”, 79 Geo. L.J. 141(1990), pp. 144-145.

13) Michael J. Calhoun, “Tension on the High Seas of Transnational Securities Fraud : Broadening

(2) 대외관계법(Foreign Relations Law) 제3차 리스테인먼트(Restatement)

대외관계법 제3차 리스테인먼트¹⁴⁾는 특정한 상황에 대하여 왜 미국이 역외행동을 규제하여야 하는지에 대한 다양한 이유를 열거하고 있어 미국증권법의 역외적용과 관련하여 매우 중요한 의미를 가진다. 이러한 리스테인먼트에 의하면 의회가 명시적으로 반대되는 표현을 하지 아니하는 한 법원은 특정법률을 국제법이 허용하는 범위 내에서만 적용하여야 한다.¹⁵⁾ 한편 대외관계법 제3차 리스테인먼트상 역외관할권의 적용과 관련된 주요조문으로는 Section 402(관할권 규정의 근거), 403(관할권 규정의 제한), 416(증권관련 행위의 규제 관할권) 등이 있다.

우선 Section 402(관할권 규정의 근거)는 연방법원들이 채택하고 있는 기준들과 매우 밀접한 관련을 가지고 있는 일반규정에 해당한다. 이 중에서도 Subsection (1)(a) 및 (1)(c)는 특정국가 자신의 영역 내에서 일어나는 행위와 자신의 영역에 상당한 영향을 미치거나 미치려는 역외에서의 행위를 규정할 수 있음을 인정하고 있다는 점에서 매우 중요한 의미가 있다. 이 규정은 미국증권법의 역외적용을 결정하는데 있어 연방법원들이 사용하는 2개 기준인 효과기준(effects test)과 행위기준(conduct test)의 핵심을 이루고 있기 때문이다.

이에 비하여 Section 403(관할권 규정의 제한)에서는 특정국가는 제반 관련요소를 고려하여 비합리적이라고 판단되는 경우에는 관할권을 행사할 수 없다고 규정하고 있다. 그리고 이러한 고려요소에는 타 관할권에 자신의 법률을 적용할 합리적 이유와 해당 영역에서 발생한 행위정도나 해당 영역에 미친 직접적이고 가시적인 영향의 정도 등이 포함된다고 한다.

마지막으로 Section 416(증권관련 행위의 규제관할권)의 Subsection(1)은 거래가 미국에서 이루어졌거나 거래는 비록 역외에서 이루어졌다 하더라도 관련행위가 주로 미국에서 이루어진 것과 같이 볼 수 있을 정도로 관할권 주장이 명백한 경우에 대하여 주로 다루고 있다. 그러나 Subsection(2)는 Section 403에 비추어 관할권의 주장이 합리적인 경우에는 그 외의 상황에서도 관할권의 주장을 허용한다고 규정하고 있다. 특히 이 조문은 다음과 같은 3가지 요소와 관계가 있다. 첫째는 어떤 거래나 행위가 미국증권시장이나 미국투자자에게 ‘상당한 영향’을 주었는지의 여부이고, 둘째는 미국에서 표시가 행하였거나 협상이 이루어졌는지 여부이며, 셋째는 거래당사자가 미국인 또는 미국거주자인지의 여부이다.

이러한 대외관계법 제3차 리스테인먼트의 관련조문의 해석상 미국은 증권법의 역외적용행사를 광범위하게 인정하는 것으로 보인다. 그러나 미국증권법의 역외적용에 대하여 비판적 입장을 취하고 있는 견해는 이러한 대외관계법 제3차 리스테인먼트의 관련조문들은 단지 어느 경우에 관할권이 허용되는지에 대한 단순한 정의에 불과하다고 보고 있다. 그 결과 일반적으로 어느 경우에 관할권이 행사될 것인지에 대한 결정권은 특정한 법률에 있다고 보고, 리스테인먼트는 당해 법률에 의해 인정되는 관할권에 대한 제한을 설정하는데 목적이 있다고 한다.¹⁶⁾ 이 견해는 리스테인먼트는 어느 경우에 관할권이 행사되어야 하는지에 대한 결정기준을 제공하는 측면에서는 분명히 유용하나 증권법의 역외적용문제에 대하여 침묵하고 있는 의회의 의중을 대변할 수는 없다고 한다.¹⁷⁾

the Scope of United States Jurisdiction”, 30 Loy. U. Chi. L.J. 679(Summer 1999), p. 721.

14) 리스테인먼트는 선례로 정착된 판례의 요점을 정리한 것으로 1923년 미국법률협회가 처음 발간하였다. 리스테인먼트는 공식 법전은 아니나 모범법전의 형식을 띠고 있으며 커다란 권위를 가지고 있어 많은 미국 판사들이 판결에 인용하고 있다.

15) Merritt B. Fox, “The Political Economy of Statutory Reach : U. S. Disclosure Rules in a Globalizing Market for Securities”, 97 Mich. L. Rev. 696(Summer 1999), p. 722.

16) SEC v. Kasser, 548 F.2d 109, 113 & n.12(3d Cir. 1977).

(3) 증권법의 역외적용에 대한 해석규범

법률의 해석규범상 의회가 특정법률의 역외적용에 대하여 침묵하고 있는 경우에는 역외 적용을 해서는 안 된다는 것이 미국법상의 오랜 원칙이다. 이에 전통적으로 의회의 입법은 별도의 반대의도가 표명되지 아니하는 한 미국역내에서만 적용되는 것을 의미하는 것으로 받아들여지고 있었다.¹⁸⁾ 이러한 전통적인 해석규범에도 불구하고 다수의 미국의 법원들은 외국에서의 행위가 미국에 상당한 영향을 미치거나 특정법률의 제정목적의 실효성을 확보하기 위하여 필요한 경우에는 역외적용이 가능하다고 보고 있으며,¹⁹⁾ 어느 경우에 법률의 역외적용이 가능한지 여부에 대한 기준을 개발하여 왔는데 그 대표적인 것이 효과기준과 행위 기준이다.

2. 미국증권법의 역외적용 기준

(1) 효과기준(effects test)

효과기준은 외국에서 행해진 행위라고 하더라도 미국시장에 영향을 미치는 경우에는 미국증권법을 적용한다는 것으로서, 미국증권법의 반사기적 규정의 역외적용문제를 해결하기 위하여 개발된 최초의 기준이다. 이 효과기준은 외국에서 행해진 불공정한 행위라 할지라도 미국에 부정적 영향을 미치는 경우에는 미국이 그러한 역외행위에 대하여 관할권을 행사할 수 있다는 원칙이다. 이러한 효과주의를 취하더라도 그 기준의 적용장대는 외국에서 행한 특정한 행위가 미국투자자나 미국증권시장에 가시적·실질적·직접적인 부정적 영향을 미쳤는지 여부이다.²⁰⁾ 따라서 미국증권시장에 대한 일반적 효과만으로는 동 기준을 적용하기에 불충분하며, 미국 내의 특정한 투자자가 해를 입어야 이 기준을 적용할 수 있다. 이 기준은 앞서 기술한 대외관계법 제3차 리스테이트먼트 Section 402(1)(c)와 416(2)(a)에 기반한 기준이다. 이러한 효과기준이 적용됨에 따라 특정한 역외행위가 미국투자자 또는 미국증권시장에 충분히 부정적인 영향이 있는 경우에는 미국증권법의 역외적용이 가능하게 되었고, 미국법원들은 역외에서의 행위에 대하여도 사안별로 미국에 충분한 영향을 미치는지 여부를 판단하게 되었다.

그러나 이러한 효과기준에 대하여는 그 적용기준이 너무 광범위하다는 점과 그 효과의 규모나 효과를 발생시키려는 의도보다는 효과의 ‘특정성(specific)’을 그 기준으로 삼고 있다는 점에 대한 비판이 제기되고 있다. 우선 효과기준의 적용기준이 너무 광범위하여 전적으로 외국에서 체결된 거래에 대하여도 미국증권법을 역외적용하게 되는 불합리성이 발생한다는 견해가 있다.²¹⁾ 예컨대 특정한 캐나다회사의 지배주주가 동 회사의 주식을 공정한 시장가격 이하로 매수한 경우에는 이 거래가 미국증권거래소에 상장된 동 주식의 가치를 떨어뜨린 것으로 간주되어 미국법원이 관할권을 행사할 수도 있게 된다.²²⁾ 이에 비하여 후자는

17) W. Barton Patterson, 앞의 각주 1)의 논문, p. 221.

18) Merritt B. Fox, 앞의 각주 15)의 논문, pp. 721-722.

19) Michael J. Calhoun, 앞의 각주 13)의 논문, p. 688.

20) W. Barton Patterson, 앞의 각주 1)의 논문, p. 222.

21) George C. Nnona, “International Insider Trading : Reassessing the Propriety and Feasibility of the U. S. Regulatory Approach” , 27 N.C.J. Int’l L. & Com. Reg. 185(2001), p. 198.

22) Donald C. Langevoort, “Fraud and Insider Trading in American Securities Regulation : Its Scope and Philosophy in a Global Marketplace” , 16 Hastings Int’l & Comp. L. Rev. 175(1993), p. 185.

특정성을 기준으로 효과기준의 적용여부를 결정하게 되는 결과 미국에 미미한 영향을 미치는 외국거래에 대하여는 관할권을 행사하게 되나 미국에 강력한 영향을 미치는 외국거래에 대하여는 관할권을 행사하지 아니하는 불합리한 결과가 초래된다고 한다. 이런 측면에서 외국거래의 효과가 간접적이고 일반적이라고 하더라도 그 유해의 정도를 기준으로 미국법의 역외적용여부를 결정하는 것이 타당하다고 이 견해는 주장한다.²³⁾

(2) 행위기준(conduct test)

행위기준은 특정한 행위가 미국의 이해에 영향을 주지 않더라도 미국에서 증권거래와 관련한 상당한 행위가 이루어진 이상 미국에 관할권이 있다고 보는 기준이다. 이러한 행위기준에서는 의존관계(reliance)와 손해가 외국에서 발생하였다고 하더라도 사기적 기술이나 허위기술이 미국에서 이루어지는 한 미국이 관할권을 행사하게 된다.²⁴⁾ 그러나 미국법원들은 미국 내의 행위가 사기적 행위 및 손해와 어느 정도 관련성을 가져야 하는지 여부에 대한 해석과 적용을 다양한 방식으로 행하여 왔다. 그 결과 이러한 행위기준에 대한 해석은 효과기준에 기반한 역외적용보다 훨씬 더 많은 논란이 있어 왔으며, 사안별로 법원에 따라 다양하여 이루어져 왔다.²⁵⁾

이에 학자들도 행위기준에 대한 미국법원들의 이러한 다양한 해석을 ① 제한된 행위접근방식(restrictive conduct-based approach), ② 포괄적 행위접근방식(broad conduct-based approach), ③ 균형적 행위접근방식(balancing conduct-based approach)으로 구분하여 분석하고 있다. 그러나 이러한 3가지 접근방식은 근본적으로 각기 다른 시각에서 사물관할권의 원칙과 미국증권법의 목적으로 인하여 발생하는 정치적·법적 딜레마의 해결책을 제시하고 있어 학자들 사이에 여전히 논란이 되고 있다.²⁶⁾ 이처럼 미국에서는 어떠한 행위기준을 채택하는지 여부에 따라 상이한 결과가 발생하고 있어 미국법원으로 하여금 통일된 원칙과 기준에 의거 일관된 결론을 이끌어낼 수 있도록 행위기준을 재정립할 필요가 있다는 의견이 지속적으로 제기되고 있다.²⁷⁾

III. 미국증권법의 역외적용 판례분석

1. 서설

23) Gregory K. Matson, 앞의 각주 12)의 논문, p. 154.

24) 대외관계법 제2차 리스태이트먼트(1965), section 17.

25) 행위기준에 대한 미국법원의 해석은 ① 해당 행위가 실질적(substantial)이고 중요(material)하여야 한다는 해석(Kauthar SDN BHD v. Sternberg, 149 F.3d 659, 667(7th Cir. 1998)), ② 모든 책임요소가 미국에서 이루어져야 한다는 해석(Zoelsch v. Arthur Anderson & Co., 824 F. 2d 27, 31(D.C. Cir. 1987)), ③ 행위는 중요하고 보다 사기적 계획(fraudulent scheme)에 의하여 이루어져야 한다는 해석(Grunenthal GmbH v. Hotz, 712 F.2d 421, 425(9th Cir. 1983)), ④ 단지 일정한 행위(some conduct)만 있으면 충분하다는 해석(SEC v. Kasser, 548 F.2d 109, 114(3d Cir. 1977)), ⑤ 준비적 행위만으로는 불충분하며 행위가 손해를 직접적으로 야기하여야 한다는 해석(Bersch, 519 F.2d, pp. 992-993), ⑥ 행위는 중요하여야 한다는 해석(Travis v. Anthes Imperial Ltd., 473 F.2d 515, 524(8th Cir. 1973)) 등 매우 다양하다.

26) Michael J. Calhoun, 앞의 각주 13)의 논문, pp. 697-723.

27) Gregory K. Matson, 앞의 각주 12)의 논문, p. 161.

미국증권법의 역외적용에 대한 명시적 법률규정이나 입법적 연혁의 부족으로 인하여 미국법원들은 그 적용범위를 정하는데 있어 많은 어려움을 겪어왔다. 그럼에도 불구하고 미국법원들은 입법목적이나 그 근거에 흐르는 정책적 의도를 감안하여 다수의 역외증권거래에 미국증권법을 적용하여 왔는데, 미국증권법의 역외적용과 관련한 미국법원의 최초의 판례는 *Kook v. Crang* 사건²⁸⁾이다. 이 사건에서 미국법원은 해당증권은 캐나다회사가 발행한 것으로서 캐나다증권회사를 통하여 캐나다증권거래소에서 매수되었기 때문에 미국의 관할권을 벗어나며 미국증권법의 적용대상이 아니라고 판결하였다. 이처럼 미국증권법의 역외적용과 관련한 최초의 판결에서 법원은 미국역내에서만 미국증권법을 적용하는 것이 의회의 입법의 도라는 것을 분명히 하였으며, 초기의 법원판결은 이러한 제한적 기초하에 이루어졌다. 그러나 이후 법원은 기존입장을 변경하여 미국증권법의 역외적용에 대한 중요한 두 가지 기준을 정립하였는데 그것이 전술한 효과기준(effects test)과 행위기준(conduct test)이다. 이하에서는 이러한 기준에 따라 이루어진 미국법원의 주요판례에 대하여 살펴보기로 한다.

2. 효과기준에 따른 역외적용 판례

(1) *Schoenbaum v. Fristbrook* 사건²⁹⁾

효과기준을 적용하여 미국을 벗어나 외국에까지 미국증권법을 행사한 최초의 판례는 *Schoenbaum v. Fristbrook* 사건이다. 이 사건에서 캐나다회사인 *Banff Oil, Ltd.*는 석유시추자금을 조달하기 위해 자사주(treasury shares)를 프랑스회사인 *Banque Paribas*에 시가로 매각하였다. 그 이후 석유시추사업의 성공으로 해당 주식의 주가가 크게 상승하자 *Banff*의 미국인 주주인 원고는 캐나다에서 매도된 자사주가 기대가치가 반영되지 않은 인위적으로 낮은 가격에 매각되었기 때문에 Rule 10b-5를 위반하였다고 주장하면서 주주대표소송을 제기하였다. 그 당시 *Banff*의 모든 운영은 캐나다에서 이루어지고 있었으며, *Banff*의 주식은 SEC에 등록되고 Toronto Stock Exchange와 American Stock Exchange에서 거래되고 있었다. 이 사건에서 원심은 미국역내를 뛰어넘어 미국법을 확대 적용할 의회의 의도가 명백하지 아니하는 한 미국증권법은 단지 미국역내에만 적용되어야 한다는 기존의 정립된 법해석에 따라 원고의 청구를 기각하였다.

그러나 이러한 하위법원의 판결과는 달리 제2순회법원은 미국증권거래소에서 외국주식을 매수한 미국투자자를 보호하고, 미국증권의 부적절한 역외거래의 효과로부터 미국증권시장을 보호하기 위해서는 미국증권법의 반사기조항을 역외적용할 수 있다고 판시하였다. 그러나 역외관할권을 뒷받침하는 근거를 법문에서 찾을 수가 없게 되자 법원은 ‘공정하고 정직한 시장(fair and honest market)’을 유지하기 위해 증권규제의 규제가 필요하다는 미국증권법 section 2의 입법의도에서 역외적용의 근거를 찾으려고 하였다. 즉 법원은 미국의회가 미국증권거래소에서 외국증권을 매수한 미국투자자를 보호하고, 미국증권에 대한 부당한 외국거래의 효과로부터 미국증권시장을 보호하기 위하여 미국증권법의 역외적용을 의도하고 있다는 결론을 내렸다.³⁰⁾ 이처럼 법원은 이 사건을 통하여 “① 피해를 입은 실제당사자가 미

28) 182 F. Supp. 388(S.D.N.Y, 1960). 본 사건에서 원고는 뉴저지에 거주하는 미국인이었고 피고는 캐나다회사였다.

29) 405 F.2d 200(2d Cir. 1968).

30) Id., p. 206.

국민이고, ② 해당 거래가 미국증권시장에 부정적 영향을 미쳤으며, ③ 해당 증권이 미국 증권거래소에 등록되어 있는 경우에는 미국증권법의 역외적용이 국제법이나 의회의 입법의도에 부합한다”는 국제거래에 대한 미국증권법 적용의 최소기준을 확립하였다.³¹⁾ 그러나 이 사건에서 법원은 “입법의 역외적용에 대한 일반적 가정은 미국증권법의 역외적용을 배제하지 않는다”는 결론을 먼저 내린 후에 미국증권법의 역외관할을 제한하는 의회의 입법의도를 파악하려고 하였다. 이에 법원이 국제적 분쟁에 반사기적 조항의 적용을 배제하는 의회의 입법의도를 입증하는 책임을 피고에게 부담시켰다는 비판이 제기되고 있다.³²⁾

(2) Bersch v. Drexel Firestone, Inc. 사건³³⁾

Bersch v. Drexel Firestone, Inc.사건에서도 제2순회법원은 Schoenbaum사건과 동일한 입장을 견지하였으나 그 분석의 관점을 달리하였다. 이 사건은 미국인 원고인 Bersch가 유럽에서 행해진 캐나다회사(I.O.S., Ltd 회사)의 보통주 공개와 관련하여 주식공개에 사용된 사업설명서에 허위 기재와 생략이 있었다는 것을 이유로 동 공개업무에 관여한 미국인수기관과 회계사를 대상으로 소송을 제기한 사안이다. 이 사건의 대상이 된 해당 증권의 발행을 위한 사업설명서에는 해당 주식이 미국에서는 매각되지 않는다는 것을 명시적으로 기술하고 있었다. 그러나 이러한 미국투자자를 배제하려는 이러한 Drexel의 시도에도 불구하고 약 385명의 미국투자자가 해당 주식을 취득하였다.

이 사건에서 원고는 외국에서 행해진 사기적 행위가 미국증권시장에 영향을 미쳤다고 주장하였다. 이에 대하여 법원은 Schoenbaum 사건과 마찬가지로 의회의 의도는 미국증권시장이 사기적 장소로 활용되는 것을 방지하는데 있다고 보면서 외국거래에 대하여 미국증권법을 적용할 수 있음을 다시 한번 표명하였다. 그러나 이 사안에서 법원은 거래가 주로 외국에서 이루어진 이 거래에 미국증권법을 적용함에 있어 영향을 받은 자가 미국시민권자 또는 미국거주자인지를 고려하였다. 그 결과 법원은 미국투자자에게 영향을 끼친 이상 사물관할권을 행사할 수 있으나, 사기적 행위가 외국인을 대상으로 이루어진 경우에는 사물관할권을 행사할 정도의 영향이 미국에 있다고는 볼 수 없다고 판시하였다.³⁴⁾

(3) Des Brisay v. Goldfield Corp.사건³⁵⁾

Des Brisay v. Goldfield Corp.사건에서도 제9순회법원은 Bersch 사건과 동일한 취지의 판시를 하였다. 이 사건에서 이 법원은 해당 거래에 관련된 증권이 미국의 특정거래소에 등록 및 상장되고, 당해 외국에서의 거래효과가 해당 증권을 보유하거나 사고파는 미국인에게 유해한 영향을 미치는 한, 부당거래가 미국 외에서 행하여졌다는 사실이나 미국시민이 아닌 자들이 거래에 관여하였다는 사실만으로는 사물관할권의 적용을 방해하지는 못한다고 판시하였다.³⁶⁾ 이 사건에서 제9순회법원은 Schoenbaum 사건에서와 마찬가지로 미국증권법 Section 2의 조문을 검토한 후, 동 Section 2의 해석상 불공정한 외국거래로부터 미국증권시

31) Mark H. Morgenstern, “Extraterritorial Application of United States Securities Law : A Matrix Analysis”, 7 Hastings Int’l & Comp. L. Rev.1(1983), p. 13.

32) Gregory K. Matson, 앞의 각주 12)의 논문, p. 150.

33) 519 F.2d 974(2d Cir.), cert. denied, 423 U.S. 1018(1975).

34) Id., p. 988.

35) 549 F.2d 133(9th Cir. 1977).

36) Id., p. 135.

장을 보호하려는 것이 의회의 의도라는 점을 강조하였다.³⁷⁾

(4) Selas of America(Nederland) v. Selas Corp. of America사건³⁸⁾

Selas of America(Nederland) v. Selas Corp. of America.사건에서도 법원은 효과기준에 기초하여 미국증권법의 역외적용을 인정하였다. 이 사건에서 원고(외국회사)는 피고(미국회사)가 원고의 주식을 외국인에게 매각한 외국거래와 관련하여 사기적 부실표시와 허위기술을 하였다고 주장하였다. 당시 원고(외국회사)는 피고(미국회사)가 원고의 주식을 매각하기 이전에는 피고의 완전자회사였고, 피고의 주식은 미국증권거래소에서 거래되고 있었으며, 원고의 대주주 중 최소 한 명은 미국인이었다. 이와 관련하여 미국법원은 피고의 이러한 사기적 거래는 완전자회사였던 원고에게 심각한 손실을 야기하였음은 물론 미국증권시장에 상당한 영향을 끼쳤다고 판시하였다.

3. 행위기준에 따른 역외적용 판례

(1) 제한적 행위접근방식(restrictive conduct-based approach)에 기초한 판결

제한적 행위접근방식은 가장 좁은 행위기준으로서 미국증권법을 역외적용하기 위해서는 미국에서의 행위가 실제로 미국증권법을 위반하여야 하며, 미국증권법 Section 10b와 SEC Rule 10b-5에 따른 소송요건의 모든 요소를 충족하여야 한다는 것이다. 이처럼 미국증권법의 적용요건을 엄격하게 제한하는 결과 이 접근방식은 그 성격이 모호한 준비적 행위는 관할권을 행사하기에 충분하지 아니하며, 미국법원이 관할권을 행사하기 위해서는 당해 행위가 손실을 야기하는 직접적 원인이 되어야 한다고 한다.

미국법원이 이러한 가장 엄격한 행위기준을 적용한 대표적인 사례는 Zoelsch v. Arthur Andersen & Co.사건³⁹⁾이다. 이 사건은 미국의 회계회사인 Arthur Anderson이 서독의 투자자들에게 배포한 감사보고서에 사기적 기재가 있었다는 것을 이유로 서독투자자들이 미국법원에 제기한 소송이었다. 이에 대하여 법원(District of Columbia Circuit, 이하 ‘D.C. 순회법원’이라 한다)은 원고가 손실을 야기한 해당 보고서에 의존하였다고 하더라도 미국증권법 Section 10b에 규정된 소송의 요소는 미국 내에서 이루어져야 한다고 판시하였다.⁴⁰⁾

이러한 엄격한 증권법의 역외적용기준을 정립함에 있어서 D.C. 순회법원은 몇 가지 전제원칙을 고려하였다. 우선 국제예양과 관련된 것으로서 다른 국가의 관할권과 충돌하는 경우에는 관할권을 행사해서는 아니된다는 원칙이다.⁴¹⁾ 둘째, 미국법원은 의회가 법원에 부여한 관할권행사범위를 초과하여 행사할 수는 없는바 의회가 외국거래와 관련된 당사자의 미국법원에의 접근을 명백하게 허용하지 아니하는 한 당해 외국거래에 대한 소송을 허용해서는 아니된다는 원칙이다.⁴²⁾ 마지막으로 엄격한 제한적 행위기준을 적용하지 아니하는 경우에는 법원이 의회에 의해 부여된 제한을 위배하고 정책적 판단을 하게 되어 불필요한 법적

37) Id.

38) 592 F.2d 409(7th Cir. 1973).

39) 824 F.2d 27(DC Cir. 1987).

40) Id., p. 31.

41) Id., pp. 31-33.

42) Id., p. 32.

기준이 발생하게 된다는 원칙이다.⁴³⁾ D.C. 순회법원은 그 이후에도 증권외의 매도와 관련하여 미국에서 사취된 경우에만 미국법원이 관할권을 행사할 수 있다고 판결한 바 있다.⁴⁴⁾

(2) 포괄적 행위접근방식(broad conduct-based approach)에 기초한 판결

포괄적 행위접근방식은 가장 넓은 행위기준으로서 어떤 행위가 사기적 음모를 지속시키기 위한 것인 한 미국에서의 특정행위는 관할권을 행사하는데 충분한 근거가 된다고 한다. 이러한 포괄적 행위접근방식을 지지하는 학자나 법원은 의회의 입법의도에서 이를 파악하고 있는데, 의회는 미국증권법이 거래행위에 있어 보다 높은 윤리적 기준을 정립하고, 미국을 사기적 행위의 본거지로 이용하려는 사취자들을 저지하는데 이용되기를 의도하고 있다고 한다.⁴⁵⁾ 이러한 포괄적 행위접근방식에 기초한 대표적인 판결로는 정책적 이유를 논거로 하고 있는 제8순회법원의 판결, 기준완화를 논거로 하고 있는 제3순회법원의 판결, 거래윤리기준을 높여야 한다는 것을 논거로 하고 있는 제9순회법원의 판결 등이 있다.

1) 제8순회법원의 판결

Travis v. Anthes Imperial Ltd. 사건에서 제8순회법원은 사기적 행위와 관련한 중요한 행위(significant conduct)가 미국에서 일어난 경우에는 미국법원이 사물관할권을 가지며, 미국에서 중요한 행위가 일어난 이상 매수자가 외국에서 증권을 매수한 사실은 관할권행사에 영향을 미치지 않는다고 판시하였다.⁴⁶⁾ 그러나 관할권행사의 기준이 되는 중요한 행위에 대한 결정기준이 무엇인지의 여부가 문제되었는데, 이에 대해 제8순회법원은 특정행위가 연방법원이 관할권을 행사할 수 있을 정도의 중요한 행위에 해당하는지 여부는 법원이 거래를 종합적으로 파악하여 결정할 사안이라고 하였다.⁴⁷⁾

이러한 제8순회법원의 태도를 가장 잘 보여주는 대표적인 사건으로는 Continental Grain(Australia) Pty. Ltd. v. Pacific Oilseeds Inc.이 있다.⁴⁸⁾ 이 사건에서 피고는 라이선스 계약의 종료가 임박하였음을 알면서도 라이선스 계약의 종료가 원고에게 노출되어 계약이 성사되지 않는 것을 막기 위하여 수차례의 국제통화와 편지를 원고에게 발송하였다. 이에 피고는 결국 계약을 성사시켜 거래대상회사인 캘리포니아에 소재한 호주회사의 매각계약을 캘리포니아에서 체결하였고, 동 계약의 이행은 미국에서의 세금문제를 회피하기 위하여 호주에서 이루어졌다. 이와 관련하여 Delaware회사의 완전자회사였던 원고(호주회사)는 원고가 매수한 호주회사가 보유하고 있는 10년의 라이선스 계약의 종료임박사실을 숨기려는 피고의 음모에 의하여 피고는 미국증권법 Section 10b와 SEC Rule 10b-5를 위반하였다고 주장하였다. 이에 대하여 피고는 ① 원고가 외국회사이고, ② 해당 거래가 주로 외국에서 이루어졌으며, ③ 해당 증권이 미국증권거래소에 등록되거나 거래되지 않은 외국증권이어서 미국에 영향이 없을 뿐만 아니라, ④ 미국 외에서 거래협상 및 거래행위가 이루어졌기 때문에 미국법원이 관할권을 행사하는 것은 적절하지 않다고 주장하였다.

43) Id.

44) SEC v. Banner Fund International. 211 F.3d 602(D.C. Cir. 2000).

45) Katherine J. Fick, "Such Stuff as Laws are Made on : Interpreting the Exchange Act to Reach Transnational Fraud" , 2001 U. Chi. Legal F. 441(2001), p. 459.

46) Travis v. Anthes Imperial Ltd., 473 F.2d 515(8th Cir. 1973), p. 157.

47) Id, p. 526.

48) 592 F.2d 409(8th Cir. 1979).

이 사건에 대하여 지방법원은 사물관할권 및 대인적 관할권(personal jurisdiction)의 결여를 이유로 기각하였다.⁴⁹⁾ 이에 대하여 제8순회법원은 지방법원의 이러한 판결을 뒤집으면서, 사기적 음모를 심화시킨 피고의 편지 및 국제통화는 미국에서 이루어진 행위에 해당되고 사기의 구성요소가 된다고 강조하면서 중국적인 영향은 외국에서 느낄 수 있을지라도 라이선스 계약의 종료임박사실을 감추려는 것은 미국에서 고안되고 완성되었기 때문에 피고의 행위는 단순한 준비적 행위가 아닌 중요한 행위로 보아야 한다고 판시하였다.⁵⁰⁾

이 사건을 통하여 제8순회법원은 포괄적 행위접근방식이 국제법의 정책이나 증권법의 취지와 목표에도 부합한다는 점을 명확히 하였다. 첫째, 속지주의 원칙에서는 자국의 국경안에서 발생한 행위에 대하여 관할권을 행사할 수 있기 때문에 포괄적 행위접근방식이 국제법의 원칙에 배치되지 않는다고 한다.⁵¹⁾ 둘째, 미국증권법 Section 10b의 문구는 포괄적이기 때문에 해당 거래가 미국증권거래소에서 이루어졌는지 여부와 상관없이 모든 증권거래에 적용된다고 한다.⁵²⁾ 마지막으로 미국증권법은 높은 수준의 윤리적 행위를 요구하고 있어 중요한 행위의 범위는 매우 포괄적인 것으로 보아야 하므로 외국의 거래에 대하여도 미국증권법이 당연히 적용되어야 한다고 한다.⁵³⁾

2) 제3순회법원의 판결

제8순회법원과 마찬가지로 제3순회법원도 포괄적 행위접근방식을 채택하였는데, 그 대표적인 것이 SEC v. Kasser 사건이다.⁵⁴⁾ 이 사건에서 피고 Kasser는 캐나다인이 소유한 Manitoba Development Fund로부터 4천5백만달러의 자금을 조달하여 산림개발에 투자하기로 하였으나 실제로는 다른 조달자금과 함께 주식에 투자하였고, 이러한 피고의 행위로 인하여 피고가 운영하는 2개의 회사가 파산하였다. 이에 원고인 SEC는 캐나다와 스위스, 미국에 소재한 회사 및 은행을 통하여 자금을 세탁하는 사기적 계획을 진행하여 온 피고에 대하여 구제적 판결(injunctive relief)을 구하였다. 이에 대하여 원심인 지방법원은 피고가 진행하여 온 문제의 사기적 거래에는 미국과 여타 국가에서의 행위가 포함되어 있었으나, 미국에서의 잡다한 부수적 행위는 외국에서의 거래를 미국내 거래로 전환하기에 충분하지 아니하다고 판시하면서,⁵⁵⁾ 본질적으로 외국거래와 관련된 것으로서 미국에 영향이 없는 사기행위에 대하여는 사물관할권이 없다는 판결을 내렸다.⁵⁶⁾

그러나 이러한 원심의 판단과 달리 제3순회법원은 최소한 국제적 사기거래계획의 진행과 관련한 행위가 미국에서 이루어진 이상은 미국법원이 관할권을 가진다고 판시하면서, 손해의 실제소제지가 미국영토 밖에서 이루어진 사기적 거래에 대하여 미국증권법상의 사기조항 적용을 배제하여야 한다는 조항이 전혀 없기 때문에 미국증권법을 적용할 수 있다고 판시하였다. 법원은 더 나아가 정책적인 관점에서 볼 때 이러한 관할권행사를 거부하는 경우에는 미국을 사기적 외국거래의 실행을 위한 진진기지로 활용하려는 자들에게 동기부여를

49) Id., p. 413.

50) George K. Chamberlin, J.D., "Subject Matter Jurisdiction of Securities Fraud Action Based on Foreign Transactions, under Securities Exchange Act of 1934", 56 A.L.R. Fed. 288(2007), 3[b].

51) 592 F.2d 409(8th Cir. 1979), p. 416.

52) Id., p. 418.

53) Id., p. 420.

54) 548 F.2d 109(3d Cir. 1977).

55) Id., p. 1177.

56) SEC v. Kasser, 391 F. Supp. 1167(D.C.N.J. 1975), p. 1176.

하는 결과가 된다고 하였다. 이와 함께 제3순회법원은 미국이 이러한 사건에 대하여 관할권을 행사하지 아니하는 경우에는 다른 국가들로 하여금 유사한 결과를 초래할 수 있다고 지적하면서, 이러한 사건에 미국이 관할권을 적극행사함으로써 타국으로 하여금 유사한 조치를 취하도록 유도할 수 있다고 판시하였다.⁵⁷⁾

3) 제9순회법원의 판결

제9순회법원도 Grunenthal GmbH v. Hotz 사건⁵⁸⁾에서 포괄적 행위접근방식을 채택하였다. 이 사건은 서독회사와 멕시코회사(스위스인 및 멕시코인이 소유하고 있는 바하마 지주회사가 지배) 간에 발생한 멕시코회사 주식의 매각과 관련된 사안이었다. 이러한 멕시코회사의 매각계약협상과 관련하여 대부분의 회의는 미국 밖에서 이루어졌으나, 소송당사자들은 로스엔젤레스에서의 회의 직후에 미국에서 이 사건과 관련된 사기적 계약을 체결하였다. 이와 관련하여 원고(서독인)는 피고들(바하마인, 멕시코인, 스위스인)이 멕시코회사의 매각계약과 관련하여 허위기술을 하여 미국증권법 Section 10b를 위반하였다고 주장하였다. 이 사건은 제한적 행위접근방식에서는 미국에서 행해진 행위의 비중으로 보아 관할권행사가 적절하지 않다고 볼 수 있는 사안이었다. 이에 대하여 원심은 사물관할권의 부족을 이유로 원고패소판결을 내렸으나 제9순회법원은 제3순회법원 및 제8순회법원에서 채택한 사물관할권행사 사유를 그대로 원용하여 지방법원의 판결을 뒤집었다.

제9순회법원은 원고가 미국증권법의 위반과 사기적 계획의 진전에 있어 중요한 역할을 하는 허위기술을 미국에서 행하였으며, 그러한 허위기술은 단순한 준비적 행위가 아니라 법정소송에 영향을 미치는 실질적인 행위에 해당한다고 하였다.⁵⁹⁾ 이 사안에서 제9순회법원은 자신의 판결을 뒷받침하는 2개의 기본논거를 명확히 하고 있다. 첫째, 제3순회법원과 마찬가지로 미국이 관할권행사를 거부하는 경우에는 타국에서 사기적 범죄를 저지르려는 자들이 미국을 그러한 사기적 목적의 전진기지로 활용할 동기를 부여하게 된다는 것이다. 둘째, 국제적 증권거래행위에 대한 관할권행사를 통하여 증권산업에 있어서의 높은 비즈니스윤리(business ethics)를 조성할 수 있다는 것이다.⁶⁰⁾

(3) 균형적 행위접근방식(balancing conduct-based approach)

균형적 행위접근방식은 국제적 증권거래와 관련된 이해관계를 사법적 관할에 대한 헌법적 제한과 시장의 건전성 유지 사이에 발생하는 충돌문제를 균형적인 조정을 통해 해결하려는 방식이다. 이러한 균형적 행위접근방식을 기반으로 한 관할권을 행사하기 위해서는 사기와 관련된 실질적 행위가 미국에서 이루어져야 하는데, 이 접근방식은 포괄적 행위접근방식에 비해서는 보다 엄격한 미국에서의 행위를 요구하지만 제한된 행위접근방식에 비해서는 보다 완화된 미국에서의 행위를 요구한다. 그 결과 미국에서 이루어진 행위가 단순한 준비적 행위이거나 대부분의 행위가 외국에서 이루어진 경우에는 미국에 관할권이 없게 된다.⁶¹⁾

57) 548 F.2d 109(3d Cir. 1977), p. 116.

58) 712 F.2d 421(9th Cir. 1983).

59) Id., p. 426.

60) 특히 제9순회법원은 국제증권거래에 있어서의 비즈니스 윤리를 더욱 강조하고 있다. 그 이유는 미국에서 국제증권거래업무를 수행하는 자들은 변호사나 회계사 등과 같은 전문가들인데, 이들은 자국에의 영향이 없는 업무를 처리하는 상황에서 책임감 있게 행동할 것이 요구되는 사람들이기 때문이라고 한다[Id., p. 425].

또한 이 접근방식은 미국에서 행해진 행위가 피고의 손해에 직접적 원인이 된 경우에만 미국법원이 관할권을 행사할 수 있는 것으로 보고 있다. 이러한 균형적 행위접근방식에 기초한 대표적인 판결로는 기준을 제시한 제2순회법원의 판결, 명시적 입법적 명령이 없는 경우에는 관할권 행사를 제한하여야 한다는 제5순회법원의 판결, 행위분석을 위한 접근방식을 정의하고 있는 제7순회법원의 판결 등이 있다.

1) 제2순회법원의 판결

균형적 행위접근방식에 따라 미국증권법의 역외적용을 인정한 대표적인 사례는 Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell 사건이다.⁶²⁾ 이 사건에서 미국회사인 Leasco Data Processing Equipment Corp.는 네덜란드 자회사인 Leasco를 통하여 Robert Maxwell의 지배를 받는 영국회사 Pergamon Press Ltd의 주식을 런던증권거래소에서 매수하였다. 이와 관련하여 증권매수협의를 위한 일부회의가 미국에서 있었고 매수계약도 미국에서 체결되었다. 그 이후 원고인 Leasco Data Processing Equipment Corp.는 자신이 사기를 당해 과도한 가격을 지불하였다는 것을 이유로 영국인과 영국회사를 상대로 소송을 제기하였다. 이에 대하여 법원은 사기적 행위의 일부가 영국에서 있었으나 계약체결이라는 중요한 행위가 미국에서 행하여졌기 때문에 미국증권법의 역외적용이 가능하다고 판시하였다.⁶³⁾ 특히 이 사건에서 법원은 행위기준에 초점을 맞추어 피고의 미국에서의 행위가 단순한 준비적 행위에 그치지 않고 어느 정도 상당한 중요성을 가지는 경우에는 미국증권법을 역외적용할 수 있다고 판시한 점을 유의할 필요가 있다.

Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell 사건이 있는 후 불과 3년 후에 제2순회법원은 국제적 증권사기에 대한 중요한 2개의 사건을 다루게 되었는데, 하나는 Bersch v. Drexel Firestone, Inc. 사건⁶⁴⁾이고 다른 하나는 IIT v. Vencap Ltd.사건이다. 우선 Bersch 사건에서는 사기적 행위와 관련한 준비적 행위는 미국에서 있었으나 실제 사기적 행위는 미국 밖에서 이루어졌다. 이와 관련하여 제2순회법원은 해외에서 일어난 행위와 비교하여 상대적으로 미미한 단순한 준비적 행위는 사물관할권의 행사근거가 될 수 없다고 판시하였다.⁶⁵⁾ 이 사건에서 법원은 국제증권거래에 미국증권법의 반사기적 조항을 적용할 수 있는 사기적 행위에 대한 3가지의 기본원칙을 제시하였다.⁶⁶⁾ 첫째, 미국거주자가 미국에서 금융손실을 입은 사안에 대하여는 미국 내에서 매우 중요한 행위가 이루어졌는지 여부를 불문하고 미국법원이 관할권을 가진다는 원칙이다. 둘째, 해외거주 미국인이 손실을 입은 경우에는 손실에 상당한 기여를 한 매우 중요한 행위가 미국에서 발생한 경우에만 법원이 관할권을 행사한다는 원칙이다. 셋째, 미국에서의 사기행위가 직접적으로 손실을 야기하지 아

61) 균형적 행위접근방식에서는 단순한 준비적 행위가 관할권행사의 매우 중요한 기준이 되고 있다. 이와 관련하여 해외에서 대부분의 행위가 이루어진 경우에 어느 정도의 행위가 미국에서 이루어져야 관할권행사를 정당화할 수 있는지 여부가 문제될 수 있는데, 이에 대해서는 미국에서의 행위의 양 뿐만 아니라 행위의 질도 고려하여야 한다는 견해가 있다[Michael Wallace Gordon, “United States Extraterritorial Subject Matter Jurisdiction in Securities Fraud Litigation”, 10 Fla. J. Int’l L. 487(1996), p. 514.

62) 468 F.2d 1326(2d Cir. 1972). 이 사건은 미국증권거래소에 상장되지 않은 외국회사의 주식을 취득하였다는 점에서 Schoenbaum v. Fristbrook 사건과 차이점이 있다.

63) Id., p. 1335.

64) 519 F.2d 974(2d Cir.), cert. denied, 423 U.S. 1018(1975).

65) Id., p. 987.

66) Id., p. 993.

니하는 한 타국에서 외국인이 입은 손실에 대하여는 법원이 관할권을 행사하지 아니한다는 원칙이다.

한편 IIT v. Vencap Ltd.사건⁶⁷⁾에서 제2순회법원은 국제적 증권거래에 대한 미국증권법의 적용범위에 대하여 보다 심도 있게 검토하였다. 이 사건은 원고인 록셈부르크 투자신탁회사인 IIT가 바하마 벤처캐피털회사인 Vencap Limited(Vencap)증권의 사기적 매각과 관련하여 일부 외국법인과 비거주미국인인 Richard Pistell을 피고로 하여 제기한 소송이었다. 이 사건에서 IIT는 런던과 바하마, 미국에서 투자회의를 가진 이후에 Vencap에 3백만불을 투자하였다. 그리고 증권매수문서와 양해각서의 작성 및 검토는 바하마와 뉴욕에서 이루어졌고 증권의 실제매입은 바하마에서 이루어졌다. 이와 관련하여 원고는 Pistell이 Vencap으로부터 자금을 부당하게 획득하였다고 주장하면서, 미국법원이 관할권을 행사하여야 한다고 주장하였다.⁶⁸⁾ 이 사건에서 법원은 사기적 행위가 미국에서 행하여지고 행위의 효과가 외국에서 나타난 경우에 관할권을 행사할 수 있는지 여부에 대하여 검토하였다.⁶⁹⁾ 이와 관련하여 제2순회법원은 이 사건과 관련하여 피고가 원고로 하여금 해당 증권을 매수하도록 하기 위한 상당히 많은 사기적 행위를 행하였으므로 미국법원이 사물관할권을 행사할 수 있다고 판시하였다. 이 사건을 통하여 법원은 Bersch v. Drexel Firestone, Inc.사건에서 제시된 준비(preparation)와 실행(perpetration)의 이분법적 구분이 외국인투자자에 대한 관할권행사의 여부를 결정하는 중요한 원칙임을 재확인 하면서,⁷⁰⁾ 이러한 이분법적 구분은 피고가 미국인이든 외국인이든 상관없이 적용된다고 판시하였다.⁷¹⁾ 그러나 제2순회법원은 미국증권법이 대부분의 거래행위를 외국에서 행한 외국인투자자를 보호하여야 한다는 것은 생각할 수 없다는 것을 근거로 외국인 원고를 차별적으로 취급하는 것을 정당화 하였다. ⁷²⁾ 그 결과 대부분의 행위가 외국에서 행해지고 미국에서는 단지 준비적 행위만 행해진 경우에는 관할권을 행사하지 아니하는 것으로 보았다.

2) 제5순회법원의 판결

국제증권거래에 대한 증권법의 역외적용문제에 처음 직면하였을 때, 제5순회법원은 미국관할권의 외부경계선 설정을 피하였으나 MCG Inc. v. Great Western Energy Corp.사건⁷³⁾에서는 균형적 행위접근방식을 취하였다. 이 사건에서 MCG는 런던증권거래소를 통한 증권매각에 관여하였는데, 동 증권은 미국에는 등록되지 않았으며 미국인 이외의 자들을 대상으로 매각되었다. 그러나 어떻게 미국인들이 이러한 매수자 제한을 회피하였는지는 알 수 없으나 일부 미국인들이 해당 증권을 취득하였고, 취득당시에 해당 거래가 미국증권법의 적용을 받지 않는다는 것도 알고 있었다. 그 이후 미국투자자들은 피고가 투자수익과 관련한 사기적 허위기술을 하여 미국증권법을 위반하였다고 주장하면서 소송을 제기하였다.⁷⁴⁾ 이 사건에 대하여 지방법원은 원고가 미국증권법의 적용회피를 위한 모든 노력을 행한 이후에,

67) 519 F.2d 1001(2d Cir. 1975).

68) Mark H. Morgenstern, 앞의 각주 31)의 논문, pp. 24-25.

69) Louise Corso, "Section 10(b) and Transnational Securities Fraud: A Legislative Proposal to Establish a Standard for Extraterritorial Subject Matter Jurisdiction", 23 Geo. Wash. J. Int'l L. & Econ. 573(1989), p. 584.

70) 519 F.2d 1001(2d Cir. 1975), p. 1018.

71) Id., p. 1018.

72) Id., p. 1016.

73) 896 F.2d 170(5th Cir. 1990),

74) Id., pp. 172-173.

다시 동 법에 의한 자신들의 보호를 요구하였기 때문에 사물관할권의 요건이 결여되었다고 판시하였다.⁷⁵⁾ 이에 대하여 제5순회법원은 미국법원이 관할권을 행사할 정도의 행위가 미국에서 없었다는 점에 대하여는 동의하면서도 사물관할권의 결정은 사안별로 이루어지는 것이지 어느 특정한 요소가 그 방향을 결정하는 것은 아니라고 하면서,⁷⁶⁾ 사물관할권의 절차적 문제는 사안의 실질적 가치와 반드시 상호 연계되는 것은 아니라고 판시하였다.⁷⁷⁾

그 이후 *Robinson v. TCI/US West Cable Communications Inc.* 사건⁷⁸⁾에서 제5순회법원은 국제증권거래에 대한 사물관할권에 대한 법원의 입장을 재확인하였다. 이 사건에서는 미국회사가 경영권을 행사하고 있는 영국회사가 영국머천트은행(merchant bank)에 자기회사의 진정한 가치를 왜곡하는 보고서를 작성하도록 지시하였다. 이러한 영국회사의 영국머천트은행에 대한 부정확한 보고서의 작성지시는 모회사인 미국회사의 법무담당부서가 미국에서 작성하여 팩스로 영국으로 보낸 지시에 의한 것이었다.⁷⁹⁾ 이 사건에서 영국의 소액주주인 원고(Robinson)는 피고가 자신이 보유하고 있는 영국회사의 주식을 그 가치보다 낮은 가격으로 매도할 것을 권유함으로써 피고가 Rule 10b-5를 위반하였다고 주장하였다. 이 사건에 대하여 지방법원은 사물관할권의 결여를 이유로 기각하였다. 그러나 제5순회법원은 사기와 관련된 대부분의 행위가 영국에서 이루어졌다고 하더라도 부정확한 보고서의 작성을 지시한 편지가 원고 손실의 직접적인 원인이 되었으므로 미국법원이 관할권을 행사할 수 있다고 판시하였다.⁸⁰⁾ 이처럼 제5순회법원은 포괄적 접근방식이 그 근거로 삼고 있는 정책적 고려의 중요성을 인정하면서도 명시적인 입법적 명령이 없는 한 관할권의 확대적용은 부당하며, 미국법원의 관할권행사는 미국증권규제의 목적을 실행하기 위해 필요한 최소한의 범위 내에서 이루어져야 한다고 보았다.⁸¹⁾

3) 제7순회법원의 판결

제7순회법원은 *Kauthar SDN BHD v. Sternberg* 사건⁸²⁾에서 국제증권거래에 대하여 미국법원이 관할권을 행사하기 위해 필요한 행위의 정도(degree)가 어느 수준에 이르러야 하는지에 대한 입장을 보여주었다. 이 사건에서 원고(말레이시아 회사)는 피고(미국인)가 인공 위성통신서비스를 제공하는 캐리비안회사에 투자할 것을 사기적으로 권유하여 3천8백만 달러를 투자하였다. 그 이후 캐리비안회사는 도산하였고 이 회사의 주식은 가치가 없게 되었다. 이에 원고는 피고가 미국에서 허위사실을 기재하고 중요한 사항을 생략한 문서를 미국에서 작성하여 말레이시아에 송부하는 등 미국법원이 사물관할권을 행사하기에 충분한 행위를 행하였다고 주장하였다.⁸³⁾ 이에 대하여 지방법원은 효과기준이나 행위기준에 비추어 볼 때 미국법원이 관할권을 행사할 이유가 없다고 판시하였다.⁸⁴⁾

그러나 제7순회법원은 이 사건에서의 사기적 거래가 비록 미국투자자와 미국증권시장에 영향을 미치지 아니하고 말레이시아회사에 대하여만 영향을 주었다고 하더라도 그 행위를

75) Id., p. 173.

76) Id., p. 175.

77) Id., p. 176.

78) 117 F.3d 900(5th Cir. 1997).

79) Id., pp. 903-904.

80) Id., p. 907.

81) Id., p. 906.

82) 149 F.3d 659(7th Cir. 1998), cert. denied, 119 S. Ct 890(1999).

83) Id., p. 667.

84) Id., p. 663.

분석해 볼 때 미국법원이 관할권을 행사할 필요가 있다고 보았다. 이와 관련하여 제7순회법원은 미국증권법의 문언이나 입법적 연혁 모두 관할권행사에 대해 명확한 지침을 제공하고 있지 않으며, 그 이전사건의 행위분석에 이용되었던 기준도 너무 유연성이 떨어져 미국증권법의 현행 지위를 기술하기 곤란하다고 보았다. 특히 기존의 기준은 그 자체가 국제적 증권사기사건에 미국법원들이 일관되게 적용하는 법적 해석의 규범으로 비추어 질 여지가 있어 문제가 있다고 보았다.⁸⁵⁾ 이에 제7순회법원은 기존의 행위분석에 이용되었던 단순한 기준을 사용하는 대신에 행위분석에 이용될 수 있는 접근방식을 다시 3가지로 구분하여 현행법의 지위를 용이하게 설명할 수 있는 접근방식을 채택하였다.⁸⁶⁾ 이를 위해 제7순회법원은 미국법원이 관할권을 행사하기 위한 전제조건으로 ① 미국증권법을 위반한 행위가 미국에서 이루어지고, ② 사기의 상당한 부분을 구성하는 동시에, ③ 사기적 행위의 성공에 중요한 역할을 할 것을 특별히 요구하였다.⁸⁷⁾ 이처럼 제7순회법원은 미국이 외국투자자에 대한 사기적 행위의 천국으로 이용되는 것을 의회가 의도하고 있지 않음을 인정하면서도 국제적 증권문제와 관련된 사안에 대하여 무제한적인 관할권행사는 자제하여야 한다고 보았다.

4. 기타 기준에 의한 역외적용 판례

(1) 효과기준과 행위기준의 조합에 따른 판결

전통적으로 미국법원은 증권법의 역외적용과 관련한 결정시 효과기준이나 행위기준의 하나를 적용하였으나 제2순회법원은 이러한 기준이 상호배타적인 것이 아니라고 판시하였다. 즉 제2순회법원은 이러한 효과기준과 행위기준을 각각 개별적으로 구분하여 적용하여야 한다는 요건이 없고 오히려 이러한 두 기준의 조합은 미국증권법의 역외적용을 정당화 하는데 더 나은 신호(signal)를 제공하여 준다고 한다.⁸⁸⁾ 미국법원이 이러한 두 기준의 조합의 효율성을 역설한 대표적인 사건으로는 *Itoba Ltd v. LEP Group PLC* 사건⁸⁹⁾을 들 수 있다. 이 사건에서 영국회사인 원고(*Itoba*)는 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장된 버뮤다 소재의 다국적 지주회사인 *A.D.T. Limited*의 완전자회사였으며, *A.D.T. Limited* 주주의 약 절반은 미국에 거주하고 있었다. 이에 비하여 피고(*LEP Group PLC*)는 런던에 소재한 다국적 지주회사로서 그 주식은 주로 영국과 아일랜드의 국제증권거래소(International Stock Exchange)에서 거래되고 있었다. 원고는 피고의 주식을 매수하였는데, 이러한 원고의 투자결정은 피고가 SEC에 제출한 서면을 기초로 런던투자은행이 작성한 보고서를 기초로 이루어졌다.⁹⁰⁾ 이와 관련하여 원고는 피고가 SEC에의 서면제출 시 중요한 사실을 공시하지 않았기 때문에 미국증권법 Section 10b와 SEC Rule 10b-5를 위반하였다고 주장하였다.⁹¹⁾ 이에 대해 원심인 지방법원은 사물관할권의 결여를 이유로 기각하였으나 제2순회법원은 미국에 대한 유해한 영향요소와 미국에서의 중요행위요소의 충분한 조합을 통해 사물관할권을 인정할 수 있다

85) *Id.*, pp. 664-665.

86) *Id.*, p. 665.

87) *Id.*, p. 667.

88) Katherine J. Fick, 앞의 각주 45)의 논문, p. 459.

89) 54 F. 3d 118, 122(2d Cir. 1995).

90) *Id.*, p. 121. 영국지주회사는 미국 NASDAQ에서의 ADR거래를 위해 SEC에 Form 20-F를 제출하였다.

91) *Id.*, p. 124.

고 판시함으로써 기 정립된 효과기준과 행위기준을 조합한 새로운 기준을 제시하였다.

(2) 기존 행위기준 외에 추가적 요소를 고려한 판결

제2순회법원은 1998년에 *Europe and Overseas Commodities Traders, SA v. Banque Paribas London* 사건⁹²⁾에서 기존의 행위기준에 단기채류 외국인투자자에 대한 추가적 요건을 접목시킨 독특한 판결을 내린 바 있다. 이 사건에서 원고는 자신이 미국 플로리다에 휴가차 머무르는 동안 피고가 자신의 런던사무실에서 전화와 팩스를 통하여 사기적 투자를 유도하였다고 주장하였다. 이 사안은 투자자가 미국인이었다면 제한적 행위접근방식에서도 미국법원의 관할권행사를 위한 행위기준이 충족되는 사안이었다.

그러나 제2순회법원은 거래당사자가 미국인이 아니고 해당 거래증권이 미국증권거래소에서 거래되지 않는 경우에는 미국법원이 관할권을 행사하기 위한 추가적인 요소가 필요하다고 판시하였다. 그리고 이러한 추가적 고려요소로는 ① 미국증권거래소에서의 거래여부, ② 미국에서의 경제적 활동여부, ③ 미국인에 대한 유해여부 등이 있다고 하였다.⁹³⁾ 아울러 이 사건에서와 같이 원고가 미국에 단기적으로 체류했다는 사실만으로는 이러한 추가적 고려요건을 충족하지 못하기 때문에 미국법원은 사물관할권을 행사할 수 없다고 판시하였다.

이러한 제2순회법원의 관할권행사를 위한 추가적 고려요소는 독특한 것으로 받아들여지고 있어 일부 지방법원을 제외하고는 아직까지는 거의 인용을 하지 않고 있다.⁹⁴⁾ 그러나 제2순회법원의 판결영역에 있어서의 커다란 영향력을 감안할 때 다른 순회법원의 관할권행사 판결에도 이러한 추가적 고려요건이 영향을 미칠 것으로 보인다. 이와 함께 이러한 제2순회법원의 판결은 의회의 입법의도 및 목적이라는 불안정한 해석에 기반한 관할권 결정과 관련된 문제와 행위기준과 관련한 불확실성을 해결하는데 일조한 것으로 평가받고 있다.⁹⁵⁾

5. 판례에 대한 분석 및 평가

미국의 주요 판례에서 살펴본 바와 같이 미국법원들은 불공정증권거래에 대한 미국증권법의 역외적용을 판단함에 있어 명확성과 방향성이 결여되어 있고, 그 기준에 대하여도 순회법원별로 상이한 태도를 보이고 있다. 일반적으로 연방 제1심법원, 제2순회법원, 제5순회법원, 제7순회법원은 증권법의 적용범위를 판단함에 있어 비교적 엄격한 접근방식을 채택하고 있는 데 비하여, 제3순회법원, 제8순회법원, 제9순회법원은 통상 엄격한 접근방식에서 요구하는 직접적 인과관계요건을 배제함으로써 증권법의 역외적용에 대하여 보다 완화된 접근방식을 채택하고 있다.

미국증권법의 역외적용에 대하여 엄격한 접근방식을 취하는 법원들은 역외적용문제에 대한 의회의 침묵은 미국증권법이 매우 제한적인 경우에만 역외에 적용되는 것을 염두에 두고 제정된 것을 뒷받침하는 근거라고 한다. 즉 이러한 법원들은 미국증권법의 역외적용과

92) 147 F.3d 118(2d Cir. 1998).

93) *Id.*, pp. 129-130.

94) 이러한 제2순회법원의 추가적 고려요소를 인용한 대표적인 지방법원 판결로는 *In re Gaming Lottery Securities Litigation*, 58 F. Supp 2d 62, 74(SD NY 1999); *Interbrew SA v. Edperbrascan Corp*, 23 F. Supp 2d 425, 432(SD NY 1998) 등이 있다.

95) Katherine J. Fick, 앞의 각주 45)의 논문, p. 461.

관련하여 제기된 문제의 처리에 대한 명확한 입법이 없이는 미국증권법의 역외적용은 법원의 판단대상이 아니라고 한다. 반면에 증권법의 역외적용에 대하여 완화된 접근방식을 취하는 법원들은 국제화의 진전에 따라 국제증권거래는 지속적으로 증가하게 되는데, 이러한 외국증권거래에 대하여 미국증권법의 관할권을 확대하지 않는 경우에는 미국시장과 미국투자자를 보호할 수 없다고 한다. 이와 함께 미국이 증권법의 역외적용을 확대하지 않고 엄격한 관할권 규칙을 유지하는 경우에는 국제적 불공정거래행위를 행하려는 자들에게는 미국이 매력적인 장소로 이용될 우려도 있다고 한다.

미국증권법의 역외적용의 해석 및 태도에 대한 이러한 미국법원간 입장의 차이는 각 순회법원간 다양한 목소리만 생성할 뿐이며, 외국인 원고로 하여금 관할권에 대한 도박(gamble)을 하게 할 유인을 제공할 가능성도 매우 크다고 본다.⁹⁶⁾ 따라서 이러한 문제를 근본적으로 해결하기 위해서는 연방대법원의 결정이나 의회를 통한 입법적 해결이 가장 바람직하다고 본다. 그 외의 해결책으로는 법해석과 관련하여 순회법원간 이견을 발견한 경우에 이용하는 이송명령제도(certiorari)를 적극 활용하여 법적 해석의 통일성을 기할 필요가 있다는 의견도 있다.⁹⁷⁾

IV. 증권법 역외적용의 합리적 기준 및 범위

1. 서설

증권법의 역외적용시 제기되는 대부분의 문제는 관할권의 포괄적 행사와 관련된 것이나 그 중 많은 부분은 효과기준과 행위기준의 특유한 요소와 관련하여 발생하는 문제이다. 우선 효과기준의 문제점은 기술이 발전할수록 특정국의 투자자가 세계 각국 증권시장에의 접근이 용이해져 그 적용범위가 지속적으로 확대될 수 있다는 점이다. 이에 비하여 행위기준은 국제금융시장에서 ‘행위’ 그 자체를 정의한다는 것이 용이하지 아니하다는 문제가 있다. 특히 인터넷의 발달로 인하여 금융거래에 관한 행위가 어느 국가 또는 법역에서 행하여졌는지 여부를 특정하는 것 자체가 곤란한 경우가 지속적으로 증가하고 있다.⁹⁸⁾ 이처럼 효과기준 및 행위기준 모두 그 범위 및 기준이 명확하게 정의되어 있지 않아 증권법의 역외적용의 내재적 한계에 대한 논란이 지속적으로 제기되고 있다. 따라서 증권법의 역외적용에 있어서 가장 시급하고도 중요한 문제는 모든 거래에 일관되고 통일적으로 적용가능한 합리적인 기준과 원칙을 마련하는 것이라고 할 것이다. 이런 맥락에서 이하에서는 증권법 역외적용에 존재하는 내재적 한계와 이를 극복하기 위해 제시된 다양한 증권법 역외적용의 접근 방식에 대하여 살펴본 후, 증권법 역외적용의 합리적 적용기준 및 범위를 제시하고자 한다.

96) 예컨대 외국인 원고는 자신에게 유리한 판결을 내릴 개연성이 높은 법원이 소재한 곳에서 특정한 행위를 하려고 할 것이다.

97) Kaveh Kashef, 앞의 각주 8)의 논문, p. 556.

98) 森下國彦, “金融關係法令の國際的域外適用”, 『ジュリスト』, No. 1232(2002), 123面 ; Edward F. Greece, “Beyond Borders : Time to Tear Down the Barriers to Global Investors”, 48 Harv. Int'l. L. J. 85(2007), p. 86.

2. 증권법 역외적용의 내재적 한계 및 문제점

(1) 미국증권법의 역외적용의 허용여부를 둘러싼 논쟁

1) 미국증권법의 해석 및 적용범위 측면에서의 역외적용 허용여부

미국증권법의 역외적용을 지지하는 견해는 관련법률 그 자체에서 근거를 찾고 있다. 이 견해는 미국증권법 Section 10b는 해당 거래가 미국시장에서 이루어졌는지를 불문하고 모든 증권거래에 포괄적으로 적용되는 것이며, 단지 그 효과가 외국에 ‘수출(exported)’ 되었다고 하여 미국에서의 사기적 행위가 동 규정의 적용 면제를 받는 것은 아니라고 한다.⁹⁹⁾ 이와 함께 미국증권법의 포괄적 적용은 국제법에 적용되는 원칙에도 완벽하게 일치한다고 주장하는 견해도 있다. 이 견해는 미국 대외관계법 리스테이트먼트에 따라 미국의회는 효과가 역외에서만 발생하였더라도 미국에서 일어난 행위에 대하여 규제할 수 있기 때문에 미국법원은 일부행위가 미국에서 행해진 외국거래에 대하여도 미국증권법을 적용할 권한을 가진다고 한다.¹⁰⁰⁾

이에 비하여 증권법의 포괄적 역외적용을 반대하는 견해는 증권거래법 Section 30b의 해석상 미국법원은 증권법의 역외적용을 제한적으로 행사하여야 한다고 한다.¹⁰¹⁾ 또한 이 견해는 미국 대외관계법 리스테이트먼트가 외국거래에 대하여도 증권법을 적용하도록 법원에 포괄적 권한을 부여하였다는 포괄적 역외적용 지지자들의 견해를 비판하면서, 리스테이트먼트는 단지 미국이 관할권을 행사할 수 있는 범위를 제한한 것에 불과하며,¹⁰²⁾ 의회가 명시적으로 표시하지 아니하는 한 특정법률은 역외 적용되지 않는 것으로 보아야 한다고 한다. 이 견해는 한발 더 나아가 의회가 연방법원에 외국증권거래에 대한 사물관할권행사권한을 부여하지 않았기 때문에 법원이 자신에게 이러한 권한을 부여하는 것은 매우 부적절하다고 지적하면서, 명시적인 입법상의 명령이 없이 필요한 최소범위를 뛰어넘어 관할권을 확대하는 것은 정당한 이유가 되지 않는다고 한다.¹⁰³⁾

2) 정책적인 측면에서의 증권법의 역외적용 허용여부

정책적인 측면에서 광범위한 증권법의 역외적용을 허용해야 한다는 견해는 의회가 미국증권법을 통과시킨 기본적 의도는 사취를 방지하기 위한 것이므로 증권법의 역외적용도 이러한 법의 구체적 목적에 부합되어야 한다고 한다.¹⁰⁴⁾ 이 견해는 그 근거로 미연방대법원이 “연방증권법의 근본목적은 증권산업에 있어서의 비즈니스윤리를 제고하는데 있다” 라고 한 판결내용¹⁰⁵⁾을 제시하고 있다.¹⁰⁶⁾ 아울러 이 견해는 증권법을 제한적으로 역외적용하는

99) Michael J. Calhoun, 앞의 각주 13)의 논문, p. 704.

100) Id., p. 720.

101) 이 Section은 “본장의 규정이나 이 장에 의한 제반규정은, SEC가 이 장의 위반을 방지하기 위하여 제정한 규정에 위반하지 아니하는 한, 미국법역이 아닌 국가에서 행한 증권에 대한 업무에 대하여는 적용하지 아니한다” 라고 규정하고 있다.

102) SEC v. Kasser, 548 F.2d 109, 113 n.12(3d Cir. 1977).

103) Zoelsch v. Arther Andersen & Co., 824 F.2d 27(D.C. Cir. 1987), p. 33 ; Robinson v. TCI/US West Cable Communications Inc. 117 F.3d 900(5th Cir. 1997), pp. 906-907.

104) Michael J. Calhoun, 앞의 각주 13)의 논문, p. 724.

105) SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 375 U.S. 180(1963), p. 186.

106) Michael J. Calhoun, 앞의 각주 13)의 논문, pp. 706-707.

경우에는 이러한 법의 속박으로부터 벗어난 국제적 증권 ‘해적(pirates)’이 정박하는 피난항이 만들어질 여지를 제공한다고 주장한다.¹⁰⁷⁾ 그리고 이러한 우려는 금융시장에서의 정보통신기술의 발달과 국경없는 투자의 증가로 인하여 더욱 커지고 있다고 한다.¹⁰⁸⁾ 이 견해는 한발 더 나아가 증권법의 포괄적 역외적용은 외국법원에 계류 중인 소송에 관련된 미국에게 긍정적이고 호혜적인 효과를 가져와 미국투자자에게 간접적 이익이 된다고 한다. 즉 미국법원이 외국인의 행위에 대하여 적극적인 관할권을 행사함으로써 특정국가에서 미국인을 대상으로 한 사기적 행위가 발생하는 경우에 해당 국가의 법원이 그에 대한 적극적 조치를 하도록 유도할 수 있다는 것이다.¹⁰⁹⁾

이에 비하여 정책적인 측면에서 미국증권법의 제한적 역외적용을 주장하는 견해는 우선 “미국헌법은 정치적 선택사항에 대하여는 정치적 영역에 맡겨야 한다”는 연방최고법원의 판결¹¹⁰⁾을 그 근거로 제시하면서 정치적 영역은 입법적 영역에 해당하므로 사법부가 관할권을 행사하는 것은 의회의 입법영역을 침범하는 것이라고 한다.¹¹¹⁾ 그리고 이러한 영역침범 문제는 미국연방법원이 국제사회에 뛰어들 때 더욱 큰 문제로 발전하게 된다고 한다.¹¹²⁾ 이 견해는 타국의 법률을 존중하는 국제예양(禮讓)원칙¹¹³⁾도 그 근거로 들면서, 이러한 국제예양원칙에 따라 어떤 국가가 특정 증권소송에 대하여 판결을 하거나 자국의 법률을 적용할 이익이 미국보다 큰 경우에는 당해 국가의 관할권을 침범하는 것을 회피하기 위해 미국은 관할권을 행사하여서는 안된다고 한다.¹¹⁴⁾ 한편 사법적 경제성(judicial economy) 측면에서 제한된 관할권행사를 주장하는 견해도 있다. 이 견해는 외국에서 주도적으로 이루어진 거래에 대하여 미국법원은 동 증권거래를 관련국가의 문제로 남겨둘 것인지 아니면 그 사건에 미국법원 및 법집행기관의 소중한 자원을 투입할 것인지 여부에 대한 미국의회의 의도를 우선적으로 파악하여야 한다고 한다.¹¹⁵⁾ 이런 측면에서 주된 거래가 외국에서 이루어진 거래에 대해서는 재판을 위한 사법적 비용을 지출하기 이전에 미국의 이해가 우선적으로 고려되어야 한다고 주장한다.¹¹⁶⁾ 그 외에 미국증권법을 포괄적으로 역외적용하는 경우에는 외국인으로 하여금 엄격한 미국증권법을 위반할 위험을 회피하게 하여 미국에서의 비즈니스 거래를 꺼리게 만들고, 이는 결과적으로 미국기업의 경쟁력을 약화시킨다고 주장하는 견해도 있다.¹¹⁷⁾ 이 견해는 그 이론적 근거로 Sarbanes-Oxley Act의 통과 이후에 외국기업들이 동법의 엄격한 적용을 회피하기 위하여 미국증권거래소에서 자진상장을 철회하고 있는 사실을 들고 있다.¹¹⁸⁾

107) SEC v. Kasser, 548 F.2d 109, 113 n.12(3d Cir. 1977), p. 116.

108) Michael J. Calhoun, 앞의 각주 13)의 논문, p. 722.

109) Id., p. 704.

110) Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Res. Def. Council, Inc., 467 U.S. 837(1984), p. 866.

111) Zoelsch v. Arther Andersen & Co., 824 F.2d 27(D.C. Cir. 1987), p. 32.

112) Id., p. 33.

113) 국제예양원칙은 특정국가의 법률이 다른 국가의 법률과 충돌하고, 그 국가의 법집행권한에 부정적 영향을 미치는 경우에는 그 법률을 적용해서는 안된다는 원칙이다.

114) Michael J. Calhoun, 앞의 각주 13)의 논문, p. 699.

115) Bersch v. Drexel Firestone, Inc, 519 F.2d 974(2d Cir.), cert. denied, 423 U.S.1018(1975), p.985.

116) Itoba Ltd v. LEP Group PLC, 54 F.3d 118(2d Cir. 1995), p. 121.

117) Kellye Y. Testy, “Comity and Cooperation : Securities Regulation in a Global Marketplace” , 45 Ala. L. Rev. 927(1994), p. 935.

118) Roberta S. Karmel, “The Securities and Exchange Commission Goes Abroad to Regulate Corporate Governance” , 33 Stetson L. Rev. 849(2004), pp. 856-857.

(2) 효과기준 및 행위기준에 따른 증권법 역외적용의 내재적 한계

1) 명확한 적용기준의 부재

효과기준 및 행위기준이 명확하게 확립되어 있지 아니한 결과 순회법원 간에도 판결 내용이 서로 충돌할 뿐만 아니라 명확한 법적 문구도 결여되어 있어 문제가 되고 있다.¹¹⁹⁾ 특히 발행회사의 입장에서는 미국투자자가 관여하는 거래에 대하여는 언제든지 미국증권법이 적용될 수가 있어 언제 또는 어떠한 방식으로 미국증권법규가 적용되는지 여부를 예견할 수 없게 된다. 그리고 이 경우에는 발행회사가 이미 특정한 국가의 법을 준수한 경우에도 미국법의 적용을 받게 될 수도 있다. 이처럼 미국의 역외적용에 대한 접근방식은 중복적 규제에 의한 불필요한 비용과 같은 불합리한 결과를 가져오고 원활한 국제적 자금의 흐름을 저해할 수 있다는 비판이 제기되고 있다.¹²⁰⁾

우선 미국법원은 효과기준에 따라 미국에 유해한 영향을 미치는 한 관할권을 행사할 수 있는 결과 그 적용기준이 명확하게 정의되지 아니하는 경우에는 오늘날과 같이 정보통신기술이 발달한 시대에는 그 범위가 지나치게 확장될 수 있는 문제가 있다. 예컨대 어떤 미국투자자가 이집트에 서버가 설치되어 운영되고 있는 웹사이트에 자유롭게 접근하여 증권거래를 행하였는데, 그 거래가 미국인투자자에게 유해한 결과를 가져왔다고 가정하자. 이 경우 미국투자자가 자발적으로 웹사이트를 방문하였고 웹사이트의 운영자에게 사전통지도 하지 않았음에도 불구하고 당해 미국투자자가 손해를 입었다는 사실만으로도 효과기준에 의거 미국법원이 관할권을 행사할 수 있게 된다.¹²¹⁾

한편 미국법원은 행위기준에 따라 미국에서 이루어진 특정거래에 대하여 관할권을 행사할 수 있는데, 이러한 행위기준과 관련하여 발생하는 가장 큰 문제는 국제증권시장에서 어떤 행위가 어느 특정국가에서 이루어졌는지를 결정함에 있어 무슨 방법과 기준을 사용하는가의 여부이다. 특히 Rule 10b-5와 관련하여 미국증권법의 역외적용을 위해 필요한 미국에서의 행위의 성질이 무엇인가에 대하여는 미국법원들 간에 그 의견이 나뉘고 있다.¹²²⁾ 중요한 행위가 미국에서 이루어진 경우에는 관할권행사를 할 수 있다는 것은 분명하나 특정한 위법요소가 미국에서 이루어져야 하는지 또는 그러한 행위가 사기나 손해등과 관련이 있어야 하는지 등에 대하여는 명확한 기준은 존재하지 아니한다. 이와 관련하여서는 미국전문가나 미국시장을 이용한 행위에 대하여는 미국법원이 관할권을 행사할 수 있다는 일부 주장도 있다.¹²³⁾ 그러나 오늘날과 같이 정보기술이 발달하여 국제간 이동이 매우 용이한 상황에서 이러한 기준을 적용할 경우에는 그 적용범위가 지나치게 확대되는 문제가 있다.¹²⁴⁾

2) 불공정거래에 대한 국제적 통용원칙 부재

불공정거래 중에서도 국제적인 통용기준이 없는 대표적인 분야는 내부자거래와 관련된 것이다. 내부자거래로부터 미국투자자를 보호하여야 한다는 미국의 이해나 당해 내부자거래

119) Kaveh Kashef, 앞의 각주 8)의 논문, pp. 534-535.

120) Kun Young Chang, 앞의 각주 12)의 논문, p. 102.

121) George C. Nnona, 앞의 각주 21)의 논문, p. 198.

122) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, "Portable Reciprocity : Rethinking the International Reach of Securities Regulation" , 71 S. Cal. L. Rev. 903(1998), p. 913.

123) Donald C. Langevoort, 앞의 각주 22)의 논문, p. 185.

124) George C. Nnona, 앞의 각주 21)의 논문, p. 197.

의 효과가 어디에서 발생하였는지 여부와 상관없이 미국은 해당 거래가 종국적으로 국제증권시장에 유해한 결과를 가져온다는 가정하에 내부자거래에 대한 범세계적 추방운동을 수행하여 왔다. 그러나 이러한 미국의 행위는 타 국가의 규제기관이나 시장참가자들로부터 해당 내부자거래가 해당 시장에 부정적 효과를 초래하였다는 것에 대한 동의가 없는 상황에서 이루어지고 있어 바람직하지 않다는 견해가 있다.¹²⁵⁾ 이 견해는 그 구체적인 근거로 비록 미국이나 다수국가가 내부자거래를 불법적인 것으로 간주하고 있으나 이는 범세계적으로 통용되는 규칙은 아니며, 내부자거래를 불법적인 것으로 규정하고 있는 국가에서도 일부국가만이 동 규정을 집행하였다는 점을 들고 있다.¹²⁶⁾ 이는 동일한 사실유형의 내부자거래에 대하여 미국이 증권시장의 신뢰에 유해하다고 판단하더라도 외국에서는 반대로 판단할 수 있다는 것을 전적으로 보여주는 것이라고 한다.¹²⁷⁾ 그 외에 이와 유사한 주장으로서 불공정한 증권거래에 대한 법집행을 위한 구성요건에 대하여는 종종 나라별로 상당한 차이가 있으며,¹²⁸⁾ 각국의 증권법간에는 공시사항과 그 절차에 대한 차이가 존재한다는 견해도 있다.¹²⁹⁾

이처럼 행위기준 및 효과기준에 따라 주로 외국에서 이루어진 거래에 대하여 미국증권법을 역외적용하는 경우에는 다른 국가의 규제체계를 침범하는 결과를 가져온다. 아울러 외국의 금융기관들로 하여금 자국의 법률에서는 제공하지 않아도 되는 정보의 공시를 강제화하는 결과를 가져오게 된다. 이는 결국 이러한 규제체계 및 법 침해를 받은 국가로 하여금 미국회사 및 투자자에 대하여 동일한 보복 및 규제를 가하게 만들 것이며,¹³⁰⁾ 이러한 각국 증권법간의 충돌은 종국적으로 증권법의 국제적인 불일치를 심화시키는 결과를 가져오게 될 것이다.

3) 법원판결 집행의 실효성 확보 곤란

국제적 증권거래의 본질적 특성상 국제증권거래에 참여한 투자자들은 외국에서 자신들의 증권에 대한 권리를 실행하는데 있어 추가적인 비용이 소요되거나 위험에 직면하게 되는데, 이는 투자자 소재국의 증권법을 확대 적용하더라도 제거할 수 없는 문제에 해당한다.¹³¹⁾ 이처럼 입법관할권과 집행관할권의 구분으로 인하여,¹³²⁾ 외국에 소재하는 피고를 대상으로 한 소송에서 미국법원의 승소판결을 받았다고 하더라도 동 판결내용을 미국 외에서 집행하는데 있어서는 상당한 어려움이 있다.¹³³⁾ 그리고 이러한 집행상의 어려움은 외국의 관할권

125) W. Barton Patterson, 앞의 각주 1)의 논문, p. 227.

126) 예컨대 1982년 8월 31일에 미국과 스위스 간에 체결된 ‘내부자거래부문에 있어서의 국제법 집행을 위한 상호협력’에 대한 양해각서에 의하면 스위스는 1982년 당시 내부자거래를 단지 부정적인 행위로 보았다고 한다.

127) George C. Nnona, 앞의 각주 21)의 논문, p. 216

128) Kellye Y. Testy, 앞의 각주 117)의 논문, p. 957.

129) James D. Cox, “Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets”, 99 Colum. L. Rev. 1200(1999), p. 1230.

130) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, p. 914.

131) Id., p. 927.

132) 관할권(jurisdiction)이란 juris(law)와 dictio(saying)의 합성어로서 법적 이해관계에 영향을 미칠 수 있는 권한을 의미하는데, 이러한 관할권은 법이 적용대상으로 하고 있는 사실의 범위에 관한 문제인 입법관할권(legislative jurisdiction), 법을 적용하여 구체적인 사안의 심리와 판결을 행하는 권한인 사법관할권(adjudicatory jurisdiction), 물리적인 강제조치에 따라 법을 집행하는 권한인 집행관할권(enforcement jurisdiction)이 있다[Christopher L. Blakesley & Dan E. Stigall, “The Myopia of U.S. v. Martinelli : Extraterritorial Jurisdiction in the 21st Century”, 39 Geo. Wash. Int’l L. Rev. 1(2007), p. 12.

133) George C. Nnona, 앞의 각주 21)의 논문, p. 198 ; Kun Young Chang, 앞의 각주 12)의 논문, p.

이 선행하여 행사된 경우에는 더욱 배가되게 된다. 특히 증권법의 규제내용이 서로 상이한 경우에는 사취행위의 대부분이 이루어진 외국 법역에서는 자국의 증권법을 적용하기 보다는 기결효과(res judicata effect)를 부인할 공산이 크다.¹³⁴⁾ 이에 대한 대안으로 일정한 상황에서는 불공정거래에 관여한 외국법인의 인도청구도 가능하다고 볼 수도 있다. 그러나 이는 매우 극단적인 접근방식으로서 미국법원의 관할을 무효로 하거나 그 가능성을 희박하게 하는 소송을 해당 외국에서 제기할 가능성이 매우 크므로 그 실효성이 거의 없다고 본다.

4) 재판관할지에 대한 사전적 예견 곤란

효과기준 및 행위기준의 접근방식에 의하면 이론적으로 최대 4개의 법역에서 소송이 제기될 수 있다. 그러나 특정거래로부터 제기되는 소송에 대하여 어느 법역의 재판소가 담당할 것인지 여부가 사전에 정해지지 아니한 상태에서, 미국은 효과기준이나 행위기준이 충족되는 한 투자자나 발행회사의 국적, 해당 증권이 상장된 거래소의 소재지, 거래장소를 불문하고 관할권을 행사할 수 있게 된다. 그러나 이러한 미국의 관할권행사는 소송당사자들로 하여금 사전에 재판 관할지를 예측하는 것을 곤란하게 하고, 종국적으로는 투자자나 발행회사로 하여금 특정거래에 어느 법제가 적용될 것인가를 알 수 없는 결과를 가져온다.¹³⁵⁾

이 문제를 해결하기 위해서는 해당 거래의 발생시 또는 그 이전에 법역을 정할 수 있어야 한다는 견해가 있다.¹³⁶⁾ 이 견해에 대하여는 발행회사가 적용법에 대한 선택이 가능한 상황에서는 언제나 투자자보호제도가 약한 법제를 선호할 것이라는 것을 전제로, 각국으로 하여금 자국 증권법을 완화하여 회사들을 유치하기 위한 경쟁을 촉진시켜 소위 ‘최저규제경쟁(race to bottom)’을 가져온다는 비판이 제기되고 있다.¹³⁷⁾ 그리고 이러한 최저규제경쟁이론에 의하면 특정한 국가에 대하여 투자자보호수준을 낮추라는 정치적 압력이 높아지게 되면, 다른 국가들도 전형적인 죄수의 딜레마(prisoner's dilemma)에 빠지게 되어, 연쇄적으로 그 수준을 낮추게 된다고 한다. 그 이유는 투자자보호수준을 이미 완화하여 손실을 보고 있는 국가가 보호수준을 더 낮추지 아니하면 더욱 큰 손해를 보게 되기 때문이다.¹³⁸⁾ 그러나 이러한 주장에 대하여는 가장 낮은 수준의 투자자보호제도를 채택하고 있는 법제의 적용을 받은 증권에 대하여는 시장 스스로 해당 증권의 가치를 낮게 평가할 것이기 때문에 발행회사가 규제가 약한 증권법제를 선택하지는 않을 것이라는 비판이 제기되고 있다.¹³⁹⁾

3. 증권법 역외적용의 접근방식 및 평가

(1) 증권법의 역외적용에 대한 접근방식

1) 증권거래소에 기초한 규제(Exchange Based Regulation) 접근방식

101.

134) W. Barton Patterson, 앞의 각주 1)의 논문, p. 228.

135) Stephen J. Choi, “Channeling Competition in the Global Securities Market”, 16 Transnat'l Law 111(2002), pp. 114-115.

136) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, p. 907.

137) Merritt B. Fox, 앞의 각주 15)의 논문, pp.747-754.

138) Id., pp.784-785.

139) Roberta Romano, “Empowering Investors : A Market Approach to Securities Regulation”, 107 Yale L. J. 2359(1998), p. 2418.

증권거래소에 기초한 규제접근방식은 증권거래소를 통한 개별자율규제(private self regulation)를 특정시장이 자본시장의 국제화를 위해 채택할 수 있는 하나의 대안으로 보고 있다.¹⁴⁰⁾ 이 접근방식은 증권거래소들은 상장회사와 참가회원인 증권회사들에게 다수의 요건들을 부과하고 있어 공적규제(public regulation)가 없더라도 증권거래소가 그 규제의 공백을 메울 수 있다고 본다. 증권거래소는 거래소에 상장한 발행회사가 지급한 수수료와 거래소에서 이루어지는 거래에 대한 수수료를 통하여 수익을 창출한다. 이러한 증권거래소의 수익규모는 증권거래규모에 비례하여 커지기 때문에 증권거래소는 발행회사와 투자자의 이익을 극대화하는 방향으로 내부규정을 마련하여 발행회사와 투자자를 유치하려고 노력하게 된다. 더욱이 인터넷통신이 증가하고 다른 형태의 저렴한 전송기술이 발달함에 따라 증권거래소간의 유치경쟁은 더욱 치열해지고 있으며, 투자자는 해당 증권거래소의 자율규제수준을 기초로 하여 특정한 증권거래소에서 거래되는 증권의 가치를 산정하게 된다고 한다.¹⁴¹⁾ 증권거래소에 기반한 규제접근방식을 통한 증권법규의 역외적용을 주장하는 견해는 후술하는 자유시장 접근방식과 마찬가지로 증권거래소간의 자율규제경쟁을 그 지지사유로 제시하고 있다. 다시 말해서 이 견해는 증권거래소에 기초한 규제접근방식은 증권거래소간의 경쟁을 촉발하여 각국의 거래소들로 하여금 발행회사나 주주들의 수익을 최대화할 수 있는 규칙을 제정하도록 유도함으로써 발행회사와 투자자 모두에게 이익을 가져올 수 있다고 주장한다.

2) 발행자 국적(issuer-nationality) 접근방식 및 속지적 시장(Territorial Market) 접근방식

발행자 국적접근방식에 의하면 증권발행자에 대한 증권법의 적용은 발행회사의 설립지를 기준으로 적용되게 된다. 그 결과 증권거래가 특정국의 증권거래소에서 특정국의 자국민간에 이루어진 경우라고 하더라도 해당 거래증권의 발행자가 증권거래가 이루어지는 상장지국의 국적을 가지고 있지 아니하는 한 해당 상장지국의 법적용을 받지 않게 된다고 한다.¹⁴²⁾ 이 접근방식을 채택하는 경우에는 자국의 증권거래소에서 자국의 투자자간에 이루어진 거래에 대하여도 자국의 증권법을 적용할 수 없는 결과가 발생하여 불합리하다는 비판이 제기되고 있다.¹⁴³⁾

그러나 증권 그 자체가 아닌 회사지배라는 회사법 측면에 포커스를 두고 보거나, 통상 발행자 국적의 국가가 해당 불공정거래를 행한 자에 대한 접근이 용이하고 그들을 처벌하기에 가장 적절하다는 위치에 있는 점을 고려하면 이 방식도 일면 타당성이 있다. 그 무엇보다도 이 방식은 국제적 불공정증권거래의 규율에 있어 단지 하나의 국가만이 규율하도록 되어 있어 국가간 법제의 충돌문제를 최소화할 수 있는 장점이 있다.¹⁴⁴⁾ 그 외에 이 접근방식은 증권거래가 이루어지는 지역과 상관없이 발행회사가 자신에게 적용되는 법제를 선택할

140) Paul G. Marhoney, "The Exchange as Regulator", 83 Va. L. Rev. 1453(1997), p. 1453.

141) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, p. 945.

142) Merritt B. Fox, "Insider Trading in a Globalizing Market : Who should Regulate Whom", 95 Mich. L. Rev. 2498(1997), p. 2582.

143) 예컨대 뉴욕증권거래소에서 특정한 내부자가 내부정보를 이용하여 삼성전자주식을 매수하였다고 가정하자. 이 경우에는 매도자와 매수자가 모두 미국인이라고 하더라도 한국의 투자자들이 삼성전자주식을 가장 많이 보유하고 있고, 삼성전자의 주된 사업지는 한국이기 때문에 동 내부자거래에 대하여는 한국의 증권거래법이 적용되게 된다. 마찬가지로 한국증권거래소에서 우리나라 투자자들 간에 내부자거래를 통한 General Motors주식의 거래가 이루어졌다고 하더라도 국내증권거래법이 아닌 미국증권법의 적용을 받게 된다.

144) George C. Nnona, 앞의 각주 21)의 논문, p. 248.

수 있기 때문에 발행회사들을 유치하기 위한 국가간 경쟁을 촉발할 수도 있다.¹⁴⁵⁾ 그러나 발행회사가 특정국가의 법에 따라 설립되거나 사업근거지를 이전하는 것은 다수의 다른 요소의 영향도 받는 것이기 때문에 그 경쟁은 제한적이라고 보는 비판적 견해도 있다.¹⁴⁶⁾

한편, 속지적 시장접근방식을 주장하는 견해는 경쟁의 유효성을 인정하면서도 최저규제 경쟁은 제한되어야 한다는 사고를 기초로 하고 있다. 즉 이 접근방식을 주장하는 자들은 회사가 적용법에 대한 선택권을 보유하는 한 그 선택권은 남용될 것이란 것을 전제하고, 속지적 시장접근방식을 채택하지 않는 경우에는 각 나라들이 발행회사를 유치하기 위해 투자자 보호의 보호수준이 최소화될 때까지 경쟁적으로 그 법제를 최대한 완화할 우려가 있다고 한다.¹⁴⁷⁾ 나아가 이 견해는 이러한 국가간 최저규제경쟁에 따라 특정국가에 대하여 투자자 보호수준을 낮추라는 압력이 가해지면 타 국가들도 앞 다투어 투자자보호수준을 낮추게 되는 이른바 전형적인 죄수의 딜레마(prisoner's dilemma) 문제가 발생하게 된다고 한다.¹⁴⁸⁾

이러한 최저규제경쟁이론에 대하여는 동 이론이 그 근거를 설명하는데 실패하였을 뿐만 아니라 실제로 그러한 결과가 초래되지도 않았다는 비판적 견해가 있다.¹⁴⁹⁾ 이 견해는 최저규제경쟁이론을 제기한 자들이 비판하는 경쟁이 오히려 주식의 가치를 제고하고 발행회사와 투자자들에게 이익을 가져다주었다고 주장한다. 더욱이 범세계적인 규제경쟁이 제한적이거나 이미 이루어지고 있음에도 불구하고 속지적 접근방식이 우려하는 최소규제경쟁은 발생하지 않고 있다고 한다. 이 견해는 여기서 한발 더 나아가 증권법을 속지적으로 적용하는 경우에는 규제기관들이 이를 투자자들의 희생하에 자신들의 입지강화를 위한 수단으로 활용할 가능성이 높다고 한다. 그리고 그 대표적인 사례로 SEC 규정의 증가와 그 복잡성을 들면서, 규정의 증가가 반드시 투자자보호의 강화로 이어지지 않는다고 주장한다.¹⁵⁰⁾

3) 자유시장(Free Market) 접근방식

자유시장 접근방식은 크게 두 가지로 구분할 수 있다. 우선 발행회사는 어떤 국가와 특별한 관련이 없다고 할지라도 동 국가를 설립지국으로 자유로이 선택할 수 있고, 이 경우에는 해당 설립지국의 증권법을 준수하여야 한다는 접근방식(이하 '설립지국 선택주의'라 한다)이다. 이 접근방식에 의하면 미국에서 증권이 거래되는 회사라고 할지라도 자신의 설립지인 발행증권의 주소지(securities domicile)를 자유로이 선택할 수 있으며, 이 경우에는 설립지로 선택한 국가의 공시규제 등을 받게 된다는 것이다.¹⁵¹⁾ 이 접근방식은 자본제공자들은 자신들의 권리가 덜 보호되는 법제의 규제를 받는 투자에 대해서는 보다 높은 수익을 요구하게 되고, 자신들의 자본비용을 절감하기 위하여 투자자들이 선호하는 증권법제를 발행회사가 선택하도록 촉구할 것이라는 사고를 전제로 하고 있다. 또 다른 접근방식은 이른바 '상호이동주의(portable reciprocity)' 내지 '발행인 선택주의(issuer choice system)'라는 접근방식이다. 이 접근방식에 의하면 발행회사는 자신이 발행한 증권이 거래되는 물리적 장소와는 상관없이 공시나 기타 규제를 하는 증권법제를 자유로이 선택할 수 있게 된다. 이처

145) James D. Cox, 앞의 각주 2)의 논문, pp. 1230-1232.

146) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, p. 918.

147) Roberta Romano, 앞의 각주 139)의 논문, pp. 2426-2427.

148) Merritt B. Fox, 앞의 각주 15)의 논문, pp. 784-785.

149) Roberta Romano, 앞의 각주 139)의 논문, p. 2361.

150) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, p. 942.

151) Roberta Romano, 앞의 각주 139)의 논문, pp. 2426-2427.

럼 상호이동주의에서는 규제법제와 증권이 거래되는 자본시장의 연결이 단절되는바, 미국의 발행회사는 거래시장으로 뉴욕증권거래소를 이용하면서도 그 증권규제는 한국증권법의 적용을 받을 수 있게 된다.¹⁵²⁾

설립지국 선택주의와 상호이동주의는 양자 모두 발행회사가 자신에게 적용되는 증권법제를 자유로이 선택할 수 있도록 한다는 점에서 매우 유사한 측면도 있으나 양 접근방식은 다음과 같은 차이도 존재한다. 첫째, 설립지국 선택주의에서는 발행회사가 설립지국의 증권법의 규제를 받게 되나 상호이동주의에서는 증권법제의 선택과 다른 요소와는 완전히 별개라는 것이다. 둘째, 설립지국 선택주의와 상호이동주의는 양자 모두 자유시장 접근방식을 취하고 있으나 그 전제와 결과는 상이하다는 점이다. 즉 설립지국 선택주의는 자본조달비용을 축소하기 위하여 발행회사는 투자자가 고도로 보호되는 법제를 선호할 것이라고 하면서,¹⁵³⁾ 연구결과에 따르면 실제로 다수의 외국회사들이 높은 수준의 투자자보호를 위하여 미국시장을 선택하였고, 심지어 일부 회사는 해당 증권법제에서 요구하는 이상의 공시를 하는 경우도 있다고 한다.¹⁵⁴⁾ 이에 비하여 상호이동주의는 나라마다 국제증권시장에서 자신들을 위한 틈새시장을 개척하려고 경쟁하기 때문에 규제의 정도가 다른 시장이 형성된다고 한다. 그 결과 어떤 나라는 우량한 발행회사를 위한 강력한 불공정규제제도나 공시제도를 운영하게 되고, 어떤 나라는 그 보다는 수준이 떨어지는 발행회사를 겨냥한 맞춤형 증권법제를 운영하게 된다고 한다. 그리고 투자자들의 입장에서 자신들의 선호에 따라 증권법제를 선택하게 되는 바 불공정거래를 두려워하는 투자자들은 투자자보호에 철저한 법제를 선호하게 되고, 보다 높은 수익을 추구하는 투자자들은 투자자보호에 대하여 보다 느슨한 태도를 보이고 있는 법제를 선택한다고 한다. 이처럼 발행회사와 투자자는 니즈(needs)가 항상 일치하는 것은 아니기 때문에 이들의 니즈를 충족시키기 위한 다양한 증권규제법제가 필요하다고 이 견해는 주장한다.¹⁵⁵⁾

이러한 자유시장 접근방식에 대하여는 발행회사가 자신에게 적용되는 법률을 정할 수 있기 때문에 각국으로 하여금 자국 증권법의 개정을 통해 발행회사들을 유치하기 위한 경쟁을 촉진하여 이른 바 최저규제경쟁을 가져온다는 비판이 제기되고 있다.¹⁵⁶⁾ 이 견해는 무제한적 규제경쟁에서는 발행회사가 투자자보호제도가 가장 약한 법제를 선택할 것이라고 주장한다.¹⁵⁷⁾ 이에 대하여 자유시장 접근방식을 지지하는 견해는 최저규제경쟁이론은 경쟁이 가져오는 유인을 도외시 하고 있다고 반박하면서, 일반적으로 국가 간 규제경쟁은 주식의 가치를 최대화하여 발행회사와 투자자 모두에게 이익이 된다고 한다.¹⁵⁸⁾ 이 견해는 나아가 속지적 접근방식은 SEC와 같은 규제기관으로 하여금 발행회사나 투자자와는 상관없는 자신들의 업무영역이나 권한에 대한 경쟁만을 촉진시켜 불필요한 자원낭비를 초래한다고 한다.¹⁵⁹⁾ 이에 비하여 자유시장 접근방식은 국가간의 경쟁을 야기하여 각국의 규제기관들로 하여금 발행회사나 주주들의 수익을 최대화할 수 있는 규칙을 제정하도록 유도하여 이러한 문제를

152) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, p. 907.

153) Roberta Romano, 앞의 각주 139)의 논문, p. 2418.

154) Id., p. 2421.

155) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, pp. 916-917.

156) Merritt B. Fox, 앞의 각주 142)의 논문, p. 2503.

157) Franklin A. Gevurtz, "The Globalization of Corporate and Securities Law ; An Introduction to a Symposium, and an Essay on the Need for a Little Humility When Exporting One's Corporate Law" , 16 Transnat'l Law. 1(2002), p. 7.

158) Roberta Romano, 앞의 각주 139)의 논문, p. 2361.

159) Stephen J. Choi, 앞의 각주 135)의 논문, pp. 112-113.

해소할 수 있다고 한다.¹⁶⁰⁾

4) 절충적 접근방식

증권법의 역외적용에 대한 절충적 접근방식은 속지주의의 한계를 극복하기 위한 대안으로 효과주의적 요소를 가미하는 방식과 자유시장 접근방식에 대하여 일정한 제한을 부과하는 제한적 자유시장 접근방식 등 다양한 조합이 가능하다.¹⁶¹⁾ 우선 효과주의를 가미한 절충적 접근방식도 속지주의를 기본으로 할 것인지 효과주의를 기본으로 할 것인지 여부에 따라 두 가지 형태로 구분된다. 그 중 하나는 전통적 속지주의를 기본으로 하되, 그것만으로는 증권법의 목적을 충분히 달성할 수 없는 경우에 효과주의를 추가하여 그 적용범위를 확대하는 방안(이하 ‘확대속지주의’라 한다)이다. 나머지 하나는 효과주의를 기본으로 하여 증권법을 적용하되, 그 경우에 그 적용범위가 지나치게 확대되어 부적절한 부분이 있는 경우에는 그 적용범위를 축소하는 방안(이하 ‘축소효과주의’라 한다)이다.¹⁶²⁾

이에 비하여 제한적 자유시장 접근방식은 자유시장 접근방식을 원칙으로 하되 합리적인 범위 내에서 그 적용범위나 재판관할지 등에 대하여 일정한 제한을 가하는 방식이며,¹⁶³⁾ 그러한 제한사항으로 다음과 같은 사항을 제시하고 있다. 첫째, 증권에의 가치가 정확하게 반영되기 위해서는 발행회사가 선택한 증권법제가 명확하게 공시되어야 한다는 점이다.¹⁶⁴⁾ 둘째, 발행회사가 선택하는 증권법을 폭넓게 적용하는 경우에는 다수의 사안에서 회사법이나 도산법과 겹칠 수 있어 상당히 복잡한 문제와 국제적 혼란이 초래될 수 있다. 따라서 그 적용대상을 공시요건과 불공정거래규정, 이러한 규정과 직접적으로 관련된 사항으로 제한하여야 한다는 점이다.¹⁶⁵⁾ 셋째, 발행회사가 선택할 수 있는 증권법제는 최소한 적절한 수준의 투자자보호제도를 구비하고 있는 법제로 제한되어야 한다는 점이다. 이러한 투자자보호수준은 굉장히 높을 필요는 없으나 발행회사가 고의로 투자자를 사취하기 위하여 선택할 수 있는 정도의 법제는 아니어야 한다고 한다.¹⁶⁶⁾ 넷째, 특정한 증권거래에 대하여 제기된 소송은 선택된 해당 증권법이 공표된 법역에서 판결이 이루어져야 한다는 점이다. 다섯째, 발행회사가 자산을 전혀 보유하고 있지 아니한 국가의 증권법을 적용법으로 선택하여 판결의 집행을 회피하는 것을 방지하기 위해서는, 다른 나라에서 내려진 증권소송판결을 자신의 나라에서 집행하는 것에 대한 모든 나라의 합의할 필요가 있다는 점이다.¹⁶⁷⁾

(2) 각 접근방식에 대한 평가

증권거래소에 기초한 규제접근방식은 각국의 증권거래소로 하여금 발행회사들을 유치하기 위한 경쟁을 촉발하여 최저규제경쟁을 초래하게 되고, 이러한 무제한적 규제경쟁에서는

160) Id., pp. 113-114.

161) 속지적 시장접근방식에 다른 접근방식을 가미한 접근방식의 조합도 가능하나 이는 속지적 접근 방식에 효과주의를 가미한 방식과 유사하므로 논의대상에서 제외하기로 한다.

162) 金融法委員會, “金融關聯法令のクロスボーダ-適用に關する中間論點整理 - 証券取引法を中心に” (2002.9.13), 4面 ; 이를 ‘조정속지주의’와 ‘조정효과주의’로 부르기도 한다[서울대학교 금융법 센터, 앞의 각주 3)의 보고서, 59면].

163) W. Barton Patterson, 앞의 각주 1)의 논문, pp. 249-251

164) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, p. 926.

165) Id., pp. 935-936.

166) W. Barton Patterson, 앞의 각주 1)의 논문, p. 250

167) Id., p. 251.

발행회사가 투자자보호제도가 가장 약한 법제를 선택할 가능성이 있다. 아울러 경쟁이라는 것은 경쟁자가 상호 경쟁력을 보유하고 있는 것을 전제로 하므로 각국 증권거래소의 국제경쟁력 확보가 전제되지 아니하는 한 이 방식이 실현될 가능성은 희박하다고 본다. 그 외에 이 방식은 증권거래소규제의 특성상 민·형사상 집행을 담보하기가 곤란하고 법원 집행에 대한 불확실성이 존재하며,¹⁶⁸⁾ 증권거래소가 대주주에 대한 공시요건이나 시세조종과 같은 투자자를 구속하는 규정을 제정하는 근거도 명확하지 않다는 문제도 가지고 있다.¹⁶⁹⁾

이에 비해 속지적 시장접근방식 내지 발행자국적접근방식은 법제간 경쟁이 약화되는 결과 각국의 규제기관들로 하여금 효율적·합리적인 규정을 채택하는 대신 시장에 대한 과다규제나 자신의 권한 및 위상제고를 위한 것에만 관심을 갖게 할 개연성이 크다.¹⁷⁰⁾ 그 외에 이 방식은 발행회사 자신이 발행증권의 수준에 상응하는 규제체계를 선택할 수 없어 해당 증권에 대하여 정당한 시세가 형성되는 것을 방해하고, 투자자들로 하여금 발행회사에 대한 정확한 평가를 곤란하게 하여 자본의 국제적 흐름을 저해할 소지도 있다.¹⁷¹⁾

한편 자유시장 접근방식은 각국으로 하여금 자국 증권법의 개정을 통해 각국 회사들을 유치하기 위한 경쟁을 촉진하여 최저규제경쟁을 가져올 수 있고, 이 경우에는 발행회사가 투자자보호제도가 가장 약한 법제를 선택할 가능성이 있다.¹⁷²⁾ 특히 이 방식에 따라 발행회사가 자유롭게 적용 법제를 선택하도록 하는 경우, 투자자들은 발행회사별로 적용되는 법제를 개별적으로 확인하고 각 법제에 대한 숙지를 하여야 하나 투자자들이 각국의 증권법제를 파악한다는 것은 현실적으로 기대하기 어렵다. 이와 함께 증권시장의 선택이나 증권가격의 형성은 다양한 요소에 의해 결정되므로 각국 시장의 규제수준에 따라 시장가격이 정확하게 반영할 것이라는 가설은 현실적으로는 정확하게 작동하기 곤란한 면이 있다.

마지막으로 절충적 접근방식 중 확대속지주의는 영역내의 행위에 한하여 자국법을 적용하고 거기에 최소한도의 효과기준을 부과한다고 하더라도 외국법과의 충돌은 불가피하게 된다. 이에 비하여 축소효과주의는 국제적 증권거래에 자국 증권법의 적용을 원칙으로 하고 있어 각국 증권법의 충돌문제나 타국의 법률을 존중하는 국제예양원칙과의 상충문제 등을 야기할 개연성이 확대속지주의에 비해 훨씬 높다. 이에 비하여 제한적 자유시장 접근방식은 그 적용범위나 재판관할지 등에 대하여 일정한 제한을 부가하기 때문에 제한 없는 자유시장 접근방식에 비하여는 상대적으로 현실성과 실현성이 높다고 본다. 그러나 이 방식은 기본적으로 자유시장 접근방식을 원칙으로 하고 있고, 이 방식의 실현을 위해서는 각국의 합의가 필요하다는 점에서 그 실현가능성은 여전히 희박하다고 볼 수 있다.

4. 소결

(1) 증권법 역외적용의 기준 및 원칙

국제법상 사물관할권의 결정준칙에는 ① 속인주의(personality principle 또는 nationality

168) Marcel Kahn, "Some Problems with Stock-Exchange Based Regulation", 83 Va. L. Rev. 1509 (1997), p. 1515.

169) Id., p. 1516.

170) Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, 앞의 각주 122)의 논문, p. 950.

171) Id., p. 949.

172) Franklin A. Gevurtz, 앞의 각주 157)의 논문, p. 7.

principle), ② 보호주의(protective principle 또는 security principle), ③ 보편주의(universality principle), ④ 수동적 속인주의(passive personal principle), ⑤ 속지주의(territorial principle)가 있다.¹⁷³⁾ 이러한 원칙 중에서 국제증권거래에 일반적으로 적용되어 왔던 사물관할권의 결정원칙은 속지주의이다. 그러나 오늘날과 같이 국가간 자본거래가 빈번히 이루어지고 상호 그 영향을 주고받는 국제경제질서에서 증권법이 자국 영토에서만 효력을 가진다는 일반 원칙을 고수하는 경우에는 증권법의 규제목적이 제대로 달성될 수 없다. 이에 증권법의 적용범위에 대한 종래의 속지주의 원칙이 고수되어야 하는지에 대한 의문이 제기되기 시작하였고, 미국을 비롯한 다수의 국가들이 자국법의 규범목적 달성 내지 그 준수를 강제하기 위해 역외적용을 허용하고 있거나 적용여부를 적극 검토하고 있다.

그러나 타국이 해당 증권거래에 상당한 이해를 가지고 있고 해당 국가의 규제관행 및 정책이 자국과 상이한 상황에서 외국증권거래에 대하여 자국의 증권법을 적용하는 경우에는 해당 국가의 적대심과 반작용을 초래할 수 있다.¹⁷⁴⁾ 더욱이 기존의 경험에 비추어 볼 때에도 국제적 불공정증권거래와 관련하여 자국 증권법의 역외적용의 실효성을 효과적으로 확보하기 위해서는 금융 및 집행부에서의 국제적 협조 내지 공조가 긴요하다는 것을 알 수 있다. 따라서 타국을 도외시한 과도한 역외적용의 주장은 오히려 증권법의 적용과 사기거래의 조사에 장애가 될 수 있다는 점을 유의할 필요가 있다.

이러한 국제증권시장의 현실을 감안할 때 자국의 증권법을 역외적용하는 경우에는 제반 상황을 고려한 조심스러운 균형적 기준(balancing test)을 기초로 이루어져야 한다고 본다. 그리고 이러한 균형적 기준의 요소에는 ① 거래당사자의 거주지, ② 주어진 특정한 상황에서 각 이해당사국의 증권법을 적용할 필요성 내지 중요성, ③ 자국 증권법의 적용에 따라 이루고자 하는 공공정책의 목표, ④ 특정거래에 대하여 해당 증권법이 적용될 가능성, ⑤ 거래당사자가 기대하거나 의도하고 있던 적용범위 등이 포함되어야 한다.

이처럼 자국의 증권법을 역외적용하는데 있어 균형적 기준을 적용하는 경우에는 국가간 상호배려 및 협력을 촉진하고 국제예양(international comity)을 증진시킬 수 있을 뿐만 아니라 타국의 주권 및 우려에 대한 배려를 하는 모습을 보여줄 수 있다. 여기서 한발 더 나아가 타국의 이해를 우선시키거나 배려하는 경우에는 국제적 불공정거래에 대한 국제적 집행에 필요한 협력을 해당국가로부터 이끌어낼 수 있어 오히려 투자자보호에 기여하는 측면도 있다. 이처럼 증권법의 역외적용에 있어 이러한 균형적 기준을 적용하는 경우에는 국가간 불화와 보복의 가능성을 줄이고 국가간 장애물을 감소시켜 국가간 자유로운 자본흐름을 촉진하여 궁극적으로는 국제자본시장의 성장과 국제통상의 증가에도 기여하게 된다는 점을 유의할 필요가 있다.

(2) 증권법 역외적용의 구체적 범위

173) Harvard Research in International Law, "Draft Convention on Jurisdiction with Respect to Crime", 29 Am.J.Int'l L. 435(1935), p. 445.

174) 이러한 대표적인 사례는 영국의 사례에서 찾을 수 있다. 영국은 효과기준에 의한 미국법원의 공격적 역외적용에 대한 반발로 다른 나라의 법률의 역외적용이나 법원의 명령에 대하여 자국의 국민이 따르지 않도록 외교부장관이 지시할 수 있도록 하는 법률을 제정한 바 있다[Protection of Trading Interests Act, 1980]. 그 외에도 캐나다, 프랑스, 독일, 호주, 네덜란드, 남아프리카공화국 등 많은 나라들이 미국의 증권거래규제정책에 반감을 가지고 자국민에 대한 금융거래의 조사나 규제를 금지하는 법안을 제정한 것으로 파악되고 있다[Note, "Secrecy and Blocking Laws : A Growing Problem as the Internationalization of the Securities Markets Continues", 18 Vand. J. Transnat'l L. 809(1985), pp. 815-816.

1) 관할권 행사와 관련한 매트릭스 모델

증권법의 역외적용과 관련하여서는 언제나 외국인 원고나 외국인 피고와 같은 외국요소가 해당 불공정거래소송에 포함되어 있다. 이와 함께 증권법의 역외적용문제는 외국에서 이루어진 특정한 불공정거래 행위가 국내에 영향을 미치거나 국내에서 이루어진 특정한 불공정행위가 외국에 영향을 미친 경우에 발생하게 된다는 특징을 지니고 있다. 그리고 국제적 증권거래에 대한 증권법의 역외적용여부를 결정하는 주요변수로는 ① 피고의 국적이나 거주지, ② 원고의 국적이나 거주지, ③ 주요 불공정거래행위가 이루어진 국가, ④ 불공정행위의 효과가 발생한 국가 등 4가지가 있으며, 이러한 4가지 변수를 상호 조합하는 경우에 국제적 증권거래에 적용될 수 있는 관할권 행사모델은 아래(표1)에서 보여주는 바와 같이 16가지 모델이 있다.¹⁷⁵⁾ 이러한 매트릭스를 통한 구체적인 증권법의 역외적용범위 분석은 국제적 증권거래에 있어서의 사물관할권행사원칙을 정립하는데 큰 도움을 줄 수 있다고 본다.

【표1. 관할권 행사와 관련한 매트릭스(matrix) 모델】

대구분	원고국적(거주지)	피고국적(거주지)	소구분	행위발생지	효과발생지
1	자국	자국	A	자국	자국
			B	자국	외국
			C	외국	자국
			D	외국	외국
2	자국	외국	A	자국	자국
			B	자국	외국
			C	외국	자국
			D	외국	외국
3	외국	자국	A	자국	자국
			B	자국	외국
			C	외국	자국
			D	외국	외국
4	외국	외국	A	자국	자국
			B	자국	외국
			C	외국	자국
			D	외국	외국

2) 매트릭스 모델적용을 통한 증권법의 역외적용범위 분석

전술한 바와 같이 증권법의 역외적용은 균형적인 기준 및 시각을 가지고 제한적으로 이루어지는 것이 바람직하다고 본다. 이러한 전제하에 상기의 매트릭스 모델을 기준으로 증권법의 역외적용범위 및 원칙을 각 유형별로 구체적으로 살펴보면 다음(표2)과 같다.

첫째, 원고 및 피고의 국적과 거주지가 모두 자국인 경우(1)의 증권법의 역외적용원칙에 대하여 살펴보기로 하자. 이 경우 행위발생지와 효과발생지가 모두 자국인 경우(1A)에는 전통적 속지주의 원칙상 자국 증권법을 적용하는데 아무런 문제가 없다. 행위발생지는 자국이나 효과발생지는 외국인인 경우(1B)에 대하여도 전통적 속지주의 원칙에 속인주의(원고와 피

175) Mark H. Morgenstern, 앞의 각주 31)의 논문, p .5. 이하에서는 이해의 편의를 위해, 예컨대 거래 3(외국인이 원고이고 자국인이 피고인 경우)과 행위·효과그룹 B(자국에서 행위가 이루어지고 외국에서 효과가 발생한 경우)의 조합은 ‘3B’ 라 하고, 거래2(자국인이 원고이고 피고인이 외국인인 경우)와 행위·효과그룹 C(행위가 외국에서 이루어지고 효과가 자국에서 발생한 경우)를 ‘2C’ 로 약칭하기로 한다.

고가 모두 자국민)가 가미되어 자국 증권법을 적용하는데 문제가 없다고 본다. 그러나 원고와 피고의 국적이 자국민이라고 하더라도 행위발생지와 효과발생지가 외국인 경우(1D)에 대하여는 외국의 속지주의가 자국의 속인주의보다 우선하여 외국의 증권법이 적용되는 것으로 보는 것이 타당하다고 본다. 이에 비하여 행위발생지가 외국인이고 효과가 자국에서 발생한 경우(1C)에는 원칙적으로 속지주의가 적용되어 외국법이 적용된다고 본다. 다만 자국증권시장에 미치는 영향의 정도가 행위가 이루어진 외국에서보다 훨씬 큰 경우에는 소송당사자가 모두 자국민인 점을 감안하여 예외적으로 자국의 증권법을 적용하는 것이 바람직하다고 본다.¹⁷⁶⁾

둘째, 원고 및 피고의 국적과 거주지가 모두 외국인 경우(4)의 증권법의 역외적용원칙에 대하여 살펴보기로 하자. 이 경우 행위발생지와 효과발생지가 모두 외국인 경우(4D)에는 전통적 속지주의 원칙상 외국 증권법을 적용하는데 전혀 문제가 없다. 행위발생지는 외국이나 효과발생지는 자국인 경우(4C)에 대하여도 전통적 속지주의 원칙에 속인주의가 결부되어 외국증권법이 적용된다고 보아야 한다. 그러나 원고와 피고의 국적이 외국인이라고 하더라도 행위발생지와 효과발생지가 자국인 경우(4A)에 대하여는 자국의 속지주의가 외국의 속인주의에 우선하여 자국의 증권법이 적용되는 것으로 보는 것이 타당하다고 본다. 이에 비하여 행위발생지가 자국이고 효과가 외국에서 발생한 경우(4B)에는 원칙적으로 속지주의가 적용되어 자국법이 우선 적용된다고 본다. 다만 외국증권시장에 미치는 영향의 정도가 행위를 행한 자국에서보다 훨씬 큰 경우에는 소송당사자가 모두 외국인인 점을 감안하여 예외적으로 외국의 증권법을 적용하는 것이 바람직하다고 본다.

셋째, 원고의 국적이 자국이고 피고의 국적이 외국인 경우(2)나 원고의 국적이 외국인이고 피고의 국적이 자국인 경우(3)의 증권법 역외적용원칙에 대하여 살펴보기로 하자. 우선 행위발생지와 효과발생지가 동일한 경우(2A, 2D, 3A, 3D)에는 소송당사자의 국적과 상관없이 양자 모두 행위 및 효과가 발생한 국가의 증권법이 적용된다고 보아야 한다. 이에 비하여 행위발생지와 효과발생지가 상이한 경우(2B, 2C, 3B, 3C)에는 전통적 속지주의의 원칙이 우선 적용되어 행위발생지의 증권법이 효과발생지의 증권법에 우선하여 적용되는 것으로 보는 것이 바람직하다고 본다. 다만 여기서 행위발생지는 단순한 과정상·절차상의 행위가 아닌 의미 있는 중요한 행위가 최종적으로 이루어진 국가를 기준으로 판단하여야 한다.¹⁷⁷⁾

이러한 증권법의 역외적용원칙을 구체적인 증권거래에 대하여 현실적으로 적용하여 보자. 예를 들어, ① 국내 상장회사 주가를 조작하기 위하여 중국인이 홍콩에 소재한 도이치증

176) 그러나 이 경우에도 자국증권시장에의 영향정도를 판단하는 것은 다분히 주관적일 뿐만 아니라 상대국가가 자국의 증권법 역외적용을 인정하지 아니하는 경우에는 집행관할 등의 실효성도 확보하기가 곤란하다. 따라서 이 경우에는 외국감독기구의 양해각서(MOU)체결 등을 통한 효율적인 공조를 통해 그 실효성을 확보하는 방법밖에 없을 것이다. 이에 대해서는 Caroline A.A. Greene, "International Securities Law Enforcement: Recent Advances in Assistance and Cooperation", 27 Vanderbilt Journal of Transnational Law 635(1994); 關俊彦, "インサイダー-取引規制の國際化", 『証券研究』(1992), 167-172面 : 서울대학교 금융법센터, 앞의 각주 3)의 보고서 64-87면 참조.

177) 예컨대, 미국인이 국내증권시장에 상장된 회사의 주가조작을 위하여 홍콩에 소재한 시티은행에 주문을 내고, 싱가포르 시티은행은 다시 동 주문을 한국의 시티은행에 전달하였다고 가정하자. 이 경우 한국의 시티은행이 한국증권거래소에 주문을 내지 아니하는 한 단순한 준비적 행위에 불과하기 때문에 당해 주가조작행위는 국내증권시장에 영향을 미칠 수 있는 의미 있는 중요한 행위가 되지 아니한다. 즉, 미국인의 주가조작을 위한 행위는 한국소재 시티은행이 증권거래소에 주문을 내는 시점에 의미 있는 중요한 행위가 최종적으로 이루어진 것으로 보게 되므로 이 경우에는 행위발생지가 우리나라가 된다.

권회사를 통하여 주문을 제출하여 한국증권거래소에서 체결된 경우에 국내투자자가 이러한 증권법 역외적용원칙을 원용할 수 있는지, ② 대만인이 국내에 사이트를 개설하여 전세계인을 상대로 주식을 판매하는 경우 미국의 투자자가 이러한 증권법 역외적용원칙을 원용할 수 있는지에 대하여 살펴보기로 하자. 우선 ①의 경우에 원고는 국내투자자이고 피고는 중국인이므로 아래(표2)의 매트릭스 모델상 대구분 2의 사안에 해당되고, 피고가 행한 최종행위발생지¹⁷⁸⁾와 효과발생지는 우리나라 증권시장이므로 본 사례는 2A에 해당하게 되어 우리나라 증권법이 적용되게 된다. ②의 경우에는 원고와 피고가 모두 외국인이므로 대구분 4의 사안에 해당되고, 행위발생지는 우리나라이나 효과발생지는 외국이 되므로 4B에 해당한다. 따라서 아래(표2)의 매트릭스 모델 분석상 본 사안에 대하여는 원칙적으로 우리나라 증권법을 적용하게 된다. 다만 본 사안의 행위가 미치는 대부분의 효과가 우리나라가 아닌 외국증권시장에서 발생하는 경우에는 소송당사자가 모두 외국인인 점(속인주의)을 감안하여 예외적으로 외국의 증권법이 적용될 수도 있다.

【표2. 매트릭스 모델을 통한 증권법의 역외적용범위】

대구분	원고국적(거주지)	피고국적(거주지)	소구분	행위발생지	효과발생지	비고
1	자국	자국	A	자국	자국	▨
			B	자국	외국	▧
			C	외국	자국	▩
			D	외국	외국	▦
2	자국	외국	A	자국	자국	▨
			B	자국	외국	▧
			C	외국	자국	▩
			D	외국	외국	▦
3	외국	자국	A	자국	자국	▨
			B	자국	외국	▧
			C	외국	자국	▩
			D	외국	외국	▦
4	외국	외국	A	자국	자국	▨
			B	자국	외국	▧
			C	외국	자국	▩
			D	외국	외국	▦

- 주) 1. ▨ : 자국 증권법을 적용하는 경우
 2. ▧ : 외국 증권법을 적용하는 경우
 3. ▩ : 외국 증권법을 원칙적으로 적용하고 자국 증권법을 예외적으로 적용하는 경우
 4. ▦ : 자국 증권법을 원칙적으로 적용하고 외국 증권법을 예외적으로 적용하는 경우

V. 맺음말

세계화의 영향으로 국경을 넘어 이루어지는 국제적 증권거래의 규모가 지속적으로 증가하고 있으나 규제는 여전히 국가별로 이루어지고 있다. 이에 국제증권거래에 있어서의 불공정거래 등에 대한 규제를 통하여 자국의 투자자와 자본시장을 보호하기 위해서는 증권법을 역외적용할 필요성이 있다는 점에 대하여는 이견이 없다. 그러나 증권법의 역외적용 문

178) 본 사안의 경우 중국인이 비록 홍콩에 있는 도이치증권을 통하여 주문을 냈다고 하더라도 당해 주문은 한국에 소재한 한국증권거래소에의 도달시점에서야 비로소 의미 있는 중요한 행위가 된다. 따라서 행위발생지는 의미 있는 최밀접 행위가 이루어진 우리나라로 보아야 한다.

제는 국제정치적으로 매우 민감한 사항에 해당한다. 따라서 타국이 해당거래에 대하여 상당한 이해관계를 가지고 있는 외국거래에 대하여 자국의 증권법을 적용하는 경우에는 해당 국가의 반목과 적대적 대응을 초래할 개연성이 매우 높다. 이런 측면에서 국제적 증권거래에 자국의 증권법을 역외적용하기 위해서는 그 이전에 국제적 관계를 매우 조심스럽게 고려할 필요가 있다. 이와 함께 이해당사자인 외국을 배제하고 자국증권법의 역외적용을 과도하게 확대하는 경우에는 국제적 공조가 곤란하여 해당 거래를 조사하거나 증권법을 집행하는 것이 사실상 불가능하다는 점도 유의할 필요가 있다.¹⁷⁹⁾ 이와 관련하여서는 지난 수십 년간 국제적 불공정거래에 대하여 증권법의 역외적용을 적극 행사하는 입장을 견지해 온 미국에서도 미국증권법의 역외적용의 확대적용에 대한 비판이 설득력을 얻어가고 있다는 점은 우리에게 시사하는 바가 매우 크다.

우리나라도 경우에도 2009년 2월 4일 시행예정인 자금법 제2조에 “이 법은 국외에서 이루어진 행위로서 그 효과가 국내에 미치는 경우에도 적용한다” 라는 규정을 새로이 두어 국내증권법의 역외적용을 분명히 하고 있다. 이러한 우리나라의 입법태도는 속지주의를 기본으로 하면서 효과주의의 요소를 고려한 이른바 확대속지주의를 채택한 것으로 보인다. 그러나 이 규정은 지나치게 추상적이고 포괄적이어서 구체적 사안이 발생한 경우에 그 적용여부를 판단하기가 매우 곤란하다. 설혹 이 기준에 의해 우리나라 증권법을 역외적용한다고 하더라도 해당 이해당사자국과의 이해충돌이 불가피한 측면이 있고, 이 규정의 적용범위 및 기준이 너무 모호하여 그 집행의 실효성 확보도 매우 곤란할 것으로 보인다.

이런 측면에서 볼 때 자금법의 역외적용 규정은 “이 법은 국외에서 이루어진 행위로서 그 행위가 국내에 실질적이고 직접적인 영향(forseeable and substantial effect)을 미치는 경우에만 적용한다” 라고 규정하고 보다 구체적인 기준을 제시하는 것이 바람직하다고 본다.¹⁸⁰⁾ 이와 함께 현행 자금법 시행령에는 증권법의 역외적용과 관련한 구체적 적용기준에 대하여 전혀 언급하고 있지 아니하나, 법적용원칙에 대한 예측가능성과 법원에 의한 일관된 해석기준의 제공, 국제예약을 고려할 때 균형적 시각에서 그 구체적 적용기준 및 범위를 시행령에 마련할 필요가 있다고 본다. 그러나 우리나라 법규의 정비만으로는 증권법 역외적용의 실효성 확보와 관련한 문제점은 여전히 잔존하게 된다. 따라서 주요국 감독기관과의 감독공조를 확대할 필요가 있으며,¹⁸¹⁾ 중장기적으로는 다자간 차원에서 증권법의 역외적용에 대한 통일규범을 제정하는 것이 가장 바람직하다고 본다.

■ 참고문헌

박정구, “글로벌 시대의 경쟁정책 국제화방안-경쟁법 역외적용의 문제점과 개선방안을 중심으로-”, 『상사법연구』 제23권 제4호(2005).

장근영, “Sarbanes-Oxley Act의 외국법인에 대한 적용-미국증권법의 역외적용과 관련하여-”, 『상사법연구』 제22권 제2호(한국상사법학회, 2003).

179) 이러한 자국법 역외적용의 문제는 이미 역외적용을 규정하고 있는 공정거래법에 대하여도 제기되고 있다. 박정구, “글로벌 시대의 경쟁정책 국제화방안-경쟁법 역외적용의 문제점과 개선방안을 중심으로-”, 『상사법연구』 제23권 제4호(2005), 118-120면 참조.

180) 싱가포르의 경우에는 “싱가포르에 실질적이고 합리적으로 예측가능한 영향” (a substantial and reasonably foreseeable effect in Singapore)을 역외적용의 전제요건으로 규정하고 있다(SFA § 339(2)(a)).

181) 이에 관련된 상세한 내용은 서울대학교 금융법센터, 앞의 각주 3)의 보고서, 65-87면 참조.

- 서울대학교 금융법센터, 『증권거래법의 역외적용 및 외국감독기관과의 공조제도 정비방안 연구(최종보고서)』 (2004,10).
- 金融法委員會, “金融關聯法令のクロスボーダ-適用に關する中間論点整理 - 証券取引法を中心に” (2002.9).
- 關俊彦, “インサイダ-取引規制の國際化”, 『証券研究』 (1992).
- 森下國彦, “金融關係法令の國際的域外適用”, 『ジュリスト』, No. 1232(2002).
- Caroline A. A. Greene, “International Securities Law Enforcement: Recent Advances in Assistance and Cooperation”, *27 Vanderbilt Journal of Transnational Law* 635(1994).
- Christopher L. Blakesley & Dan E. Stigall, “The Myopia of U.S. v. Martinelli : Extraterritorial Jurisdiction in the 21st Century”, *39 Geo. Wash. Int'l L. Rev.* 1(2007).
- Donald C. Langevoort, “Fraud and Insider Trading in American Securities Regulation : Its Scope and Philosophy in a Global Marketplace”, *16 Hastings Int'l & Comp. L. Rev.* 175(1993).
- Edward F. Greece, “Beyond Borders : Time to Tear Down the Barriers to Global Investors”, *48 Harv. Int'l. L. J.* 85(2007).
- Franklin A. Gevurtz, “The Globalization of Corporate and Securities Law ; An Introduction to a Symposium, and an Essay on the Need for a Little Humility When Exporting One's Corporate Law”, *16 Transnat'l Law.* 1(2002).
- George C. Nnona, “International Insider Trading : Reassessing the Propriety and Feasibility of the U. S. Regulatory Approach”, *27 N.C.J. Int'l L. & Com. Reg.* 185(2001).
- George K. Chamberlin, J.D., “Subject Matter Jurisdiction of Securities Fraud Action Based on Foreign Transactions, under Securities Exchange Act of 1934”, *56 A.L.R. Fed.* 288(2007).
- Gregory K. Matson, “Restricting the Jurisdiction of American Courts over International Securities Fraud”, *79 Geo. L.J.* 141(1990).
- Harvard Research in International Law, “Draft Convention on Jurisdiction with Respect to Crime”, *29 Am.J.Int'l L.* 435(1935).
- James D. Cox. “Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings : An Essay”, *63 Law & Contemp. Probs.* 11(2000).
- James D. Cox, “Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets”, *99 Colum. L. Rev.* 1200(1999).
- Katherine J. Fick, “Such Stuff as Laws are Made on : Interpreting the Exchange Act to Reach Transnational Fraud”, *2001 U. Chi. Legal F.* 441(2001).
- Kaveh Kashef, “Securities Law : Understanding Foreign Subject Matter Jurisdiction under Section 10(b) of the Exchange Act of 1934”, *8 Tul. J. Int'l & Com L.* 533(2000).
- Kellye Y. Testy, “Comity and Cooperation : Securities Regulation in a Global

- Marketplace” , 45 *Ala. L. Rev.* 927(1994).
- Kun Young Chang, “Multinational Enforcement of U.S. Securities Laws : the Need for the Clear and Restrained Scope of Extraterritorial Subject-matter Jurisdiction” , 9 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 89(2003).
- Louise Corso, “Section 10(b) and Transnational Securities Fraud: A Legislative Proposal to Establish a Standard for Extraterritorial Subject Matter Jurisdiction” , 23 *Geo. Wash. J. Int'l L. & Econ.* 573(1989).
- Marcel Kahn, “Some Problems with Stock-Exchange Based Regulation” , 83 *Va. L. Rev.* 1509 (1997).
- Mark H. Morgenstern, “Extraterritorial Application of United States Securities Law : A Matrix Analysis” , 7 *Hastings Int'l & Comp. L. Rev.*1(1983).
- Merritt B. Fox, “The Political Economy of Statutory Reach : U. S. Disclosure Rules in a Globalizing Market for Securities” , 97 *Mich. L. Rev.* 696(Summer 1999).
- Merritt B. Fox, “Insider Trading in a Globalizing Market : Who should Regulate Whom” , 95 *Mich. L. Rev.* 2498(1997).
- Michael Blair, Loretta Minghella, Michael Taylor, Mark Threipland and George Walker, *Blackstone's Guide to the Financial Services and Markets Act 2000*(2001).
- Michael J. Calhoun, “Tension on the High Seas of Transnational Securities Fraud : Broadening the Scope of United States Jurisdiction” , 30 *Loy. U. Chi. L.J.* 679(Summer 1999).
- Michael Wallace Gordon, “United States Extraterritorial Subject Matter Jurisdiction in Securities Fraud Litigation” , 10 *Fla. J. Int'l L.* 487(1996).
- Note, “Secrecy and Blocking Laws : A Growing Problem as the Internationalization of the Securities Markets Continues” , 18 *Vand. J. Transnat'l L.* 809(1985).
- Paul G. Marhoney, “The Exchange as Regulator” , 83 *Va. L. Rev.* 1453(1997).
- Roberta Romano, “Empowering Investors : A Market Approach to Securities Regulation” , 107 *Yale L. J.* 2359(1998).
- Roberta S. Karmel, “The Securities and Exchange Commission Goes Abroad to Regulate Corporate Governance” , 33 *Stetson L. Rev.* 849(2004).
- Stephen J. Choi, “Channeling Competition in the Global Securities Market” , 16 *Transnat'l Law* 111(2002).
- Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, “Portable Reciprocity : Rethinking the International Reach of Securities Regulation” , 71 *S. Cal. L. Rev.* 903(1998).
- W. Barton Patterson, “Defining the Reach of the Securities Exchange Act : Extraterritorial Application of the Antifraud Provisions” , 74 *Fordham L. Rev.* 213(2005)
- William R. Covey, “Consolidated Gold Field Plc v. Minorco. S.A.: the Extraterritorial Application of U.S. Securities Laws in International Equity Markets” , 14 *Fordham Int'l L.J.* 240(1990/1991).