

## 國內外 證券市場 同時上場에 관한 법적 문제점

### I. 머리말

하나의 기업이 수개의 證券市場에서 株式 發行을 통하여 자금을 조달하는 경우, 동일한 기업이 발행한 주식이 수개의 증권시장<sup>1</sup>에서 동시에 거래되게 된다. 이 경우 수개의 증권시장에서 모두 株券의 형태로 거래되는 경우와, 일부 증권시장에서는 株式預託證書(Depositary Receipts)의 형태로 거래되는 경우가 있을 수 있다. 또한 전자의 경우에도 그 기업의 발행주식 전부를 수개의 증권시장에 모두 상장할 수도 있지만(總額上場), 증권시장별로 발행주식을 나누어 일부씩 상장할 수도 있다(部分上場).

株式預託證書의 경우는 1990년대 이후 다수의 우리 기업에 의하여 발행되어 해외 증권시장에 상장, 거래되고 있어<sup>2</sup> 어느 정도 거래의 형식이 확립되고 이에 대한 법적 이슈도 정리되었다고 볼 수 있다. 반면 株式預託證書가 아닌 株券의 형태로 동시에 두개 이상의 증권시장에서 거래되는 경우<sup>3</sup>는 아직 선례가 없다.<sup>4</sup>

證券去來所 및 協會仲介市場의 제 규정은 외국 증권시장에 상장된 기업이 우리 증

---

<sup>1</sup> 동일한 국가 내의 수개의 거래소에 상장되는 경우도 있을 수 있으나, 이하에서는 다른 국가에 소재한 거래소에 상장(cross-border listing)되는 경우로 범위를 한정한다.

<sup>2</sup> 1990년 삼성물산이 株式預託證書를 발행한 이래 株式預託證書는 여러 기업이 발행하였으며, 2002년 9월 현재 5개 기업(포스코, 한국전력공사, KT, SK 텔레콤, 국민은행)이 발행한 株式預託證書가 뉴욕증권거래소에 상장되어 있으며, 2개 기업(하나로통신, 미래산업)이 발행한 株式預託證書가 Nasdaq시장에 상장되어 있다. 그외 약 30개 가량의 기업이 발행한 株式預託證書가 런던증권거래소와 룩셈부르크증권거래소에 상장되어 있다.

<sup>3</sup> 1999년 두루넷이 株式預託證書가 아닌 株券을 미국 Nasdaq 시장에 상장하였으나 두루넷은 우리 증권시장에 상장되지 않았다.

<sup>4</sup> 다만 유가증권의발행및공시등에관한규정 제59조의2에서는 株券 형태의 동시상장을 염두에 두고 주권상장법인등이 주식을 해외에서 발행하여 해외시장에 상장·등록하고자 하는 경우 이 용가능한 해외시장의 범위를 제한하고 있다.

권거래소 또는 협회중개시장에 株券 또는 株式預託證書를 상장 또는 등록하는 경우도 예정하고 있다.<sup>5</sup> 그러나 아직 증권거래소나 협회중개시장에 株券 또는 株式預託證書를 상장 또는 등록한 외국기업은 없으며, 실제로 동일한 주식이 외국 증권거래소와 우리 증권거래소 또는 협회중개시장에 동시에 상장되어 거래되는 경우 어떠한 문제가 있을지에 대한 논의도 충분히 이루어지지 않은 상태이다.

이 글에서는 株式預託證書의 형식을 통한 同時上場은 검토의 대상에서 제외하고자 한다. 또한 편의상 논의의 범위를 증권시장별로 발행주식을 나누어 일부씩 상장되는 경우를 제외하고 하나의 기업이 발행한 주식 전체가 두개 이상의 거래소에 전액 상장되거나 혹은 적어도 발행주식중 일부가 두개 이상의 거래소에 중복상장되는 경우에 한정하고자 한다. 각각의 거래소에서 거래되는 주식이 분리되는 경우에도 거래소 사이에서 주식이 얼마나 자유롭게 이동할 수 있느냐에 따라 아래의 논의가 일부 적용될 수 있을 것이다.

同時上場의 문제는 우리나라의 株券上場法人 또는 協會登錄法人이 해외 증권시장에 주식을 상장하는 경우뿐 아니라 해외 상장법인이 증권거래소 또는 협회중개시장에 주식을 상장하는 경우에도 제기될 수 있을 것이나, 이하에서는 우리나라 기업의 해외 증권시장에의 주식 상장을 중심으로 논의를 전개하겠으며, 해외 기업의 국내 상장에 관하여는 간단히 문제점만을 제기하고자 한다.

## II. 우리 기업의 海外 證券市場 上場과 관련된 문제점

### 1. 發行市場 관련

#### 가. 有價證券申告書 제출의무

증권거래법 제8조에서는 유가증권의 募集價額 또는 賣出價額의 총액이 일정한 금액 이상인 경우 발행인에게 유가증권신고서를 제출할 의무를 부과하고 있다. 이와 관련

---

<sup>5</sup> 2000. 8. 29.자 매일경제신문에 따르면 미국 뉴욕증권거래소는 469개, 나스닥 417개, 싱가포르 67개, 뉴질랜드 48개, 일본은 36개의 외국 기업이 상장되어 있다고 한다.

하여 해외 증권시장에 주식을 상장하기 위하여 해외에서 公募하는 경우에도 증권거래법상의 유가증권신고서 제출의무가 있다고 해야 하는지가 문제된다.

현행 증권거래법에서는 請約의 勸誘행위가 어디에서 이루어지는지를 기준으로 증권거래법의 적용 여부가 결정된다고 명시하고 있지는 않다. 그러나 해외에서 해외 투자자를 대상으로 이루어지는 公募행위에까지 증권거래법이 적용되어야 한다고 할 것은 아니며, 증권거래법의 적용범위를 적절하게 한정하여야 할 것이다. 증권거래법상 유가증권신고서 제도는 그 취지가 모집 또는 매출의 대상인 증권에 대한 투자판단에 필요한 情報를 투자자에게 제공하도록 함으로써 투자자들을 보호하고자 함에 있음에 비추어 볼 때, 우리나라 기업이 발행인이라 하더라도 우리나라에서 국내 투자자를 대상으로 請約의 勸誘행위가 이루어지지 않는다면 일단 증권거래법상의 유가증권신고서 제출의무는 없다고 보아야 할 것이다<sup>6</sup>. 실무적으로도 海外證券 발행의 경우 명문의 규정은 없지만 유가증권신고서 제출의무가 없는 것으로 해석하여 왔다<sup>7</sup>.

한편, 同時上場의 경우에는 해외에서 公募 발행되어 외국 증권거래소에 상장된 주식이 우리 증권거래소(또는 협회중개시장)에도 상장되며, 아래 2.에서 보는 바와 같이 일정한 요건 아래 해외에서 公募 발행된 주식이 우리 증권거래소(또는 협회중개시장)에 바로 유입되어 거래될 수 있다<sup>8</sup>. 증권거래법에서는 유가증권신고서 제출의무가 있는

---

<sup>6</sup> 김건식, 보정 제2판 증권거래법, 두성사 2002년, 488면에서는 증권의 공모에 관해서는 공모가 행해지는 국가의 법이 적용된다는 속지주의를 암묵적으로 수용한 결과 증권을 외국에서 공모하는 경우 증권거래법상 공시규제가 적용되지 않는다는 점에 대해서는 거의 다름이 없다고 하고 있다.

<sup>7</sup> 금융감독위원회 2000년 5월 2일 보도자료에서는 “국내에서 내국인을 대상으로 유가증권모집을 할 경우 발행회사는 증권거래법 제8조에 따라 유가증권신고서를 제출하여야...”한다고 하여, 증권거래법 제8조의 적용범위를 국내에서 내국 투자자를 대상으로 하는 모집으로 한정되는 것을 전제로 하고 있다.

<sup>8</sup> 株式預託證書의 경우 당사자 사이에 별도의 합의가 없는 한 株式預託證書 소지자는 언제든지 原株를 인출하여 거래할 수 있다. 실무적으로는 原株를 증권거래소 등에 상장하는데 소요되는 기간 (1주일 내지 2주일) 동안은 原株 인출을 제한하기도 한다. 그러나 原株가 증권거래소에서 전매될 수 있다는 이유만으로 해외에서 株式預託證書를 발행할 때 증

모집을 규정함에 있어 請約의 勸誘를 받는 자의 수가 50인 미만인 경우에도 발행일로부터 1년 이내에 50인 이상의 자에게 양도될 수 있는 “轉賣可能性”이 있는 경우에는 “公募”로 보아 유가증권신고서 제출의무를 부과하고 있는바(증권거래법 시행령 제2조의4 제4항 및 “유가증권의발행및공시등에관한규정” 제12조 참고), 해외에서 請約의 勸誘행위가 있는 경우에도 발행일로부터 짧은 기간 내에 해당 유가증권이 우리나라에 유입되어 거래될 것이 예정되어 있다면 증권거래법이 어떠한 방식으로든지 개입할 수 있는 여지를 두는 것이 옳다는 주장도 있을 수 있다<sup>9</sup>.

결국 이러한 문제점과 관련하여서는 해외에서 공모행위가 있다고 하여 일률적으로 증권거래법상의 유가증권신고서 제출의무가 없다고 할 것이 아니라, 국내로 유입될 가능성 및 정도에 따라 증권거래법의 개입 여부를 명확하게 하는 것이 바람직할 것인데, 주식이 국내외 증권거래소에 동시(중복)상장됨에 따라 국내외 증권거래소간의 유통성이 커지는 경우 그 필요성은 더욱 절실해질 것이다.<sup>10</sup>

#### 나. 同時 公募의 경우

일단 株券上場法人 또는 協會登錄法人은 그 발행주식이 해외 거래소에 상장된 이후에는 추가적인 자금 조달을 할 때 여러가지 여건을 고려하여 국내 증권시장과 해외

---

권거래법에 따라 유가증권신고서를 제출한 경우는 없다.

<sup>9</sup> 참고로, 外貨表示證券을 발행하면서 형식상으로는 해외에 설립된 역외펀드나 외국소재기관을 이용하여 외국인을 상대로 국외에서 발행한 것처럼 하였지만 실제로는 국내에서 내국인을 상대로 모집이 이루어진 경우 금융감독위원회가 발행회사와 주관사 증권회사에 대하여 과징금을 부과하는 등의 조치를 취한 경우도 있다. 금융감독위원회 2000년 2월 26일 보도자료 참고.

<sup>10</sup> 석광현, 국제사법과 국제소송(제1권), 박영사 2001년, 626면에서도 증권거래법시행령 제2조의 4에서 규정한 전매가능성까지를 고려하여 모집에 해당되는지의 여부를 판단한다면 해외증권발행의 경우 유가증권신고의 요부에 대한 보다 명확한 기준 설정의 필요성이 매우 크므로 증권거래법 또는 관련 규정에서 보다 명확한 규정을 둘 필요가 있으며, 이 경우 미국 증권관리위원회의 Regulation S는 많은 참고가 될 것이라고 기술하고 있다.

증권시장 중 하나를 선택할 수 있으며, 경우에 따라서는 두 증권시장에서 동시에 자금을 조달할 수도 있을 것이다.

특히 株主에게 소유주식수에 따라 新株를 배정하는 株主配定方式 또는 株主에게 소유주식수에 따라 新株를 배정한 후 실권된 주식을 일반에게 공모하는 株主優先公募方式에 의한 有償増資의 경우에는 두 증권시장에서 동시에 公募행위가 있게 된다. 株式預託證書가 발행된 경우에는 有償増資에 있어 株式預託證書 소지자에게 新株를 표창하는 새로운 株式預託證書를 배정할 수도 있지만<sup>11</sup>, 해당 국가에서의 유가증권신고서 제출의무를 면하기 위하여 예탁기관이 原株에 배정된 新株引受權을 매각하여 그 대금을 株式預託證書 소지자에게 나누어주는 것도 가능하도록 예탁계약(Deposit Agreement)에 규정하는 것이 보통이다. 그런데 株券을 해외 증권시장에 상장하는 경우에는 예탁기관이 없어 예탁계약을 체결하지 아니할 뿐더러, 가사 발행인이나 증권예탁원, 외국의 중앙예탁기관(CSD: Central Securities Depository), 기타 다른 기관 사이에 이러한 계약을 체결한다고 하더라도 과연 그러한 계약관계로 상법상 인정되는 주주의 권리인 新株引受權을 제한할 수 있는지는 의문이다<sup>12</sup>.

한편 복수의 증권시장에서 동시에 公募행위가 이루어지는 경우에는 각국의 증권관련 법령에 따른 유가증권신고서 제출의무 등 공시규제의 적용을 받게 될 것인데, 각국의 공모관련 규제에 상충되는 내용이 있는 경우 이를 어떻게 해결할 것인지도 문제될 것으로 생각된다.

## 2. 流通市場 관련

同時上場의 경우 복수의 증권거래소간 실제 유통성의 정도는 다양한 형태가 있을 수

---

<sup>11</sup> SK 텔레콤은 1999년 7월 有償増資를 하면서 株式預託證書 소지자들에게 新株에 해당하는 株式預託證書를 인수할 기회를 주었다. 株式預託證書 소지자들이 예탁기관(Depositary)에 株式預託證書의 청약을 하면 예탁기관은 청약을 한 株式預託證書에 해당하는 수의 原株를 발행사에 청약하고 新株를 배정받아 이를 근거로 다시 청약을 한 株式預託證書 소지자들에게 株式預託證書를 발행하였다.

<sup>12</sup> 발행회사의 定款으로 이를 제한할 수 있는지는 별개의 문제이다.

있을 것으로 생각된다. 예컨대, 형식적으로는 수개의 증권시장에 동시(중복)상장을 하였다고 해도 각 증권시장에서 독립적으로 거래가 이루어지고 증권시장간 유통이 극히 제한되어 사실상 시장이 분리(segregate)된 형태도 상정할 수 있다.

다음으로는 투자자가 어느 증권시장에서 취득한 株券을 다른 증권시장에서 파는 것(migration)이 가능한 단계도 상정할 수 있다.<sup>13</sup> 예컨대, 한 투자자가 한국 증권거래소의 회원사인 국내 증권회사(또는 외국증권회사 국내지점)와 외국 증권시장의 회원사인 외국 증권회사에 각 계좌를 개설하고, 외국 증권시장에서 외국 증권회사를 통하여 취득한 증권을 국내 증권회사의 계좌로 이체<sup>14</sup>한 다음 국내 증권거래소를 통하여 파는 경우 또는 그 반대의 경우를 상정할 수 있다. 이 경우 매매결제는 각 증권시장을 규율하는 각각의 결제제도에 따라 이루어질 것이므로 양 증권거래소간 결제관련 제휴까지는 요하지 않는다고 하더라도, 각 증권시장과 관련된 중앙예탁기관 및 그 예탁자 사이에 계좌이체가 가능하여야 할 것이다<sup>15</sup>. 이를 위해서는 국내법의 정비뿐만 아니라 각국 중앙예탁기관간의 협조가 필요하며 해당 외국법과 관련한 문제가 없는지도 검토를 요한다.

또한, 이러한 거래의 형태가 두 증권시장 사이의 제휴를 통하여 어느 증권시장에서 체결되지 않은 주문이 다른 증권시장으로 전달(order-routing)되어 그 시장에서 미체결된 반대주문과 matching 되어 거래가 체결되는 형태로까지 발전될 가능성도 배제할 수 없을 것이다. 이 경우에는 복수의 증권시장이 마치 하나의 증권시장과 유사하게 기능하

---

<sup>13</sup> 이로 인하여 각국 증권시장간에 경쟁이 촉진되고, 경쟁력이 약한 증권시장은 공동화될 위험이 있다는 지적도 있다. 그러나, 복수 국가에 동시상장된 경우를 실증적으로 분석한 통계에 따르면 실제 시장간 migration 비율은 그다지 높지 않다고 한다.

<sup>14</sup> 이 경우에는 실질적인 소유권의 이전이 없고(no change in beneficial ownership), 소위 FOP (free of payment)방식에 의한 이체가 이루어지게 된다.

<sup>15</sup> 금융감독위원회는 同時上場과 관련하여 2002. 3. 20. 증권업감독규정을 개정하여 외국유가증권시장에 상장하기 위하여 외국에서 모집, 매출되는 원주의 경우 외국예탁기관이 이를 증권예탁원에 예탁할 의무를 부과하였다(동규정 제7-15조 제4항). 이러한 규정이 유지되는 경우 同時上場에 불구하고 株券 실물은 해외에 반출되지 않으며, 시장간 이동의 경우에도 株券 실물의 이동은 문제되지 않게 된다.

게 되는데, 이는 증권거래소간 결제관련 제휴가 없이는 불가능하며, 증권관련 법률 기타 제도적인 문제점 이외에도 각 증권시장에서의 결제통화가 상이한 경우 환차손익이 발생할 가능성이 있다는 점, 송금 등의 절차지연으로 인하여 각 증권시장에서의 결제 일을 준수하지 못할 가능성이 있다는 점 등의 현실적, 기술적인 문제점들이 선결되어야 할 것이다.

이와 같이 단순히 동시(중복)상장이라고 해도 실제 복수의 증권거래소간 어느 정도의 유통성이 부여될 것인지에 대해서는 매우 다양한 단계를 상정할 수 있고, 이에 따라 동시(중복)상장에 따른 실질적인 효용 또한 크게 다를 것으로 생각된다. 기술적으로 어느 단계까지 발전할 수 있는지는 현재로서는 알 수 없으나, 법 기타 제도적인 문제점들은 실제사안에서 보다 구체적으로 검토하여야 할 것으로 생각된다.

### 3. 公示制度

#### 가. 定期 및 隨時公示義務

증권거래법에서는 株券上場法人 및 協會登錄法人에게 일정한 시기에 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서 등을 제출할 定期的인 公示의무와, 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 일정한 사유가 발생한 경우 즉시 이를 신고할 隨時 公示의무를 부과하고 있다(증권거래법 제186조, 제186조의2 및 제186조의3). 해외 증권시장에 상장되는 경우 해당 증권시장의 규정 및 해당 국가의 證券關聯法이 적용되게 되는데, 그에 따라 정도의 차이는 있지만 해외 증권시장에서도 증권거래법상의 定期 및 隨時公示의무와 유사한 의무가 부과되는 것이 보통이다.

이 경우 각 증권시장에서 부과하는 공시의무의 정도가 相異할 수 있으며, 낮은 정도의 공시를 요구하는 증권시장의 투자자들과 높은 정도의 공시를 요구하는 증권시장의 투자자들 사이에는 情報의 비대칭이 존재할 수 있다. 상대적으로 많은 情報의 공개를 요구하는 증권시장의 투자자들이 그러한 情報를 바탕으로 상대적으로 적은 情報의 공개를 요구하는 증권시장으로 이동하여 거래를 하게 되면, 상대적으로 적은 情報의 공개를 요구하는 증권시장의 투자자들이 손해를 볼 가능성이 있다.

따라서, 국내 투자자의 보호를 위해서는 해외 증권시장에서 공시를 하게 되면 동일

한 내용을 국내 증권시장에서도 공시하도록 요구하는 것이 바람직하다고 하겠다.<sup>16</sup> 특히 어느 한 증권시장에서 風聞 또는 報道的 사실여부의 확인을 구하거나 기타 중요한 정보의 유무에 관한 공시를 요구하는 경우(照會公示)에는 다른 편 증권시장에서는 그러한 공시요구가 있었다는 사실 자체도 공시되어야 할 것이다.

#### 나. 각종 報告義務 (5% 보고의무, 10% 보고의무)

증권거래법은 일정 지분이상의 주식을 취득한 주주에게 금융감독위원회 등에 대한 보고의무를 부과하고 있는데, 한국 기업이 국내외 증권거래소에 동시상장된 경우 외국 증권시장에서 증권거래법 소정의 지분을 취득한 투자자에게도 위 보고의무가 부과되는지가 문제된다. 이는 기본적으로는 증권거래법의 국제적 적용범위에 관한 문제인데, 국제거래와 관련하여 증권거래법의 국제적 적용범위를 정함에 있어서는 증권거래법의 모든 조항을 일률적으로 판단할 것이 아니라 그 조항의 성질에 따라 구분할 필요가 있다.<sup>17</sup> 즉, 위 보고의무에 관한 규정이 외국 증권거래소에서 주식을 취득한 외국의 주주에게 적용되는지는 외국의 주주에게도 이러한 보고의무를 부과할 필요가 있는지,

---

<sup>16</sup> 유가증권의발행및공시등에관한규정 제69조 제6항에서는 해외거래소 등에 주권을 상장·등록한 경우 해외거래소 등이 소재한 국가의 법령 등에 의하여 동 규정에서 정하지 않은 주요경영사항 등을 그 거래소 등에 신고한 때에는 그 내용의 한글번역본을 신고할 의무를 부과하고 있다.

<sup>17</sup> 석광현, 2001년 개정 국제사법 해설, 지산 2001년, 73면은 국제적 강행법규에 해당하는 예로 대외무역법, 외국환거래법, 공정거래법 및 근로관계 법규를 들 수 있으나, 이는 일률적으로 판단할 것이 아니라 문제가 된 법조문을 중심으로 개별적으로 특히, 관련법의 입법 목적에 비추어 판단해야 할 것이라고 하고 있다. 이는 국제사법 제7조(대한민국법의 강행적 적용)에 대한 해설로서 그 맥락이 약간 다르긴 하나 기본적으로는 동일한 취지라고 생각된다. 또한, 석광현, 국제사법과 국제소송(제1권), 박영사 2001년, 625면은 증권거래법은 행정법적인 규정, 사법적 규정과 형법적 규정을 포함하고 있으므로 증권거래법의 적용범위를 논의함에 있어서는 증권거래법 전체로서가 아니라 개별규정의 성질을 고려하여 당해 규정의 적용범위를 논의하여야 한다고 하고 있다.

입법자의 의도는 무엇인지 등 그 조항의 입법 목적 내지는 성질을 고려하여 결정하여야 할 것이다.

증권거래법상의 株式大量保有狀況보고의무(이른바 5% 보고의무, 증권거래법 제200조의 2)는, 會社支配의 변동가능성에 관한 공시를 통하여 시장의 투명성을 제고하고 기존 대주주에게 주식의 매집에 대한 방어장치를 제공한다는 점에 그 제도의 취지가 있음을 고려할 때, 해외 증권시장에 상장된 주식도 그 보고대상에 포함되어야 할 것으로 생각된다. 따라서 해외 증권시장에서 어느 기업의 주식을 5% 이상 취득한 자 역시 증권거래법에 따라 5% 보고의무가 있으며, 5% 보고의무를 판단함에 있어 국내 증권시장과 해외 증권시장에서 취득한 주식수를 합산하여야 할 것이다<sup>18</sup>.

한편, 증권거래법상의 主要株主報告義務(이른바 10% 보고의무, 증권거래법 제188조 제6항)는 5%보고와는 달리 볼 여지가 있을 것으로 생각된다.<sup>19</sup> 10%보고의무는 공매도(short sale)금지, 단기매매차익반환(short swing) 등 內部者去來 규제의 적용대상이 되는 主要株主를 파악하여 그 실효성을 담보하기 위한 제도라고 할 것이다. 그런데, 해외 증권시장의 규정이나 해당국의 證券關聯法에 따라서는 이러한 내부자거래를 다른 방식으로 규제하고 우리 증권거래법과 같이 일률적으로 금지하지 아니하는 경우도 있을 수 있다. 이러한 경우 해당 해외 증권시장에서 주식을 취득한 외국인에게까지 증권거래법에 따라 보고의무를 부과하는 것은 부당하지 않느냐는 비판도 있을 수 있을 것이다. 반면 10% 보고의무는 증권거래법상의 내부자거래의 규제 적용대상이 되는 主要株主가 누구인지를 확정하기 위한 것으로, 증권거래소 또는 협회중개시장에서의 내부자거래<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> 株式預託證書나 해외전환사채와 같은 주식관련사채 발행의 경우 사업설명서(prospectus, offering circular)에 株式預託證書나 주식관련사채를 통하여 발행회사의 주식등을 5% 이상 보유한 경우에도 증권거래법상 보고의무가 있다는 내용이 들어가는 것이 보통이고, 실무적으로도 株式預託證書나 주식관련사채의 형태로 발행회사의 주식등을 5% 이상 보유하는 경우 5%보고가 이루어지고 있다.

<sup>19</sup> 외국 증권시장에서 주식을 10% 이상 취득한 외국 주주에게 증권거래법상 10%보고를 할 의무가 있는지라는 문제와는 별도로 이 경우에 증권거래법상 주요주주에게 적용되는 공매도금지규정, 단기매매차익반환규정 등의 적용여부도 문제될 것이다.

<sup>20</sup> 외국 증권시장에서의 행위에 증권거래법의 내부자거래에 관한 규정을 적용할 수 있는지

와 관련하여서는 국내 증권시장을 통하여 10% 이상을 취득하였는지 해외 증권시장을 통하여 10% 이상을 취득하였는지를 구분할 이유가 없다는 주장도 있을 수 있다. 후자의 견해를 취하는 경우 10% 보고에 있어서는 관련 국내 증권시장과 해외 증권시장에서 취득한 주식수를 합산하게 될 것이다.

#### 4. 불공정거래행위의 규제

##### 가. 內國法の 域外 적용

동일한 株券이 국내의 증권시장에 동시에 상장되어 거래되는 경우에 있어서는, 외국 투자자가 내부정보를 이용하여 외국증시에서 거래를 하거나, 해외증시와 우리 증시를 연계하여 시세조종행위를 하는 경우 등과 같이 해외 증권시장에서 이루어진 不公正去來行爲에 대하여 증권거래법을 적용할 수 있는지 여부와, 반대로 국내 증권시장에서 이루어진 不公正去來行爲에 대하여 다른 증권시장의 감독당국이 自國의 證券關聯法을 적용하거나 국내에 있는 개인 또는 법인에 대하여 調查權을 행사하려는 경우 어떻게 대응할 것인지의 문제가 있을 수 있는바,<sup>21</sup> 이 문제는 결국 內國法の 域外 適用(extra-territorial application)의 문제라고 할 것이다.

自國의 證券關聯法の 적용 영역을 국외로 확대하여 적용하고자 하는 대표적인 예로 미국을 들 수 있다. 미국의 聯邦法院은 1933년 Securities Act와 1934년 Securities Exchange Act를 문리해석하고, 외국에서의 위법한 詐欺的 證券去來 행위로부터 미국의 투자자를 보호하는 것이 이러한 법들의 입법취지에 부합한다고 하여 聯邦證券去來法을 국외에 적용하여 왔다<sup>22</sup>. 미국 聯邦法院이 미국 증권거래법상 반사기조항(anti-fraud

---

에 대하여는 아래 4.에서 검토한다.

<sup>21</sup> 이는 株式預託證書를 해외 증권시장에 상장하는 경우에도 마찬가지로 문제되기는 하나, 원주가 국내외에 동시(중복)상장되고 증권거래소간 유통성이 높아지게 되는 경우 그 문제는 보다 현실화될 것으로 생각된다.

<sup>22</sup> 박준, “자본시장의 개방과 국제적 위법 증권거래의 규제 - 국제적으로 행하여진 내부자 거래 등 위법증권거래의 조사를 중심으로”, 대한증권업협회 간 계간 증권 1990년 3월호.

provision)의 역외 적용과 관련하여 사용한 기준은 증권거래법의 域外 적용 문제에 있어 참고할 만 하다.

미국 聯邦法院은 管轄權 판단에 있어 대체로 行爲基準(conduct test)과 效果基準(effects test)의 두 가지 기준을 사용하고 있는바, conduct test에 의하면 위법한 詐欺的 행위 내지 詐欺的 거래의 준비행위가 미국 내에서 행하여졌으면 관할권이 인정되고, effects test에 의하면 그러한 행위가 미국 내에서 행하여지지 않았더라도 그 효과가 미국 또는 미국의 투자자에게 실질적이고 예상할 수 있는 영향을 미치는 경우에는 관할권이 인정된다.<sup>23</sup>

그런데 증권거래소 또는 협회중개시장에 상장된 주권이 외국 증권시장에도 동시에 상장된 경우에는 해당 주식에 대한 不公正去來行爲가 설령 외국에서 이루어졌다고 하더라도 그 효과는 국내 증권거래소 또는 협회중개시장에서 해당 주식을 거래하는 국내 투자자에게도 미칠 것으로 예상된다. 따라서, 미국 聯邦法院이 미국 증권거래법의 역외 적용과 관련하여 사용한 기준(특히 effects test)을 적용하면 不公正去來行爲(그 준비행위를 포함)가 완전히 해외에서만 이루어진 경우에도 증권거래법을 적용하는 것이 가능하게 될 것이다(물론 실제 사안에 있어서는 불공정거래행위가 이루어진 당해 국가의 증권시장에 보다 직접적인 효과가 미친다든가, 증권시장간의 유통성이 제한되는 경우 국내 증권시장에 미치는 영향이 간접적이고 미미하다든가 하는 이유로 국내법원의 관할권이나 한국 증권거래법의 적용이 부인되는 경우도 있을 수 있을 것이다).<sup>24</sup> 그러나

---

<sup>23</sup> 박준, 전제논문 참고.

<sup>24</sup> 내부자거래, 시세조종등 증권거래법상 불공정거래행위의 법적 성질은 불법행위로 보는 것이 타당할 것이다. 국제사법 제32조 제1항은 “불법행위는 그 행위가 행하여진 곳의 법에 의한다”고 규정하고 있는 바, “행위가 행하여진 곳” 즉, ‘불법행위지’의 개념에 관하여 과거 대법원판례(대법원 1983. 3. 22. 선고 82다카1533 전원합의체 판결, 대법원 1985.5. 28. 선고 84다카966판결)은 “섭외사법 제13조 제1항 소정의 ‘원인된 사실이 발생한 곳’이라 함은 불법행위를 한 행동지뿐만 아니라 손해의 결과발생지도 포함한다”고 하여, 불법행위의 경우 행동지와 결과발생지의 법이 모두 준거법이 될 수 있음을 판시한 바 있다. 미국 연방법원에서 말하는 conduct test는 행동지, effects test는 결과발생지에 상응하는 것으로 볼 수 있을 것이다. 불법행위의 준거법에 관한 자세한 논의는 석광현, 2001년 개정 국제사법 해설,

이러한 결론이 과연 항상 바람직한 것인지, 또한 실무적으로 따를 수 있는 것인지에는 의문이 있다. 특히 국내에 소재하지 아니하는 개인 혹은 법인의 경우에는 증권거래법의 적용에 현실적인 어려움이 많을 것이며, 다른 국가와의 관계에서 법 충돌의 문제를 일으키게 된다<sup>25</sup>. 국제적 不公正去來行爲에 대하여 보다 실효적으로 대처하기 위해서는 내국법의 역외 적용만을 고집할 것이 아니라 국제적 不公正去來行爲에 대하여 관련 당국 사이에 협력을 도모하는 것이 바람직할 것이다.

구체적으로 증권거래법상 不公正去來行爲에 대한 규정은 刑事處罰규정과 民事責任규정(손해배상이나 이익반환 등)으로 나눌 수 있다.

### ① 民事責任 관련

일례로 증권거래법상의 내부자에 해당하는 자가 해외 증권시장에서 未公開情報 利用 行爲를 하는 경우 국내 증권시장에서의 투자자가 증권거래법 제188조의3의 규정에 따라 손해배상을 청구할 수 있는지, 또는 반대로 국내 증권시장에서의 未公開情報 利用 行爲에 대하여 해외 증권시장의 투자자가 외국법에 따라 손해배상을 청구할 수 있는지의 문제가 있을 수 있다<sup>26</sup>. 증권거래법에서는 금지되는 未公開情報의 “利用”행위를 국

---

지산 2001년, 229면 이하 및 석광현, 국제사법과 국제소송(제1권), 박영사 2001년, 627면 참조. 한편, 내부자거래의 준거법과 관련하여 회사와 특별한 신임관계가 없는 자의 경우에는 불법행위로 보는 것이 타당하나, 회사와 관련을 맺고 있는 내부자로서 회사에 대한 충실의무 또는 선관주의의무를 부담하는 자인 경우에는 그러한 의무위반의 문제이므로 회사의 설립준거법이 내부자거래의 준거법이 되어야 한다는 논의도 있다.

<sup>25</sup> 미국의 증권당국이 일방적으로 自國의 聯邦證券去來法을 域外 적용하려는 입장에 대하여 다른 국가에서는 情報漏泄을 금지하거나 제한하는 법을 제정하여 대처하였다. 박준, 전제논문 참고.

<sup>26</sup> 또한, 실질적인 필요성 여부는 별론으로 하고 이론적으로는 국내 증권시장에서의 불공정거래행위에 대하여 해외 증권시장에서의 투자자가 증권거래법을 근거로 손해배상을 구할 수 있는지, 반대로 해외 증권시장에서의 불공정거래행위에 대하여 국내 증권시장에서의 투자자가 외국법을 근거로 손해배상을 구할 수 있는지도 문제될 수 있다. 미국에서 논의되

내에서의 利用行爲로 한정하고 있지는 아니하다. 또한 동시상장에 따라 시장간 주식 이동이 인정되는 경우에는 한 증권시장에서의 불공정거래행위는 다른 증권시장에도 영향을 미친다고 할 수 있다. 반면 각국마다 未公開情報 利用行爲의 규제형식이 동일하지는 않으며, 그에 따른 民事責任의 범위와 요건도 동일하지 않다는 문제점이 있다.

## ② 刑事責任 관련

刑法 제2조는 “본법은 대한민국영역내에서 죄를 범한 내국인과 외국인에게 적용한다”고 규정하고 있는데, 이러한 형법상의 屬地主義 원칙은 증권거래법상의 형사처벌규정의 경우에도 적용된다고 할 수 있을 것이다. 여기에서 “죄를 범한”의 의미에 관하여는 실행행위가 있는 것만을 의미한다는 견해<sup>27</sup>도 있으나, 행위 또는 결과의 어느 것이라도 대한민국의 영역내에서 발생하면 족하다고 해석함이 타당하다는 견해<sup>28</sup>가 다수설이다. 이에 따를 때 증권거래법상의 형사처벌규정은 국내에서 실행행위가 이루어지는 경우뿐만 아니라 그 결과가 국내에서 발생하는 경우에도 적용된다. 이와 관련, 동시상장의 경우 한 증권시장에서의 불공정거래행위는 다른 증권시장에도 영향을 미친다는 점은 刑事處罰과 관련한 保護法益을 판단함에 있어서도 참고할 수 있겠다.

### 나. 불공정거래행위의 조사 등을 위한 국제적 협력

불공정거래행위의 조사 등 절차에 있어서는 증권 당국간의 협력을 도모하기 위한 국제적인 노력이 계속되고 있다. 우리나라도 미국과 위법한 국제적 증권거래행위의 刑事處罰과 관련하여 협력을 구할 수 있는 양자간 조약을 체결하였는바, 대한민국과미합중국간의형사사법공조조약(1993. 11. 23. 서명)에 의하면, 詐欺的 證券去來 및 內部者去

---

는 conduct test 에 의하거나 불법행위의 경우 행동지법에 의할 수 있다는 국제사법의 논의를 적용하면 불가능하다고 볼 것은 아니라고 생각된다.

<sup>27</sup> 정성근, 형법총론(개고판), 법지사 1987년, 83면

<sup>28</sup> 이형국, 형법총론, 법문사 1990년, 90면; 정영석, 형법총론(제5전정판), 법문사 1987년, 69면; 이재상, 형법총론(신정판), 박영사 1996년, 37면

來와 관련된 수사, 기소 및 재판절차에 있어서는 피요청국법상 범죄를 구성하는지 여부에 관계없이 공조를 제공하여야 하는 것으로 규정하고 있다(동 조약 부속서 제7조 및 제8조)<sup>29</sup>. 이러한 대한민국과 미합중국간의 형사사법공조조약에 의하여 미국과의 관계에서 詐欺的 證券去來 및 内部者去來를 형사사건으로 처리하는 경우 국제적인 협력을 구할 수 있는 근거가 마련되었다고 할 것이다. 물론 이 조약에 따르면 미국이 詐欺的 證券去來 및 内部者去來로 조사를 하는 경우 우리나라 역시 공조를 제공하게 된다.

이러한 국가차원의 공조와 별도로, 국제적 위법 증권거래에 대처하기 위해서는 증권감독당국이나 거래소 차원에서 상호 협조를 위한 협정을 체결하는 것도 고려해 볼 수 있겠다<sup>30</sup>.

증권거래법은 이미 제206조의4에서 외국증권감리기관과의 정보교환에 관한 근거규정을 두고 있다. 즉, 금융감독위원회는 외국증권감독기관이 목적, 범위 등을 명시하여 조사 또는 검사를 요청하는 경우 이에 협조할 수 있으며, 상호주의 원칙에 따라 조사 또는 검사자료를 외국증권감독기관에 제공하거나 이를 제공받을 수 있으며, 이 경우에도 비밀 유지 등의 제한이 있다.

## 5. M&A 관련 제도

---

<sup>29</sup> 부속서 제7조: 유가증권의 청약, 매입 또는 매출과 관련하여 다음 각호의 어느 수단을 직·간접적으로 사용하는 것을 포함한 부정 유가증권 영업행위

가. 술수, 술책 또는 책략에 의한 기망

나. 고의로 착오를 일으키는 진술

다. 타인을 기망하거나 기망할 수 있는 모든 행동, 영업 또는 업무 과정에의 고의적 참여

부속서 제8조: 법적 구속력이 있는 의무나 위탁 또는 신뢰관계에 위배하여 청약, 매입 또는 매출된 유가증권과 직·간접적으로 관련된 중요한 비공개 정보 보유자의 유가증권 청약, 매입 또는 매출을 포함한 내부자 거래

<sup>30</sup> 이 경우 그러한 협정의 국제법적 성격과 국내법상의 지위가 어떻게 될 것인지는 별도의 문제라 하겠다.

## 가. 공개매수제도

공개매수란 “불특정다수인에 대하여 주식 기타 대통령령이 정하는 유가증권의 매수(다른 유가증권과의 교환을 포함)의 청약을 하거나 매도(다른 유가증권과의 교환을 포함)의 청약을 권유하고 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서 당해 유가증권을 매수하는 것”으로 정의되어 있다(증권거래법 제21조 제3항). 공개매수는 증권의 賣出과 정반대방향의 거래라고 할 수 있으며<sup>31</sup>, 賣出의 경우와 마찬가지로 정보의 공개와 상대방(공개매수의 경우는 기존주주)에 대한 동일한 조건의 부여가 요구된다.

국내와 해외 증권시장에 동시상장된 주식에 대한 공개매수의 경우, 반드시 두 증권시장에서 공개매수를 동시에 진행하여야 하는 것인지 아니면 한 증권시장에서만 공개매수를 진행할 수도 있는 것인지는 관련되는 각국의 공개매수관련법령을 구체적으로 검토하여야 할 것이고, 일률적으로 논할 수는 없을 것으로 생각된다. 만약 두 증권시장에서 동시에 공개매수를 진행하는 경우에는 증권거래법상 관련 규정뿐만 아니라, 당해 외국법에 따른 공시를 포함한 실체적, 절차적 규정을 준수하여야 하는 것이 원칙일 것이다. 그런데 증권거래법상의 공개매수에 대한 규정과 당해 외국법의 공개매수에 관한 규정이 충돌하는 경우 어떻게 처리할 것인지가 문제된다. 예컨대, 공개매수기간이나 안분매수/전부매수 등 매수조건, 주주 및 공개매수자의 철회가능성, 의무공개매수 여부 등에 있어 두 나라의 법이 충돌하는 경우, 각 증권시장에서 적용되는 법을 준수하기만 하면 충분한지가 문제된다. 이와 관련하여, 위 2.에서 본 바와 같이 일정한 요건 아래 두 증권시장 사이에서 주식이 자유롭게 이동할 수 있는 경우에는 투자자들이 더 유리한 조건의 공개매수에 응하기 위하여 두 주식시장 사이를 오갈 수 있을 것이다.

반면, 공개매수자로서는 관련법상 허용되는 한 공개매수에 대한 규제가 까다로운 나라의 증권시장에 속한 투자자를 공개매수의 대상에서 제외하고자 할 수도 있다. 이와 관련하여, 미국의 법원과 증권관리위원회(SEC)는, 미국에 거주하는 대상주주의 비율이 적은 경우 공개매수자가 본국법에 따라서 공개매수를 행하는 것을 허용함으로써 미국법의 적용을 일부 면제하는 등 외국의 공개매수자에 대한 규제에 있어 다소 융통성을

---

<sup>31</sup> 김건식, 전게서, 223면.

보이고 있다고 한다<sup>32</sup>.

#### 나. 議決權代理行使의 勸誘

議決權代理行使의 勸誘는 평상시의 주주총회에서도 이용될 수 있으나, 특히 적대적 M&A 나 경영권 분쟁이 있는 경우 경영권을 쟁탈하려는 자와 방어하려는 자 모두 원하는 내용의 주주총회 결의를 얻기 위하여 사용하게 된다.

증권거래법에서는 議決權代理行使의 勸誘의 경우 일정한 요건을 따르도록 하고 있는데(증권거래법 제199조 및 동 시행령 제85조), 발행회사 또는 그 임원(특별관계자 포함) 이외의 자가 10명 미만의 被勸誘者에게 勸誘하는 경우와 신탁 기타 법률관계에 의하여 타인의 명의로 주식을 소유하는 자가 그 타인에 대하여 당해 주식의 의결권 행사를 勸誘하는 경우에는 그러한 제한을 받지 아니한다(동 시행령 제85조 제7항).

외국 증권시장에서의 투자자들을 대상으로 議決權代理行使의 勸誘를 하고자 하는 경우에는 우선 당해 외국법의 규정에 따른 제한을 준수하여야 할 것이나, 증권거래법의 제 규정의 적용이 완전히 배제될 것인지는 분명하지 않다. 특히 증권거래법의 규정과 외국법의 규정이 상충되는 경우에는 어느 법이 우선할 것인지도 문제된다.

양국의 법 규정이 상충되지 않는 경우에도 회사가 議決權代理行使를 勸誘하는 경우에는 株主 平等의 원칙상 두 시장에서의 議決權代理行使 勸誘는 그 내용이 동일할 것이 요구된다. 한 예로, 정관 변경을 위한 주주총회와 관련하여 국내 증권시장과 외국 증권시장에서 동시에 議決權代理行使를 勸誘하는 경우 국내 증권시장에서는 변경될 정관의 규정별로 찬반 여부를 기재할 수 있게 하고 외국 증권시장에서는 정관 변경 전체에 대하여서만 찬반 여부를 기재할 수 있게 한다거나, 한 주주총회의 의안이 여럿인 경우 어느 증권시장에서는 일부 의안에 대하여서만 議決權代理行使를 勸誘하는 것은 상당하지 않다고 할 것이다.

또한 아래 6.에서 보는 바와 같이 외국 증권시장에서의 투자자의 지위를 상법 및 증권거래법상 어떻게 볼 것이냐에 따라 議決權代理行使 勸誘의 문제도 달라질 수 있다.

---

<sup>32</sup> 김건식, 전게서, 493면.

실무적으로 외국 증권시장에서 주식을 취득한 자에게 별도로 국내에 상임대리인을 두어 의결권을 포함한 株主權을 행사하도록 하는 것은 현실적이지 않을 것으로 생각되며, 해당 외국 증권시장에 주식사무처리기관을 두고 그 주식사무처리기관으로 하여금 議決權 행사에 관한 지시를 수렴하여 외국 중앙예탁기관의 국내 단일 상임대리인을 통하여 지시에 따른 議決權을 행사하는 방안도 고려할 수 있을 것으로 보인다.<sup>33</sup> 그런데 위와 같은 경우 외국 증권시장에서의 개별 투자자들을 증권거래법상의 실질주주로 볼 수 없다면 외국 증권시장에서의 투자자에 대한 議決權代理行使 勸誘를 어떻게 규율할 것인가 하는 문제가 남는다고 할 것이다.

## 6. 證券預託決濟制度 관련

동시상장과 관련하여, 발행회사가 속한 나라에서 발행된 株券과 동일한 株券을 동일한 형태로 외국에 반출하여 외국 증권시장에 상장하는 방식과, 양국의 중앙예탁기관 사이의 연계에 의하여 株券 반출을 피하는 방법이 있을 수 있다. 株券을 반출하는 경우에는 株券의 이동에 따른 분실 위험이 있으며, 株券 실물의 해외 보관에 따른 비용도 발생하게 된다. 이에 따라 중앙예탁기관 사이의 연계에 의하여 株券 실물이 이동하지 않는 방안이 주로 이용되며, FIBV(국제증권거래소연맹)에서도 이를 권고하고 있다. 이 경우 株券은 발행회사가 속한 나라의 중앙예탁기관에 보관되고 외국 증권시장의 중앙예탁기관이 발행회사가 속한 나라의 중앙예탁기관과 계약을 맺은 후 이를 근거로 외

---

<sup>33</sup> 주식예탁증서의 경우에는 예탁계약에 의결권행사에 관하여 다양한 방법으로 규정하여 왔다. 예컨대, (i) 각 주식예탁증서 보유자의 의결권행사지시에 따라 예탁기관이 의결권을 행사하는 방법, (ii) 주식예탁증서 보유자는 의결권행사에 관한 지시를 할 권한이 없고 예탁기관은 주주총회에 참석한 다른 주주들의 찬.반 비율에 따라 의결권을 행사하는 방법(소위 shadow voting), (iii) 위 두 방법을 혼합하여 주식예탁증서 보유자의 명시적인 의결권행사지가 있는 경우에는 이에 따르되 지시가 없는 부분은 shadow voting을 하는 방법, (iv) voting committee를 구성하여 동 committee의 결정에 따라 의결권을 행사하는 방법 등이 있었다. 그러나, 주권을 동시상장하는 경우에는 위 (i) 방법 이외에 다른 방법을 취하는 것은 곤란할 것으로 생각된다.

국 증권시장의 중앙예탁기관의 장부상 계좌대체로 매매결제를 이행하게 된다<sup>34</sup>. 또 하나의 방법으로 외국 증권시장의 중앙예탁기관이 발행회사가 속한 나라에 현지보관기관을 지정하여 株券을 보관시키는 방법이 있다.

중앙예탁기관간 연계에 의하는 경우 외국 증권시장의 중앙예탁기관은 발행회사가 속한 나라의 중앙예탁기관(즉, 한국증권예탁원)에 자신의 명의로 주식을 예탁하고, 외국 증권시장의 중앙예탁기관의 참가자나 그 고객들은 외국 증권시장의 중앙예탁기관에 개설된 참가자계좌 또는 그 참가자에 대한 고객계좌를 통하여 주식을 보유하게 된다. 그런데 이와 관련하여 증권거래법상의 預託에 관한 법리가 어떻게 적용될 것인지 분명하지 않다.

#### 가. 預託者計座簿/顧客計座簿 해당여부

우선 증권거래법 제174조의3에 의하면 예탁된 유가증권의 양도 또는 질권 설정의 경우 고객계좌부와 예탁자계좌부에의 대체의 기재로 유가증권의 교부가 있었던 것과 동일한 효력을 가지는 것으로 하고 있다. 그런데 외국 증권시장의 중앙예탁기관에 개설된 참가자계좌 또는 그 참가자에 대한 고객계좌를 증권거래법 제174조의3에 따른 예탁자계좌부 또는 고객계좌부로 볼 수 있는지(혹은 외국의 중앙예탁기관이 증권예탁원에 증권을 예탁한 예탁자가 되고 외국의 중앙예탁기관에 개설된 참가자계좌 또는 그 참가자에 대한 고객계좌가 우리 증권거래법상 고객계좌부에 해당하는 것으로 볼 수 있는지)가 문제된다. 외국 증권시장에서 주식을 취득하는 자는 외국 증권시장의 중앙예탁기관에 개설된 참가자의 계좌 및 그 참가자가 관리하는 고객계좌에 일정한 수량의 주식을 가지는 것으로 기재될 것인데, 그러한 기재에 증권거래법 제174조의3의 “有價證券의 占有 또는 交付”로 간주하는 규정의 적용이 없다면, 외국 증권시장에서 주식을 거래하는 자는 상법상 주식에 대한 소유권(또는 주식의 공유지분에 대한 소유권)을 취득한다고 볼 수 없게 된다<sup>35</sup>. 상법상 주식의 양도에는 株券의 交付가 요구되는데(상법

---

<sup>34</sup> 증권예탁원 “국내외 증권시장 동시상장에 관한 연구”

<sup>35</sup> 국제사법 제23조는 “채권, 주식 그 밖의 권리 또는 이를 표창하는 유가증권을 대상으로 하는 약정담보물권은 담보대상인 권리의 준거법에 의한다. 다만, 무기명증권을 대상으로

제336조 제1항) 株券 실물은 예탁원에 계속 예탁되어 있고 이동하지 않기 때문이다. 물론 유가증권의 교부에는 현실의 인도 이외에 目的物返還請求權의 讓渡의 방식도 허용되므로, 외국 증권시장의 중앙예탁기관에 개설된 참가자의 계좌 및 그 참가자가 관리하는 고객계좌에의 대체기재를 株券 실물을 보관하고 있는 증권예탁원에 대한 目的物返還請求權의 讓渡가 포함된 것으로 구성하는 경우에는 상법상 주식 양도의 요건은 일응 충족할 수 있으나, 이 경우 대체기재만으로는 한국법상 채권양도의 대항요건이 구비되지 아니하는 문제가 남는다.

#### 나. 實質株主와 관련된 문제점

또 다른 문제로 실질주주의 문제를 들 수 있다. 증권거래법 제174조의4에 의하면 예탁된 유가증권은 고객과 예탁자가 공유지분을 가지는 것으로 추정되는데, 증권거래법 제174조의7에 따라 주권의 공유자는 株主로서의 권리행사에 있어서는 각각 공유지분에 상당하는 주식을 소유하는 것으로 보아 일정한 株主로서의 권리를 직접 행사할 수 있다. 또한 발행회사(또는 명의개서대리인)는 실질주주명부를 작성하게 되며, 예탁

---

하는 약정담보물권은 제21조의 규정에 의한다”고 하여 유가증권을 대상으로 하는 약정담보물권만을 규정하고 있을 뿐, 유가증권에 대한 권리의 득실변경에 관하여는 규정하고 있지 않다(이는 제23조가 物權에 관한 규정이기 때문이다). 그러나, 해석상으로는 유가증권에 대한 권리의 양도 등 그 권리의 득실변경도 마찬가지로 보아야 할 것이다(석광현, 2001년 개정 국제사법 해설, 지산 2001년, 149면 이하 참조). 따라서, 기명식 주권의 양도 등 그 권리의 득실변경은 그에 화체된 권리의 준거법(즉, 발행회사의 설립준거법)인 한국법이 준거법이 될 것이다(무기명식 주권의 경우에는 제21조에 따라 소재지법이 준거법이 되는 것은 당연하나 실제로 무기명식 주권이 발행되는 경우는 거의 없다). 다만, 실제 국제금융 거래에 있어 주권 실물이 유통되는 경우는 거의 없고 예탁결제기구를 통한 계좌이체(book entry)방식으로 유통될 것인 바, 이와 같이 예탁제도를 통하여 간접보유되는 유가증권에 대한 양도, 담보설정등과 관련하여서는 “관련중개기관 소재지 접근법(Place of the relevant intermediary approach – PRIMA)”이 상당한 설득력을 얻고 있는데, 이에 관하여는 아래 7.에서 별도로 검토한다.

자 또는 고객이 요구하는 경우 실질주주증명서를 발행하게 된다(증권거래법 제174조의 8, 제174조의10). 이러한 증권거래법의 실질주주와 관련된 규정은 외국예탁기관의 경우는 원칙적으로는 적용이 없으나, 외국예탁기관이 그 적용을 요청하는 경우에는 적용된다(증권거래법 제174조의11 제1항)<sup>36</sup>.

외국 증권시장의 중앙예탁기관이 실질주주와 관련한 증권거래법의 제 규정의 적용을 요청하지 않는 경우, 증권예탁원의 실질주주명부에는 외국 증권시장에 상장된 주식 전부에 대하여 당해 국가의 중앙예탁기관만이 실질주주로 기재될 것인바, 위 예탁기관을 통하여 주식을 보유하고 있는 참가자 또는 그 고객들은 오로지 당해 중앙예탁기관과의 관계에서만 권리의무를 가지게 될 것이고 증권거래법상의 실질주주로 인정되기는 어려울 것이다.

반대로 외국 증권시장의 중앙예탁기관이 예탁제도와 관련한 증권거래법 규정의 적용을 요청하는 경우에는, 증권거래법의 문면상으로는 외국의 중앙예탁기관과 그 참가자들의 장부에 예탁자계좌부/고객계좌부와 유사한 효력을 부여하고 실질주주명부의 작성시 당해 중앙예탁기관으로부터 고객들의 명단을 넘겨받아 그 고객들을 실질주주명부에 등재하는 것을 의도한 것으로 보이나, 증권거래법상 관련 규정의 효력을 외국 중앙예탁기관이나 그 참가자에게 미치도록 하는 것이 가능한지, 관련중개기관이 복잡한 다단계식으로 되어 있는 경우 어디까지 그와 같은 효력을 인정할 것인지 등에 대한 검토가 필요한 것으로 생각된다.

## 7. 株式의 擔保去來

외국 증권시장에 상장된 한국기업의 주식을 담보로 제공하는 경우, 즉, 외국 중앙예

---

<sup>36</sup> 증권거래법 제174조의11은 1997년 1월 13일 증권거래법 개정시 외국의 중앙예탁기관 또는 결제기관에 대하여 증권거래법상의 예탁자에 적용되는 규정을 전부 그대로 적용하는 것은 외국 중앙예탁기관 또는 결제기관이 증권거래법상의 예탁제도의 이용을 기피하는 원인이 된다고 하여 일정한 예탁관련 조문의 적용을 배제하는 내용으로 신설되었으며, 1999년 2월 1일 증권거래법 개정시 이와 같이 적용이 배제되는 조문도 외국예탁기관이 요청하는 경우에는 적용될 수 있다는 단서조항이 신설되었다.

탁기관을 통하여 국내에 보관되어 있는 주식을 외국 증권시장의 투자자가 담보로 제공하고자 하는 경우에는 그러한 담보거래의 준거법이 문제될 수 있다.

국제사법 제23조는 “채권, 주식 그 밖의 권리 또는 이를 포창하는 유가증권을 대상으로 하는 약정담보물권은 담보대상인 권리의 준거법에 의한다. 다만 무기명증권을 대상으로 하는 약정담보물권은 제21조의 규정에 의한다”라고 규정하고 있다. 위 규정에 의하면 유가증권을 대상으로 하는 약정담보물권은 담보대상인 권리의 준거법에 의하되, 다만 무기명증권을 대상으로 하는 약정담보물권의 경우에는 국제사법 제21조에 따라 그 원인된 행위 또는 사실의 완성 당시 그 무기명증권의 소재지법에 의하게 되어 있다. 이러한 국제사법의 규정을 그대로 적용하면 記名式 株券이 발행된 경우 그에 대한 약정담보물권은 발행회사의 設立準據법인 한국법이 준거법이 되고, 無記名式 株券이 발행된 경우에는 약정담보물권의 준거법은 국제사법 제21조에 따라 정해지게 된다. 그러나 이러한 국제사법 제23조 및 제21조의 규정은 유가증권 실물을 담보로 제공하는 경우를 전제로 만들어진 것이어서, 담보설정을 위하여 株券 실물이 이동하지 아니하는 예탁 유가증권의 경우에 그대로 적용하는 것이 적절하지 않다.

특히 국제금융거래에서 예탁제도를 통하여 간접보유되는 유가증권에 대한 담보거래에 대하여는 담보설정자가 증권계좌를 개설하고 그를 통하여 유가증권을 보유하는 중개기관 소재지법을 준거법으로 보는 견해(관련중개기관 소재지 접근법Place of the relevant intermediary approach-PRIMA)가 설득력을 얻고 있으며, 미국 및 유럽연합이 이를 채택하였고 현재 PRIMA를 반영한 국제조약에 대한 작업도 진행중에 있다<sup>37</sup>. PRIMA에 따라 계좌소재지법(결국 중개기관소재지법이 될 것으로 보인다)을 약정담보물권의 준거법으로 인정하는 경우 여러가지 편리함이 있으나, 담보설정자와 담보취득

---

<sup>37</sup> 석광현, 국제적인 증권담보거래의 준거법 - PRIMA와 관련하여, 증권법연구 제3권 제1호. PRIMA와 관련하여서는 Randall D Guynn, “Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws”, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association 1996; Richard Potok, “Cross-Border Securities as Collateral: Legal Risk”, Potok & Co 2000; “Legal certainty for securities held as collateral”, International Financial Law Review, December 1999 (Cover Story); “The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws” (held at St John’s College, Oxford University) September 1998등 참조.

자가 각기 다른 국가에 소재하는 중개기관을 통하여 증권계좌를 보유하고 담보를 제공하는 경우 준거법을 어떻게 정하느냐 하는 등 아직도 해결되어야 할 문제점들이 남아 있다고 할 것이다.

한편 국제사법 제21조 및 제23조의 해석으로도 중개기관 소재지법을 준거법으로 할 수 있다는 견해<sup>38</sup>가 있는데, 이 견해에 의하면 예탁된 유가증권의 경우 담보로 제공되는 권리의 목적물을 예탁되어 있는 유가증권 자체가 아니라 실질적인 권리자가 중개기관에 대하여 가지는 권리로 보아야 할 것이고, 그렇다면 이를 위 제23조에 규정된 “그 밖의 권리”로 보아 그 권리의 준거법, 즉 계좌소재지법이 예탁된 유가증권에 대한 약정담보물권의 준거법이 된다고 한다.

## 8. 기타 사항

현행 법령은 주권 형태의 동시상장을 예정하지 아니하고 있기 때문에, 실제로 동시상장이 있게 되는 경우에는 여러가지 실무상의 문제가 있을 수 있다.

우선 증권거래법 제203조 및 그에 따른 하위규정에 있는 외국인의 유가증권 취득에 대한 제한들은 외국인의 국내 증권시장에서의 유가증권 취득을 염두에 둔 것으로서, 동시상장에 따라 외국 증권시장에서 주식을 취득하는 경우에는 적절하지 않을 수 있다.<sup>39</sup>

다음으로 외국환거래법 및 그 하위규정인 외국환거래규정을 보면, 외국 증권시장에의 동시상장을 위한 주식의 해외발행의 경우 현행 외국환거래규정에 의하면 주식의 특성을 고려한 규정이 적용되는 것이 아니라, 借入을 염두에 두고 만들어진 증권의 해외발행에 관한 규정이 적용되게 된다(외국환거래규정 제7장 제5절). 특히 株券의 경우

---

<sup>38</sup> 석광현, 상계논문

<sup>39</sup> 증권거래법 시행령 제87조의2 제3항은 외국인이 상장유가증권의 매매거래를 하고자 하는 때에는 유가증권시장을 통하여야 한다고 하고 있으나, 이와 관련된 증권업감독규정은 최근 “외국유가증권시장에 상장하기 위하여 외국에서 모집, 매출되는 원주의 취득”의 경우는 예외적으로 유가증권시장 밖에서의 취득을 인정하는 것으로 개정되었다(증권업감독규정 제7-8조 제1항 제8호).

액면가를 기재하도록 되어 있는데 액면가는 원화로 기재되고 배당금도 원칙적으로 원화로 지급되므로<sup>40</sup> 주식의 해외발행은 ‘원화증권’의 해외발행으로 규율되게 되며, 주식은 만기의 개념이 없으므로 만기 1년 이상의 원화증권으로 규율된다. 그러나 현행 외국환거래규정의 원화증권에 관한 규정은 주식의 특성을 고려하지 아니한 것이며, 주식이 해외 증권시장에 상장되어 유통되는 경우 및 국내 증권시장에 유입되어 거래되는 경우 역시 예정하고 있지 아니하다. 동시상장을 위하여는 외국환거래규정에 주식의 해외발행에 관한 규정을 별도로 마련하여, 최초의 해외발행의 경우에만 규제를 하고 그 이후의 유통에 관하여는 제한을 두지 아니하는 것이 바람직하다고 할 것이다.

또한 해외 증권시장에서의 해당 주식에 대한 대차거래나 담보거래와 관련하여서도 외국환거래규정상 제한을 두지 아니하는 것이 합리적일 것으로 보인다.

세법상으로는 외국 증권시장에서의 주식 거래와 관련하여 양도소득세 또는 증권거래세를 부과하는 것은 실무상 실효성이 없다는 문제가 있다<sup>41</sup>.

반면 독점규제및공정거래에관한법률에 따른 기업결합신고(동법 제12조)는 국제적 독점규제의 필요성 및 경쟁제한적 기업결합을 감시하려는 제도의 취지에 비추어 외국 증권시장을 통한 주식 취득의 경우에도 동일하게 적용되어야 할 것으로 생각된다.

### III. 외국기업의 우리 證券市場 상장과 관련된 문제점

---

<sup>40</sup> 상임대리인을 통하여 환전하여 외국 투자자에게 송금하게 된다. 발행회사의 부담으로 환전을 하는 것은 특정 주주에 대하여 이익을 공여하는 것으로 주주평등의 원칙상 문제될 여지가 있다.

<sup>41</sup> 이 문제는 두루넷이 주권을 Nasdaq 시장에 상장하면서 제기되었으며, 그 후 관련 세법을 개정하여 어느 정도 해결하였다. 조세특례제한법에서는 일정한 외국 유가증권시장에 상장된 내국법인의 주식 또는 출자지분이 당해 유가증권시장을 통하여 양도됨으로써 발생하는 소득에 대하여 소득세 또는 법인세를 면제하고 있다(조세특례제한법 제21조 제3항 및 동시행령 제18조 제4항). 또한 증권거래세법에서는 일정한 외국유가증권시장에 상장된 주권등의 양도와, 외국유가증권시장에 주권등을 상장하기 위하여 인수인에게 주권등을 양도하는 경우에 대하여는 증권거래세를 부과하지 않는다(증권거래세법 제1조).

앞으로 우리 증권시장이 성장함에 따라 외국기업이 우리 유가증권시장에서 유가증권을 발행하는 경우도 많이 있을 것으로 예상된다<sup>42</sup>. 특히 외국기업이 발행한 주권 또는 주식예탁증서가 증권거래소 또는 협회중개시장에 상장되는 경우 증권거래법이 어느 범위에서 적용되어야 하는지에 대하여는 미리 검토가 있어야 할 것이다.

외국기업이 많이 진출하는 미국이나 영국은 證券關聯法令에서 외국기업에 대한 여러 가지 특례를 규정하고 있다는 점은 외국기업의 국내 증권시장 진출을 앞두고 증권거래법령을 어떻게 정비하여야 하는지에 관하여 시사해주는 점이 많다고 할 것이다.<sup>43</sup>

특히 우리나라 증권거래법령에는 미국이나 일본의 경우와는 달리 증권의 거래에 관련된 규정이 아니라 회사법에 해당하는 규정이 많으며, 이 중에는 합병비율이나 신주발행시 가격 제한 등 관련당사자 사이에 정하여야 하는 실질적인 내용을 규제하는 규정(merit regulation)이 많다. 이러한 통제를 국내 증권시장에 진출한 외국기업에까지 적용하는 것은 무리라고 생각된다.

#### IV. 맺음말

이상에서 동시상장과 관련하여 제기될 수 있는 문제점을 법 전반에 걸쳐 피상적으로 살펴보았다. 이 글은 아직 본격적인 동시상장이 이루어지지 않은 동시상장의 모색단계에서 동시상장과 관련하여 발생할 수 있는 법적인 제반 문제점들을 탐색하고 이에 대

---

<sup>42</sup> 현행 유가증권의발행및공시등에관한규정은 외국법인등의 유가증권 발행신고 등에 관하여 규정을 두고 있으며, 증권거래소 규정은 외국법인이 발행한 주권 또는 주식예탁증서를 상장하는 것을 예정하고 있으나, 아직 증권거래소에 상장된 외국주권이나 외국주식예탁증서는 없다. 반면 외국법인등이 국내에서 발행한 원화채권은 여러 건이 있으며, IBRD, ADB와 같은 국제금융기구 및 외국기업이 발행한 예외 국내기업의 해외관계회사가 발행한 예가 있다.

<sup>43</sup> 예컨대, 미국의 경우에는 내국기업과 외국기업이 제출하는 유가증권신고서(Registration Statement)의 양식이 다르고(다만, 실제 내용에 있어 큰 차이가 있는 것은 아님), 특히 정기공시와 관련하여 내국기업의 경우에는 연간보고서(10K), 반기보고서 및 분기보고서(10Q)를 제출하여야 하나 외국기업의 경우에는 연간보고서(Form 20-F)만 제출하면 된다.

한 논의의 필요성을 환기시키고자 하는 데에 주안점을 두고 작성되었는바, 이 글에서 제기된 문제점들에 관하여는 추후 더 심도있는 연구 및 논의가 이루어지기를 희망한다.