國內企業의 外國證券市場 同時上場과 企業支配構造改善

-情報公示制度를 中心으로-

郭 管 勳*

차 례

Ⅰ. 머리말

Ⅱ. 동시상장과 기업지배구조

1. 동시상장의 원인

2. 동시상장의 기업지배구조 개선효과

Ⅲ. 동시상장과 정보공시제도

1. 서 설

2. 동시상장과 발행시장공시

3. 동시상장과 유통시장공시

4. 동시상장과 공시의무 위반

Ⅳ. 맺음말

* 韓國法制硏究院 副硏究委員, 法學博士

Ⅰ. 머리말

증권시장의 글로벌화로 투자자들에게 국경은 더 이상 의미 없는 존재가 되었다. 이미 국제적인 자본이동이 활발하게 이루어지고 있으며, 우리나라의 경우도 투자자들의 해외투자는 이제 일상적인 일들이 되고 있다. 이러한 투자행태의 변화로 기업들의 자본조달방법도 점차 다양화되고 있으며, 해외시장을 통하여 자본조달을 행하는 기업도 점차 증가하고 있는 상황이다. 기업이 해외에서 자본조달을 행하는 방법 중 최근 주목을 받고 있는 하나가 국내시장에 상장한 주식을 외국증권시장에도 상장하는 방법, 즉 '동시상장(cross-listing)'을 통한 자금조달이다.

동시상장이란 특정기업이 자국의 증권시장 외에 외국 증권시장에 동시에 또는 순차적으로 증권을 상장하는 것을 말한다.[1] 즉, 기업이 복수의 증권시장에 증권을 동시에 상장하여 자본조달을 행하는 것으로, 일반적으로는 기업이 자국 증권시장과 외국 증권시장에 동시에 증권을 상장하는 경우를 의미한다.[2] 국내기업이 외국 증권시장에 증권을 상장하는 가장 큰 유인은 역시 자금조달일 것이다. 기업의 입장에서는 단일 증권시장에 상장하는 것보다 복수의 증권시장에 상장하면 더 많은 잠재적 투자자를 확보할 수 있으며,[3] 따라서 보다 용이하게 자금조달을 할 수 있는 방법이 될 수 있기 때문이다.

그러나 동시상장의 보다 큰 의미는 상대적으로 엄격한 외국의 상장요건을 충족시키는 과정에서 기업의 지배구조나 재무구조의 선진화에 기여할 수 있으며,[4] 이를 통해 기업 이미지제고 및 투자자의 신뢰도를 향상시킬 수 있다는 점이다. 즉, 기업이 동시상장을 하는 것은 상대적으로 높은 수준의 규제체제

1) 권종호, "동시상장 활성화를 위한 제도개선 방안",『국제예탁결제의 단일 허브시스템 구축을 위한 인프라 확충방안』, 한국증권법학회 용역보고서, 314면.

2) 동시상장은 넓은 의미로 보았을 때 국내시장간에 동시상장하는 경우도 포함되는 개념으로 이해할 수 있다. 하지만 우리나라의 경우 증권거래소와 코스닥시장은 각각 별도의 상장요건을 정하고 있어, 양 시장에 동시에 상장하는 경우는 예상하기 어렵다. 설령 동시상장이 가능하다고 하여도 동일한 법률이 적용되는 국가내의 문제이므로 본문에서 서술하는 바와 같은 법 적용의 문제점은 나타나지 않을 것이다. 따라서 본문에서는 국내시장과 외국시장에 동시에 상장하는 경우만을 논의의 대상으로 하고자 한다.

3) Amir N. Licht, "Cross-Listing and Corporate Governance : Bonding or Avoiding?" 4 Chi. J. Int'l L. 141, 144(2003).

4) 권종호, 전게논문, 313면.

가 마련된 외국의 증권시장에 상장할 정도로 기업의 재무구조가 튼튼하고, 효율적이고 합리적인 경영을 할 수 있는 지배구조를 갖추었다는 사실을 투자자에게 확신시켜주는 가장 좋은 방법이 될 수 있는 것이다. 이러한 점에서 동시상장은 기업의 지배구조개선에 매우 긍정적인 역할을 할 수 있다. 기업이 규제수준이 높은 외국시장에 상장하기 위하여 스스로 지배구조개선을 위한 노력을 행할 것이며, 이러한 자발적인 노력은 외국의 법 제도를 계수하여 법정하는 것보다 훨씬 효과적일 수 있기 때문이다.

기업의 지배구조개선에 가장 큰 영향을 미치는 것 중 하나가 바로 정보공시제도이다. 기업에 관한 재무제표 등의 정보가 정확하게 전달되도록 하는 것은 투자자보호를 위해서도 중요한 문제이지만, 한편으로는 기업이 투명한 경영을 유도하여 지배구조개선에도 중요한 역할을 하기 때문이다. 따라서 국내기업이 우리보다 상대적으로 높은 수준의 회계기준과 공시제도를 가지고 있는 국가에 동시상장하는 경우 공시제도의 발전을 가져올 수 있으며, 기업지배구조개선에도 긍정적 역할을 할 수 있을 것이다. 그러나 현행법상 정보공시제도는 국내기업이 외국증권시장에 동시상장하는 경우를 염두하지 않고 있으며, 따라서 법의 적용에 있어 상당한 혼란이 예상되고 있다. 이에 본 논문은 기업지배구조개선의 측면에서 국내기업의 외국증권시장에 대한 동시상장[5]의 원인 및 효과에 대해서 살펴보고, 아울러 기업의 투명성확보 및 동시상장의 활성화 측면에서 공시제도의 문제점 및 개선방안에 대해 살펴보고자 한다. 다만, 동시상장이 의미를 갖는 것은 미국 등 선진시장에 동시상장하는 경우이므로,[6] 논술의 편의상 국내기업이 국내시장과 미국시장에 동시상장하는 경우를 전제로 하여 논의를 하고자 한다.

---

5) 동시상장은 (ⅰ)국내기업이 외국시장에 동시상장하는 경우뿐만 아니라 (ⅱ)외국기업이 국내시장에 동시상장하는 경우도 생각해 볼 수 있다, 그러나 (ⅱ)의 경우는 외국자본의 국내유인으로 국내증권시장의 활성화에 기여할 수는 있으나, 국내기업의 지배구조와는 직접적인 관련성을 가지고 있지 않다. 따라서 본 논문에서는 (ⅰ)의 경우에 대해서만 살펴보기로 한다.

6) 국내기업이 미국증권시장에 동시상장을 하는 경우 국내시장에서의 상장 전 주가상승, 상장 후 수익률의 증가, 국내 종합주가지수에 대한 체계적 위험도 감소 등 긍정적인 효과를 가져왔으나, 유럽증권거래소에 상장하는 경우 이러한 효과가 없는 것으로 나타나고 있다. 이에 대한 내용은 김재명·안희준, "해외증시 상장이 주식의 국내가격에 미치는 영향",『증권금융연구』제5권 1호, 1999 참조.

Ⅱ. 동시상장과 기업지배구조

1. 동시상장의 원인

국내기업이 외국증권시장으로부터 자금을 조달하는 이유는 여러 가지가 있을 수 있다. IMF 직후에는 기업이 직면한 유동성위기를 극복하기 위한 것이 주원인이었으나, 이후에는 포트폴리오 투자 및 환위험 분산, 국제신인도 제고 등을 위한 경우가 많았다.[7] 동시상장의 원인도 이러한 의미에서 판단해 볼 수 있으나, 더욱 중요한 원인은 상대적으로 선진화된 시장에 상장함으로써 얻을 수 있는 잠재적 투자자확보, 기업의 대외적 이미지 제고, 경쟁력 강화 등 기업 가치 향상을 위한 노력의 일환으로 이해하는 것에 대해서는 이론이 없다.[8] 그러나 구체적 내용에 있어서는 다양한 견해가 존재할 수 있는데, 미국의 경우 동시상장의 원인을 설명하는 이론으로서 소위 '시장분리이론(market segmentation theory)', '자기구속이론(bonding theory)'과 '회피이론(avoiding theory)' 등이 있다. 이하에서는 각각의 경우를 나누어 살펴보기로 한다.

(1) 시장분리이론(market segmentation theory)

시장분리이론은 동시상장에 관한 전통적 이론으로, 시장분할에 따른 문제점을 해결하고 유동성을 높이기 위한 방안으로 동시상장이 이루어졌다고 보는 견해이다.[9] 단일한 중앙집중형시장(centralized market)의 경우 매도인과 매수인이 한 장소에서 쉽게 만날 수 있어 시장의 유동성(liquidity)을 증가시킬 수 있다.[10] 그러나 분할된 시장의 경우 투자자의 특정 매매주문이 다른 시장의 대응주문과 연결될 가능성이 적어지고, 그에 따라 유동성이 저하될 우려가 있으며, 아울러 가격발견기능(price discovery)이 저하되는 등의 문제

---

7) 허창수, "해외자금조달의 유인과 장애",『증권법연구』제3권 2호, 2002, 33면.

8) John C. Coffee, Jr., "Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listing and Stock Market Competition on International Corporate Governance", 102 Colum. L. Rev, 1757, 1779 (2000).

9) Alexander et., "Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Market", 42 J. Fin. 151, 151(1987).

10) Polly Nyquist, "Failure to Engage: The Regulation of Proprietary Trading Systems", 13 Yale L. & Pol'y Rev. 281, 300(1995).

점이 존재한다.[11]

동시상장은 이러한 분할된 시장을 연결해 주기 때문에 유동성 및 가격발견 기능을 높일 수 있으며, 또한 기업의 입장에서는 복수의 시장에서 잠재적 투자자를 확보할 수 있다. 이는 기업의 위험을 더 많은 투자자에게 분산시킬 수 있고 자본비용을 감소시킬 수 있다는 점에서 의미를 가지게 된다.[12] 즉, 동 이론은 기업이 동시상장을 하는 이유는 복수의 시장에 상장을 함으로써 유동성을 확보하고 더 많은 투자자를 확보하기 위한 것이라고 보고 있다. 그러나 동 이론은 복수의 증권시장을 가지고 있는 미국의 경우를 전제로 하고 있으며, 단일 국내시장을 가지고 있는 우리기업이 외국증권시장에 동시상장하는 원인에 대한 설명으로는 적합하지 않다고 보여진다.

⑵ 자기구속이론(Bonding Theory)

자기구속이론은 외국기업이 미국시장에 동시상장하는 이유를 설명하는 것으로, 기업이 자국이 아닌 미국시장에 동시상장하는 이유는 기업들이 지배구조 규범과 공시규제 및 증권발행규제가 엄격한 시장에 자발적으로 진출하여 소수주주를 보호하고자 하는 의지를 표현하는 것이라고 설명하고 있다.[13]

외국의 기업이 미국시장에 상장을 하고자 하는 경우에는 (ⅰ) SEC의 강력한 감독 및 집행의 대상이 되며, (ⅱ) 집단소송과 대표소송이 발달되어 있어 투자자의 권리가 보다 강하게 보호가 되므로 피소될 가능성이 높고, (ⅲ) 미국의 회계기준(U.S. GAAP)에 일치하는 재무제표를 작성해야 하는 등 공시의무가 강화된다. 뿐만 아니라 (ⅳ) 미국시장에서 증권을 발행하는 경우에는 신용도가 높은 인수인의 실사를 받거나 신용평가기관 및 감사인의 감사를 받아야 하는 등 엄격한 검증절차가 준수해야 한다.[14]

따라서 외국기업이 미국시장에 동시상장 하겠다는 것은 기업지배구조개선을 통해 투자자의 이익을 보호하겠다는 자기구속의 한 표현이라고 이해하는 것이 타당하다는 것이다. 동 이론은 기업이 자국시장보다 상대적으로 높은 수준의 규제체제를 가지고 있는 외국시장에 상장하는 경우를 전제로 하고 있는데, 실

11) 二上李代司, “アメリカにおける75年證券市場改革の意義”, 『證券經濟硏究』 第5号, 1997, 2頁.
12) John C. Coffee, Jr, op.cit., p.1789.
13) Amir N. Licht, supra note 3, p.142.
14) John C. Coffee, Jr., op.cit., pp.1780~1781.

제로 미국시장에 주식예탁증서(DR)을 상장한 기업의 대부분이 아시아 등 신흥시장(emerging market)에 속한 기업이라는 점에서[15] 설득력을 가지고 있다. 상술한 바와 같이 국내기업이 동시상장을 하고자 하는 주 대상이 미국시장이라는 점을 고려할 때 동 이론은 국내기업이 외국시장에 동시상장하는 이유를 가장 잘 설명할 수 있는 이론이라고 할 수 있다.

⑵ 회피이론(Avoiding Theory)

회피이론은 자기구속이론에 반대하면서 제기된 이론이다. 동 이론에 따르면 동시상장의 주된 원인은 자본조달의 이점, 사업기회의 확대 등 복합적인 원인에서 기인하며, 규제체제가 엄격한 국가에 동시상장 함으로서 소수주주를 보호하겠다는 자기구속적인 의지의 표현이라고만 보기는 어렵다고 한다.[16]

자기구속이론이 성립되기 위해서는 동시상장의 대상이 되는 외국증권시장이 보다 엄격한 규제체제를 갖추고 있어야 한다. 그러나 동시상장의 주 대상이 되고 있는 미국의 경우 자국기업에 대해서는 엄격한 규정을 적용하고 있으나, 외국기업에 대해서는 상대적으로 완화된 규정을 적용하고 있다는 점에서[17] 자기구속이론의 근거를 찾기 어렵다고 지적하고 있다. 또한 기업의 경우에도 지배구조규범이 엄격한 국가에 동시상장하는 것을 오히려 꺼려할 수 있다는 점에서 동시상장이 반드시 긍정적인 효과만을 가져오는 것은 아니라고 주장하고 있다.[18] 그러나, 동 이론은 동시상장의 단편적 부분만을 지적하고 있으며, 현실로 나타나고 있는 동시상장의 장점을 간과하고 있다는 점에서 한계를 가지고 있다.

---

15) 현재 미국 증권시장에 상장된 외국기업중 73%가 신흥시장에 속한 기업으로 나타나고 있다. Id., p.1775.

16) Amir N. Licht, supra note 3, p.162.

17) 미국의 Sarbanes-Oxley법은 최초에 미국시장에 상장된 외국기업에 대해서 미국기업들에 대해 요구되는 수준의 지배구조를 갖출 것을 요구하려고 했으나, 이 경우 해당규정 준수에 막대한 비용이 필요하고 이는 동시상장에 커다란 장애요인이 될 것이라는 점이 인정되어 광범위한 예외를 인정하였다. 즉, 미국시장에 진출하는 외국기업의 경우 실질적으로 미국기업과 동일한 정도의 규제를 받지 않는 것이 사실이다. 김화진, "국내외 증시 동시상장과 규제체제의 상충",『국제예탁결제의 단일 허브시스템 구축을 위한 인프라 확충방안』, 한국증권법학회 용역보고서, 2003, 486면.

18) 자기구속이론에 대한 비판 및 회피이론에 대한 상세한 내용은 Amir N. Licht, "Legal Plug-Ins : Cultural Distance, Cross-Listing, and Corporate Governance Reform", 22 Berkeley J. Int'l L. 195(2004) 참조.

2. 동시상장의 기업지배구조 개선효과

자본시장의 글로벌화와 정보통신기술의 발전은[19] 투자자가 시·공간적 제약없이 전세계의 자본시장에 투자하는 것을 가능하게 하였으며,[20] 이에 따라 기업의 경우도 자국시장에 한정하지 않고 스스로 선택한 시장에서 자본조달을 할 수 있게 되었다. 이러한 외부적 환경의 변화는 기업이 동시상장을 할 수 있는 단초를 제공하여 주었지만, 실제로 기업이 동시상장을 행하는 원인은 상술한 바와 같이 다양한 이유로 설명할 수 있을 것이다. 상술한 동시상장의 원인에 대한 이론들은 나름대로 타당성을 가지고 있으나, 실제로는 세 가지 요소가 모두 복합적으로 작용한다고 보여진다.

기업이 동시상장을 하는 이유가 무엇이든 기업지배구조 개선에 긍정적인 역할을 할 수 있을 것으로 보여진다. 오늘날 국내기업이 동시상장을 하는 경우 기업의 대외이미지가 제고되며 아울러 투자자의 신뢰를 얻을 수 있다는 점에서 의미를 가지고 있다. 이러한 점에서 대부분의 국내기업이 동시상장을 원하는 시장은 상대적으로 높은 수준의 공시의무와 회계기준 등을 준수해야 하는 미국시장이 주 대상이 되고 있다. 즉, 미국의 증권시장에 상장하였다는 사실은, 국내외 투자자들에게 기업이 건전한 지배구조를 가지고 있고 신뢰할 수 있는 재무제표를 작성하고 있다는 믿음을 줄 수 있으며, 이는 결과적으로 기업의 가치상승으로 이어지게 될 것이다.

기업의 지배구조개선은 기업관련법제의 개선을 통해 이루어질 수 있으며, 제도개선의 경우 우리보다 선진적인 제도를 갖춘 국가의 제도를 벤치마킹하는 것이 일반적일 것이다. 그러나 외국의 새로운 제도를 받아들이고 정착시키는 데는 많은 시간과 노력을 요하며, 기업 스스로가 새로운 제도를 적극적으로 받아들이고 준수하지 않는 이상 효과를 가져오기 어렵다는 문제가 있다.

---

19) 정보통신기술의 발전은 소위 사이버공간상의 증권시장이라고 할 수 있는 ECN (Electronic Communication Networks)의 성립 등 많은 변화를 가져왔으며, 투자자는 전세계 모든 시장에서 24시간 내내 거래하는 것을 가능하게 하였다. 이에 따라 각 국가는 자국의 증권시장에 더 많은 투자자를 확보하기 위한 경쟁을 행하고 있으며, 증권시장간의 경쟁이 더욱 치열해지고 있는 상황이다. SEC, "Special Study : ECNs and After-Hours Trading", (Jun. 2000) 〈http://www.sec.gov/news/studies.ecnafter.htm〉 (visted Oct. 6, 2004).

20) John C. Coffee, Jr., op.cit., p.1759.

동시상장은 외국의 선진제도를 기업 스스로가 적극적으로 받아들이고 준수하는 동기를 부여한다는 점에서 매우 큰 장점을 가지고 있다.[21] 즉, 기업이 미국시장 등에 동시상장하기 위하여 스스로 미국의 규제체제를 준수하는 경우, 미국의 규제체제를 벤치마킹하여 제도개선을 하는 경우보다 훨씬 큰 효과를 얻을 수 있는 것이다. 뿐만 아니라 동시상장은 우리 기업의 대외신인도를 제고하여 국제경쟁력 향상에도 중요한 역할을 할 수 있으며, 이러한 측면에서 동시상장이 활성화되어야 할 필요성이 있다.

Ⅲ. 동시상장과 정보공시제도

1. 서 설

우리나라 기업의 외국시장 동시상장은 주로 DR을 통해 이루어졌다. 종전까지 국내 상장법인의 주식취득은 반드시 국내증권시장을 통해서만 이루어지도록 하고 있었기 때문에 해외시장에 원주를 동시상장하는 것이 불가능하였기 때문에 주로 DR을 이용한 동시상장이 이루어졌던 것으로 보인다.[22] 현재는 이러한 제한이 없어 원주의 동시상장이 제도적으로 가능하지만,[23] 아직까지 원주가 동시상장된 경우는 없으며 DR을 상장하는 기업도 그다지 많지 않은 상황이다.[24] 이처럼 동시상장이 활발하지 못한 이유는 여러 가지가 있을 것이나 그 중에서 법률상의 제약요건도 중요한 요인의 하나가 되고 있다. 따라

21) Amir N. Licht, supra note 18, p.196.

22) 권종호, 전게논문, 317면.

23) 우리나라의 경우 증권업감독규정 등의 개정을 통해 외국시장 원주상장의 장애요인으로 지적되어왔던 시장집중의무에 대해 외국인의 원주상장을 목적으로 이루어지는 모집·매출을 위한 주식취득시 그 예외를 인정하고 있다(증권업감독규정 제7-8조 1항). 뿐만 아니라 원주상장 가능 외국증권거래소를 지정하는 한편, 상장원주의 예탁원 집중예탁의무를 명시하고(동규정 제7-15조 4항), 주식취득시 장외양수도신고의무(동규정 세칙 제7-3조 1항), 외국인의 원주별 투자등록명시(동규정 세칙 제7-5조 3항) 등의 규정을 마련하였다. 또한 증권거래세법을 개정하여 외국시장 원주동시상장에 대해 증권거래세를 면세하는 조치도 취하였다(증권거래세법 제1조, 조세제한특례법 제21조 3항).

24) 우리나라기업의 경우 1985년 12월 삼성전자가 유로시장에서 CB를 발행한 것을 시작으로, 주로 CB, BW, DR 등의 유가증권 발행을 통해 외국증권시장에서 자금을 조달해왔다. 아울러 2002년 2월 현재 미국증권시장에 상장한 7개사를 비롯하여 총 35개사가 외국증권시장에 동시상장을 하고 있다. 또한 2003년 말에는 은행으로서는 처음으로 기업은행이 영국에서 DR을 발행하였으며 그 외에도 많은 기업들이 외국시장에 상장을 준비하고 있는 등 그 규모가 점차 확대하고 있는 상황이다.

서 동시상장이 갖는 기업지배구조개선이라는 장점을 최대한 활용하기 위해서는 동시상장과 관련된 법제도의 정비가 선행되어야 할 것으로 생각된다.

국내기업이 외국증권시장에 동시상장하는 경우 가능 큰 문제가 되는 것은 국내법과 외국법간의 규제격차이다. 규제격차의 문제는 정보공시, 불공정거래, 회계기준 등 다양하게 존재할 수 있으나, 그 중 정보공시에 관한 문제가 우선 해결되어야 할 과제로 생각된다.

증권시장에서의 정보는 투자자의 판단자료로서 중요한 의미를 가지고 있으며, 만일 정확한 정보가 적시에 전달되지 않는 경우 투자자는 불측의 손해를 입을 수밖에 없다. 증권거래법이 강제공시제도는 채택하고 있는 것도 이러한 이유 때문이다. 물론 자발적인 공시가 이루어질 수도 있으나, 공시할 내용, 시기 및 형식이 제각각 이루어지는 경우 투자자가 혼란에 빠질 수 있다는 점에서 강제공시의 필요성이 인정되고 있다.[25]

국내기업이 외국시장에 동시상장을 하는 경우, 양 국가간의 공시수준에 차이로 인해 보다 미공개중요정보를 가진 특정국가의 투자자들이 그 정보를 이용하여 거래할 수 있다. 이는 증권시장의 혼란을 초래하는 원인이 될 수 있으며, 아울러 증권거래법에서 강제공시제도를 채택하고 있는 취지에 반하는 결과를 가져오게 될 것이다.

따라서 이러한 정보격차가 발생하지 않도록 하기 위한 제도적인 정비가 필요하며, 제도개선에 있어 중요하게 고려할 점은 동시상장이 갖는 장점을 최대한 살릴 수 있는 방향으로 이루어져야 한다는 것이다. 동시상장이 기업지배구조의 개선효과를 가져오는 것은 자국보다 높은 수준의 공시의무를 요구하는 해외시장의 기준을 충족시키기 위한 노력이 이루어지기 때문이다. 따라서 외국시장의 기준에 맞는 공시의무를 자국의 시장에서도 이행하도록 하여, 동시상장의 효과가 국내시장에 적극적으로 반영될 수 있도록 하는 것이 필요할 것이다. 이하에서는 이러한 점들을 고려하여 국내기업의 외국시장 동시상장시 나타날 수 있는 현행 공시제도의 문제점과 그 개선방안을 살펴보고자 한다.

2. 동시상장과 발행시장공시

(1) 공시제도의 개요

증권거래법은 유가증권을 공모하는 경우에 대하여 일정한 공시의무를 부과

25) 김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2002, 102~103면.

하고 있다. 이러한 발행시장공시는 크게 증권감독당국에 제출하는 유가증권신고서와 투자자에게 제시하는 사업설명서로 나눌 수 있다. 유가증권신고서는 유가증권의 모집가액 또는 매출가액이 일정금액 이상인 경우 발행인이 금감위에 제출해야 하며, 당해 신고서가 수리되지 아니하면 그 유가증권의 모집 또는 매출을 할 수 없다(증권거래법 제8조 1항).

또한 유가증권신고서의 효력이 발생한 후, 투자자에 대해 청약의 권유를 하기 위해서는 반드시 사업설명서를 사용할 것을 규정하고 있다(제13조 1항 및 2항 1호). 발행인이 유가증권의 모집·매출을 하고자 하는 경우 사업설명서를 일정 장소[26]에 비치하여 2년간 공중의 열람에 공여해야 하고(증권거래법 제12조 1항), 만일 유가증권을 취득하고자 하는 자의 청구가 있는 때에는 당해 투자자에게 반드시 사업설명서를 교부해야 한다(증권거래법 제12조 1항). 즉, 우리나라의 경우 원하는 투자자에 대해서만 사업설명서 교부의무를 부과하고 있다.

발행시장공시와 관련하여 문제가 되는 것은 공모여부의 판단기준에 관한 문제 및 유가증권신고서제출 대상의 범위에 관련된 문제, 사업설명서제출의무와 관련된 문제들이 있다. 그 외에 공시언어 및 전자공시시스템과 관련된 문제도 나타날 수 있으나, 논술의 편의상 이에 대해서는 유통시장공시에서 살펴보기로 한다.

⑵ 동시상장에 따른 문제점과 개선방안

1) 공모여부의 판단기준

증권거래법은 발행회사가 유가증권을 공모발행하는 경우 공시의무를 부과하고 있다(제8조 1항). 공모발행은 모집과 매출로 구분되는데, 양자는 공히 청약대상자가 50인 이상인 것을 기준으로 하고 있으며,[27] 또한, 발행시점에서 공모에 해당되지 않아도 1년 이내에 50명 이상의 자에게 전매될 가능성이 있는 경우에도 모집에 해당한다고 보고 있다. 이처럼 증권거래법이 청약대상자

26) 사업설명서를 비치해야 하는 장소는 (ⅰ)당해 유가증권의 발행회사의 본점 및 지점 (ⅱ)금융감독위원회 (ⅲ)증권거래소 또는 한국증권업협회 및 (ⅳ)청약사무를 취급하는 장소이다(증권거래법시행규칙 제4조).

27) 유가증권 모집이란 신규로 발행되는 유가증권 취득의 청약대상자가의 수가 과거 6개월간 합산하여 50인 이상인 경우(증권거래법 제2조 3항 및 4항, 동법 시행령 제2조의 4) 및 50인 이하라고 하여도 발행 후 1년 이내에 50인 이상의 자에게 전매될 가능성이 있는 경우를 말한다(동법 시행령 제2조의 4 제4항). 또한 유가증권 매출이란 이미 발행된 유가증권을 50인 이상의 투자자를 대상으로 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유하는 것을 말한다(동법 제2조 4항, 동법 시행령 제2조의 4 제2항 및 3항).

수를 기준으로 공모여부를 판단하고 있음에 따라, 동시상장의 경우 해외투자자도 청약대상자수에 포함되는가가 문제가 된다.[28]

이에 대해 증권거래법은 명확한 규정을 두고 있지 않으나, 외국에서 공모하는 경우에는 공모가 행해지는 국가의 법이 적용된다는 속지주의원칙에 따라 공시규제가 적용되지 않는다는 것이 일반적인 견해이다.[29] 하지만 해외에서 발행된 증권이라 할지라도 국내에 유입될 가능성이 있으며, 이 경우 상술한 전매제한규정이 적용되는가에 대해서는 긍정하는 견해[30]와 부정하는 견해[31] 및 국내유입가능성을 기준으로 판단해야 한다는 견해[32]가 대립하고 있다. 그러나 이러한 견해들은 국내기업이 해외시장에서 증권을 공모하는 경우를 전제로 하고 있으며, 동시상장의 경우 해외에서만 공모가 이루어지는 것이 아니라 국내시장과 동시에 공모가 이루어진다는 점에서 동일하게 설명하기는 어려울 것으로 생각된다.

유가증권의 발행이 공모에 해당하는지의 여부는 공시의무 부과와 긴밀한 관계를 가지고 있다. 즉, 투자자보호를 위해 충분히 정보가 공시될 필요성이 있는 경우를 공모로 보고 공시의무를 부과하고 있으며, 공시가 불필요한 경우는 공모에 해당하지 않는 것으로 보고 있다.[33] 그러므로 국내기업이 국내외 시장에 동시상장되는 경우에 공모에 해당하는가의 여부는 국내투자자를 보호할 필요성이 있는가를 중요하게 고려해야 하며, 단순히 국내의 청약대상자가 50인 이하라는 사실만을 가지고 공모에 해당하지 않는다고 보는 것은 바람직하지 않을 것이다. 또한, 국내기업이 미국시장에 동시상장을 하는 경우를 염두한다면, 미국의 경우 공모의 기준이 우리와 다르기 때문에 국내에서는 청약대상자가 50인 이하여서 공시의무를 부담하지 않아도 미국의 투자자에 대해서는 공시의무를 부담하는 경우도 발생할 수 있다.[34] 이 경우 동일 기업의 투자자

28) 권종호, 전게논문, 320면.

29) 김건식, 전게서, 488면.

30) 윤승한, 『증권거래법강의』, 삼일세무정보, 2001, 287면.

31) 김정수, 『현대증권법원론』, 박영사, 2002, 119면.

32) 권종호, 전게논문, 321면.

33) 현행법은 공모의 판단기준인 청약대상자 50명을 산정할 시, 스스로 자위능력이 있어 공시규제에 의한 보호가 필요없는 자, 예를 들어 지배주주, 발행인의 임원, 기관투자자 등을 제외하고 있다(증권거래법 시행령 제2조의 4 제3항). 즉, 공모의 판단에 있어 가장 중요한 것은 보호의 필요성 여부인 것이다.

34) 미국의 경우 우리와 달리 청약대상자수를 기준으로 공모여부를 판단하고 있지 않으며, 공시의무가 면제되는 경우에 대해 33년법 제3조와 4조는 각각 면제증권과 면제거래를 규정하고 있다. Todd A. Mazur, “Securities Regulation in the Electronic Ear: Private Placement and Internet”, 75 Ind. L. Rev., 381, 382(2000).

간에 정보격차가 발생할 수 있다는 점에서 문제가 있다. 따라서 동시상장의 경우는 국내외의 청약대상자를 합산하여 50인이 초과하는 경우에는 공모에 해당하는 것으로 보고 공시의무를 부과하는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

2) 유가증권신고서 제출의무

국내기업이 국내외 증권시장에 동시상장하는 경우에도 당연히 유가증권신고서 제출의무를 부담하게 될 것이다. 따라서 동시상장을 하는 국내기업은 국내법에 따라 유가증권신고서 제출의무가 부과되며, 아울러 외국시장에 대해서는 그 나라 법에 따라 공시의무를 부담하게 된다.

그런데, 국내기업이 외국시장에 먼저 상장을 한 상태에서 당해 증권이 국내로 유입되어 거래되는 경우에는 유가증권신고서제도의 취지가 몰각될 염려가 있다. 즉, 국내시장에는 아직 유가증권신고서가 제출되지 않아 투자자들에게 충분한 정보가 제공되지 않은 상태에서 유가증권의 모집 또는 매출을 행하는 것과 동일한 효과를 가져올 수 있기 때문이다. 이에 대해 기존의 학설은 상술한 바와 같이 외국시장에서 이루어지는 공모에 대해서는 국내법이 적용되지 않는다고 보고 있는데,[35] 이는 외국시장에서 외국투자자만을 대상으로 증권이 발행된다는 것을 전제로 하고 있는 것으로 보인다. 그러나 최근 정보통신기술의 발전 등 환경변화에 따라 국내투자자가 외국증권시장에서 거래하는 것이 가능하며, 이를 통해 외국시장에서 발행된 증권이 국내에 유입될 가능성도 존재한다. 이러한 점에서 해외공모라 할지라도 국내유입가능성을 판단하여 유가증권신고서 제출을 의무화할 필요가 있으며, 이는 동시상장의 경우에도 마찬가지로 생각된다.[36]

또한, 동시상장의 경우 국가간의 시차문제, 유가증권신고서의 기재내용의 차이 등의 문제도 발생할 수 있다. 특히, 국내기업이 미국증권시장에 동시에 상장하는 경우 유가증권신고서의 효력발생시기에 차이가 있을 수 있다. 또한, 미국의 경우 유가증권신고서의 효력발생전이라 할지라도 발행인에게 일정한 범위 내에서 광고 및 구두에 의한 청약을 허용하고 있는 것에 반하여,[37] 우

35) 고창현・정명재・김연미, “국내외 증권시장동시상장에 관한 법적 문제점”, 『증권법연구』 제3권 2호, 2002, 133면.

36) 그 구체적인 방법으로 미국의 ‘Regulation S’나 일본 증권거래법 제23조의 14와 같이 국내시장 유입가능성에 대한 판단기준을 법제화하는 것이 필요하다는 견해가 있다. 권종호, 전게논문, 319면.

37) 미국의 경우 증권의 공모를 행하고자 하는 자는 33년법 제5조에 의해 등록신고서

리 법은 이에 대한 명확한 규정이 마련되어 있지 않아 미국시장의 투자자와 국내시장의 투자자간에 정보격차의 문제가 발생할 수 있다. 이러한 정보격차는 불공정거래로 이어질 가능성이 높으므로 이에 대한 대책 마련이 요구된다. 따라서 동시상장 시 국내시장에서 공시되지 않은 내용이 외국시장에서 공시되는 경우에는 반드시 국내시장에 이를 공시하도록 하는 등의 조치를 통해 국내투자자에게도 충분한 정보가 제공될 수 있도록 하는 것이 바람직할 것이다.

3) 사업설명서교부의 의무화

증권거래법은 사업설명서를 일정장소에 비치하도록 하고 있으며, 투자자가 원하는 경우에만 교부의무를 부과하고 있으나, 미국의 경우에는 모든 투자자에게 사업설명서를 교부하도록 의무화하고 있다.[38] 그러므로 국내기업이 미국시장에 동시상장하는 경우 미국시장의 투자자에 대해서는 반드시 사업설명서를 교부해야 하나, 국내시장의 투자자에 대해서는 투자자가 원하지 않는 한 일정장소에 비치하면 된다. 이는 양 시장의 투자자들간에 정보격차가 발생할 수 있다는 점에서 문제가 있으며, 따라서 동시상장시 국내시장의 투자자보호를 위해서는 사업설명서교부를 의무화할 필요성이 있다.

물론 현재 투자자들이 사업설명서에 큰 의미를 두고 있지 않다는 점 및 현행법이 사업설명서에 대한 교부의무를 부과하지 않는 취지가 사업설명서의 인쇄 및 교부에 드는 비용을 절감하기 위한 것이라고 점을 고려할 때,[39] 사업설명서교부의 의무화하는 것이 기업에게 큰 부담이 될 수도 있을 것이다. 그러나 정보통신기술의 발전은 발행회사의 이러한 부담을 현저히 감소시켜 줄뿐만 아니라, 현행법이 이미 전자문서에 의한 사업설명서 교부를 허용하고 있다는 점[40]에서 이러한 논리는 더 이상 설득력을 가지기 어려운 상황이다. 따라

(registration statement)를 제출해야 하고, 등록신고서가 효력을 발생한 경우에만 증권을 매도할 수 있는 것은 우리법과 동일하다. 그러나 미국은 유가증권신고서 제출 후 효력이 발생하기 전의 대기기간(wating period)에는 예비사업설명서(preliminary prospectus)나 묘석광고(tombston advertisement)을 통한 청약이 예외적으로 허용되며, 또한 구두에 의한 청약(oral offer)에 대해서도 제한이 없다. 그 이유는 신고서 발효전에도 발행인이나 인수인이 판매작업을 개시할 필요성이 있기 때문이며, 구두청약은 성질상 제한된 투자자만을 상대로 하기 때문이라고 설명된다. Howard M. Friedman, Securities Regulation in Cyberspace(2nd ed.), Bowne & Co. Inc., 1998, p.3.10.

38) 김건식・송옥렬,『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001, 79~81면.

39) 김건식, 전게서, 131면.

40) 그러나, 현실적으로 전자문서에 의한 사업설명서제도가 실효성을 가지기 위해서는 제

서 국내기업이 외국시장에 동시상장하는 경우 사업설명서 교부를 의무화하는 것이 필요하며, 더 나아가서 국내시장에만 상장하는 경우에도 사업설명서 교부를 의무화하는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

3. 동시상장과 유통시장공시

⑴ 공시제도의 개요

일단 발행된 증권은 계속적으로 유통이 되게 되며, 따라서 증권에 관한 정보도 계속적으로 공시되어야 할 필요성이 있다. 이에 증권거래법은 거래소 및 코스닥 상장법인 등에 대해서 사업보고서, 반기보고서 및 분기보고서를 공시해야 하는 정기공시의무와 함께, 기업경영에 중요한 사항이 발생한 경우 그 때마다 수시로 공시하도록 하는 수시공시의무를 부과하고 있으며(제186조, 제186조의 2), 필요한 경우 조회공시의무도 부과하고 있다(제186조 2항).

정기공시와 수시공시는 공시의무자가 법률규정에 따라 행하는 공시인데 반하여, 조회공시는 거래소가 필요하다고 판단하는 경우 상장법인에 대해 공시를 요구하는 제도라는 점에서 차이가 있다. 조회공시가 행해지는 경우는 유가증권의 공정한 거래와 투자자보호를 위해 상장법인의 풍문 및 보도의 사실 여부의 확인이 필요한 때 및 당해 상장법인이 발행한 유가증권의 가격이나 거래량에 현저한 변동이 있는 경우 등이다.[41]

국내기업의 외국증권시장 동시상장시 정보공시와 관련하여 나타날 수 있는 문제는 정보격차의 문제, 공정공시제도의 적용문제 및 공시언어와 전자공시시스템과 관련된 문제가 있을 수 있다. 이중 공시언어와 전자공시시스템에 관한 문제는 발행시장공시에서도 동일하게 나타나는 문제이다.

⑵ 동시상장에 따른 문제점과 개선방안

1) 정보격차의 해소

국내기업이 외국시장에 동시상장하는 경우, 각 국가의 법률에 따라서 공시

도적인 개선이 이루어져야 한다. 이에 대한 상세한 내용은, 곽관훈, “전자매체를 통한 정보공시 - 전자문서에 의한 사업설명서 교부제도를 중심으로 -”, 『비교사법』 제9권 2호, 2002, 381면 이하 참조.

41) 김건식, 전게서, 202면.

의무를 부담하게 될 것이다. 이 경우 문제가 되는 것은 각 국가에서 정하고 있는 공시내용에 차이가 있는 경우에 양국 투자자간에 정보격차의 문제가 발생할 수 있다는 것이다.[42] 이에 대해 '유가증권의 발행 및 공시에 관한 규정'에서는 해외거래소 등에 주권을 상장한 법인이 외국시장의 법률에 따라 공시한 주요경영사항 중 국내시장에 공시하지 않은 사항이 있는 경우에는 그 내용에 대한 한글번역본을 신고하도록 하고 있다(제69조 6항).

그러나 동 규정은 수시공시에 대해서만 적용되는 것으로,[43] 정기공시에 대해서는 별다른 규정이 마련되어 있지 않다. 결국 정기공시의 경우 정보격차가 발생할 가능성이 여전히 존재하고 있는 것이다. 따라서 해외증권시장에서 요구하는 공시사항 중 국내시장에 공시되지 않은 사항에 대해서는 공시의무를 부과해야 하며, 이는 증권의 적정가격 형성에도 중요한 의미를 갖는다.[44]

한편, 조회공시는 증권거래소가 상장기업에 대해 요구하는 것이며, 동시상장의 경우 국내의 증권거래소가 외국시장에서 떠도는 풍문 및 보도의 사실여부에 대한 조회공시를 하는 것이 가능한가가 문제가 된다. 조회공시는 당해 증권가격에 영향을 미칠 수 있는 정보에 대한 확인이므로, 동시상장되어 국내시장에서도 거래되는 증권에 대해서는 그 정보가 어느 시장과 관련된 것인가를 불문하고 조회공시가 가능하다고 보아야 할 것이다. 또한, 당해 증권이 동시상장된 외국거래소가 그 나라 법에 의해 조회공시를 해오는 경우도 동일한 논리에서 인정될 수 있을 것이다.

다만, 이 경우 주의할 점은 조회공시는 공시내용도 중요하지만 조회공시의 요구가 있었다는 사실 자체도 매우 중요하다는 점이다. 그러므로 외국시장에서 조회공시가 있는 경우, 그 사실 및 공시한 내용에 대해 국내시장에 즉시 공시하도록 하는 것도 고려해야 할 필요가 있다.[45]

---

42) 미국의 경우를 보면, 종전에는 외국기업에 대해서는 공시의무를 완화해주고 있었으나 엔론사태 이후 제정된 Sarbanes-Oxley법에서는 내국기업와 외국기업의 구분없이 동일하게 공시의무를 지우고 있다. 따라서 미국시장에 동시상장하는 경우 종전보다 강화된 공시의무를 준수해야 하며, 국내투자자와 미국투자자간의 정보격차 문제가 발생할 가능성이 존재하고 있다. 이에 대한 상세한 내용은 Kenji Taneda, "Survey : Sarbanes-Oxley, Foreign Issuers And United States Securities Regulation", 2003 Colum. Bus. L. Rev. 715(2003) 참조.

43) 증권거래법 제186조는 12개의 사항을 수시공시사항으로정하고 있으며, 동법 시행령의 위임에 의하여 '유가증권의 발행 및 공시등에 관한 규정' 제69조 제1항에서는 약 60여가지의 수시공시사항을 정하고 있다.

44) 권종호, 전게논문, 324면.

45) 권종호, 전게논문, 324~325면.

2) 공정공시제도의 적용

공정공시제도는 미국의 Regulation FD를 모델로 한 것으로 선택공시를 제한하고 시장참가자의 정보에 대한 평등한 접근을 보장하여 내부자거래 등 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도이다.[46] 다시 말해서 동 제도는 소수자가 기업의 미공개중요정보를 독점하는 것을 막고, 모든 시장참가자가 동일한 시점에 기업의 중요정보를 얻을 수 있도록 하여 정보의 불균형을 완화하기 위한 것이다.[47]

국내기업이 외국시장에 동시상장하는 경우 문제가 되는 것은, 외국시장의 특정인에게 선택공시한 사항을 국내시장에 즉시 공시해야할 의무가 있는가 이다. 만일 공정공시의무가 적용되지 않는다고 한다면 외국시장의 특정인이 미공개중요정보를 가지고 국내시장에서 거래하는 것이 가능하다는 점에서 문제가 있기 때문이다.[48] 이에 대해 현행 공정공시제도의 경우 공정공시정보제공대상자의 범위에 외국의 기관투자자 및 그 임·직원도 포함되므로(상장법인공시규정 제5조의 2 제3항 3호) 당연히 공정공시의무를 부담하며, 따라서 그러한 문제는 발생하지 않을 것이라는 견해가 있다.[49]

그러나, 국내시장의 공정공시정보제공대상자는 기관투자자 및 그 임·직원뿐만 아니라 언론사(동규정 제5조의 2 제3항 4호), 증권정보사이트의 운영자 및 그 임·직원(동규정 제5조의 2 제3항 5호)과 공정공시대상정보를 이용하여 증권의 매매를 행할 것으로 예상되는 유가증권 소유자(동규정 제5조의 2 제3항 5호) 등도 포함되는데 비해, 외국시장의 공정공시정보제공대상자는 기관투자자 및 그 임·직원만으로 한정되어 그 적용범위에 있어 큰 차이를 보이고 있다. 따라서 공정공시정보제공대상자에 포함되지 않는 외국의 언론사 및 증권의 거래가 예상되는 증권소유자에 대해 선택공시가 있는 경우, 국내시장

46) John Tishbi, "Regulation FD : The Year That Passed and the Years Ahead", 35 Loy. L. A. L. Rev. 1131, 1132(2002).

47) 공정공시제도에 대한 상세한 내용은 곽관훈, "증권애널리스트와 공정공시제도", 『비교사법』 제10권 1호, 2003, 607면 이하 참조.

48) 특히, 미국의 Regulation FD의 경우 외국기업에 대해서는 적용되지 않는다. 따라서 미국시장에 상장한 국내기업이 외국시장의 특정인을 상대로 한 선택공시를 행할 가능성이 매우 높다. 미국의 Regulation FD에 대한 상세한 내용은 D. Casey Kobi, "Wall Street v. Main Street : The SEC's New Regulation FD and ITs Impact on Market Participants", 77 Ind. L. J. 551(2002) 참조.

49) 권종호, 전게논문, 327면.

에서 그 정보를 이용한 불공정거래가 발생할 가능성이 있다.

따라서 외국시장에 동시상장한 국내기업이 외국시장에 선택공시를 행하는 경우에는 국내시장의 일반투자자들에게 먼저 정보를 제공하도록 하는 것이 타당할 것이며, 이를 위해서는 외국시장에서의 공정공시정보제공대상자 범위를 국내시장과 동일한 정도로 확대하는 것이 필요하다. 또한, 더 나아가 외국시장에서 공시된 정보 중 국내시장에 공시되지 않은 정보 자체를 공정공시대상 정보로 하는 방안도 생각해 볼 수 있다. 이는 동시상장시 국가간 정보공시규정의 상이함으로 나타날 수 있는 정보격차문제의 해결방안이 될 수 있다는 점에서도 의미가 있다.

3) 공시언어의 문제

국내기업이 국내시장에 정보공시를 하는 경우 사용하는 언어는 기본적으로 한글이 될 것이나, 동시상장시 사용언어에 대해서는 별다른 규정을 마련하고 있지 않다. 다만, 상술한 '유가증권발행및공시에관한규정'은 외국증권시장에 공시한 주요경영사항 중 국내에 공시되지 않은 내용에 대해서는 한글번역본을 제출하도록 하고 있다(제69조 9항). 따라서 중요경영사항 외의 공시사항에 대해서도 동시상장하는 기업은 각 국가의 해당언어를 사용하고, 외국시장에서만 공시되고 국내시장에 공시되지 않은 내용에 대해서는 한글번역본을 제출하도록 하는 방안을 강구할 필요가 있다.

이 경우 반드시 고려되어야 할 점은 단순히 한글번역본의 제출의무만을 규정하는 것이 아니라, 번역본의 내용과 형식 등에 대한 규정도 마련할 필요가 있다는 점이다. 이에 대해 번역본제출이 요구되는 경우는 국내시장에 공시되지 않은 정보에 한하며, 따라서 국내기업이 어느 외국시장에 상장하느냐에 따라 국내시장에 공시되는 정보의 내용이 다를 수밖에 없기 때문에 입법기술상 내용을 정하는 것은 불가능하다는 견해가 있다.[50]

물론 번역본에 기재되어야 할 내용을 적시하여 규정하는 것은 불가능할 것이다. 그러나 원문이 제출되지 않는 상황에서 번역본이 원문의 내용을 얼마나 충실하게 적고 있는가는 매우 중요한 문제가 될 수밖에 없다. 위의 규정과 같이 단순히 한글번역본만을 요구하는 경우 원문의 내용을 요약하거나 생략하여 전달할 우려가 있으며, 이 경우 투자자에게 전달되는 의미가 달라

50) 권종호, 전게논문, 328면.

질 수 있다는 문제가 있다. 그러므로 번역본은 원문의 내용을 있는 그대로 전달하며, 아울러 동일한 형식과 구성의 문서를 제출할 것을 명시적으로 규정할 필요가 있다. 또한 아무리 완벽한 번역문이라 할지라도 원문의 의미를 그대로 전달하는데는 어려움이 있으므로,[51] 그 내용과 형식의 진위여부를 확인할 수 있도록 원문도 함께 제출할 것을 의무화하는 방안도 강구할 필요가 있다.[52]

4) 전자공시시스템의 문제

정보통신기술의 발전에 따라 많은 국가들이 전자공시시스템을 도입하고 있으며, 우리나라의 경우도 증권감독당국에 제출하는 공시관련서류를 금융감독원에서 운영하는 'DART시스템(Data Analysis, Retrieval and Transfer System)'을 통해 제출하고 있다.[53] 이러한 전자공시시스템은 미국, 일본 등 주요국가에서 도입하고 있으며, 따라서 국내기업이 외국시장에 동시상장을 하는 경우 해당국의 전자공시시스템을 통하여 공시서류를 제출하게 될 것이다.

이처럼 전자공시시스템을 통해 공시서류를 제출하는 경우 문제가 되는 것은 해당국가의 시스템간에 차이가 있는 경우이다. 예를 들어 미국의 전자공시시스템인 EDGAR시스템(Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System)의 경우,[54] 전자문서 작성에 사용되는 HTML파일의 경우 모든 브라우저(browser)에 대해 호환성을 갖고 있는 태그(tag)만을 사용할 것을 정하고

---

51) 증권거래가 글로벌화됨에 따라 언어상의 차이로 인한 문제가 많이 나타나고 있다. 공시와 관련한 또 하나의 문제는 바로 회계기준의 문제이다. 최근 회계기준의 국제화가 추진되고 있으며, 이에 따라 국내의 회계기준으로 국제회계기준(IAS)을 도입하려는 움직임이 본격화되고 있다. 이 경우 문제가 될 수 있는 것은 바로 언어의 문제이다. 국제회계기준을 도입하는 경우 원어인 영문기준을 그대로 도입할지 아니면 국제회계기준을 한글로 번역하여 국내기준으로 채택할지가 문제가 된다. 이중 어떠한 방법을 취하든 언어의 미묘한 차이로 인하여 복잡한 회계기준의 해석문제가 발생할 수밖에 없다.

52) 권종호, 전게논문, 328면. 한편, 원문이 함께 제출되는 경우 투자자가 진위여부를 확인할 수 있다는 점에서 본문과 같이 그 내용이나 형식의 동일성을 요구할 필요가 없다고 할 수도 있다. 그러나 외국어로 쓰여진 공시서류의 진위여부를 확인할 수 없는 일반투자자가 존재할 수 있다는 점에서 이 경우에도 내용과 형식의 동일성을 요구하는 것이 바람직할 것이다.

53) 우리나라의 경우 1997년 1월 증권거래법 개정을 통해 증권감독당국에 제출하는 공시관련서류를 전자문서에 의해 제출할 수 있도록 허용하였다(증권거래법 제194조의 2, 동법 시행령 제84조의 28).

54) EDGAR 시스템은 1993년 제정된 'Regulation S-T' 및 'EDGAR Filer Manual'을 통해 규제되고 있다.

있다.[55] 이는 자료를 제출하는 발행인 및 자료를 열람하는 투자자들이 서로 다른 인터넷 브라우저를 사용할 수 있음에 따라 어떠한 브라우저를 사용하더라도 검색이 가능하도록 하기 위한 것이다.[56] 또한 전자문서의 작성이나 열람을 위해 특별한 프로그램이 필요한 경우도 제한하고 있으며, 높은 버전의 프로그램 및 시스템용량이 요구되는 그래픽이나 이미지파일 및 동영상을 제출하는 것도 제한된다.[57] 이 또한 투자자들이 어떠한 컴퓨터나 프로그램을 사용하더라도 열람하는 것이 가능하도록 하기 위한 것이다.

이에 비해 우리나라의 DART시스템의 경우 전자문서 작성에 필요한 컴퓨터 사양을 비교적 높은 수준으로 지정하고 있으며,[58] 전자문서 작성에는 금융감독원이 제공하는 '통합 제출지원소프트웨어'를 사용할 것을 정하고 있다.[59]

따라서 미국시장에 동시상장한 국내기업이 전자공시시스템을 이용하여 공시서류를 제출하는 경우, 양 국가에서 요구하는 시스템 사양에 따라 전자문서를 각각 작성해야 하는 부담이 있다. 따라서 국내의 DART시스템의 경우도 외국의 전자공시시스템과 호환될 수 있도록 시스템 사양을 조정하여, 발행인 및 투자자가 어떠한 시스템을 사용하든 어려움 없이 자료를 제출하고 열람할 수 있도록 하는 것이 필요하다. 이는 동시상장하는 기업의 부담을 경감시켜줄 수 있을 뿐만 아니라, 투자자가 어떠한 시스템을 사용하든 전자공시시스템에 보

---

55) William M. Prifti, *Securities : Public and Private Offering*(2th ed.), Vol. 2, West Group, 2000, p.15:06.

56) 우리 눈에 보이는 HTML파일은 HTML편집기나 텍스트 편집기상의 수많은 태그(tag)로 구성된 것을 인터넷상의 웹브라우저, 예를 들어 Microsoft Internet Explorer나 Natscape Navigator 등을 통해 해석되어 나타나고 있는 것이다. 따라서 특정 명령어의 경우 익스플로러상에서는 정상적으로 읽히지만, 네스케이프상에서는 그러지 못하는 경우들이 나타날 수 있다.

57) SEC, Rulemaking for EDGAR System, Securities Act Release No. 34-42712(2000.6.11) 〈http://www.sec.gov/rules/final/33-7855.htm〉 (visted Oct. 2, 2004).

58) 금감원의 '전자문서제출요령'에 따르면 전자문서 제출을 위해서는 IBM 호환기종 586 이상, Main Memory 16MB 이상(32MB이상 권장), CPU는 펜티엄 이상(133MHz 이상 권장), 하드디스크 50MB 이상, 모뎀(28,800bps 이상) 또는 전용선과 컬러모니터를 갖출 것을 요구하고 있다. 또한 소프트웨어의 경우도 Windows 95 이상 및 인터넷 브라우저는 Internet Explorer 5.0 이상을 요구하고 있다. 금융감독원, 『전자문서제출요령』, 2004. 1, 11면.

59) 통합 제출지원소프트웨어는 전자문서편집기, 전자문서관리전송기, DART 다운로더, 전자문서변환기로 구성되며 금감원 홈페이지에서 다운로드 받을 수 있다. 금융감독원, 전게서, 14면 이하 참조.

다 용이하게 접근하는 것을 보장한다는 점에서도 의미가 있다.

4. 동시상장과 공시의무 위반

⑴ 공시의무 위반의 효과

국내기업이 공시의무를 위반하는 경우 규제기관에 의해 일정한 제재를 받게 된다. 수시공시를 위반하거나 조회공시를 위반하는 경우 증권거래소가 금감위에 통보하여 임원해임 등의 조치를 취할 수 있으며(증권거래법 제186조 3항, 193조), 사업보고서 등을 제출하지 않는 경우에는 고발이나 유가증권의 발행제한 등의 조치를 취할 수 있도록 하고 있다(증권거래법 제75조 1항). 발행공시의 경우에도 허위기재나 기재누락의 고의·과실여부, 기재사항의 중요성 정도에 따라 그에 상응하는 제재를 규정하고 있다(증권거래법 제75조 1항).

아울러 유가증권신고서나 사업설명서 등에 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 않아 유가증권 취득자가 손해를 입은 경우 당해 공시의 주체인 기업과 당해 기업의 이사뿐만 아니라, 공시서류의 진실성을 증명한 공인회계사 등도 연대하여 손해배상책임을 부담하게 된다.

⑵ 동시상장에 따른 문제점 및 개선방안

국내외 시장에 동시상장한 기업이 허위 또는 부실공시를 행하는 경우 각 국가의 법에 따라 제재를 받게 될 것이다. 공시의무 자체가 각 국가의 법률에 의해 부과되는 것이며, 이에 응하지 않는 경우에는 그에 상응하는 제재조치를 받게 되기 때문이다. 다만, 외국시장에서 공시의무 위반으로 제재를 받은 것은 기업에 관한 중요사항에 해당할 수 있으므로 이를 국내시장에 공시하도록 해야 할 것이다. 물론 현행법은 기업에 대한 풍문 및 보도의 사실 여부에 확인이 필요한 경우 거래소의 조회공시가 가능하므로 이 경우도 조회공시의 범위에 해당될 수 있기 때문에 별다른 문제가 없다고 할 수도 있으나, 조회공시는 수동적 공시라는 한계가 있으므로 기업 스스로가 즉시 공시하도록 강제하는 것이 필요할 것이다.

한편, 국내기업이 외국시장에서 행한 부실공시로 피해를 입은 국내투자자가 국내기업을 상대로 손해배상청구를 할 수 있는지의 여부가 문제된다. 정보통신기술의 발전으로 미국시장의 동향을 국내투자자가 거의 실시간으로

파악할 수 있는 상황에서, 국내기업이 미국시장에서 공시위반을 하였고 이로 인해 제재를 받았다는 사실을 국내투자자들이 파악하는 것은 어렵지 않을 것이다. 또한 이러한 허위공시가 미국시장에 상장된 당해 기업의 증권가격에 영향을 미쳤다면, 이는 국내시장의 증권가격에도 즉각 영향을 미칠 수 있다. 따라서 국내투자자가 기업을 상대로 손해배상청구권을 행사할 실익이 존재한다고 할 수 있다. 그러나 이에 대해 우리 법은 명확한 규정을 마련하고 있지 않아 혼란이 우려된다.

증권거래법은 기업의 허위 또는 부실공시로 인해 투자자가 피해를 입은 경우, 투자자는 해당 기업 등에 대해 손해배상을 청구할 수 있다고 규정하고 있다(제14조). 증권거래법상 손해배상책임은 증권시장의 특수성을 반영하여 민법상의 일반불법행위책임과는 구분되고 있다.[60] 즉, 손해인과관계에 대한 입증책임이 피고에게 전환되어 있으며,[61] 아울러 거래인과관계를 추정[62]하고 있다. 따라서 기업이 국내시장에 허위 또는 부실공시를 하여 주가에 영향을 미치었다면, 투자자는 이를 신뢰하여 거래한 것으로 추정될 것이다.

동시상장한 국내기업이 외국시장에 허위 또는 부실공시를 행한 경우에 대해서도 국내투자자가 이를 신뢰하고 거래하였다고 추정하는 것이 가능한지에 대해서 의문이 제기될 수 있다. 외국시장에 공시되는 정보는 기본적으로 외국시장의 투자자를 대상으로 한 것이며, 국내투자자가 그 정보를 얻고 투자를 행

60) 이에 대한 상세한 내용은 이철송, "증권거래관련 손해배상청구제도의 구조",『인권과 정의』, 1999. 9, 9면 이하 참조.

61) 증권거래법 제15조 2항은 '배상책임을 질 자가 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부를 허위로 기재·표시하거나 중요한 사항을 기재·표시하지 아니함으로써 발생한 것이 아님을 입증한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 아니한다.'고 규정함으로써 피고가 인과관계의 부존재를 입증하도록 하고 있다.

62) 거래인과관계에 대해서는 명시적인 규정은 없으나, 판례는 거래인과관계를 추정하고 있다(대판 1997.9.12, 96다41991). 이는 미국법상 '시장사기이론(fraud-on-the market)'을 받아들인 것으로 평가되고 있다. 즉, 증권시장에서 거래되는 모든 투자자는 증권시장에서 형성되어 거래되는 가격이 모든 공정한 정보가 반영되어 형성된 공정한 가격이라는 신뢰를 가지고 거래를 하는 것으로 간주하기 때문에, 허위의 표시·기재 또는 중요한 사항의 누락으로 인해 주가에 영향을 미친 경우, 그러한 행위는 시장에 대해서 사기이며 나아가 시장을 신뢰하고 거래한 투자자에게 간접적인 사기행위가 된다는 것이다. 그러나 이러한 미국의 시장사기이론은 '효율적시장가설(efficient market hypothesis)'을 전제로 한 이론으로서 우리나라의 시장에 적용하는 것이 타당한가에 대해서는 의문이 있으며, 2005년부터 증권집단소송제도가 실시되는 경우 남소의 한 원인이 될 수 있다는 점에서 문제가 있다고 보여진다. 시장사기이론에 관한 상세한 내용은, 김정수, "증권집단소송법상 입증책임과 시장사기이론",『주식』, 증권거래소, 2003, 8면 이하 참조.

하는 것은 예외적인 일이라고 할 수 있기 때문이다.

그러나, 현실적으로 동시상장한 기업의 허위 또는 부실공시의 문제는 양 국가에서 동시에 발생하는 것이 일반적일 것이며, 설령 외국시장에서만 발생한다고 하여도, 상술한 바와 같이 국내시장에 직접적인 영향을 미칠 수밖에 없다. 따라서 국내기업이 외국시장에 동시상장하는 경우, 외국증권시장에서 이루어진 허위 또는 부실공시에 의해 손해를 입은 국내투자자가 기업을 상대로 손해배상을 청구하는 것이 가능하다고 보는 것이 타당할 것이다.

Ⅳ. 맺음말

증권시장에서 정보가 갖는 중요성에 대해서는 아무리 강조해도 지나침이 없을 것이다. 투자자에게 정확한 정보를 적시에 전달하는 것은 투자자보호에 있어 가장 중요한 부분이며, 이는 건전한 시장조성을 위한 조건의 하나라고 할 수 있다. 동시상장은 이러한 정보공시제도의 선진화에 기여할 수 있다는 점에서 큰 의미를 가지고 있다. 본문에서 설명한 바와 같이 기업 스스로가 보다 높은 수준의 공시의무를 준수할 유인을 제공하기 때문이다. 그러나 국가간의 법규범 차이로 인한 시장간의 정보격차 등 제도적인 미비점으로 인한 문제들이 나타나고 있으며, 따라서 기업의 자발적 노력만으로는 한계를 가질 수밖에 없다. 즉, 기업 스스로의 노력을 뒷받침할 수 있는 법제도의 정비가 없는 한 동시상장이 가지고 있는 장점을 충분히 살리기는 어렵다고 보여진다.

동시상장이 갖는 기업지배구조 개선효과를 살리기 위해서는 우선 동시상장이 활발하게 이루어질 수 있도록 해야 할 필요가 있다. 물론 동시상장에 따른 문제점들도 존재할 것이며, 그 필요성에 대한 의문이 제기될 수도 있다. 그러나 정보통신기술의 발전과 증권시장의 글로벌화로 금융거래에서 국경의 의미가 사라지고 있는 상황에서 국내시장만을 고집할 수는 없으며, 실제로도 국내기업들의 외국시장 동시상장에 대한 관심이 매우 높은 상황이다. 따라서 현시점에서 중요한 것은 동시상장이 활발하게 이루어질 수 있도록 하면서, 동시상장이 갖는 기업지배구조 개선효과 등 장점을 최대한 활용할 수 있는 방향으로 제도개선을 하는 것이다.

특히, 정보공시제도는 증권시장의 근간을 이루는 중요한 사항이며, 동시상장의 경우 가장 많은 문제점들이 나타날 수 있는 영역이다. 증권시장이 글로

벌화되어 가고 있는 상황에서 국내시장만을 염두한 정보공시제도는 시장간의 정보격차와 이를 이용한 불공정거래가 발생할 가능성을 증가시키는 원인이 될 수 있기 때문이다. 따라서 동시상장의 활성화와 이를 통한 기업지배구조 개선 효과를 최대한 활용하기 위해서는 기업들이 보다 높은 수준의 정보공시제도를 수용할 수 있도록 입법적인 정비가 이루어져야 할 것이다. 이러한 과정에서 중요하게 고려해야 할 점은 역시 국내시장의 투자자보호일 것이며, 이를 위해서는 본 논문에서 다루고 있는 정보공시제도 외에도 동시상장과 관련된 상장제도의 문제, 회계기준의 문제, 불공정거래의 문제 등 다양한 측면에서의 지속적인 연구가 이루어져야 할 것이다.

The Cross-listing of Domestic Corporations and Coporate Governance : Focusing on Disclosure System

Kwak, Kwan-Hoon*

At the beginning of the twenty-first century, the two great forces reshaping the contemporary world - globalization and technology - appear to be forcing a similar consolidation. Because globalization has lowered the barriers to cross-border capital flows and because technology has facilitated instantaneous information flows, securities markets can now compete on a global basis that previously was infeasible. As a result, issuers have a choice of markets on which to list their securities and raise equity capital. In addition, issuers could list their securities in two country over, that is cross-listing.

Cross-listing on foreign stock market can serve as a bonding mechanism for corporate insider to credibly commit to a better governance regime. An alternative to corporate governance improvement through public action is improvement through private action by particular corporations. Such self-improvement by private issuers faces serious obstacles, however. To overcome this problem, issuers can engage in governance-improving private action by listing their securities on a foreign market, specially the U.S. market whose governance system they consider superior.

In this view, I would like to explore the merit of cross-listing and the improvement of legislative system, specially disclosure system, for activation of cross-listing in Korea. The Legislation of Korea have many problems for cross-listing, because it has applied to listing of securities in only domestic market. Therefore, it is necessary for the improvement of our legislation system for activation of cross-listing and improvement of corporate governance.

* Associate Research Fellow, Korea Legislation Research Institute, Ph. D in law