

劉 錫 浩

(법학박사, 금융감독원 공시감독국 조사역)

【초 록】

자본주의 경제하에서 증권시장은 기업에게는 투자자로부터 직접적으로 자금을 조달하는 곳이며, 투자자에게는 끊임없이 새로운 투자수단을 제공하는 곳이라는 의미를 가진다. 그러나 일반적으로 유형적인 상품이 거래되는 시장과는 달리 증권시장에서는 무형의 권리를 표창하는 유가증권이 거래되므로 그 권리가 진정한 가치가 없는 것이거나, 시장참가자간에 정보의 비대칭성(information asymmetry)이 나타나게 되면 “시장의 실패”(market failure)로 이어질 가능성이 매우 높다.

증권시장의 실패는 단순히 투자자가 새로운 투자대상을 찾을 수 없다는 정도에서 그치지 않고 장기적으로는 투자자들이 증권시장을 떠나게 되고, 기업은 더 이상 자금을 조달할 수 없는 상황에 이르게 되어 국민경제 전체의 붕괴로 이어질 수가 있다. 이에 따라 각국의 증권관련법에서는 증권시장의 공정성, 효율성 및 투명성을 확보하기 위한 여러 가지 제도를 규정하고 있는데, 유가증권의 공모행위에 대한 규제 역시 이러한 제도 중 대표적인 사전적인 규제제도이다.

다른 나라의 증권관련법과 마찬가지로 우리나라의 증권거래법도 유가증권의 공모규제에 관하여 기본적으로는 투자자에게 공모되는 유가증권과 그 유가증권의 발행인에 관한 정보를 제공하기 위하여 유가증권신고서를 제출하도록 하고 있으며, 투자권유문서로서 사업설명서를 사용하도록 규정하고 있다.

그러나 증권거래법상의 공모규제는 그 대상범위를 정하는 유가증권의 범위에 관하여 미국과 달리 한정적인 열거주의를 취함으로써 그 적용범위가 좁고, 유가증권신고서제도를 계수하면서 공시필요성을 기준으로 공모 해당 여부를 판단하는 미국법과 달리 일본법상의 공모개념을 본받아 일정한 숫자를 기준으로 판단하고 있어 여러 가지의 문제점을 나타내고 있다. 또한, 사업설명서에 대해서도 사업설명서가 본질적으로 투자설명서라는 점을 외면하고, 유가증권신고서와 유사한 또 하나의 공시서류로 이해함으로써 사업설명서제도와 관련된 개념상의 혼란을 자초하였다.

본고는 증권거래법상 유가증권이 불특정다수인에게 발행되거나 분매되는 과정의 공정성 및 투명성을 확보하기 위한 제도인 공모규제에 대하여 그 운영과정에서 나타난 문제점을 지적하고, 이를 해결하기 위한 개선방안을 제안하는 것을 목적으로 하고 있다.

주제어: 유가증권 / 열거주의 / 모집 또는 매출(공모) / 유가증권신고서 / 사업설명서 / 공시필요성

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 3, No. 2, 2002

Yoo, Seok Ho

## ABSTRACT

Securities markets serve as an important source of capital for companies and provide investors with a variety of investment opportunities in a functioning market economy. Securities markets differ from most other commodities markets in that the securities themselves have no intrinsic value but merely represent rights in other productive assets.

However, if information asymmetry occurs between the issuer and the investor, the potential for market failure is always present. Market failure from information asymmetry can not only lead to investors failure to find productive investment opportunities in the market, it can also lead to investor reluctance or unwillingness to participate in the securities market. Businesses then would not be able to raise the necessary capital, and the productive capacity of the economy as a whole would suffer. To prevent such a scenario, the securities laws of most countries provide for fairness, efficiency and transparency in the securities markets. Among them, ex ante corporate disclosure system in the primary market is the more typical regulation.

Like securities laws of other countries, Korea's Securities Exchange Act (SEA) requires issuers to file a registration statement with the Financial Supervisory Commission with information on the securities being offered, the issuer, and the issuer's business. The SEA also mandates the offeror to send out prospectus to the potential investors.

However, because of the limited definitions of securities enumerated in the SEA, investor protection is narrowly tailored. Moreover, since determining what constitutes a public offering is based on the number of offerees, deciding whether a particular offering should comply with the registration requirements is very difficult, as is the case under the Japanese securities laws. Under the U.S. securities laws, however, whether there is need for disclosure is an essential factor in determining a public offering. In addition, the conceptual complexities of prospectus are present since a prospectus is generally understood as an additional disclosure document while disregarding the fact the prospectus is essentially a securities sales effort in writing.

This paper examines regulations on the issuance of securities in the primary market and identifies some concerns regarding the registration processes under securities laws through a practical analysis of the process. And then, it proposes new framework that makes the regulation on public offering more effective.

## 【차 례】

### I. 序 論

### II. 適用對象으로서 有價証券 概念

#### 1. 有價証券 概念의 限定性

2. 有價証券의 範圍 擴大

III. 公募概念의 不合理性

1. 公募概念要素의 不合理性
2. 勸誘金額의 合算의 複雜性

IV. 事業說明書制度의 不明確性

1. 事業說明書의 定義規定 不在
2. 事業說明書交付制度의 不合理性

V. 關聯問題

1. 申告書 提出免除金額의 過多
2. 一括申告要件의 不合理性
3. 第3市場 売渡의 매출개념에의 포함
4. 發行人 登錄制度의 实效性 不在

VI. 結 論

I. 序 論

발행시장에서의 유가증권 가격은 발행인과 인수인 등 유가증권의 발행에 관련된 자들에 의하여 결정되므로 시장원리에 따라 가격이 결정되고 당해 유가증권에 대하여 계속적으로 정보가 제공되는 유통시장에서의 유가증권 가격에 비하여 진실된 가치를 반영하지 못할 가능성이 높다. 따라서 유가증권의 가격과 가치에 괴리가 있거나 발행시장의 특성상 단시간 내에 투자여부를 결정하여야 하는 투자자에게 투자판단자료가 적절히 제공되지 않는 경우에는 발행시장의 투자자는 불측의 피해를 입을 가능성이 있게 된다.

유가증권의 공모규제는 대체적으로 발행 또는 분매되는 유가증권의 가격의 진실성을 확보하기 위하여 정부가 직접적으로 가격결정에 관여함으로써 가격의 진실성을 담보 또는 확인하여 주는 규제형식이나 당해 유가증권 및 유가증권의 발행인에 대한 정보를 공시 또는 제공하도록 함으로써 투자자로 하여금 자기책임하에 투자여부를 판단할 수 있는 가능성만을 제공하는 규제형식을 취하고 있다.1) 현재 우리나라를 비롯한 대부분의 국가에서는 후자의 방법을 통하여 유가증권의 공모행위를 규제하고 있다.2)

이에 따라 증권거래법은 유가증권의 공모행위에 대한 규제로서 신규로 유가증권이 발행되거나 이미 발행된 유가증권이 장외에서 대규모로 분매되는 경우3) 유가증권신고서를 제출하도록 하는 한편, 사업설명서를 통하여 유가증권 및 당해 유가증권의 발행인에 대한 정보를 거래 상대방에게 제공하도록 하고 있다. 즉, 증권거래법은 유가증권의 일정한 공모행위에 대하여 유가증권신고서를 금융감독위원회에 제출하도록 하고, 당해 신고서의 효력이 발생한 후에는 투자권유문서로서 사업설명서를 의무적4)으로 사용하도록 하는 규제구조를 취하고 있다.

이러한 증권거래법상의 공모규제는 미국의 1933년 증권법(Securities Act of 1933; 이하 “미국법”)과 이를 모델로 하여 제정된 일본의 証券取引法(이하 “일본법”)을 계수한 것으로 기본적인 구조와 논리에 있어서는 양국의 법과 별다른 차이점이 없다. 다만, 계수과정에서 미국법상의 공모규제를 기술적으로 변형한 일본법을 모델로 하고, 규제편의적인 입법과정을 거침으로써 지극히 기술적인 규제구조를 갖게 되었다는 점에서는 차이가 있다. 미국법 자체도 너무 기술적이고 난해하다는 비판을 받고 있는데, 그것을 더욱 기술적으로 변형한 증권거래법상의 공모규제를 시장참여자들이 제대로 이해하기란 쉬운 일이 아니다. 이러한 기술성 및 난해성은 공모규제의 위반자들을 양산하고 있고, 제도 자체의 실효성에 대한 의문을

놓고 있다.

공모규제를 포함하여 증권거래법상 규정되어 있는 각종의 공시제도는 공시 그 자체뿐만 아니라 공시의무 위반시 부과되는 제재 등을 감안할 때 유가증권의 발행인에게 상당한 비용을 부담시키는 것이다.5) 따라서 이러한 공시제도가 증권거래법이 지향하고 있는 유가증권시장의 공정성 및 유통성 제고 및 투자자 보호라는 목적을 달성하기에 적합하지 못한 제도라면 그 존재의의를 가질 수 없다.

현행 증권거래법상의 공모규제의 문제점은 주로 계수과정에서 나타난 문제점으로 크게 공모규제의 적용대상범위를 정하는 유가증권의 개념, 공모개념의 불합리성, 사업설명서제도의 불명확성 등이라고 볼 수 있다. 본고에서는 이러한 기본적인 문제점과 함께 공모관련 규정들의 문제점을 살펴보고, 나름대로의 개선방향을 제시하고자 한다.

## II. 適用對象으로서 有價証券 概念

### 1. 有價証券 概念의 限定性

현행 증권거래법상의 유가증권의 개념에 대해서는 한정적 열거주의(6)를 취하고 있는 결과, 증권거래법에서 열거하고 있는 유가증권의 범위가 협소하고, 증권거래법의 규제대상으로 할 필요성이 있는 새로운 형태의 유가증권이 시장에 등장하는 경우 이에 신속적으로 대응할 수 없어 투자자 보호상의 문제가 있다는 점에 비판의 초점이 맞추어져 있다.7)

이러한 비판은 투자계약이라는 포괄적인 개념을 증권관련법의 적용대상 유가증권으로 하고 있는 미국법의 유가증권 개념과 관련하여 증권거래법이 증서 또는 증권에 표창된 권리보다는 당해 증서 또는 증권 자체를 유가증권으로 보고 있다는 점, 거래대상의 거래구조 또는 경제적 실질보다는 거래대상 또는 법적 형식을 중시한다는 점 및 적용대상 유가증권이 너무 한정적이라는 점에 관한 것 등이다.8)

먼저, 증권에 표창된 권리보다 당해 증서 또는 증권 자체를 유가증권으로 보고 있다는 비판에 대해서는 증권거래법상의 유가증권 개념을 지나치게 형식적으로 이해한 것이라고 보아야 할 것이다.9) 이는 증권거래법에서 유가증권을 일일이 나열하고 있기 때문에 마치 그 증권이 표창하고 있는 권리와는 관계없이 정해진 것처럼 여겨지는 데에서 기인하는 것으로 보인다. 그러나 증권거래법상 열거된 유가증권들은 그 증권들이 표창하고 있는 권리를 참작하여 정해진 것이다. 이것은 권리가 모집 또는 매출의 대상이 되거나 증권시장에서 거래의 대상이 되는 경우에는 증권 또는 증서의 발행여부와 관계없이 증권거래법상의 유가증권으로 하고 있으므로 타당하지 않다. 이는 증권거래법 제2조 제2항에서 “유가증권에 표시되어야 할 권리는 유가증권이 발행되지 아니한 경우에도 당해 유가증권으로 본다”라고 규정한 것으로 보더라도 명백하다.10) 다만, 이 규정에 의하여 권리를 유가증권으로 볼 수 있다고 하더라도 열거주의를 취하고 있는 이상 열거된 유가증권이 표창하고 있는 권리에 한정되어 여전히 유가증권의 범위를 확대할 수 없다는 문제점은 그대로 남게 된다. 결국, 미국법과 같이 유가증권의 개념에서 투자계약(investment contract)과 같은 포괄적인 유가증권 개념이 인정되지 않는 한 열거된 유가증권에 한정되는 것이다.

한편, 거래대상의 거래구조 또는 경제적 실질보다는 거래대상 또는 법적 형식을 중시한다는 비판에 대해서도 증권거래법상의 유가증권을 정의할 때 경제적 실질이나 거래구조를 염두에 두고 적용대상 유가증권을 지정하였을 것이므로 입법형식 자체에 대한 비판으로는 적절하지 않다.11) 따라서 증권거래법이 포괄적인 유가증권 개념을 규정하고 있는 경우 특정의 거래를 유가증권으로 해석함에 있어서 거래대상이나 법적 형식만을 중시한다면 그렇게 볼 수 있지만 그러한 개념이 없는 한 이러한 비판의 여지도 없는 것이다.

결국, 현행 증권거래법상의 유가증권의 개념에 대한 비판은 포괄적 유가증권 개념을 인정하지 않는 열거주의 자체에 대한 비판과 현행법상의 유가증권 범위에 대한 비판으로 모아지게 된다.<sup>12)</sup>

증권거래법이 유가증권의 개념에 관하여 한정적인 열거주의를 취하는 이상 유가증권의 범위가 제한적일 수밖에 없는 것이고, 증권거래법에 열거되어 있는 유가증권을 매개로 하지 않는 새로운 형태의 자금조달행위에 대하여 증권거래법을 적용할 수 없음을 명백하다. 이러한 문제는 최근에 새로운 자금조달수단으로 이용되고 있는 Netizen Fund<sup>13)</sup>나 2002년 7월부터 증권회사의 겸업으로 허용되어 있으나 머지 않은 장래에 증권화될 가능성이 큰 장외파생상품 등을 고려하면 더욱 심각해지고 있다. 그러나 유가증권의 개념에 관한 문제는 증권거래법의 전체적인 구조에 관한 문제이므로 쉽게 결론지을 수 있는 문제는 아니다.

한편, 대통령령으로 지정할 수 있는 유가증권도 1991. 12. 31 법 개정시 지정대상 유가증권의 범위를 확대하기 위하여 기존의 유사성 요건에 관련성 요건을 추가하였으나 이 유사성 및 관련성 요건은 결국 확대할 수 있는 유가증권의 범위를 한정짓는 개념으로 기능하게 되었다. 또한, 새로운 유가증권이 등장하는 경우에도 정부가 시의적절하게 대처하지 못한다면 투자자 보호는 불가능하게 되는 문제점은 그대로 남는 것이다.

## 2. 有價証券의 範圍 拡大

### (1) 有價証券 概念論 檢討

일본에서는 이미 오래전부터 열거주의를 취하고 있는 일본법상의 유가증권의 범위를 확대하기 위하여 유가증권의 개념론이 논의되어 왔다.<sup>14)</sup>

이 중 투자증권론은 증권관련법의 목적이 투자자 보호에 있다는 것에 착안하여 미국법상의 투자계약의 특성을 유가증권의 공통적 특성으로 이해하는 입장이다. 이러한 투자증권론의 입장에서 보면 오히려 유가증권의 범위가 축소될 수도 있는 문제점이 있다. 미국법상의 투자계약은 법상 인정되는 다양한 유가증권 중 포괄적인 개념을 가진 것 중의 하나일 뿐 그것이 전체 유가증권의 특성을 나타내는 것은 아니므로 이 개념을 원용하여 전체 유가증권을 정의할 수는 없다. 이 점에 대해서는 미국의 대법원도 투자계약에 관한 Howey 기준<sup>15)</sup>이 투자계약 이외의 다른 유형의 증권에 대해서는 적용되지 않는다고 판시하고 있다.<sup>16)</sup>

이에 대하여 시장성론은 시장의 현실에 착안하여 유가증권 개념론을 정의한다는 측면에서 증권시장의 거래대상으로 될 수 있는 기술적인 충족도를 가진 것을 유가증권으로 보는 입장이다. 이 견해를 따를 경우 유가증권의 개념이 무한정 확장될 수 있어 증권거래법의 목적과는 관계없는 유가증권도 포함될 수 있는 문제점이 있는 반면, 투자증권론보다는 더 광범위한 유가증권을 포섭할 수 있다는 장점도 가지고 있다. 한편, 우리나라의 증권거래법은 후술하는 바와 같이 유가증권지수까지 유가증권으로 의제하고 있어 시장성론에 따르고 있는 것으로 보인다.

그러나 이러한 유가증권개념론에 따라 증권거래법에서 유가증권의 개념을 추상적·일의적으로 정의하는 엄격한 의미에서의 포괄주의를 취하는 것은 바람직하지 않다고 생각된다. 일반적으로 유가증권의 개념에 관하여 포괄주의를 취하고 있는 것으로 알려진 미국의 경우에도 다양한 종류의 유가증권을 나열하는 가운데 포괄적인 개념을 가진 유가증권이 존재하는 것이지 유가증권 개념을 추상적 또는 일의적으로 정의하고 있지는 않다. 또한, 이러한 엄격한 의미에서의 포괄주의를 취하고 있는 입법례도 없다.<sup>17)</sup>

결국, 유가증권 개념론은 유가증권의 정의에 대하여 엄격한 포괄주의를 취하느냐 아니면 열거주의를 취하느냐의 선택에 있어서는 해답을 제시할 수 없는 것이다. 그것은 단지 선택의

문제일 뿐이다. 또한, 열거주의와 포괄주의 중 어느 것이 더 우월한 것인가에 대해서도 양자 모두 훌륭한 장점을 가지고 있는 반면, 심각한 단점을 가지고 있으므로 단정적으로 말할 수는 없다.

따라서 유가증권 개념론은 투자계약이나 포괄적인 개념을 가진 다른 유가증권 개념을 증권거래법상의 유가증권으로 할 것인가에 관하여 기존의 증권거래법이 유가증권의 특성을 어떻게 이해하고 있는가를 판단하는 데 있어서 기준이 될 수 있을 것이다. 또한, 열거주의하에서 유가증권의 범위를 새로이 추가하는 기준으로도 의미를 가지게 될 것이다. 열거주의를 취한다고 해서 무작정 유가증권의 종류를 나열할 수는 없는 것이므로 증권거래법이 그 적용 대상으로 하고자 하는 유가증권인가의 여부를 판단하여야 할 것이고, 여기에서 이러한 유가증권의 개념론이 기준이 될 것이기 때문이다.

## (2) 投資契約의 導入問題

유가증권의 범위를 확대하고자 하는 논의는 엄격한 의미에서의 포괄주의로의 전환보다는 미국법상의 포괄적인 유가증권인 투자계약(investment contract)을 증권거래법상의 유가증권의 하나로 도입할 것인가의 문제로 초점이 맞추어져 있다고 보아야 한다. 이는 결국 열거주의를 전제로 한 상태에서 포괄적인 유가증권을 새로운 형태의 유가증권으로 인정할 것인가의 문제로서 종래 열거된 유가증권 이외에 포괄적인 유가증권을 규정하고, 필요한 경우 해석에 의하여 유가증권 여부를 판단할 수 있는 유가증권을 인정할 것인가의 문제이기도 하다.

이와 관련하여 일본에서는 1992년 일본법 개정시 이러한 시도가 있었으나, 죄형법정주의의 원칙상 명확하지 않은 개념을 벌칙의 적용과 관련되는 개념인 증권거래법상 유가증권의 개념으로 하기는 곤란하다는 점과 일본법도 우리 증권거래법과 마찬가지로 유가증권의 개념이 증권업의 범위를 정하는 요소이므로 다른 금융권, 특히 은행업과의 업무조정이 필요하다는 점 등의 이유로 도입이 좌절되었다.<sup>18)</sup>

우리나라에서는 이에 관하여 이제까지 본격적인 논의는 없었으나 증권거래법상의 유가증권을 설명하면서 투자계약에 대한 기술은 빠지지 않고 있다.<sup>19)</sup> 이에 관한 논의에 앞서 유가증권의 개념에 관하여 우리 증권거래법이 어떤 태도를 취하고 있는가를 먼저 살펴보아야 할 것이다.

증권거래법상의 유가증권은 법 제2조 제1항 및 동법시행령 제2조의3에서 규정되어 있는바, 유가증권을 “기업경영에 있어서의 투자상 지위”로 보는 투자증권론으로는 설명할 수 없는 국채, 지방채, 자산유동화증권 및 주택채권유동화증권, 수익증권, 유가증권옵션 등이 규정되어 있고, 2004. 1. 1자로 폐지가 예정되어 있기는 하지만 동법 제2조의2에서 유가증권지수까지 유가증권으로 의제되고 있다. 따라서 우리 증권거래법은 시장성론에 입각하여 유가증권을 규정하고 있다고 보아야 할 것이다. 다만, 이러한 시장성론을 취한다고 하더라도 유가증권의 범위는 “증권시장에서 거래될 수 있는 기술적 충족도가 있는 것”이라고 해서 무한히 확대될 수 있는 것은 아니고, 증권거래법의 목적이라는 내재적 한계를 가진다고 보아야 한다. 즉, 유가증권의 발행, 매매 기타의 거래를 공정히 하고, 유통을 원활히 함으로써 투자자를 보호하기 위한 증권거래법의 목적에 적합한 것으로 한정되어야 할 것이다.

이와 같이 우리 증권거래법이 시장성론에 입각하여 유가증권을 정의하고 있는 것으로 본다면 발행 및 유통의 공정성 확보 및 투자자 보호가 필요한 투자계약을 증권거래법상의 유가증권으로 하는 데 특별한 문제는 없는 것으로 보인다. 이에 대해서는 유가증권의 개념이 불명확하여 이러한 포괄적인 유가증권과 관련하여 벌칙이 적용되는 경우 죄형법정주의 원칙상

불가능하다거나, “원세트 규제방식”을 취하고 있어 곤란하다는 주장이 있다.<sup>20)</sup>

그러나 아무리 죄형법정주의 원칙에 따른다고 하더라도 법적인 개념에 대한 해석까지 할 수 없다는 의미는 아니며, 이러한 문제는 증권시장을 규제감독하는 금융감독위원회의 No Action Letter<sup>21)</sup>를 적극 활용하면 해결될 수 있을 것으로 생각된다.<sup>22)</sup> 또한, 최종적으로 분쟁이 발생하는 경우에는 법원의 판단에 따라 투자계약에의 해당여부를 결정하면 그만인 것이다.<sup>23)</sup> 또한, 원세트 규제방식을 취한다고 해서 투자자 보호가 필요한 자금조달행위를 규제의 사각지대로 남겨 놓을 수는 없는 것이다. 이것은 금융업간의 업무조정을 하거나 공시제도와 증권산업에 대한 규제의 적용대상 유가증권을 달리 정하여 해결하여야 할 문제이지 포괄적인 유가증권 개념을 도입하지 못하게 할 만한 이유는 되지 못한다고 생각된다.

현재 네티즌펀드와 같은 투자대상물은 단지 그 펀드의 지분 또는 수익권이 증권거래법상의 유가증권이 아니라는 점에서 증권거래법상의 공모규제의 대상으로 할 수 없고, 당해 펀드의 투자대상이 증권거래법상의 유가증권이 아니라는 점에서 증권투자신탁업법상의 집합투자상품으로 규제할 수 없으며, 원금을 보장하거나 확정수익률을 제시하지 않는다는 이유로 “유사수신행위의규제에관한법률”상의 유사수신행위에 대한 규제도 할 수 없다. 증권투자신탁업법이나 “유사수신행위의규제에관한법률”의 적용여부는 당해 펀드의 투자대상 또는 투자조건에 관한 문제이므로 근원적으로는 네티즌펀드의 지분을 증권거래법상의 유가증권으로 하여 규제를 하는 것과는 차원이 다르다. 따라서 투자자 보호상의 문제가 계속적으로 거론되고 있는 네티즌펀드<sup>24)</sup>에 대해서는 증권거래법상의 공모규제가 적용될 수 있도록 하여야 한다. 또한, 네티즌펀드의 구성, 판매, 중개 등도 유가증권을 매개로 하는 영업, 즉 인수업 또는 위탁매매업의 허가를 받은 증권회사 등이 영위하게 함으로써 거래과정에서 나타날 수 있는 불공정한 행위를 방지하여야 한다.

한편, 이러한 투자계약을 증권거래법상의 유가증권으로 인정한다고 해서 증권거래법상 유가증권으로 하여 투자자를 보호하여야 할 모든 투자대상물이 포함되는 것은 아니다. 이 개념은 증권거래법이 열거하고 있는 유가증권이 포섭하지 못하는 것 중 투자계약의 형식을 갖춘 일부의 투자대상물만을 포섭하기 위한 보충적인 개념일 뿐이다. 따라서 현재의 열거방식 또는 개별추가방식을 버릴 이유는 없다고 본다. 현행법의 체제하에서 투자계약을 법률 또는 시행령상의 유가증권의 하나로 정하기 위해서는 미국에서의 Howey 기준을 참작하여 투자계약의 개념적 특성을 규정하여 이에 해당되는 것을 투자계약이라는 유가증권으로 포함시키면 되고, 이와는 별도로 새로운 형태의 유가증권에 대해서는 다시 법률 또는 대통령령으로 정하여야 할 것이다.

### (3) 現行法下에서의 有價証券 範圍의 擴大

증권거래법에 포괄적인 유가증권인 투자계약의 도입여부와 관계없이 현행의 한정적 열거주의하에서도 유가증권의 범위를 확대할 필요성은 있는 것이고, 포괄적인 유가증권이 도입된다고 하더라도 기존에 열거된 유가증권 외에 새로운 유가증권이 규정될 수 있으므로 유가증권의 범위를 확대하기 위해서는 다음의 방법을 제안하고자 한다.

#### 1) 大統領令으로 정할 수 있는 有價証券의 擴大

증권거래법은 열거주의의 한계를 극복하기 위하여 제2조 제1항 제9호에서 “제1호 내지 제8호의 증권 또는 증서와 유사하거나 관련된 것으로서 대통령령으로 정하는 것”을 증권거래법상의 유가증권으로 하고 있다. 이에 따라 법이 예상하지 못한 것으로서 유가증권으로 지정하여야 할 필요성이 있는 것은 법률을 개정하지 않고도 대통령령의 개정만으로도 이를 지정할 수 있게 된 것이다. 이 규정은 법 제정 이후 1976년까지는 단순히 각령 또는 대통령령

으로 정할 수 있다는 근거만을 두고 있었고, 1976. 12. 21 개정시 유사성 요건, 1991. 12. 31 개정시 관련성 요건이 추가된 것이다. 이러한 요건과 관련하여 제정시에는 새로운 유가증권이 등장하리라는 생각도 없던 시절이라 이렇게 규정되어 있던 것이라 생각된다. 따라서 1976년 개정시 유사성 요건이 추가됨으로써 대통령령으로 지정할 수 있는 유가증권의 범위가 축소된 것이라고 보는 것은 타당치 않다. 오히려 1976년에 와서야 새로운 유가증권의 등장에 따른 유가증권의 범위를 확대할 필요성을 인식한 것이고, 그 범위를 확대하더라도 무한히 확대되는 것을 막기 위하여 유사성 요건으로 확대가능성을 제한한 것으로 보아야 할 것이다. 그러다가 CP, 자산유동화증권, 유가증권옵션 등 유사성 요건만으로는 개념을 확대하기가 곤란한 유가증권이 등장하면서 이를 포섭하기 위하여 1991년 관련성 요건을 추가한 것이다.

이러한 변천과정을 보더라도 우리 증권거래법은 유가증권의 개념에 관하여 시장성론을 취하고 있는 것으로 보인다. 그러나 시장성론의 입장에서 보면 증권거래법상의 유가증권과의 유사성 또는 관련성 요건을 고집할 경우에는 지정할 수 있는 유가증권의 범위에 한계가 있을 수밖에 없다. 따라서 이 규정을 일본법 제2조 제1항 제11호를 참고하여 “제1호 내지 제8호의 증권 또는 증서 외에 유통성 기타 사정을 감안하여 공익 또는 투자자 보호를 위하여 필요한 것으로 대통령령이 정하는 것”으로 개정하여 그 범위를 확대하는 것이 바람직하다.

한편, 상기와 같이 지정유가증권의 범위를 확대할 수 없는 경우에는 기존에 대통령령에서 정하는 유가증권을 법 개정시에 증권거래법상의 유가증권으로 편입시키고, 이와 관련성 또는 유사성을 가진 유가증권을 대통령령에서 정할 수 있도록 함으로써 지정유가증권의 범위를 확대할 필요성이 있다.

## 2) 外国有価証券의 範圍 拡大

외국법인등이 외국법에 따라 발행한 유가증권에 대해서 증권거래법은 국채, 지방채, 특수채, 사채, 특수법인이 발행한 출자증권, 주권 및 신주인수권을 표시하는 증서의 성질을 구비한 것만을 증권거래법상의 유가증권으로 하고 있다.<sup>25)</sup>

이에 따라 이러한 외국유가증권이 국내에서 매출되는 경우 또는 유통되는 경우에는 증권거래법의 규제대상이 되지만 그 이외의 외국유가증권에 대해서는 그것이 국내에서 매출되고 유통되는 경우에도 증권거래법을 적용할 수 없는 문제가 발생한다.

최근 자본시장의 국제화가 진전되면서 국내투자자들의 외국유가증권에 대한 수요가 늘어나고, 이에 따라 외국유가증권의 국내유통량이 증가하고 있음에도 증권거래법상의 외국유가증권이 한정적으로 규정되어 있는 결과 이러한 유가증권 이외의 외국유가증권들은 규제의 사각지대에 놓여 있게 되었다. 또한, 증권회사들이 취급할 수 있는 외국유가증권의 범위도 이에 한정됨에 따라 투자자들의 수요에 대응하지 못하는 문제점이 발생하게 되었다.<sup>26)</sup>

이러한 문제는 외국유가증권을 정하는 제7호의 위치만 변경하면 간단하게 해결할 수 있다. 즉, 제7호를 제9호로 위치를 변경하고 제1호 내지 제8호의 유가증권의 성질을 구비한 것으로 하면 외국DR의 문제뿐만 아니라 대통령령으로 정하는 유가증권을 외국법인등이 발행한 경우까지 유가증권의 범위를 확대할 수 있다.

## (4) 特殊債의 範圍 調整

유가증권의 범위와 직접적인 관련은 없으나 공모규제와 관련하여 현행 증권거래법이 일부에 대하여 적용제의 유가증권으로 하고 있는 특수채에 관하여 다음과 같이 그 범위를 조정할 필요가 있다.

현재 증권거래법 제2조 제1항 제3호의 특수채 중 다른 법률에 의하여 특수채로 보게 되는

유가증권 중 종합금융회사가 발행하는 채권, 여신전문금융회사가 발행하는 카드채 및 리스채, 주택저당채권유동화회사가 발행하는 채권 등이 2001. 3. 28 증권거래법 개정 및 2001. 7. 7 동법시행령 개정을 통하여 적용제외 유가증권에서 다시 제외되어 공모규제의 적용대상이 되었다(법 제7조 및 동법시행령 제5조의2). 또한 증권회사가 발행하는 채권도 2001. 7. 7 동법시행령 개정으로 공모규제의 적용을 받게 되었다(시행령 제5조의3).

이것은 1997년말 고려증권, 동서증권을 시작으로 IMF 외환위기 이후 동화, 동남, 대동, 충청, 경기 등 5개 은행 퇴출, 9개 리스사 퇴출 등 금융기관 불사의 신화가 무너지면서 금융기관들이 발행한 채권에 투자한 투자자들의 피해가 속출하여 더 이상 이러한 채권을 특수채로 볼 여지가 없게 되었다는 것을 반영한 것이다.

이에 따라 현재 금융채 중 특수채로 취급되는 것은 은행법에 의한 금융기관이 발행한 채권과 한국증권금융(주)가 발행하는 채권만이 남게 되었다. 그러나 이들만을 별도로 특수채로 볼 여지는 없다. 공적자금 투입으로 인하여 상당수의 은행들이 국가의 소유가 되어 있지만 이는 어디까지나 한시적인 현상인 것이고, 은행도 영리를 목적으로 하는 금융회사일 뿐 과거 관치금융시대의 국가정책을 수행하는 공공기관적 성격을 갖는 금융기관이 아니다.<sup>27)</sup> 또한, 한국증권금융(주)도 정부의 증권시장정책상의 필요에 이용된다고 하여 이렇게 볼 것도 아니다. 따라서 이를 규정하고 있는 은행법시행령 제19조 제5항을 개정하거나 증권거래법시행령 제5조의2를 개정하여 은행이 발행한 사채도 공모규제의 적용대상증권으로 하여야 할 것이다. 또한 한국증권금융(주)가 발행하는 사채에 대해서도 이를 적용면제증권으로 하고 있는 증권거래법 제160조 제2항을 삭제하는 것이 바람직하다.

### III. 公募概念의 不合理性

#### 1. 公募概念要素의 不合理性

##### (1) 問題點

우리나라와 일본의 경우 모집 또는 매출의 개념은 제외에 제외를 반복하고 있어 일반인이 이를 이해한다는 것은 거의 불가능하다고 보아도 무방하다. 유가증권의 발행업무를 담당하는 사람들이나 이를 자문하는 변호사들조차도 당해 유가증권의 발행 또는 매도가 증권거래법상의 모집 또는 매출에 해당되는가의 여부에 대하여 명확한 결론을 내리지 못하는 경우가 빈번히 발생하고 있다.

이러한 이유로 유가증권신고서를 제출하지 않아 금융감독원으로부터 행정조치를 받은 기업들은 공시제도에 익숙하지 않은 상법상의 주식회사뿐만 아니라 비교적 공시제도에 익숙한 협회등록법인과 상장법인도 상당수가 나타나고 있다.<sup>28)</sup> 이러한 결과는 공모개념의 복잡성에도 기인하는 것이지만 무엇보다도 공모규제를 규정하고 있는 증권거래법의 입법태도에도 기인하는 것이라고 보아야 한다.

유가증권신고서의 제출여부를 결정하는 법령 및 관련규정의 내용이 복잡한 것은 우리나라, 일본 또는 미국이 다를 것이 없지만 미국의 경우에는 최소한 공모개념 자체만은 복잡하지 않다. 미국에서는 권유대상자의 숫자가 일정한 수 이상인 경우를 공모로 보는 것이 아니라 일반인에 대한 모든 유가증권의 매도의 청약 또는 매수청약의 권유시 권유상대방에게 적절하고도 필요한 정보를 제공하여야 한다는 전제하에 이러한 모든 행위를 공모로 보는 한편, 이러한 거래 중 굳이 공시제도를 통하여 정보제공을 강제할 필요가 없는 경우에 한하여 유가증권신고서를 제출하지 않아도 되는 것으로 하고 있다. 이에 따라 미국법에서는 거래상대방, 거래금액, 거래상대방의 숫자 등 다양한 사항을 고려하여 제출면제사유를 정하고 있다. 따라서 미국에서는 일정한 경우 신고서의 제출이 면제될 뿐이지 그 거래행위 자체가 공모가

아닌 것으로 되지는 않으며, 정보제공의 필요성까지 부정되지는 않는다.

반면, 일정한 요건에 해당되는 공모행위만을 공모라고 규정하여 공모의 개념과 유가증권신고서의 제출대상행위를 혼동하고 있는 증권거래법의 공모개념은 시장참가자들의 공모규제 및 유가증권신고서제도에 대한 정확한 인식을 방해한다는 문제점이 있다. 이에 대해서는 유가증권의 매도시 기본적으로 정보제공의무를 전제로 하여 공모의 개념과 유가증권신고서 제출대상행위를 구별하고 있는 미국의 Negative System이 더 타당한 것으로 보인다.

우리나라와 일본의 경우에는 미국법상의 유가증권신고서제도를 계수하면서 미국법상 신고서 제출면제사유에 해당하는 사유의 대부분을 공모여부를 판단하는 개념요소로 규정하고 있다. 따라서 미국법상으로는 공모에는 해당되나 공시를 강제할 필요성이 없어 단순히 신고서 제출의무만이 면제되는 경우가 우리나라법상으로는 아예 정보제공의 필요성조차도 없는 행위가 되어 버리는 것이다.

특히, 미국법상의 다양한 신고서 제출면제사유 중의 하나에 불과한 일정수 미만의 상대방에 대한 청약 또는 청약의 권유를 공모개념의 기본요소로 정함으로써 공모개념을 더욱 더 기술적이고 복잡한 것으로 만들어 놓았다. 이러한 규제방식은 숫자기준이 신고서 제출여부를 판단하는 하나의 요소에 불과한 것이지, 그것이 공모여부를 판단하는 기본적인 개념은 될 수 없다는 점에서 공모의 개념을 불명확하게 만들고, 간주공모 및 전매제한조치<sup>29)</sup> 등 공모여부를 판단하는 데 있어서 제외에 제외를 거듭하게 하는 문제점이 있다.

## (2) 公募概念의 再定立

유가증권신고서제도의 복잡성은 어느 입법례에 의하더라도 피할 수 없는 것으로 보인다. 이에 대해서는 각국의 입법례에서 볼 수 있듯이 그다지 차이가 없는 부분이다. 공모의 개념 속에 신고서를 제출하지 않아도 되는 경우를 규정하든, 그것을 신고서의 제출면제사유로만 하든 결과에 있어서는 동일한 것이다. 실제로 특정한 사안에 대하여 우리나라, 일본 및 미국의 증권거래법규를 적용하여 유가증권신고서의 제출여부를 판단하여도 결론에 있어서는 별다른 차이가 없다.

그러나 유가증권신고서제도의 일관성을 유지하고, 공모개념을 명확히 하기 위해서는 공모여부를 판단하는 데 있어서 숫자기준을 버리고 유가증권시장 밖에서 행하는 모든 청약 또는 청약의 권유행위를 공모로 규정하는 것이 바람직하다. 또한, 현재 공모여부를 판단하는 기준 중 권유대상자의 숫자를 비롯한 다른 기준들은 일정한 금액 이하의 공모에 대한 제출면제와 함께 신고서의 제출이 면제되는 사유만으로 규정하여야 할 것이다. 이렇게 해야 공모규제의 취지에 적합한 규제가 될 것이고, 간주공모 규정의 복잡성, 후술하는 청약권유금액의 합산의 불합리성 등 공모의 개념과 관련된 혼란을 어느 정도 해소할 수 있게 될 것이다. 한편, 유가증권의 공모에 있어서 공모행위가 아주 한정적으로 일어나지 않는 한 50인 미만의 자를 대상으로 하는 경우는 극히 드물다. 실제로 최근의 유가증권의 공모에 있어서는 일반적으로 신문광고나 인터넷을 이용하고 있으므로 권유대상자를 일일이 산정하는 것은 거의 불가능할 뿐만 아니라 50인이라는 기준은 더 이상 의미가 없게 된다. 따라서 이러한 숫자기준은 예외적으로 신고서의 제출면제사유에는 해당될 수 있다고 하더라도 이를 공모여부를 판단하는 기본요소가 될 수는 없다.

## 2. 勸誘金額의 合算의 複雜性

### (1) 問題點

현재 공모에 해당되는 경우에도 그 공모금액이 20억원 미만인 경우(시행규칙 제2조 제3호 제외)에는 유가증권신고서의 제출이 면제된다. 한편, 공모금액을 산정함에 있어 그 금액이

20억원 미만인 경우에 해당되어 유가증권신고서를 제출하지 않은 공모가 1년 내에 다시 일어나는 경우에는 이를 합산하도록 하는 반면, 개별적인 거래로는 공모에 해당되지 않으나 6개월간의 거래를 합산한 결과 50인 이상에 대한 청약의 권유로 된 경우에는 그 금액을 합산하여 산정하도록 규정하고 있다(시행규칙 제2조 제1호 및 제2호).

그러나 1년 내에 이루어진 공모 중 신고서를 제출하지 않은 공모의 금액을 합산한다고 되어 있는데, 문언상으로는 공모금액만 합산한다고 되어 있으므로 공모와 사모<sup>30)</sup> 또는 사모와 공모가 순차적으로 결합되어 있는 경우 공모금액과 사모금액을 합산하여야 하는가의 여부가 불분명하다. 이것은 시행령 제2조의4 제3항에서 “과거 6개월 이내에 모집 또는 매출에 의하지 아니하고 청약의 권유를 받은 자를 합산한다”고 규정하고 있고, 시행규칙 제2조 제1호에서는 “과거 1년간에 이루어진 모집 또는 매출로서 신고서를 제출하지 아니한 모집 또는 매출가액”을 합산하도록 하며, 제2조 제2호에서는 “시행령 제2조의4 제3항 본문에 의하여 합산을 하는 경우에는 그 합산의 대상이 되는 청약권유의 합계액”이라고 규정하고 있기 때문이다. 이것은 기본적으로는 증권거래법상 공모개념을 숫자기준으로 판단하는 데 기인하는 것이고, 미국법상의 청약권유의 합산(integration)과 통합(aggregation)의 개념<sup>31)</sup>을 오해한 데서 비롯된 것으로 보인다.

이에 따라 금융감독위원회는 권유대상자의 합산 및 권유금액의 합산과 관련하여 공모의 경우 시행규칙 제2조 제1호에 의하여 그에 해당되는 금액만을 합산하고, 공모에 해당되지 않는 것은 시행령 제2조의4 제3항에서 “모집 또는 매출에 의하지 아니하고 청약의 권유를 받은 자를 합산”한다는 규정과 시행규칙 제2조 제2호에 따라 이에 해당되는 것만을 합산하도록 하고 있다. 즉, 금융감독위원회는 시행규칙 제2조를 해석하는 데 있어 문언에 따라 공모와 사모를 분리하여 해석하고 있는 것이다. 그러나 이렇게 해석하는 경우에는 악의적으로 단순공모와 합산대상 청약의 권유를 순차적으로 결합하여 공시의무를 회피하고자 하는 경우를 막을 수 없게 된다. 또한, 악의적인 경우는 아니더라도 우연히 단순공모와 합산대상 청약의 권유가 순차적으로 발생하는 경우에도 공시의무가 발생하는 시점이 불합리하게 결정될 수 있다. 따라서 이러한 청약권유금액의 합산규정은 하나의 공모여부를 판단하기 위한 청약권유의 합산과 신고서 제출면제금액 산정을 위한 공모금액의 통합을 오해하여 유가증권신고서제도의 실효성을 현저하게 저하시키는 입법상의 불비라고 생각된다.

이러한 문제점은 단순공모와 합산대상 청약의 권유를 순차적으로 결합시킨 다음의 사례를 보면 더욱 명확해진다.

먼저, 증권거래법의 규정대로만 판단하는 경우 공모 2의 경우에만 신고서를 제출하면 된다. 왜냐하면, 사모 1, 2는 6개월 내에 이루어진 것이므로 합산하면 권유대상자가 35명이므로 모집에 해당되지 않으므로 신고서를 제출할 필요가 없고, 사모 3은 사모이므로 사모 1, 2와 합산하여야 하지만 공모이후에 이루어진 것이므로 간주모집에 해당되어 공모로 간주되어 사모와 합산할 수 없으므로 공모 1과 합산하여야 하나, 공모금액이 20억원 미만이므로 신고서를 제출하지 않아도 된다. 공모 2의 경우에는 과거 1년간의 공모를 합산하므로 공모 1과 사모 3을 합산하면 31억원이므로 신고서 제출대상이 된다. 사모 4의 경우에는 간주모집에 해당되어 공모가 되지만 공모금액이 7억원이고 공모 2에서 신고서를 제출하였으므로 신고서를 제출하지 않아도 된다.

한편, 위 사례에서 사모 3의 경우에 발행인이 전매제한조치를 취하게 되면 더욱 재미있는 결과가 나타난다. 즉, 전매제한조치를 취하여 사모 3이 공모로 간주되지 않고 사모가 되면 오히려 사모 3의 경우에 신고서를 제출하여야 한다.<sup>32)</sup> 즉, 사모 1, 2, 3이 합산되어 22억

원이 되므로 신고서를 제출하여야 한다. 이러한 결과는 공시의무를 회피하는 것을 방지하기 위하여 공모로 간주되면 신고서를 제출할 의무가 없게 되고, 공시의무를 회피하기 위하여 전매제한조치를 함으로써 사모로 되면 신고서를 제출하게 되는 모순을 낳게 되는 것이다.

그러나 이 사례에서 발행인이 최초로 유가증권신고서를 제출해야 하는 시기는 공모 1이고, 사모 3에서 전매제한조치를 취했는가의 여부와 관계없이 사모 4의 경우에 신고서를 제출하도록 해석하는 것이 공시의무를 회피하지 않도록 한다는 점에서 타당하다고 본다. 먼저, 공모 1의 경우 사모 1과 2를 합쳐 권유대상자가 86명이고, 권유금액은 합산하여 31억원이므로 유가증권신고서를 제출하여야 한다. 또한, 사모 3의 전매제한조치여부와 관계없이 공모 2와 사모 4가 합산되어 사모 4의 경우에 신고서를 제출하여야 한다. 이렇게 보아야 공모와 사모를 순차적으로 배열함으로써 유가증권신고의무를 회피하는 것을 막을 수 있다. 그러나 현행규정상 금융감독위원회가 이러한 해석 및 적용을 하기에는 무리가 있다.

#### (2) 請約勸誘金額의 合算과 統合의 区分

청약권유금액을 합산하는 것이 복잡하게 되는 원인은 제일 먼저 유가증권의 모집 또는 매출을 숫자기준으로 판단하기 때문에 50인 이상에 대한 권유(공모)와 그렇지 않은 권유(사모)가 분리되는 것이고, 그 다음은 공모와 사모를 분리하여 각각 그 금액을 합산하도록 하는 규정형식에 문제가 있다.

이러한 문제점을 해결하기 위해서는 무엇보다도 모집 또는 매출의 개념요소에서 숫자기준을 폐지하고 모든 청약의 권유를 공모로 보되, 일정한 경우 신고서 제출만을 면제하는 Negative system을 채택하여야 한다.

한편, 50인 이상에 대한 청약권유와 그렇지 않은 청약권유를 분리하여 별도로 금액을 합산한 후 그 금액을 기준으로 신고서 제출면제여부를 판단하는 규제형식에 대해서는 6개월간의 모든 청약권유를 합산(integration)하도록 하는 것은 당해 권유행위가 하나의 공모에 해당되는가의 여부를 판단하기 위한 것이라는 점과 1년간의 청약의 권유를 통합(aggregation)하도록 하는 것은 당해 권유금액이 신고서 제출면제에 해당되는가의 여부를 판단하기 위한 것이라는 점을 명확히 하여야 한다.

따라서 “과거 6개월 이내에 모집 또는 매출에 의하지 아니하고 청약의 권유를 받은 자”를 합산하도록 하는 시행령 제2조의4 제3항 본문의 규정을 단순히 “과거 6개월 이내에 청약의 권유를 받은 자”로 개정하여 6개월간의 모든 청약이 합산된다는 것만을 규정하여야 한다. 또한, 시행규칙 제2조의 규정도 “과거 1년간 신고서를 제출하지 않은 청약권유금액을 통합하여 계산”하도록 개정하여 청약의 합산과 신고서 제출면제여부를 판단하기 위한 청약권유금액의 통합을 구분하여 규정하여야 한다.

### IV. 事業說明書制度의 不明確性

#### 1. 事業說明書의 定義規定 不在

##### (1) 問題點

증권거래법에서는 사업설명서에 대하여 명시적으로 법률에서 그 개념을 정하고 있는 미국 및 일본과는 달리 그 개념을 정의하고 있지 않다.

다만, 증권거래법 제13조 제2항에서 누구든지 유가증권신고 대상이 되는 유가증권의 모집 또는 매출 기타의 거래를 위하여 청약의 권유 등을 하고자 하는 경우에는 ① 유가증권신고서의 효력이 발생한 후 본사업설명서를 사용하는 방법, ② 발행인이 유가증권신고서가 수리된 후 신고의 효력이 발생하기 전에 예비사업설명서를 사용하는 방법, ③ 발행인이 유가증권신고서가 수리된 후 신문, 방송, 잡지 등을 이용한 광고, 안내문, 홍보전단 또는 전자전

달매체를 통하여 간이사업설명서를 사용하는 방법에 의하여야 한다고 규정하고 있다.

한편, 증권거래법시행령 제2조의4 제5항에서는 “청약의 권유”를 권유받는 자에게 유가증권을 취득하도록 하기 위하여 신문, 방송, 잡지 등을 통한 광고, 안내문, 홍보전단 등 인쇄물의 배포, 투자설명회의 개최, 전자통신 등의 방법으로 유가증권을 발행 매도한다는 사실을 알리거나 취득의 절차를 안내하는 활동이라고 규정하고 있다.

이 두 개의 조문을 놓고 보면 우리 증권거래법에서는 구두에 의한 청약의 권유가 불가능한 것처럼 보이고, 사업설명서를 이용하는 방법 이외에도 시행령 제2조의4 제5항에서 정하는 방법에 따라 청약의 권유가 가능한 것처럼 보인다. 그러나 구두의 청약권유에 대해서 이를 금지한다는 규정은 어디에도 없는 것이고, 금지될 수도 없는 것이다. 구두의 청약권유는 유가증권신고서가 제출되기 전에 다른 청약의 권유와 마찬가지로 제한되는 외에는 자유롭게 할 수 있는 것이다.

따라서 시행령 제2조의4 제5항에 정하는 청약의 권유를 법 제13조의 방법에 의해서만 하여야 한다고 해석하기는 곤란하다. 결국, 서면성을 갖춘 청약의 권유를 행하기 위해서는 법 제13조의 규정에서 정하는 방법으로 하여야 한다는 것으로 해석하여야 하는데, 사업설명서에 대한 명시적인 정의규정이 없는 상태에서는 이것도 명확하지가 않다.

## (2) 事業說明書의 定義規定 新設

증권거래법 제13조와 시행령 제2조의4 제5항의 해석에 대해서는 사업설명서에 대한 명시적인 정의규정이 있다면 아무런 문제가 없을 것이다. 2000. 1.21 증권거래법 개정시 간이사업설명서를 도입함으로써 공모행위의 단계에 따라 서면에 의한 청약의 권유가 반드시 본사업설명서, 예비사업설명서 또는 간이사업설명서에 의하도록 한 것은 타당한 개정이나 사업설명서에 대한 개념정의가 먼저 이루어졌다면 보다 명확해졌을 것이다. 지금이라도 사업설명서에 대하여 증권거래법에서 “유가증권을 모집 또는 매출하기 위하여 상대방에게 제공하는 것으로서 일정한 사항을 기재한 문서 기타 이에 준하는 서면성을 갖춘 것”이라고 개념을 정의하는 것이 바람직하다.

## 2. 事業說明書交付制度의 不合理性

### (1) 問題點

사업설명서가 투자권유문서 내지는 청약권유문서라는 점을 전제로 하면 투자자 또는 권유대상자에게 사업설명서가 교부되어야 함은 분명하다. 그러나 증권거래법은 사업설명서의 교부의무에 대하여 증권거래법 제13조 제1항에서 “유가증권신고서의 효력이 발생한 유가증권에 관하여 유가증권을 취득하고자 하는 자의 청구가 있는 때에는 사업설명서(본사업설명서)를 교부한 후가 아니면 그 유가증권을 취득하게 하거나 매도하지 못한다”고 규정하는 한편, 제12조 제1항에서는 유가증권의 발행인이 일정한 장소(증권거래법시행규칙 제4조)에 비치하고 일반인의 열람에 제공하도록 하고 있다. 결국, 증권거래법상으로는 사업설명서는 투자할 것이 확실한 자의 청구가 있는 때에 그 사람에게만 교부하면 족하다. 이에 대해서는 청구가 있는 때에만 교부하도록 할 것이 아니라 유가증권신고서의 효력이 발생한 후의 청약권유시에는 반드시 사업설명서를 교부하도록 하여야 한다는 주장이 있다.<sup>33)</sup>

한편, 예비사업설명서와 간이사업설명서의 경우에는 증권거래법 제13조 제2항 제2호 및 제3호에서 이를 사용한다고만 규정되어 있어 교부의무뿐만 아니라 비치 및 공람의무조차도 명확하지 않다. 실무상으로는 예비사업설명서의 경우에는 유가증권신고서의 효력이 발생되지 않았으므로 투자자 또는 권유대상자가 교부를 청구한다고 하여도 교부할 의무가 없으므로 금융감독위원회에 제출하기만 되는 것으로 인식되고 있다. 이는 간이사업설명서도 마찬가지로

가지이다.

## (2) 現行 事業說明書交付制度의 補完

사업설명서제도의 기본취지에 비추어 보면 사업설명서가 반드시 교부되어야 한다는 주장은 타당성이 있다. 그러나 본사업설명서의 경우에는 투자판단의 자료를 제공한다는 사업설명서제도의 기능적 측면에서는 예비사업설명서나 간이사업설명서에 비하여 그 기능이 현저히 떨어진다. 투자자의 투자판단은 유가증권을 취득하는 시점이 아니라 유가증권신고서의 효력발생기간, 즉 속고기간중에 이루어지는 것이 통상적이므로 본사업설명서를 교부하는 시점에서의 사업설명서의 효용은 거의 없다. 따라서 이 기간중에 제공되는 간이사업설명서 또는 예비사업설명서가 투자설명서 또는 청약권유문서로서의 기능을 하게 된다. 이러한 상황에서 본사업설명서의 경우에만 투자자에게 교부하도록 강제한다는 것은 유가증권발행인의 부담에 비추어볼 때 현실적이지 못하다. 또한, 대부분의 투자자가 사업설명서의 존재조차 모르고 있는 현실을 감안하면 그 효용성은 더욱 떨어진다.

따라서 교부가 강제되어야 한다면 본사업설명서뿐만 아니라 간이사업설명서와 예비사업설명서의 경우에도 교부의무가 부과되어야 하는데, 간이사업설명서의 경우에는 그 자체가 별도로 작성되는 것이 아니므로 제외되어도 무방하므로 결국 예비사업설명서는 교부의무가 부과되어야 할 것이다. 그러나 이는 전술한 바와 같이 비용에 비하여 그 효용이 크지 못하므로 교부의무를 강제하는 것보다는 현행법상의 비치 및 공람의무를 부과한 상태에서 투자자의 청구가 있는 때에 한하여 사업설명서를 제공하도록 하는 틀은 그대로 유지하되, 예비사업설명서의 경우에도 이러한 방식을 취하는 것이 바람직하다고 판단된다.

## V. 關 聯 問 題

### 1. 申告書 提出免除金額의 過多

#### (1) 問 題 點

현행 증권거래법은 원칙적으로 공모금액이 20억원 이상인 경우에만 유가증권신고서를 제출하도록 규정하고 있다. 이 금액은 2001. 9. 28 증권거래법시행규칙 개정전에는 10억원이었으나, 현 정부의 규제완화조치의 일환으로 유가증권신고로 인한 기업의 경제적 부담을 완화한다는 측면에서 20억원으로 상향조정된 것이다.

그러나 일본의 1억엔, 경우에 따라 다르지만 미국의 경우 5백만 달러와 단순비교하면 그리 과다한 금액이 아니지만 이들 나라와 우리나라의 증권시장의 규모, 공시제도에 대한 인식 등을 고려하면 과다한 금액이라고 보아야 한다. 더군다나 1997년말 외환위기 이후 상법개정을 통하여 주식의 액면금액을 100원 이상으로 인하한 것까지 고려한다면 주권을 공모하는 경우 권유대상자의 범위는 액면금액이 5,000원이었던 때와 비교하여 훨씬 더 넓어졌으므로 더욱 그렇다. 또한, 최근의 인터넷공모로 인한 투자자들의 피해가 확대되어 가고 있는 현상<sup>34)</sup>을 감안한다면 단순히 증권시장의 부양책으로서나 정부의 일률적인 규제완화조치의 일환으로 신고서 제출대상금액을 상향조정한 것은 타당치 않은 조치라고 생각한다.

#### (2) 申告書 提出免除金額의 再調整

1998년 이후 증권시장에서는 인터넷을 통한 공모가 성행하면서 많은 부분에서 투자자 보호상의 문제점이 나타났다. 특히, 이러한 인터넷공모는 개정전 증권거래법시행규칙의 10억원 한도를 이용하여 대부분 10억원 미만의 금액으로 이루어지고 있었다. 최근에는 관련법상 투자자 보호수단이 아직까지 미흡한 네티즌펀드까지 혹시나 적용될지도 모르는 증권거래법상의 규제를 피하기 위하여 10억원 미만의 금액으로 모집되어 심각한 사회문제가 되어가고 있다는 점은 전술하였다. 이러한 문제점을 해결하기 위하여 2000. 1. 21 증권거래법 개정을

통하여 유가증권신고서를 제출하지 아니하는 소액공모에 대해서도 유가증권신고서에 준하는 공시의무를 부과하였다. 상황이 이럼에도 불구하고 제출면제금액을 상향조정하는 것은 일관성이 없는 조치이다. 투자자 보호를 위하여 제출면제금액을 다시 하향조정하여 충분한 공시의무를 부과하는 대신 유가증권신고서 유가증권 발행인이 부담하게 되는 발행분담금을 발행 규모별로 차등적용하여 경제적 부담을 덜어주는 것이 더 타당할 것이다.

## 2.一括申告要件의 不合理性

### (1) 問題点

일괄신고서제도는 제도의 편의성에 비하여 우리나라에서는 2001년까지 이용실적이 전무한 제도였다. 이렇게 이용실적이 저조한 것은 전반적으로 기업들이 공시의무를 꺼리는 데에도 이유가 있지만 일괄신고의 대상유가증권이 사채로 한정되어 있고, 사채의 경우에도 물량조정제도라는 사실상의 발행제한에 그 주된 이유가 있었다고 보아야 할 것이다.

그러나 물량조정제도가 폐지된 상황에서도 일괄신고의 이용실적은 여전히 저조하다. 이것은 실제로 제조업체와 같은 일반적인 기업들에게 있어서는 많아야 한 달에 한 번 정도의 유가증권 발행을 하는 데 불과하므로 굳이 일괄신고서를 제출하여 1년간의 자금조달계획을 공시할 이유가 없으므로 별다른 실익이 없다는 현실적인 이유가 있었고, 일반적으로 일괄신고서를 이용할 실익이 있는 금융회사들이 발행하는 사채들이 대부분 신고대상에서 제외되고 있었기 때문이다.

그러나 2001. 3. 28 증권거래법 개정시 은행을 제외한 모든 금융회사들도 사채를 발행하려면 신고서를 제출하도록 하였으므로 일괄신고서를 이용할 가능성이 높아졌다.<sup>35)</sup> 이에 금융감독위원회는 이들의 경제적 부담을 덜어주고, 일괄신고서제도를 활성화시키기 위하여 일괄신고서를 제출하는 경우에는 발행분담금을 10,000분의 4(일반신고서는 10,000분의 9)로 하향조정하였다. 그러자 일괄신고를 이용할 필요가 없는 법인도 이러한 분담금요율을 적용받기 위하여 일괄신고서를 제출하려는 움직임을 보였다. 이러한 문제점을 방지하기 위하여 2001. 9. 28 증권거래법시행규칙 개정시에는 일괄신고서상의 발행예정기간을 효력발생일로부터 2개월 이상 1년 이내(종래 효력발생일로부터 1년간)의 기간으로 하고 이 기간중 3회 이상 채권을 발행하도록 요건을 강화하였다(시행규칙 제2조의3).

일괄신고서제도의 취지는 계속공시가 이루어지고 있는 유가증권 발행인 중 유가증권을 빈번하게 발행할 필요가 있는 발행인의 공시부담을 경감시켜 주자는 것이다. 따라서 일괄신고서에 기재된 발행예정기간중 발행인이 필요하다고 판단되는 시기에 일반의 유가증권신고서보다 간단한 일괄신고추가서류만을 제출하고 즉시 유가증권을 발행할 수 있다는 점에서 발행인에게는 상당한 장점이 있는 제도이다. 그러나 이러한 장점 이외에 발행분담금까지 할인해 주는 것은 다른 유가증권 발행인과의 형평성이라는 측면에서 문제가 있다.<sup>36)</sup> 일반 유가증권신고서의 경우 연중 아무리 자주 제출한다고 하더라도 발행분담금을 할인해 주는 것은 아니기 때문이다. 발행분담금 요율이 부적정하게 산정되어 발행인들에게 부담이 되는 것이라면 전체적으로 그 요율을 조정하여 해결할 문제이다. 일괄신고서제도를 활성화시키기 위하여 이 경우에만 요율을 낮추고, 이를 악용할 것을 우려하여 발행예정기간중 반드시 3회 이상 제출하도록 하는 불필요한 요건을 규정하는 것은 발행예정기간중 유리한 시기를 선택하여 유가증권을 발행하게 한다는 제도의 취지를 무시한 규정이라고밖에는 할 수 없다.

한편, 현재 일괄신고서를 이용할 수 있는 유가증권은 전환사채 등 주식관련사채를 제외한 일반적인 사채에 한정되어 있는데, 이는 타당치 않다. 사채의 발행에서 가장 중요한 것이 발행수익률이라면 주식의 경우에는 주식의 시가가 가장 중요한 발행조건이 될 것이다. 사채

의 경우 일괄신고서제도가 발행예정기간중 자금스케줄뿐만 아니라 발행수익률의 추이를 보아가며 발행할 수 있도록 하는 것이라면 주식의 경우에도 주가추이를 보아가며 발행할 수 있는 일괄신고제도를 이용할 수 있도록 하여야 할 것이다.

이와는 별도로 일괄신고서의 발행예정기간중에 신고한 유가증권을 모두 발행한 경우 다시 일괄신고서를 제출할 수 있는가에 대하여 명시적인 규정은 없고, 오히려 발행예정기간을 변경하지 못하도록 하는 규정(증권거래법 제11조 제4항)만 있어 발행인의 부담을 경감시킨다는 제도의 취지에 반하는 결과가 발생할 수 있었다.

#### (2) 一括申告要件의 緩和

일괄신고서제도의 이용을 장려하기 위해서는 우회적으로 발행분담금을 할인해주는 대신 이를 악용하는 것을 방지하기 위해서는 불필요한 발행횟수 요건을 규정할 것이 아니라 오히려 그런 불필요한 요건을 제거하는 것이 필요하다. 따라서 발행분담금의 할인을 폐지하는 동시에 발행횟수 요건을 폐지하여야 한다. 발행분담금이 과중한 것인가의 문제는 각종의 유가증권신고서 전체를 대상으로 별도로 판단할 문제이다. 전체적으로 발행분담금이 과중한 것이라면 모든 유가증권신고서에 대하여 발행분담금체계를 재검토해야 할 문제이지 어느 한 신고서에 대해서만 발행분담금을 낮출 문제가 아니다.

또한, 일괄신고서 제출대상 유가증권을 현행법상의 제한된 사채 이외에도 주식 및 주식관련 사채, CP 등 일괄신고가 필요한 유가증권으로 확대하여 발행인이 자율적으로 이를 이용할 수 있도록 하여야 한다.

한편, 일괄신고서의 발행예정기간을 정정할 수 없도록 하는 것은 발행예정기간을 계속적으로 변경함으로써 유가증권신고의무를 회피하는 것을 방지하기 위한 것이므로 일괄신고서를 제출하고 신고예정 유가증권을 모두 발행한 경우에 한하여 발행종료보고를 하도록 한 후 새로이 일괄신고를 할 수 있도록 허용하여야 한다.

### 3. 第3市場 壳渡의 매출개념에의 포함

#### (1) 問題点

제3시장 또는 호가중개시스템(증권거래법시행령 제84조의27 제5항)에서의 매매거래는 증권거래소시장이나 협회중개시장에서 이루어지는 거래가 아니라 장외시장에서의 매매거래임으로 일정한 경우 유가증권의 매출에 해당되게 된다. 이에 따라 제3시장의 매매거래 중 20억원이 넘는 경우에는 유가증권신고서를 매번 제출하여야 하고, 20억원 미만인 경우에는 유가증권신고서를 제출하지 아니한 소액공모에 해당되는 것으로 일정한 서류를 금융감독위원회에 매번 공시하도록 하고 있다. 한편, 2001. 7. 7 시행령 개정시에는 소액공모시 공시의무에 대해서 소액주주의 매매에 한하여 금융감독위원회에 소정의 내용을 공시하면 발행인의 소액공모시의 공시의무에 갈음하는 것으로 하였다(시행령 제9조의2 제3항).

그러나 이것만으로는 제3시장에서의 매매거래가 원활하게 이루어질 수 없다. 시장참여자들 입장에서는 유통시장에서의 시장거래를 상정하고 있는데, 법령상의 규제는 발행시장에서의 규제를 가한다면 굳이 제3시장을 이용할 실익이 없게 되고, 그 시장에서의 거래가 활성화될 수는 없는 것이다.

#### (2) 第3市場 壳渡의 売出概念에서의 除外

증권거래법상 모집 또는 매출에 대한 규제는 시장시스템을 이용하지 않고 대량으로 유가증권을 발행하거나 분매하는 것을 규제하기 위한 제도이다. 제3시장에서의 매도의 경우에도 비록 증권거래소나 협회중개시장만큼 정형화된 시장은 아니지만 엄연히 시장시스템에 의하여 운영되고 있으므로 이를 제외할 이유는 없는 것이다. 이것은 2001. 7. 7 시행령 개정시

새로 도입된 ATS를 통한 매도를 매출개념에서 제외한 것을 고려하면 더욱 명백한 것이다. ATS를 통한 매도에 대해서는 매출의 개념에서 제외하면서 제3시장에서의 매매거래를 매출에 포함시킬 이유가 없다. 따라서 제3시장에서의 매도는 매출개념에서 제외되어야 할 것이다.

#### 4. 發行人 登錄制度의 实效性 不在

##### (1) 問題 點

유가증권 발행인 등록제도는 1970년대초 정부의 기업공개촉진정책을 효과적으로 수행하기 방법의 일환으로 도입된 제도였다. 따라서 이 제도는 자본시장육성에관한법률(1997년 폐지)의 지정등록제도 및 공개권고제도를 통하여 일정한 기업들의 공개 및 상장을 유도하기 위한 제도였다.

그러나 자본시장의 환경변화에 따라 자본시장육성에관한법률이 폐지되면서 현재 이 제도는 공모규제에 있어서의 사전공시기능 또는 공시제도의 보완기능을 수행한다는 의미만을 가지게 되었다. 그러나 이러한 기능조차도 현재에는 특별한 의미가 없다. 이를 등록사유별로 보면 다음과 같다.<sup>37)</sup>

첫째, 협회등록법인이 아닌 비상장법인이 유가증권을 모집 또는 매출하고자 하는 법인(증권거래법 제3조 제2호)의 경우에는 유가증권의 공모전 일정기간을 정하여 발행인 등록을 하게 하는 것이 아니므로 대부분의 기업이 유가증권신고서를 제출하기 직전 발행인 등록을 하고 있다.<sup>38)</sup> 이러한 현실에서는 유가증권신고서만으로도 충분한 공시가 이루어지므로 굳이 발행인 등록을 요구할 이유가 없다. 이것은 결과적으로 기업의 유가증권 공모에 대한 제약이 될 뿐만 아니라 기업으로 하여금 이중적인 공시를 강요하는 것과 같다.

둘째, 주권상장법인 또는 협회등록법인이 아닌 법인으로서 주권상장법인 또는 협회등록법인과 합병하고자 하는 경우의 당해 법인(증권거래법 제3조 제3호)의 경우에는 주권의 변칙상장이나 변칙등록을 방지하고 공시가 미흡한 비상장 또는 비협회등록법인을 합병전 일정기간 동안 등록하게 함으로써 투자자로 하여금 사전에 이러한 기업들에 대한 정보를 얻을 수 있도록 하기 위한 제도로써 구증권거래법 제190조에서는 합병을 승인하는 주주총회의 6개월 전에 발행인 등록을 하도록 하고 있었다. 이 등록사유는 이러한 사전공시기능 외에도 상장 또는 협회등록 요건을 충족시키지 못한 비상장법인 또는 비협회등록법인의 변칙적인 상장 또는 협회등록을 방지하는 기능을 수행하고 있었다. 그러나 현 정부의 규제완화정책에 따라 이 기간을 6개월에서, 3개월(1998. 2. 24) 다시 2개월(1999. 2. 1)로 개정하여 일반적으로 이 기간보다 장기간이 소요되는 합병절차의 진행상 전혀 실효성이 없는 제도가 되어버렸다.<sup>39)</sup>

셋째, 유가증권을 모집하고자 하는 설립중인 법인(증권거래법 제3조 제5호)의 경우에는 설립중인 법인이라고 하더라도 유가증권을 모집하는 경우에는 당연히 유가증권신고서를 제출하여야 하므로 역시 이중적인 공시가 된다.

넷째, 제189조의4의 규정에 의하여 당해 법인의 임·직원에게 주식매수선택권을 부여하고자 하는 법인의 경우에는 증권거래법 제189조의4에 의하여 주식매수선택권을 부여할 수 있는 법인은 이미 주권상장법인이거나 협회등록법인이어야 한다. 이러한 법인들의 경우 증권거래법에 의하여 수시공시의무(제186조)와 정기공시의무(제186조의2 내지 제186조의5)를 부담하고 있으므로 주식매수선택권을 부여한다고 해서 별도의 공시를 요구할 필요성이 없다. 이것은 금융감독위원회가 상장법인 또는 협회등록법인이 주식매수선택권을 부여하고자 하는 경우 발행인 등록은 그에 관한 이사회결의를 동 위원회에 신고함으로써 이에 갈음하도록 하

고 있는 것을 보면 더욱 명백하다(발행및공시규정 제4조 제3항 및 제69조 제1항 제10호).40)

## (2) 發行人 登錄制度의 廢止

이 제도는 도입 당시에는 기업공개와 촉진이라는 목적이라도 있었으나 이러한 목적은 이미 사라진 상태이고, 그나마 남아 있던 사전공시기능은 전술한 바와 같이 전혀 실효성이 없는 제도이므로 굳이 기업들에게 실효성도 없는 규제를 강제할 필요가 없다.

2001. 9. 27 발표된 금융감독위원회 및 금융감독원의 “제2단계 금융규제 정비방안”에 따르면 유가증권 발행인 등록제도에 관하여 등록대상법인 중 유가증권시장에 유가증권을 상장하거나 협회중개시장에 거래되도록 하고자 하는 법인(증권거래법 제3조 제1호)과 유가증권을 모집하고자 하는 설립중인 법인(제4호)을 삭제하는 것으로 되어 있다.41) 그러나 이 방안은 최초 입안단계에서는 이러한 부분적인 손질이 아니라 유가증권 발행인 등록제도 자체의 폐지가 제안되었던 것으로 알려져 있었다.

유가증권 발행인 등록제도에 대해서는 이렇듯 부분적인 손질로 실효성도 없는 규제를 유지하는 것보다는 차제에 폐지하는 것이 바람직하다고 본다.

## VI. 結 論

유가증권의 공모규제는 거래대상물이 유가증권이라는 특성 때문에 거래상대방에게 적절하고도 필요한 정보를 반드시 제공하여야 한다는 전제하에 과연 어디까지를 법적인 강제공시제도의 적용대상으로 할 것인가에 대한 고심의 결과라고 보아야 할 것이다. 따라서 이러한 투자자 보호라는 대전제를 실현하기 위한 수단에 불과한 공모제도의 적용대상을 결정하는 것에 있어서는 어떤 철학적 논리나 이념보다는 공시의 필요성과 공시의무로 인한 유가증권 발행인의 부담을 조정하기 위한 적정선을 찾기 위한 기술적인 고려가 필요한 것은 사실이다. 이러한 기술적인 고려를 통하여 미국의 증권법은 모든 유가증권의 거래에 대하여 원칙적으로 공시의무를 부과하되, 공시의 필요성이 없거나 공시의 필요성보다는 공시로 인한 부담이 더 큰 경우에는 이를 면제하는 Negative System을 택한 것이고, 우리나라와 일본은 일정한 요건에 해당되는 유가증권의 거래에 대해서만 공시의무를 부과하는 Positive System을 택한 것으로 보인다. 이것은 공모규제의 대상으로서의 유가증권 개념이나, 공모 그 자체의 개념을 정하는 공통적인 입법태도이다.

일반적으로 어떤 규제의 대상을 정하는 데 있어서 Positive System을 취하는 것은 그 제한적인 범위에도 불구하고, 규제의 대상을 명확히 할 수 있다는 장점 때문이다. 따라서 그러한 장점은 없고 오히려 제도의 실효성을 반감시킨다면 그것을 굳이 고집할 필요는 없는 것으로 판단된다.

증권거래법은 1962년 제정 이후 경제환경의 변화에 따라 수없이 개정되어 왔다. 때로는 경제적인 위기를 극복하기 위하여 때로는 정치적인 목적을 위하여 학계 또는 업계의 의견을 참고하거나 심도있는 연구를 거치는 절차없이 개정된 결과 법전체의 일관성이 많은 부분 훼손되었다. 또한, 1997년 이후 엄청난 변화를 규율하기에는 지금까지의 땀질식 개정으로는 한계에 달한 것 같다. 따라서 증권거래법 전반에 대한 재검토가 이루어져야 할 것이며, 그 과정에서 공모규제의 틀 또한 새로이 규정되어야 할 것이다. 단순히 어느 나라의 제도가 더 좋다는 식의 개정보다는 우리나라의 경제환경과 국민의식에 적합한 제도를 창출할 필요성이 있다.

먼저 유가증권의 개념에 대해서는 우리나라의 소송문화를 고려할 때 엄격한 의미의 포괄주의는 곤란하다고 본다. 따라서 열거주의를 기본으로 하되, 투자계약과 같은 포괄적인 유가

증권 개념을 인정할 필요가 있다. 이것은 현재 문제가 되고 있는 Netizen Fund에 대한 규제뿐만 아니라 향후 증권시장의 주된 거래대상이 될 구조설계유가증권이나, 장외파생상품으로서의 유가증권에 대한 규제를 위해서는 반드시 인정되어야 한다. 더 이상 죄형법정주의나 업계간 업무영역에 대한 논란을 할 시점은 아니라고 본다.

공모의 개념에 대해서는 단순히 숫자놀음으로 공시의 대상을 정할 것이 아니라 공시의 필요성을 기준으로 개념을 명확히 할 필요가 있다. 공시 필요성이 아닌 그 외의 다른 기준으로는 공모규제의 실효성을 기대하기가 곤란하다. 유가증권이라는 거래대상물의 특성상 모든 거래에서 정보를 제공하여야 한다는 원칙을 확립하고, 공시의 필요성이 없는 거래를 배제하는 형식으로 공모규제의 틀이 바뀌어야 한다.

사업설명서제도에 대해서는 투자권유문서로서의 사업설명서의 성격과 개념을 명확히 할 필요가 있다. 기존의 공시서류와 투자권유문서의 중간에 위치한 것으로 명확한 정의도 없고, 강제여부도 불분명한 사업설명서제도의 실효성을 기대할 수는 없다. 그저 불필요한 공시서류의 하나로서 유가증권을 발행할 때마다 금융감독위원회에 제출한 유가증권신고서의 일부를 복사하여 제출하기만 하면 되고, 증권회사의 각 지점의 창고에 쌓여있어도 아무도 관심을 가지지 않는다면 쓸데없는 비용만 부담시키는 제도일 뿐이다.

#### 꺀 참고문헌

- 김건식, 『미국증권법』, 흥문사, 1996.  
김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2000.  
신영무, 『증권거래법』, 서울대학교출판부, 1990.  
유석호, “증권거래법상의 공모규제에 관한 연구,” 연세대학교 박사학위논문, 2001.  
이준섭, “공모의 법적 규제,” 『증권법연구』, 제1권 제1호, 한국증권법학회, 삼우사, 2000.  
이철송, “증권거래법상의 유가증권의 개념,” 『법학논총』, 한양대학교, 1990.  
이형기, “証券去來法上の有価証券概念と投資者保護,” 『법학연구』, 경상대학교, 1990.  
임재연, 『증권거래법』, 박영사, 2000.  
임재연, 『증권규제법』, 박영사, 1995.  
전홍렬, 『증권거래법해설』, 넥서스, 1997.  
한국증권연구원, “증권산업 발전방안,” 2001. 7. 3.  
近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 『証券取引法入門』, 新訂版, 商事法研究会, 1999.

\* 본고는 2002. 5. 25 증권법학회 제79회 정기세미나에서 발표한 것으로 증권법학회 회원의 지적 및 조언에 따라 보완한 것이며, 전적으로 개인적인 견해를 밝힌 것으로 본인이 소속된 기관의 견해와는 무관합니다.

- 1) 金建植, 『증권거래법』 (두성사, 2000), 101면 참조.
- 2) 한편, 이러한 공모규제는 발행시장에 국한된 규제이지만 향후 유통을 전제로 한 유가증권에 대한 규제라는 점에서 향후 유통시장에서의 투자자를 보호하는 데 있어서도 중요한 의미를 가진다.
- 3) 이렇게 보면 증권거래법상 매출행위에 대한 규제가 장외 유통시장에서의 유가증권 매도

를 규제하기 위한 것으로 인식될 수 있으나, 그 실질은 발행시장에서 인수인의 매출행위를 규제하기 위한 것이라는 측면에서 역시 발행시장에서의 규제이다. 실제적으로도 유가증권이 발행된 후 유통되는 과정에서 어느 특정인이 장외에서 매출행위를 하는 경우는 거의 나타나지 않으며, 신고서 제출을 강제하는 것도 불합리하며, 규제의 실익도 의문이다.

4) 현행 증권거래법상의 사업설명서제도는 이를 의무적으로 사용하여야 하는가에 대해서는 논란의 여지가 있다. 이에 관해서는 후술한다.

5) 유가증권 발행인의 부담에 대하여 자세한 것은 劉錫浩, “증권거래법상의 공모규제에 관한 연구,” 연세대학교 박사학위논문, 2001, 25-26면 참조.

6) 상계논문, 60-82면 참조.

7) 이는 우리 법과 마찬가지로 한정적 열거주의를 취하고 있는 일본법에서도 똑같은 비판이 제기되어 왔다.

8) 李哲松, “증권거래법상의 유가증권의 개념,” 『법학논총』, 한양대학교, 1990, 126-127면; 金建植, 전게서, 68-69면; 李俊燮, “공모의 법적 규제,” 『증권법연구』, 제1권 제1호, 한국증권법학회(삼우사, 2000), 36면 참조.

9) 李哲松, 상계논문, 126면.

10) 이에 대하여 이것은 거꾸로 유가증권을 증서로 파악하는 사고에서 출발하고 있음을 보여주는 것이라고 보는 견해(金建植, 전게서, 69면)가 있으나, 이는 열거주의를 취하는 증권거래법의 입법형식에 기인하는 것이라고 보아야 할 것이다. 즉, 열거주의라는 입법형식으로 취하고 있음에도 불구하고 유가증권에 표창된 권리를 전제로 하고 있다는 것을 밝히기 위하여 둔 규정이라고 보아야 할 것이다.

11) 李哲松, 전계논문, 127면.

12) 상계논문, 126-127면; 金建植, 전게서, 68-71면; 李俊燮, 전계논문, 36면; 李亨基, “証券去來法上の有価証券概念と投資者保護,” 『법학연구』, 경상대학교, 1990, 195-196면.

13) 최근에 문제가 되고 있는(Financial News, 2001. 7. 3자, 2면, 9면, “네티즌펀드, 법의 사각지대”; 동아일보, 2001. 7. 2자, “금감원 인터넷펀드 단속 착수”; 조선일보, 2001. 6. 29자, 51면, “잘되면 대박이지만... 원금 절반 까먹을 수도”) 네티즌펀드는 주로 영화, 음반 등 연예사업을 중심으로 인터넷을 통하여 네티즌들을 상대로 한다는 점에서 이렇게 칭하고 있다. 원래는 entertainment fund, enjoyment fund 등으로 불리었으나 현재는 네티즌펀드라는 명칭이 통용되고 있다. 이러한 네티즌펀드는 1999년 11월 영화 “반칙왕”의 자금을 모집하기 위하여 등장하여 2001년 봄 개봉된 “친구”라는 영화에서 약 180%의 수익률을 올리면서 일반인들의 관심을 끌기 시작하였다. 그러나 이러한 네티즌펀드는 현행 증권거래법, 증권투자신탁업법, 신탁업법, 유사수신행위의규제에관한법률의 어디에도 적용을 받지 않는 투자수단으로서 공모과정, 투자자금의 회수, 정산, 회계정보의 부정확성 등으로 투자자 보호상의 문제점을 안고 있다. 이 논문과 관련하여서는 네티즌펀드의 투자지분을 증권거래법상의 유가증권으로 볼 수 있는가에 대하여 검토할 수 있는데, 미국법상의 투자계약에 관한 Howey 기준에 따르면 전형적으로 이에 해당되는 것이다. 따라서 이러한 네티즌펀드에 대해서는 증권거래법상 투자계약과 같은 포괄적인 유가증권개념을 도입하거나, 이 지분을 증권거래법상의 유가증권으로 지정하지 않는 한 공모규제를 통한 투자자 보호는 불가능한 것으로 보인다. 따라서 이러한 네티즌펀드는 현행법상 확정수익을 보장하는 경우에만 “유사수신행위의 규제에관한법률”에 따라 규제할 수 있을 뿐이고, 그렇지 않은 경우에는 증권관련법 중 어느 것에 의하여도 규제될 수 없는 것이다.

- 14) 劉錫浩, 전계논문, 53-56면 참조.
- 15) 투자계약의 요건의 여러 해석례를 보면 a) 일반적 기업에 자기 자금을 투자해서 오로지 받기인 또는 제3자의 노력으로부터, 이익을 얻기를 기대하는 사람이 체결하는 계약(辛永茂, 『証券去來法』(서울대학교출판부, 1990), 170면), b) 자금의 투자, 공동사업, 수익의 기대, 제3자의 경영(全弘烈, 『証券去來法解説』(넥서스, 1997), 93면), c) 금전의 투자, 오로지 사업자나 제3자의 노력으로부터, 공동의 사업, 수익의 기대(金建植, 『美国証券法』(弘文社, 1996), 43-44면), d) 금전투자, 공동사업, 타인의 노력, 이익의 기대(林在淵, 『証券去來法』(博英社, 2000), 40면; 林在淵, 『証券規制法』(博英社, 1995), 20-23면) 등이 있다.
- 16) United Housing Foundation vs. Forman, 421 U.S. 837(1975); Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56(1990).
- 17) 李俊燮, 전계논문, 34-36면 참조.
- 18) 近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 『証券取引法入門』, 28面.
- 19) 金建植, 전계 『証券去來法』, 70-71면; 李哲松, 전계논문, 123-126면.
- 20) 金建植, 상게서, 71면.
- 21) 미국의 SEC는 정책에 대한 일반적인 공식적 성명(general public statements)에 덧붙여 SEC의 설립초기부터 직원들은 일정한 거래가 특정한 방식으로 이루어질 수 있는지 여부에 대한 개별적 질의에 대하여 기꺼이 대응을 해오고 있다. 이러한 대응방식을 “No Action Letter”라고 하는데, 질의자에 대한 답변(letter)에서 만일 거래가 특정한 방식으로 이루어진 경우 직원들은 통상적으로 위원회에 “no action”을 건의할 것이라고 언급하는 데서 유래한 것이다.
- 22) 韓國証券研究院, “証券産業 發展方案,” 2001. 7, 3-4면 참조.
- 23) 이러한 분쟁은 도입초기에는 빈번히 발생할 것이나, 시간이 경과함에 따라 전형적인 투자계약이 등장하게 될 것이므로 분쟁의 발생은 그다지 생기지 않을 것이다.
- 24) 인터넷이나 신문지상을 통하여 파악된 네티즌펀드는 2001. 9월까지 약 15개의 펀드가 약 80억원 정도의 자금을 모집한 것으로 알려지고 있다. 그러나 이것은 네티즌펀드 업체들이 혹시나 있을 수 있는 증권거래법의 적용을 피하기 위하여 10억원 미만의 자금을 모집한 데 기인하는 것이고, 2001. 9. 28 공모규제대상금액이 20억원으로 상향조정된 것, 일반인들이 네티즌펀드에 대하여 가지는 환상(실제로 영화 “친구”에 이용된 네티즌펀드가 올린 180%라는 수익률은 아주 예외적인 것일 수 있음) 등을 고려하면 향후에는 훨씬 더 많은 규모의 네티즌펀드가 나타날 것이 예상되고, 그에 따른 투자자 보호의 문제도 무시할 수 있는 수준 이상이 될 것으로 예상된다.
- 25) 이것은 일본법도 마찬가지이다(일본법 제2조 제1항 제9호).
- 26) 현재 이러한 문제가 발생한 대표적인 것이 외국예탁기관이 발행한 유가증권예탁증서(DR)이다.
- 27) 이렇게 은행이 발행하는 사채만을 공모규제의 적용대상에서 제외하는 것은 은행이 발행하는 주식에 대해서는 공모규제가 적용된다는 점을 감안하면 일관성조차도 없는 것이다.
- 29) 증권거래법시행령 제2조의4 제4항의 규정에 따라 금융감독위원회가 정한 유가증권의 발행및공시등에관한규정 제12조의 전매가능성기준은 공모개념이 숫자기준으로 판단됨으로써 나타날 수 있는 공시회피가능성을 줄이기 위하여 만들어진 것이나, 공시의무를 회피할 수 있는 거래유형을 정하기보다는 전매가능성이 있는 유가증권의 종류 및 발행형식만을 정함으

로써 공시의무의 회피가능성과는 전혀 별개의 규제를 하고 있다. 예컨대 상장법인이나 협회 등록법인의 제3자 배정증자는 예외없이 간주공모로 되어 발행공시가 유통공시와 혼동되는 결과를 낳게 된다.

30) 여기에서는 논의의 편의상 증권거래법상 모집 또는 매출에 해당되지 않는 경우를 사모라고 한다.

31) 劉錫浩, 전계논문, 134-135면 참조.

32) 그렇게 되면 사모 3과 공모 2의 경우에 신고서를 제출하게 된다.

33) 金建植, 『증권거래법』, 106면; 李俊燮, 전계논문, 58면.

34) 세계일보, 2001. 10. 30자, 31면, “한탕주의 투자자 유인 인터넷 공모사기 극성.” 이 기사에 따르면 유가증권신고서를 제출대상이 아닌 경우로서 증권회사 등의 중개기관도 거치지 않아 제대로 된 공시가 전혀 이루어지지 않은 인터넷공모는 2000년에만 100여회에 달하고, 그 금액도 수천억원에 달하는 것으로 밝혀졌다.

35) 이에 따라 카드사, 리스사 등의 경우에는 일괄신고서제도를 이용하고 있다.

36) 특히, 그것이 사문화된 일괄신고서제도를 활성화시킨다는 단순한 이유에서 출발한 것이 라면 더욱 그렇다.

37) 유가증권 발행인 등록제도는 그 실효성을 확보하기 위하여 이를 강제할 수 없다는 점에서도 문제가 있다. 증권거래법상 발행인 등록의무 불이행에 대해서는 제213조에서 과태료를 부과할 수 있으나 부과된 예가 거의 없다. 또한, 상장법인 또는 협회등록법인에 대해서는 증권거래법 제193조에서 이 법, 이 법에 의한 명령이나 규정 또는 금융감독위원회의 명령에 위반한 때에는 임원해임 권고 등 일정한 조치를 할 수 있도록 되어 있으나 등록대상법인 중 상장법인 또는 협회등록법인에 해당하는 것은 주식매수선택권을 부여하는 법인밖에는 없다. 그러나 이들 법인의 경우 후술하는 바와 같이 이사회 결의만을 신고하면 되므로 이 규정이 적용될 여지는 전혀 없고 나머지 경우에는 상기의 조치가 불가능하다.

38) 과거에는 실제로 오후에 유가증권신고서를 제출하기 위하여 오전에 발행인 등록을 하거나, 아니면 유가증권신고서와 발행인 등록신청서를 동시에 제출하는 회사도 있었으나, 최근에는 7일 전에 제출하도록 하고 있다.

39) 이렇게 되면 합병신고서 제출일의 전월에 발행인 등록이 이루어지게 되므로 사전공시 기능의 의미는 없게 된다.

40) 상기의 등록사유 이외에도 2002. 1. 26 증권거래법 개정전에는 유가증권시장에 유가증권을 상장하거나 협회중개시장에 거래되도록 하고자 하는 법인(증권거래법 제3조 제1호 및 제4호)을 등록사유로 하고 있었다. 그러나 이 경우에도 상장 또는 협회등록을 하기 위해서는 당해 유가증권을 모집 또는 매출하는 것이 일반적이므로 이미 그 이전에 등록사유가 발생하게 된다. 즉, 등록사유 중 협회등록법인이 아닌 비상장법인으로서 유가증권을 모집 또는 매출하고자 하는 법인(증권거래법 제3조 제2호)에 해당되게 되어 이미 등록을 하였어야 하므로 실효성이 없었다(자세한 것은 劉錫浩, 전계논문, 100면 참조).

41) 이에 따라 2002. 1. 26 법 개정시 발행인 등록사유 중 제1호와 제4호만이 삭제되었다.