국제자본시장에서 통용될 수 있는 증권공시기준에 관한 고찰*

장 근 영**

<目　次>

Ⅰ. 머리말
Ⅱ. 공시규정 통합의 움직임
Ⅲ. 국제적으로 통용될 수 있는 증권공시기준
Ⅳ. 맺음말

Ⅰ. 머리말

각국의 증권공시규정이 상이한 현실에서, 시장의 국제화로 인해 발생 가능한 공시 관련 문제점들을 해결하기 위해서는 국제적으로 통용될 수 있는 증권공시기준을 마련할 필요가 있다. 즉 다양한 이론적 논의가 있을 수 있지만 증권시장의 국제화로 인해 발생 가능한 공시상의 문제점들에 대처할 수 있는 가장 현실적인 방안은 외국시장에 진입하는 발행기업이 부담하는 비용을 최소화하고 아울러 투자자들을 보호할 수 있는 높은 수준의 증권공시기준을 마련한 뒤, 각국의 규제기관들이 이러한 기준 내에서 자국의 공시규정을 개정하는 것이라고 할 수 있다.[1] 이 글은 이러한 국제적 증권공시기준의 모습이 어떻게 구체화되어야 하는가를 살펴보는 것을 목적으로 한다.

이를 위하여 우선 아래 Ⅱ에서는 최근까지 나타난 증권공시기준의 국제적 통합 움직임을 검토한다. 미국과 캐나다 사이에서 이루어진 양자간 공시규제 협력도 존재하지만, 국제적 증

* 이 논문은 2004년 정부(교육인적자원부)의 재원으로 한국학술진흥재단의 지원을 받아 수행된 연구임 (KRF-2004-003-B00290).

** 한양대학교 법과대학 조교수, 법학박사

1) 증권시장의 국제화에 따른 공시관련 문제점 및 그 규제에 대한 이론적 논의와 제안에 대해서는 장근영, "증권공시기준의 국제적 통일과 그 타당성,"「비교사법」제11권 3호(2004) 참조.

www.kci.go.kr

권공시규제와 관련하여 현재까지 진전된 여러 움직임 가운데 대표적인 한 가지는 유럽연합(European Union: 이하 "EU")을 중심으로 한 것이다. EU는 관련 지침(Directives)들을 통하여 특정 회원국에서 작성된 공시서류가 다른 회원국에서의 증권공모시 자유롭게 이용될 수 있도록 하고 있다. 그리고 EU의 움직임과 더불어 눈에 띄는 또 다른 국제적 증권공시규제 관련 논의는 국제증권위원회기구(International Organization of Securities Commissions: 이하 "IOSCO")를 중심으로 한 것이다. IOSCO는 1998년에 국제적 증권공모에 적용되는 공시기준을 채택하였고, 2005년에는 국제적 사채발행에 대한 실질적인 공시원칙을 제안하였다.

이상의 증권공시규제 관련 국제적인 움직임을 기초로 하여 Ⅲ에서는 국제적으로 통용될 수 있는 공시기준에 대한 고찰을 한다. 우선 각국의 국내공시규정 개정에 바탕이 될 국제적 공시기준의 제정을 위한 사전적 문제로서 국제화된 자본시장에서의 공시규정 조화를 위해 호혜주의를 채택할 것인가 아니면 공동주의적 입장에서 접근할 것인가를 다룬다. 이어서 향후 마련될 국제적 공시기준의 가장 핵심적 역할을 담당할 국제사업설명서의 적용범위 및 구조와 그 심사절차를 살펴본다. 마지막으로 국제적으로 통용될 수 있는 공시기준의 제정 및 변경에 대한 사항을 실질적으로 조정하고 아울러 관련된 분쟁해결을 담당할 국제기구에 대하여 검토한 뒤 Ⅳ에서 글을 맺는다.

Ⅱ. 공시규정 통합의 움직임

아래에서는 효율적인 국제적 증권규제를 위한 다양한 노력 가운데 공시규정 통합의 움직임과 그 달성의 정도를 양자간・지역적・국제적 단계의 순서로 살펴본다.

1. 양자간 공시규정의 통합

1991년에 미국증권거래위원회(the U.S. Securities and Exchange Commission: 이하 "SEC")와[2] 캐나다증권규제기관(Canadian Securities Administrators: 이하 "CSA")은[3] 양국간의 역외 증권거래를 촉진하기 위하여 다중관할권 공시시스템(Multi-Jurisdictional Disclosure System: 이하 "MJDS")을 채택하여 미국과 캐나다 발행기업들이 각각 자국의 공시기준에 근거하여 양국 어느 곳에서도 증권 공모를 할 수 있도록 허용하였다.[4]

2) Sec. Act Release No. 6902 (June 21, 1991), [1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,812.

3) Canadian Securities Administrators, National Policy Statement No. 45, Sec. Act Release No. 6902 (June 21, 1991) [1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,812, at 81,974.

www.kci.go.kr

MJDS는 함께 작용하는 상이한 두 세트의 규칙으로 이루어져 있다. 캐나다의 MJDS는 구체화된 적격성 요건을 충족하는 미국 발행기업으로 하여금 미국의 공시규칙에 따라 작성된 공시서류에 기초하여 캐나다 내에서 증권공모를 할 수 있도록 허용한다. 또한 미국의 MJDS는 일정한 기준을 충족하는 캐나다 발행기업으로 하여금 캐나다 규제기관이 제정한 공시규칙을 준수하는 것으로써 SEC의 등록요건을 만족시킬 수 있도록 허가한다. 양국의 규제기관들은 타국의 발행기업이 제출한 공시서류가 MJDS에서 규정하고 있는 구체적 요건을 준수하고 있는가의 여부에 대해 필요한 정도로만 심사하게 된다.[5]

2. 지역적 공시규정의 통합

미국의 독주를 견제하며 세계경제의 중심으로 부상하기 위해 회원국 확대와 경제성장 전략을 야심차게 추진하고 있는 EU는 수많은 난관을 극복하고 포괄적 증권법을 탄생시키게 되었다. 그 동안 EU는 금융서비스를 위한 역내 단일시장을 확립하려는 노력을 기울여 왔다. 그리고 역사적 경험으로 볼 때 이러한 금융서비스를 위한 단일시장 확립을 위해서는 시장 접근성이 제공되어야 하며, 아울러 상이한 각 회원국의 국내 법률을 대체하거나 통합시키는 포괄적인 증권법의 발전이 필요하였다.[6] 초기에는 EU 회원국들이 자국 시장에 대한 주권적 규제권한을 포기하는 일이 불가능해 보였고, 또한 통합 규제시스템이 존재하게 되면 투자자들이 최적의 선택을 하지 못하게 됨으로 인해 규제적 경쟁(regulatory competition)을 통한 이익을 얻지 못할 것이라는 통합 반대의견도 만만치 않았다.[7] 하지만 EU는 이에 굴복하지 않고 최대한의 통합(maximum harmonization)이라는 궁극적인 목적을 확고부동하게 추구함으로써 회원국 시장을 하나로 통합하고 있을 뿐만 아니라 통합된 신생의 단일시장이 다양한 국수주의적 규제철학으로 인해 재분열되는 것을 방지하고 있다.[8]

(1) EU 증권법 통합의 접근방법

4) Edward F. Greene, Daniel A. Braverman & Jennifer M. Schneck, "Concepts of Regulation - The US Model" in Fidelis Oditah, ed., *The Future for the Global Securities Market* (Oxford: Clarendon Press, 1996), at 164.

5) Douglas W. Arner, "Globalization of Financial Markets: An International Passport for Securities Offering?" 35 *Int'l Law.* 1543, 1550 (2001).

6) Manning Gilbert Warren III, "Global Harmonization of Securities Laws: The Achievements of the European Communities," 31 *Harv. Int'l L.J.* 185 (1990).

7) *See, e.g.*, Roberta Romano, "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation," 107 *Yale L.J.* 2359 (1998); Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation," 71 *S. Cal. L. Rev.* 903 (1998).

8) Warren, *supra* note 6, at 211-212.

www.kci.go.kr

EU가 추진하는 통합계획(harmonization plan)이 기초하고 있는 접근법은 상호인정기준(mutual recognition approach)과 최소공시기준(minimum disclosure standards)이다.[9] 즉 EU는 관련 지침(Directives)[10]들을 통해 증권규제를 위한 최소한의 기준을 설정하고, 이 기준들이 각 회원국의 국내입법을 통해 채택되도록 하고 있다.[11] 물론 이상의 최소기준에 덧붙여 각 회원국들은 자국시장의 구체적 필요에 따라 좀 더 엄격한 공시요건을 자유롭게 추가할 수 있다.[12] 그리고 각 회원국은 최소기준을 충족하며 아울러 타국의 규제기관에 의해 승인된 발행기업의 공시서류를 상호인정원칙에 따라 인정하도록 요구된다.[13] 주의할 것은 앞서 언급하였듯이 각 회원국은 자국의 시장에만 엄격한 기준을 별도로 적용할 수는 있지만, 최소공시요건을 갖춘 타회원국의 발행기업이 작성한 공시서류를 받아들여야 한다는 점이다. 결국 이러한 최소기준원칙에 의해 회원국들이 받아들이는 모든 공시서류가 일정 수준을 갖추도록 확보되고, 이와 동시에 자국시장에 좀 더 엄격한 규제를 부과하는 회원국이라도 상호인정원칙에 의해 자국보다 낮은 수준의 공시규제를 하는 회원국의 공시서류를 받아들일 수 있게 된다.[14] 요컨대 EU의 통합계획은 통합 프로젝트의 중요 요소라 할 수 있는 공동성(commonality)과 상호성(reciprocity) 개념 양자를 일정한 정도로 받아들이고 있다고 할 수 있다.

(2) 증권의 발행 및 거래에 관한 지침들

EU 공동시장의 증권법으로 간주되는 지침들에는 회사법지침(Company Law Directives), 회사법회계지침(Company Law Accounting Directives), 증권거래소지침(Stock Exchange Directives), 뮤추얼펀드지침(Mutual Fund Directives) 등이 있다. 이 가운데 증권거래소지침

9) Howell E. Jackson & Eric J. Pan, "Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999 - Part 1," 56 *Bus. Law.* 653, 661 (2001).

10) 회원국에 적용되는 포괄적인 회사법과 증권규제법을 제정하기에 어려움이 많음을 인식한 EU는 회원국에 직접적으로 구속력이 있는 규제안을 입안하는 대신 정치적으로 좀 더 적합한 지침(Directives)을 제정하였다. 이러한 지침은 회원국들에게 일반적인 결과 달성만 요구함으로써 당해 지침이 각국의 국내법으로 입법되는데 충분한 시간과 재량을 부여하게 되었다.

11) Marc I. Steinberg & Lee E. Michaels, "Disclosure in Global Securities Offerings: Analysis of Jurisdictional Approaches, Commonality and Reciprocity," 20 *Mich. J. Int'l L.* 207, 256 (1999).

12) David Reid & Andrew Ballheimer, "The Legal Framework of the Securities Industry in the European Community Under the 1992 Program," 29 *Colum. J. Transnat'l L.* 103, 124 (1991); J. William Hicks, "Harmonization of Disclosure Standards for Cross-Border Share Offerings: Approaching an "International Passport" to Capital Markets?" 9 *Ind. J. Global Legal Stud.* 361, 367 (2002).

13) Uri Geiger, "Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market - A Proposal," 66 *Fordham L. Rev.* 1785, 1789 (1998).

14) Joel P. Trachtman, "Unilateralism, Bilateralism, Regionalism, Multilateralism, and Functionalism: A Comparison with Reference to Securities Regulation," 4 *Transnat'l L. & Contemp. Probs.* 69, 96 (1994).

www.kci.go.kr

에는 1970년대 말부터 1980년대 후반까지 제정된 여러 지침들이 포함되어 있는데, ① 공동시장 증권거래소를 위한 공동 상장기준을 정하고 있는 진입지침(Admission Directive),[15] ② 거래소 상장 이전에 상세한 정보신고서를 제출 및 공표할 것을 요구하는 상장명세지침(Listing Particulars Directive),[16] ③ 모든 상장회사에 대해 정기적인 보고요건을 부과하고 있는 중간보고서지침(Interim Reports Directive),[17] ④ 상장회사 증권의 취득과 처분에 대한 보고요건을 부과하는 대량주식보유지침(Major Shareholdings Directive)[18] 등이 그것이다.

이러한 최초의 증권관련 지침들은 매우 중요한 의미를 가지긴 하나 포괄적이지는 않았다. 1987년에 단일유럽의정서(the Single European Act)가 통과되고[19] 이후 1992년까지 역내시장 완성을 위한 노력은 괄목할만한 성과를 달성하면서 다시 여러 지침들이 채택되었는데, ① 상장 및 비상장 회사의 증권공모를 위한 공동시장 사업설명서에 대해 규정하는 사업설명서지침(Prospectus Directive),[20] ② 내부자거래에 대한 최초의 공동시장 규제에 대해 규정하는 내부자거래지침(Insider Trading Directive),[21] ③ 공동의 최소규제기준에 근거하여 각국의 허가요건을 상호인정할 것을 요구함으로써 투자은행이 모든 회원국의 증권거래소에 접근 가능하고 회원국내에서 영업활동을 할 수 있도록 하는 단일의 통행권(passport)을 채택하는 투자서비스지침(Investment Services Directive)[22] 등이 그것이다. 이 가운데 투자서비스지침에 의해 제정된 단일통행권은 EU 증권시장의 새로운 "헌법(constitution)"으로서,[23] 유럽연합내의 시장구조를 재구성하는데 가장 영향력이 있는 것으로 입증되었다.[24]

---

15) Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 Coordinating the Conditions for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing, 1979 O.J. (L 66).

16) Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 Coordinating the Requirements for the Drawing Up, Scrutiny and Distribution of the Listing Particulars to be Published for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing, 1980 O.J. (L 100).

17) Council Directive 82/121/EEC of 15 February 1982 on Information to Be Published on a Regular Basis by Companies the Shares of Which Have Been Admitted to Official Stock-Exchange Listing, 1982 O.J. (L 48).

18) Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the Information to Be Published When a Major Holding in a Listed Company is Acquired or Disposed of, 1988 O.J. (L 348).

19) Single European Act, June 29, 1987, O.J. (L 169) (1987).

20) Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 Coordinating the Requirements for the Drawing-Up, Scrutiny and Distribution of the Prospectus to be Published When Transferable Securities are Offered to the Public, 1989 O.J. (L 124).

21) Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 Coordinating Regulations on Insider Dealing, 1989 O.J. (L 334).

22) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Services in the Securities Field, 1993 O.J. (L 141).

23) *See* Paul Arlman, Secretary General, Federation of European Securities Exchanges (FESE), Assessing the Direction of (Stock) Exchanges in a Trading Climate of Competition and Consolidation: the Importance of EU Legislation (Apr. 17, 2002); FESE, Second Report and Recommendations on European Regulatory Structures 12 (Jan. 2001).

www.kci.go.kr

1992년 이후에도 EU는 유럽 증권법의 중요한 일부를 이루는 다수의 기타 지침들을 채택하였다. 이러한 지침들 가운데 투자은행에 적용될 뿐만 아니라 은행의 포트폴리오 장부 혹은 거래장부에도 적용되는 최소자본요건(minimum capital requirements)을 정하는 지침이 있다.[25] 이 지침은 투자서비스지침과 동시에 채택되었으며 또한 투자서비스지침과 밀접하게 관련되어 있다. 그리고 투자자보상기구지침(Investor Compensation Schemes Directive)은 각 회원국으로 하여금 적어도 하나의 투자자보상기구를 설치할 것을 요구하고 또한 투자은행으로 하여금 당해 기구에 참여하지 않는다면 당해 회원국에서 영업활동을 할 수 없도록 금지함으로써 투자서비스지침을 보완하였다.[26] 이에 덧붙여 결제완결성지침(Settlement Finality Directive)이[27] 채택되어 국경간 지급(cross-border payment)과 증권협정(securities arrangement)이 효율적으로 운용되고 아울러 비용이 절감되도록 하는 EU의 최초 시도가 되었다.[28]

2001년에 들어 공동시장 증권거래소를 위한 입법구조를 단순화하기 위하여 앞서 살펴본 증권거래소지침들은 2001년 단일 지침(2001/34/EC)에 의해 통합되었다.[29] 즉 2001/34/EC 지침은 상장진입지침(Listing Admission Directive),[30] 중간보고서지침(Interim Reports Directive),[31] 주식대량보유지침(Major Shareholdings Directive)[32]을 하나의 지침으로 구성하였고, 그 적용범위를 정의하기 위하여 이전 지침들을 참조하였다.[33] 그리고 2003년에 다시 EU는 "증

24) 투자서비스지침은 증권회사에게 설립국의 허가가 없더라도 국경을 넘어서는 서비스를 제공할 능력을 부여함으로써, 한 회원국내에서 활동하는 증권회사가 고객을 위해 모든 EU의 거래소에서 증권거래를 가능하게 하는 국경간 연결망을 촉진시켰다. 이러한 효과로 발행기업들은 복수의 거래소에 상장할 필요가 없어지게 되었고, 따라서 상호 승인된 상장항목의 혜택을 상당부분 감소시키게 되었다. Jackson & Pan, *supra* note 9, at 653.

25) Council Directive 93/6/EEC of the European Parliament and of the Council of 15 March 1993 on the Capital Adequacy of Investments Firms and Credit Institutions, 1993 O.J. (L 141).

26) Council Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on Investor-Compensation Schemes, 1997 O.J. (L 84).

27) 결제의 완결성(settlement finality)이란 지급결제제도 참가 금융기관의 이체지시에 따라 동 제도를 통해 이뤄지는 결제는 어떠한 상황이나 법률에 의해서도 취소가 불가능(irrevocable)하고 지급결제제도가 정하는 절차에 따라 무조건적(unconditional)으로 이루어져야 함을 의미한다. <http://news.naver.com/news/read.php?mode=LOD&office_id=018&article_id=0000230400>

28) Council Directive 98/26/EC of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems, 1998 O.J. (L 166).

29) Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing and on Information to be Published on Those Securities, 2001 O.J. (L 184).

30) Council Directive 79/279, 1979 O.J. (L 66) 21 (EEC), amended by Council Directive 82/148, 1982 O.J. (L 62) 22 (EEC).

31) Council Directive 82/121, 1982 O.J. (L 48) 26-29 (EEC).

32) Council Directive 88/627, 1988 O.J. (L 348) 62-65 (1988) (EEC).

33) Council Directive 2001/34, para. 1, 2001 O.J. (L 184) 36 (EC)는 다음과 같이 규정하고 있다: "Annex II Part A에 나열된 법률에 의해 수정된 지침 79/279/EEC, 80/390/EEC, 82/121/EEC, 88/627/EEC는 폐지된다. . . . 2. 폐지된 지침에 대한 참조는 이 지침에 대한 참조로서 해석되어야 한다." *Id.*

권의 공모 또는 상장시 공표되는 사업설명서에 관한(On the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public of Admitted to Trading)" 新사업설명서지침(Prospectus Directive)을 발하여 2001/34/EC 지침을 수정하였다.[34] 그리고 新사업설명서지침(2003/71/EC)에 뒤이어 동 사업설명서에 나열되어야 하는 정보를 명확하게 구체화하는 시행규정이 제정되었다.[35] 2003년의 新사업설명서지침은[36] 상장명세지침(Listing Particulars Directive)[37]과 공모사업설명서지침(Public Offer Prospectus Directive)[38]으로 이루어져 있다. 따라서 2003/71/EC 지침과 2001/34/EC 지침을 이해하기 위해서는 이전 지침들을 알고 있어야 하며, 결국 새로운 지침은 본질적으로 이전 지침들을 재구성하고 개선하는 것이다.

3. 국제적 단계의 공시규정의 통합

근래에 들어 증권규제통합에 관한 국제적인 관심이 높아지고 있으며 이러한 발전을 주도하고 있는 주요 기구는 IOSCO이다. IOSCO는 국제적으로 합의된 높은 수준의 통일적 규제기준을 제정할 주요 목적을 가지고 각국의 규제기관들 사이에서 협력을 조정하는 세계적인 기구이다.

IOSCO는 1998년 9월 "외국 발행인의 역외공모와 최초상장에 관한 국제공시기준(International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers: 이하 "IDS")"으로 알려진 비재무 관련 공시요건을 채택하였다. IDS는 16개국의 증권규제기구로 구성된 IOSCO의 Technical Committee에 의해 준비되었다.[39] IDS로 인해 발행기업들은 "국제통행권(international passport)"으로 기능하는 단일 공시서류를 이용하여 복수의 국가에서 동시에 자본조달과 상장을 할 수 있게 될 것이다.[40] IDS는 회원국들의 국내입법을 통해 이행될 예정이며, 미국의 SEC는 외국발행인과 관련하여 IDS를 연방증권법의 일부로 채택하였다.[41] 2000년 5월에 유럽증권위원회포럼(Forum of European Securities

34) Council Directive 2003/71, 2003 O.J. (L.345) 64-89 (EC).

35) Commission Regulation 809/2004, 2004 O.J. (L 149) 1 (EC).

36) Council Directive 2003/71, preamble, 2003 O.J. (L 345) 64 (EC).

37) Council Directive 80/390, 1980 O.J. (L 100) 1-26 (EEC).

38) Council Directive 89/298, 1989 O.J. (L 124) 8-15 (EEC).

39) A.A. Sommer, Jr., "IOSCO: Its Mission and Achievement," 17 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 15 (1996). 자세히는 "International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, Report of the Technical Committee," September 1998, online: IOSCO - Documents Library <http://www.iosco.org/library/index.cfm?whereami=pubdocs> [hereinafter IDS Report] 참조.

40) "IOSCO Announces the Release of Four Documents of Vital Interests to Securities Regulators and Market Participants," IOSCO Press Release (May 1998), online: IOSCO Press Releases <http://www.iosco.org/news>.

www.kci.go.kr

Commissions: FESCO)도 유럽연합내 역외공모를 촉진하기 위해 IOSCO의 제안을 지역단위로 적용하여 주요 증권공시서류의 통합을 시도하였다.

국제통행권에 대하여 IOSCO가 갖는 비전의 핵심은 다음과 같다. 즉 역외증권공모를 원하는 발행기업은 IDS를 반영하는 단일사업설명서(single prospectus)를 준비하기만 하면 되고, 이 단일사업설명서는 다국적 공모에 포함된 국가 가운데 어느 한 국가의 규제기관의 심사를 거친 뒤 발행기업이 증권을 매각하고자 하는 기타 모든 국가들에 의해 인정을 받는다는 것이다. 요컨대 IOSCO의 제안은 공동의 공시기준을 공표함으로써 공동성(commonality)의 개념을 명시적으로 표명하고 있으며, 아울러 각국의 규제기관에 의한 공시기준의 상호인정을 통해 상호성(reciprocity) 개념도 묵시적으로 지지하고 있다.

2005년에 IOSCO는 "외국 발행인의 채무증권의 역외공모와 상장에 관한 국제공시원칙(International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers: 이하 "IDP")"을 마련하여 발행회사들의 국제적 사채발행에 대한 실질적인 공시 원칙을 제안하였다. IDP는 IDS에 뒤따른 보완적인 조치인데, "기준(standards)"의 형식 대신 "원칙(principles)"의 형식을 이용함으로써 각국의 증권규제 당국이 좀 더 유연하게 당해 제안을 적용할 수 있도록 하였다.

향후 각국의 규제기관들이 비재무 관련 공시기준인 IDS와 사채발행 관련원칙인 IDP를 채택하게 되면 발행기업들이 복수의 국가에서 받아들여지는 하나의 공시서류를 이용할 수 있음으로 인해 국경간 공모가 촉진될 것이 기대된다. 이와 동시에 높은 수준의 공시기준인 IOSCO 공시기준의 이용을 통해 적절한 투자자보호가 확보될 것이 예상된다.

Ⅲ. 국제적으로 통용될 수 있는 증권공시기준

위에서 살펴본 현재까지의 공시규제관련 국제적 움직임은 EU 모델과 IOSCO 모델로 크게 양분할 수 있을 것이다. 최소기준 및 상호인정기준을 바탕으로 하는 EU 모델과 통일적 공시규정의 시행을 목적으로 하는 IOSCO 모델은 양자 모두 국제적 증권공시규제의 방법으로 최선의 것이라고는 보기 어려운 점이 있지만,[42] 한편으로 각각 장점을 가지고 있는 것도 사실

41) Hicks, *supra* note 12, at 369.

42) 통일적 증권규제를 주장하는 입장에서 볼 때 EU의 접근법은 개개 EU 회원국에게 최소기준에 더해서 좀 더 엄격한 요건을 부과할 자유를 부여함으로써 규제기준의 획일성(uniformity of standards) 확보를 파괴할 가능성이 잠재되어 있다는 비판을 받을 수 있다. 또한 각 규제조항의 조정 및 집행을 위한 중앙기구가 존재하지 않음으로 인해 통합계획의 유효성에도 문제가 있다는 지적을 받는다. IOSCO의 모델은 통일적 기준의 시행을 목적으로 하고 있기 때문에 규제적 경쟁(regulatory competition)을 옹호하

이다. 따라서 머리말에서 지적하였듯이 국제적 증권시장의 공시규제를 위한 가장 현실적인 방안은 높은 수준의 증권공시기준을 마련한 뒤 각국의 규제기관들로 하여금 이러한 기준 내에서 자국의 공시규정을 개정하도록 하는 것이겠지만, 이러한 국제적 공시기준의 제정에 EU와 IOSCO의 접근법을 참조할 수 있을 것이다.

아래에서는 국제적으로 통용될 수 있는 공시기준의 제정과 관련된 기본적 문제를 살펴보기로 한다. 우선 국제시장에서 적용되는 증권공시기준의 제정에 앞서 사전적 문제로서, 국제화된 자본시장에서의 공시규정 조화를 위해 호혜주의(reciprocity)를 채택할 것인가 아니면 공동주의(commonality)적 입장에서 접근할 것인가를 결정할 필요가 있다.[43] 그리고 향후 마련될 국제적인 공시기준의 가장 핵심적인 역할을 담당할 국제사업설명서의 적용범위 및 구조와 그 심사절차를 고찰한다. 그리고 국제적으로 통용될 수 있는 공시기준의 제정 및 변경에 대한 사항을 조정하고 아울러 관련된 분쟁해결을 담당할 기구에 대하여 살펴본다.

1. 호혜주의 혹은 공동주의

국제화된 자본시장에서 각국의 공시관련규정을 조화시키고자 할 때 일반적으로 이용 가능한 두 가지 형태의 법적 질서가 존재하는데, 호혜주의(reciprocity)와 공동주의(commonality)가 그것이다.[44] 호혜주의 접근법은 타국가의 법규 존중에 그 기초를 둔다. 즉 호혜주의에 따른 공시규제에 참여한 국가들은 특정국가의 발행기업이 작성한 공모관련서류가 타국에서의 공모시에도 받아들여질 것이라는 점에 합의하여야 한다.[45] 이러한 호혜주의는 일반적으로 참여국가들 사이에 강한 경제적 연계가 존재하는 상황에서 채택 가능하다.[46] 이와 달리 공동주의 접근법에 따라 공시관련규정을 조화시키고자 하는 경우에는 참여국가들이 자국의 공시규정을 타국의 규정과 실질적으로 동일한 것으로 변경하거나 대체하는 절차를 거쳐야 한다.[47]

호혜주의 접근법은 참여국가들에게 타국의 공시요건에 따라 작성된 공시서류의 승인만을 요구하므로 그 이행이 비교적 용이한 것으로 간주된다.[48] 그러나 최소기준이 정해지지 않은

는 입장에서 보면 비난을 면하기 어렵게 된다.

43) SEC가 MJDS를 시작할 때에도 이와 비슷한 유형을 따랐다. 즉 SEC는 첫 단계로 다국적 공모를 촉진하기 위한 두 개의 접근방법, 즉 상호적 접근방법(reciprocal approach)과 공동사업설명서 접근방법(common prospectus approach)에 대한 의견을 요구하는 release를 공표하였다. *See* Facilitation of Multinational Securities Offering, Securities Act Release No. 6568, [1984-1985 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,743, at 87,318 (Feb. 28, 1985) [hereinafter Multinational Offerings Release].

44) Warren, *supra* note 6, at 191.

45) Multinational Offerings Release, *supra* note 43, at 87,322.

46) James D. Cox, "Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition," 55 *Law & Contemp. Probs.* 157, 179 (1992); Warren, *supra* note 6, at 191-93.

47) Warren, *supra* note 6, at 191-92.

www.kci.go.kr

상황에서 순수한 형태의 호혜주의 시행은 대부분의 국가에서 받아들여지지 않을 가능성이 크다. 예컨대 아직 증권시장의 발전이 미미하고 규제체계가 잘 갖추어지지 않은 제3국가의 공시요건에 근거해 작성된 사업설명서를 우리나라의 증권규제당국이 그대로 받아들일 것이라고 기대하기는 매우 어렵다. 이러한 문제는 앞서 살펴본 미국과 캐나다간에 이루어진 MJDS의 경험에서 분명하게 드러난다. 당시 미국과 캐나다 사이에는 비교적 강한 경제적 연대가 존재하였음에도 불구하고[49] 현존하는 원칙을 수정하여 MJDS를 시행하기 위해 6년이라는 장기간의 협상이 요구되었다고 한다. 더욱이 캐나다와 미국은 MJDS 채택 이전에 이미 유사한 공시체계를 보유하고 있었음에도 불구하고 MJDS 협상 과정 중에 캐나다의 공시체계는 중요한 변화를 겪었고, 결국 캐나다의 규제기관은 실질적으로 미국의 공시기준과 동일한 새로운 공시규칙을 채택하였다.[50] 이 점은 특히 주목할 만한데, 왜냐하면 MJDS는 비록 형식적으로는 호혜주의에 바탕을 두었지만 그 시행 이전에 양국의 규제기준 사이에는 상당한 수렴이 이루어짐으로써 실제로는 공동주의 접근법에 기초를 두게 되었기 때문이다. 결국 순수한 상호주의 접근법이 제대로 기능하려면 사전적으로 참여국가들의 규제기준에 상당 부분 공통점이 존재해야 한다는 것을 알 수 있다.

호혜주의 시행을 통한 공시관련규정의 조화를 꾀할 때 발생하는 또 다른 문제는 만약 각국의 공시규정 사이에 실질적으로 규제의 공통분모가 존재하지 않는다면 투자기회의 비교 가능성이 증진되지 않을 수 있다는 점이다. 예컨대 특정국이 호혜주의에 기초하여 다수의 국가들과 공시서류의 승인에 관한 협정을 맺는다면 각기 다른 수준의 사업설명서를 가진 다양한 발행기업들이 당해 특정국가의 시장에 진입할 수 있게 된다. 그러나 다수 국가의 다양한 공시기준이 최소한의 공통점도 없이 하나의 시장에서 모두 받아들여진다면 투자자들의 입장에서 투자기회를 비교하기가 매우 어려워질 것이다. 이렇듯 각국의 공시규제 사이에 존재하는 불일치가 최소화되지 않음으로써 투자기회의 비교가능성이 부재하게 되면 자본의 효율적 흐름이 방해받게 될 가능성이 크다.[51]

이상 국제화된 자본시장에서의 실질적인 공시관련규정 조화의 방법으로 호혜주의적 접근법의 이용은 한계가 있음을 알 수 있다. 따라서 국제시장에서의 공시규정 조화를 위해서는 공동주의 접근법을 채택하는 것이 좀 더 타당할 것으로 결론지을 수 있다. 즉 공동주의에 기초하

48) Multinational Offerings Release, supra note 43, at 87,323.

49) MJDS는 양국의 공시, 회계, 집행 관련기준에 있어서 상당한 정도의 수렴(convergence)이 이루어졌다는 전제를 기초로 한 것이었다. Steinberg & Michaels, *supra* note 11, at 252.

50) Geiger, *supra* note 13, at 1792.

51) *The IASC-U.S. Comparison Project: A Report on the Similarities and Differences Between IASC Standards and U.S. GAAP* 4 (Carrie Bloomer ed., 1996) [hereinafter IASC-U.S. Comparison Project].

www.kci.go.kr

여 규제적 공통분모를 갖는 높은 수준의 국제적 공시기준을 마련한 뒤, 이러한 공동의 최적기준을 바탕으로 각국의 규제기관들이 자국의 공시규정을 개정함으로써 국제화된 자본시장에서 공시규정의 조화를 이루어야 한다는 것이다.

이러한 공동주의 채택을 통해 얻는 장점은 규칙의 표준화로 인해 규모의 경제가 발생할 수 있다는 것이다. 즉 국제적 공시기준을 바탕으로 한 국내법의 개정을 통해 다수의 국가가 수준 높은 유사 공시기준을 갖추게 되면 투자자, 증권분석가, 회계사, 법률가들은 복수의 상이한 공시체계가 아닌 실질적으로 단일의 공시체계만을 숙지하면 되므로 관련 비용의 절감을 얻을 수 있다. 물론 각 국가는 자국시장의 특성을 반영하기 위해 공시기준에 약간의 변형을 가할 수 있을 것이다. 그럼에도 불구하고 실질적으로는 동일한 사업설명서의 이용으로 인해 상이한 시장에서 발행기업에 대한 좀 더 체계적인 비교가 가능할 것이고, 궁극적으로 국제시장이 효율적인 자본시장으로 기능할 수 있을 것이다.[52] 또한 실질적으로 동일한 사업설명서는 추가적 공모와 발행증권의 거래에 이용될 수 있는 다양한 국제적 데이터베이스의 개발을 가능하게 할 것이다.[53]

2. 국제증권시장에서 이용되는 사업설명서

(1) 국제사업설명서의 적용범위 및 구조

증권공모가 이루어질 때 청약의 권유를 위하여 투자자에게 제공되는 사업설명서는 발행기업과 관련된 정보의 공시라는 중요한 기능을 수행한다. 따라서 국제적 공시기준의 제정에 있어 핵심은 국제적 증권공모에 이용되는 사업설명서, 즉 국제사업설명서가 될 것이다. 발행기업들은 국제적 증권공모를 위해 각각 자국법에 따른 사업설명서를 준비할 터인데, 만약 당해 국가들이 모두 국제적 공시기준에 근거하여 자국의 기준을 개정한 상태라면 발행기업들이 작성한 사업설명서들은 약간의 차이는 있을지라도 실질적으로 동일한 형식의 국제사업설명서라고 하겠다. 이러한 국제사업설명서는 주로 국제적인 증권공모에 이용되겠지만, 이와 관련하여 발행기업의 편의를 위해 동 사업설명서가 국내시장에서의 공모에도 이용될 수 있도록 할 필요가 있는가의 문제가 존재한다. 달리 말하면 국제적 공시기준의 적용 범위와 연계하여 국제적 공시기준이 순수하게 국내모집인 경우도 포함하여 모든 증권공모에 기초가 되어야 하는가 아니면 다국적 공모(multinational offering)에만[54] 관여해야 하는가의 여부이다.

---

52) Richard C. Breeden, "Foreign Companies and U.S. Securities Markets in a Time of Economic Transformation," 17 *Fordham Int'l L.J.* S77, S88-S89 (1994).

53) Multinational Offerings Release, supra note 43, at 87,323.

54) "다국적 공모(multinational offering)"란 발행기업의 모국시장이 아닌 하나 이상의 타 시장에서 시행되는 증권공모나 상장을 가리킨다.

www.kci.go.kr

IOSCO가 제안하는 국제공시기준인 IDS는 후자의 입장에서 IDS가 다국적 공모에만 이용될 것을 제안하고 있다.[55] 그러나 발행기업 및 투자자 양자의 입장에서 볼 때 이러한 후자의 접근방법은 전자보다 이익이 적을 수 있다. 전자의 경우 우선 발행기업의 입장에서는 사실상 모든 증권공모에 동일한 국제적 공시기준이 적용됨으로써 거래비용을 더욱 절감할 수 있게 된다. 즉 국내모집과 국제모집 양자에 동일한 서류를 이용할 수 있음으로 인해 증권의 공모에서 발생하는 비용을 현저히 줄일 수 있을 것이다. 더욱이 발행기업은 국내시장과 외국시장에서 동일한 공시기준의 적용을 받음으로써 정기공시 및 수시공시와 관련한 비용도 계속 절감할 수 있게 된다. 이와 달리 국내모집과 다국적 모집에 상이한 기준을 이용해야 하는 후자의 경우라면 자국시장 밖에서 증권을 공모하는 발행기업은 복합적인 공시비용을 감수해야 할 것이다. 이렇게 되면 예컨대 미국과 같이 국내기준이 국제기준보다 더 엄격한 국가의 발행기업들은 경쟁적 열위에 놓이게 될 것이다. 또한 국내기준과 국제기준이 상이함으로 인해 국내공시에 기초한 간이식 등록절차(a short form registration procedure)를 다국적 공모시에 이용할 수 없을 것이다.[56] 요컨대 실질적으로 하나의 사업설명서를 이용하여 국내공모와 국제공모 모두를 할 수 있다면 발행기업의 입장에서는 비용절감의 측면에서 유리한 점이 있으며, 설령 경우에 따라 사업설명서의 기재 언어가 변경된다든지 동 서류에 포함되는 내용에 약간의 첨삭이 있을 수 있겠지만 그 변경 분량이 최소화됨으로 인해 그 만큼 편익을 누리게 되는 효과가 있다.

투자자의 입장에서 보더라도 국제적 공시기준에 기초한 국제사업설명서를 이용하는 외국회사와 국내공시기준에 기초한 사업설명서를 이용하는 국내회사에 적용되는 공시기준이 다름으로 인해 이들 회사간의 효과적인 비교가 불가능해진다. 즉 투자자들은 외국회사와 국내회사가 각기 제공하는 정보의 질적 차이점을 가려내는데 어려움을 겪게 될 것이며,[57] 또한 투자대상회사의 위험-수익 특성을 비교하는데 방해를 받을 것이다.[58] 더욱이 국제적 공시기준이 다국적 공모에만 이용된다면 투자자들은 외국시장에 투자를 하는 경우 수많은 형식의 공시서류에 익숙해져야 할 것이다. 이와 달리 모든 시장에서 실질적으로 동일한 공시서류가 이용된다면 규모의 경제가 창출될 것이며, 비교가능성이 증진되고, 좀 더 효율적인 자본분배가 이루어질 것이다.

이렇듯 국제적 공시기준이 국내공모와 다국적 공모 양자에 모두 이용될 수 있도록 하는 것이 바람직하다면, 이를 위해 국제사업설명서를 두 부분으로 구성하는 방법을 생각할 수 있

55) *See* IDS Report, *supra* note 39, at 3.

56) 국내공시에 기초한 간이식 역외등록절차(a short form cross-border registration procedure)는 1994년에 EU에서 채택되었다. *See* Council Directive No. 94/18, 1994 O.J. (L 135) 1.

57) IASC-U.S. Comparison Project, *supra* note 51, at 5.

58) Breeden, *supra* note 52, at S88-S89.

www.kci.go.kr

다.[59] 예컨대 기본서식(Basic Form)으로 한 부분을 구성하여 외국시장에서의 증권 모집이나 상장을 하지 않는 회사가 이를 이용하도록 할 수 있다. 그리고 국제서식(Global Form)으로 나머지 한 부분을 구성하여 다국적 공모시 이를 이용하도록 할 수 있을 것이다. 기본서식에는 발행기업의 영업, 경영, 증권에 대한 완전한 설명과 공모에 대한 상세 내용을 포함시키고, 아울러 국제회계기준(International Accounting Standards: IAS)에 따라 작성된 재무제표를 포함시킬 수 있을 것이다. 다국적 공모를 위해 발행기업이 사용하게 될 국제서식은 앞서 언급한 기본서식을 공모가 시행될 각국 시장의 언어로 번역한 번역본이 그 주된 내용이 될 것이다. 추가로 국제서식에는 공모가 시행되는 각국 시장의 투자자들이 발행기업의 모국시장에 투자한 투자상황에 대한 구체적 정보 및 기본서식의 효력발생일 이후 나타난 발행기업의 지위상 중요한 변화에 대한 구체적 정보가 포함되도록 할 수 있다.[60]

(2) 국제사업설명서의 심사절차

이상의 국제사업설명서를 작성하여 발행기업이 다국적 증권공모를 시도하더라도 현행 규제체계 하에서는 동 사업설명서가 최종적으로 증권공모가 이루어지는 국가의 심사를 거쳐야 한다. 그런데 국제사업설명서의 이용으로 인한 혜택을 1백 퍼센트 누리려면 국제사업설명서에 대한 참여국간의 심사절차를 조정할 필요가 있다. 증권이 공모되는 각 국가마다 동일한 공시서류를 개별적으로 심사하여 허가하는 것은 복잡하고도 비현실적이다. 즉 다국적 공모에 수반되는 다중의 심사절차는 공모절차를 늦추고 비용을 수반함으로써 효율적인 증권공모의 실현에 방해가 될 것이다.

따라서 이러한 개별적인 심사절차 대신 각국은 단일 국가를 지정하거나 혹은 자격을 갖춘 심사기관을 지정하여 국제사업설명서 심사권한을 위임하는 방법을 생각할 수 있다. 이와 관련하여 우선 앞서 살펴본 IOSCO의 접근법이 하나의 해결책이 될 수 있다. IOSCO에 의하면, 역외증권공모를 원하는 발행기업이 IDS를 반영한 단일사업설명서(single prospectus)를 작성하면 이를 다국적 공모에 포함된 한 국가가 심사를 하고, 이후 발행기업은 승인된 사업설명서를 이용하여 모든 참여국가에서 공모를 할 수 있게 된다. 이러한 IOSCO의 접근법은 심사절차를 간이화하는 적절한 방법이지만, 한 가지 단점은 심사를 담당하는 국가가 타국의 발행기업의 상황에 정통하여 관련 사항을 신속·정확하게 파악하기가 어렵다는 것이다.

심사절차를 단순화하기 위한 또 다른 방법으로는 각국이 자격을 갖춘 국내기관을 지정하여 국제사업설명서를 심사할 권한을 위임하는 것을 생각할 수 있다. 심사권한을 위임받은 각국의 국내 심사기관은 당해 국가의 발행기업이 제출하는 모든 사업설명서를 심사하게 되며, 비록

59) Geiger, *supra* note 13, at 1799.
60) *Id.*

www.kci.go.kr

특정 발행기업이 국내공모는 하지 않은 채 순수하게 역외공모를 하는 경우에도 마찬가지로 심사권한을 행사할 수 있을 것이다. 물론 이 경우 각국의 심사기관들은 동일한 기준을 적용하여 심사절차를 진행할 것이 전제되어야 할 것이다. 이렇듯 각국의 국내 심사기관이 동일한 기준하에 심사절차를 시행함으로써 얻는 이점은 다음과 같은 것을 들 수 있다. 첫째, 외국기관보다 지역기관이 자국의 기업 운영에 대해 더 많은 경험과 더 나은 이해력을 갖고 있으므로 공시서류의 정확한 심사를 꾀할 수 있다. 둘째, 지역기관이 자국의 발행기업에 대해 접근성이 더 좋기 때문에 지역기관에 의한 공시서류의 인가가 더욱 신속하고 저렴하게 이루어질 수 있다.

단일 심사절차를 채택하는 경우에 심사 국가 혹은 자격을 갖춘 기관이 심사하고 허가한 기본서식은 허가 후 일정 기간(예컨대 3개월) 동안 모든 참여국에서 이루어지는 공모에서 이용되는 것으로 할 수 있을 것이다. 국제서식의 경우에, 발행기업은 동 서식이 공모시장에서 효력을 발생하기 전까지 기본서식의 허가일로부터 발생한 중요한 변화를 공시하여야 할 것이다.[61] 필요에 따라 국제서식과 기본서식의 번역본에 추가된 정보는 각 공모시장을 관장하는 기관에 의해 심사를 받도록 할 수도 있을 것이다.[62]

단일 국가나 단일 기관에 의한 심사절차를 채택함으로써 발생할 수 있는 문제가 존재한다. 비록 단일 심사절차에서는 개별 국가 또는 개별 기관이 동일한 기준에 근거하여 심사절차를 진행하는 것을 전제한다 하더라도, 규제 선진국들의 입장에서 비교적 느슨한 규제를 하고 있는 국가 또는 개별 심사기관의 심사를 신뢰하지 않으려 할 수도 있다는 점이다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 사업설명서의 심사를 담당한 국가나 심사 기관이 국제기준을 따르지 않는다거나 혹은 공시서류 제출에 문제가 있다고 믿을만한 합리적인 근거가 있는 경우에는 자국의 규제기관으로 하여금 재차 국제사업설명서의 전면적 심사를 하도록 요구할 권리를 각 참여국에게 부여하는 방안을 도입할 수 있을 것이다. 특별히 이러한 안전 메커니즘이 요구되는 이유는 규제 선진국들이 자신의 관할 내에서 이용되는 공시서류를 심사할 권한 모두를 완전히 포기할 것이라고 기대할 수는 없기 때문이다.[63] 국제사업설명서의 적용, 해석, 심사절차와 관련한 분쟁은 다음에서 살펴보는 국제조정기관에 의한 분쟁해결 메커니즘에 따라 해결될 것이다.

3. 국제적 증권공시기준과 국제조정기관

(1) 국제조정기관과 그 필요성

61) *Id.* at 1800.
62) *Id.*
63) *Id.*

www.kci.go.kr

위에서 살펴본 국제사업설명서를 핵심으로 하는 국제적 공시기준을 마련하기 위해서는 이를 담당할 국제기관이 필요하다. 그리고 이러한 국제기관은 국제적 공시기준의 제정과 더불어 동 기준의 해석이나 관련된 분쟁해결의 역할도 담당하게 될 것이다. 이상의 기능을 담당할 국제기관을 이 글에서는 국제조정기관이라고 부르기로 한다.

사실 국제조정기관과 같은 공동기관은 일반적으로 어떠한 국제경제기구에서도 필요로 하는 기관구조일 것이다.[64] 공동기관은 통상 세 가지 기본 권한을 보유하는데, ① 공동기준을 개발하고 향후 상황에 따른 변화 및 개정을 위해 요구되는 의사결정권한(decision-making powers), ② 공동기준의 이행 확보에 필요한 감독권한(monitoring powers), ③ 의견의 불일치를 해결하고 통일적인 해석을 확보하기 위한 분쟁해결권한(dispute-resolution powers)이 그것이다.[65] 통합이론을 따르는 입장에서는 경제적 통합의 촉진을 위한 중요한 변수의 하나로서 국제조정기관과 같은 존재의 필요성을 인정한다.[66] 국제조정기관과 같은 기관구조에 대한 필요는 EU 통합계획의 경험을 통해 강조된다. 일부 견해에 의하면 EU 통합계획의 이행감독에 전력을 기울일 기관구조가 없다는 것이 통합계획의 가장 큰 취약점 중의 하나이며, 이로 인해 통합기준의 일관성 없는 해석 및 이행이 이루어진다고 한다.[67]

물론 이 글에서 제안하는 국제적으로 통용될 수 있는 공시기준은 획일적 채택이 강제되는 것을 예상하지 아니하므로 동 기준의 이행을 감시하고 강제하는 감독권한은 국제조정기관에게 주어지지 않는다고 하겠다. 또한 이 글에서 말하는 국제조정기관은 각국의 국내시장 감독과 관련하여 국내규제기관을 대체하지 않는다. 국내규제기관은 계속해서 필요한 경우 공시서류를 심사하고, 국제공시기준에 따라 개정된 국내법을 집행하며, 투자자보호를 하게 될 것이다. 이러한 점에서 국내규제기관 및 투자자는 국제적 공시기준을 반영한 국내법이 허용하는 한도 내에서 공시의무를 위반한 발행인을 상대로 소를 제기할 수 있을 것이다. 국내규제기관들은 국제조정기관 구조내에서의 역할과 함께 계속해서 국내시장의 감시권한을 유지하며 심사기능을 수행할 것이다.

---

64) John P. Fitzpatrick, "The Future of the North American Free Trade Agreement: A Comparative Analysis of the Role of Regional Economic Institutions and the Harmonization of Law in North America and Western Europe," 19 *Hous. J. Int'l L.* 1, 6 (1996) (법체계를 개발하고 통합하며 아울러 법준수를 집행할 권한을 가진 기관에 대한 필요를 설명).

65) *Id.* at 23.

66) Winfried Lang, "Institutional Development and Linkages - A Response, in Creating a European Economic Space: Legal Aspects of EC-EFTA Relations," 105, 105 (Mary Robinson & Jantien Findlater eds., 1989).

67) EU는 별도의 의사결정기관과 사법기관을 가지고 있다. 그러나 EU통합계획의 이행과 집행을 감독하기 위해 지정된 기관은 존재하지 않는다. Dominick Lasok & John W. Bridge, *Law and Institutions of the European Communities* (5th ed. 1991).

www.kci.go.kr

(2) 국제조정기관으로서의 IOSCO

현실적인 문제로서 국제조정기관의 역할을 누가 담당할 것인가는 매우 중요하다. 현재 국제조정기관으로서 국제적 공시기준을 마련하고 동 기준의 해석 및 관련된 분쟁해결의 역할을 담당할 가장 유력한 적임자로 거론될 수 있는 후보는 IOSCO이다.[68] IOSCO의 제한된 권한 및 구조, 취약한 의사결정 메커니즘으로 인해 현재 상태로는 국제조정기관의 역할을 담당하기에는 부적합하다는 견해도 있을 수 있지만, 국제증권규제에 관한 가장 영향력 있는 민간단체인 IOSCO는 공시기준에 대한 각국의 이해관계를 조절할 실제적 기회를 가진 유일한 단체라고 할 수 있다. 따라서 IOSCO가 지금까지 마련한 IDS와 IDP를 비롯하여 향후 각국의 증권규제기관들과 협력하여 지속적으로 추진할 공시관련규정의 통합 시도는 국제자본시장에서 통용될 수 있는 공시기준의 탄생에 큰 견인차 역할을 할 것으로 생각된다.

국제조정기관으로서의 역할을 IOSCO가 담당하게 된다면 몇 가지 고려할 점들이 있다. 첫째, 공동기준의 획일적 적용 및 상호인정을 제안하고 있는 현행 IOSCO 모델은 각 국가에 의한 공동기준의 변형 가능성을 인정하지 않는다는 점이다. 즉 IOSCO는 발행기업이 "국제통행권(international passport)"으로 기능하는 단일 공시서류를 이용하여 복수의 국가에서 동시에 자본조달 및 상장을 가능하게 할 것을 제안하지만, 개개 국가에게 추가로 공동기준에 더해서 좀 더 엄격한 요건을 부과할 자유를 부여하지는 않는 것으로 보인다. 이는 규제기준의 획일성(uniformity of standards) 확보라는 목적을 달성하기 위한 것으로 보이지만, 현실적으로 각 나라의 시장 성숙도, 역사, 문화, 기업조건, 규제 접근법 등에는 많은 차이가 존재한다. 따라서 향후 IOSCO를 중심으로 국제적 공시기준이 마련되고 이를 바탕으로 각 국가들이 국내법을 개정하더라도 이들 국가들에게 어느 정도 변경의 재량권이 인정되어야 할 것이다.

이러한 점을 생각하면 국제적으로 통용될 수 있는 공시기준의 확립에 있어서 EU의 접근법이 참조될 수 있을 것이다. EU의 접근법은 개개 EU 회원국에게 최소기준에 더해서 좀 더 엄격한 요건을 부과할 자유를 부여함으로써 규제기준의 획일성을 어느 정도 방지하고 있다. 즉 EU 지침은 각 회원국에게 구속력을 갖지만 회원국들은 지침상의 기준을 국내법화할 때 자신만의 이행 형식과 방법을 선택할 수 있음으로 인해 통일성 내의 다양성이 존재할 수 있게 되는 것이다. 물론 EU 체제하에서는 규제가 느슨한 회원국에서 공시서류의 승인을 받은 발행기업이 곧이어 상호인정지침(Mutual Recognition Directive)에 의존하여 규제가 엄격한 타 회원국에 상장함으로써 EU내에서 규제차익(regulatory arbitrage)을 얻는 상황이 발생할 수 있다

68) IOSCO는 1백이 넘는 국가의 증권규제기관 대표를 포섭하는 사적 기관이다. IOSCO는 국제증권규제에 관한 연구와 논의를 위한 주된 포럼 역할을 하고 있다. *See, e.g.*, Paul Guy, "Regulatory Harmonization to Achieve Effective International Competition," in *Regulating International Financial Markets: Issues and Policies* 291 (Franklin R. Edward & Hugh T. Patrick eds., 1992).

www.kci.go.kr

는 비판이 존재한다.[69] 그러나 발행기업의 사회적 최적 공시수준은 서로 상이하며 개개 발행기업은 다양한 증권규제 가운데 자기가 사회적으로 가장 최적 수준의 공시를 할 수 있는 공시체제의 규제를 받는 것이 경제적으로 효율적이라는 관점에서 보면,[70] 이러한 규제차익의 상황은 불가피한 것으로 볼 수 있다.

결국 IOSCO에 의해 국제적 공시기준이 마련되더라도 이는 각국의 규제기관이 자국의 법규를 개정하는데 필요한 기본적 바탕이 되는데 그쳐야 하며, 동 기준에 따른 개정 후에도 각 국가의 규제 내에는 고유성과 다양성이 존속될 수 있도록 EU와 같이 각 참여국에 공시기준 변경 관련 재량권이 부여되어야 할 것이다. 즉 국제적 공시기준이 마련되더라도 동 기준을 강제적으로 시행할 것이 아니라 각국의 규제기관으로 하여금 법개정시 참고할 수 있도록 함으로써 필요와 합의에 의한 자연스러운 공시기준의 수렴을 꾀하여야 할 것이다.

둘째, IOSCO가 국제조정기관으로서 역할을 수행하려면 의사결정 메커니즘과 관련하여 개선의 필요가 존재한다. IOSCO의 의사결정구조는 컨센서스(consensus)에 바탕을 두고 있다.[71] 이러한 컨센서스 의사결정구조는 이 글에서 상정하는 국제적 공시기준을 처음 제정하는 경우에는 무리 없이 적용될 수 있을 것이다. 그러나 사실상 각 회원국에 비토권을 부여하게 되는 컨센서스 요건은 최초 규칙제정 이후 계속되는 개정 과정에서는 이용되지 못할 가능성이 크다. 즉 컨센서스 요건을 계속 적용하게 되면 특정 회원국이 일정한 개정에 반대함으로써 국제조정기관의 활동을 무력화시키고 아울러 개정 기준을 통해 달성될 증권시장의 효율적 작용을 방해할 것이다.[72] 요컨대 IOSCO의 컨센서스 모델은 국제조정기관의 효율적 의사결정 메커니즘으로 적용되기에 어려운 점이 있다. 국제조정기관은 국제적 공시기준의 관련 규칙 공표, 개정안 제정, 후속적 기준개발 등을 담당할 터인데, 변화하는 상황에 대비하여 계속적인 개정을 촉진할 의사결정구조가 갖추어지지 않는다면 결국 국제적 공시기준은 현실을 반영하지 못하고 시대에 뒤떨어지게 될 것이다.[73]

국제조정기관으로서 기능하게 될 IOSCO의 의사결정구조 개선을 위해서는 EU의 가중다수결(qualified majority vote)과 유사한 구조를 개발할 수 있을 것이다. EU의 경우 1987년까지만 해도 지침을 발하거나 개정하기 위해서는 유럽이사회(European Council)의 만장일치결의가 요구되었다.[74] 이로 인해 사실상 각 회원국은 비토권을 부여받게 되었고 이는 유럽의 통

69) Geiger, *supra* note 13, at 1790.
70) 장근영, 앞의 논문(주 1), 500면.
71) Guy, *supra* note 68, at 296-97.
72) Geiger, *supra* note 13, at 1802.
73) Fitzpatrick, *supra* note 64, at 61-62.
74) 이러한 만장일치는 로마조약 100조에 따라 요구되었다. Treaty Establishing the European Economic Community and Connected Documents, Mar. 25, 1957, 298 U.N.T.S. 11.

www.kci.go.kr

합에 주된 방해물이 되었다.[75] 1987년에 로마조약 100조의 수정안이 이러한 만장일치요건을 유럽이사회 의결권 76표 가운데 54표를 요구하는 가중다수결 요건으로 대체하였다.[76] 가중다수결 절차에 따라 각 회원국은 시장규모에 비례한 의결권을 부여받는다.[77] 그렇다면 이와 유사한 절차가 국제조정기관으로서 IOSCO의 의결구조에 이용될 수 있을 것이다. 즉 증권시장의 자본총액(capitalization)에 비례하여 각국에 의결권을 부여함으로써 국제조정기관의 결정에 의해 좀 더 영향을 많이 받는 국가가 비교적 적은 영향을 받는 국가보다 더 큰 목소리를 낼 수 있도록 할 수 있다.[78] 물론 시장의 자본총액 결정시 복수 시장에 상장한 회사를 고려해야 할 것이다. 또한 소규모 국가들이 국제조정기관 구조에서 영향력을 미치지 못하는 상황을 방지하기 위해, 2-3개의 대규모 국가들이 다른 모든 국가의 반대를 무릅쓰고 결정을 하게 되는 가능성을 제거하도록 가중다수결 제도를 설계해야 할 것이다.[79]

셋째, 국제조정기관으로서 IOSCO의 분쟁해결 메커니즘의 개선이 필요하다. IOSCO는 공동기준의 해석 및 집행과 관련된 분쟁해결을 담당할 단일 중재자가 없다는 점에서 많은 어려움을 겪는다고 한다.[80] 예컨대 특정 정보가 IDS하에서 공시되어야 하는가의 여부를 결정하기 위해 적용되는 기준은 중요성(materiality) 개념인데, 이것은 본질적으로 모호하며 다양한 해석이 가능한 개념이라서 현실적으로 이를 해석하고 관련된 문제를 해결할 기관이 없다면 문제가 될 수 있다.[81] 일반적으로 국제기관에는 분쟁해결기구(dispute-resolution institution)가 설치되어야 하며, 대부분의 국제협정은 분쟁해결기구에 대한 내용을 포함하고 있다.[82] 국제조정기관의 분쟁해결기구는 참여국가들의 국내입법을 통한 국제적 공시기준의 확산이라든가 타국 규제기관의 만족스럽지 못한 심사절차 등과 같은 문제에 대하여 참여국의 불만을 청취하게 될 것이다. 분쟁해결기구로서 국제조정기관의 또 다른 기능은 국제공시기준에 대한 통일적인 해석을 확보하는 것이다. 국제공시기준에 근거하여 국내법을 개정함으로써 각국의 공시규

75) Louis F. Del Duca, "Teachings of the European Community Experience for Developing Regional Organizations," 11 *Dick. J. Int'l L.* 485, 500 (1993).

76) *Id.* at 502-04. 사람의 이동과 피용인의 권리를 포함해서 신회원국의 가입과 준회원협정체결 등 일정한 이슈에 대해서는 여전히 만장일치의 의결이 요구된다. 김대순, 「유럽공동체법」(법문사, 1988), 18면.

77) 영국・독일・프랑스・이탈리아 각 10표, 스페인 8표, 벨기에・네덜란드・그리스・포르투갈 각 5표, 덴마크・아일랜드 각 3표, 그리고 룩셈부르크 2표, 총 76표이다.

78) Geiger, *supra* note 13, at 1803.

79) 이와 유사한 구조가 EU에서 채택되었다. EU는 소규모 7개국 중 6개국으로 하여금 대규모 국가에 의한 제안을 봉쇄할 수 있도록 한다. Del Duca, *supra* note 75, at 503.

80) Hicks, *supra* note 12, at 374.

81) Parikshit Dasgupta, "Regulation of Cross-border Share Offerings: Trends towards Multi-jurisdictional Securities Laws," 3 *Global Jurist Advances*, Issue 3, Article 1 at 17 (2003).

82) *See, e.g.*, Philip M. Nichols, "Extension of Standing in World Trade Organization Disputes to Nongovernment Parties," 17 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 295, 321-26 (1996); Fitzpatrick, *supra* note 64, at 78, 83.

www.kci.go.kr

칙들이 “형식적으로(formally)” 통합되더라도 그 집행과 해석은 국가들 사이에서 상이할 수 있다.[83] 분쟁해결기구의 활동으로 인해 이러한 위험은 최소화될 수 있다.

마지막으로, IOSCO가 향후 국제조정기관으로서 역할을 하게 되었을 때 만약 국제적 공시기준의 개발절차에 충분히 다수의 국가를 참여시키지 않는다면 비난을 받을 가능성이 있다. 1백이 넘는 IOSCO의 일반회원 가운데, 오로지 16개의 선진시장의 규제기관들만이 기준 확정의 책임을 부담하였다.[84] 이러한 배타적인 방법으로 공표된 국제적 공시기준은 개발도상국의 신흥시장이 갖는 특성 및 상이한 발전과정 등을 고려하지 못할 수 있고, 이로 인해 국제적 공시기준이 동 시장에 잠재적으로 부적합하게 되거나 국내법 개정을 위한 바탕으로서의 역할을 하지 못하게 될 수도 있다. 이 문제는 결국 앞에서 살펴본 IOSCO의 의사결정 구조와 밀접한 관련이 있으며, 다수 국가의 의견을 반영한 국제적 공시기준의 제정을 위해 적절하고 필요한 제도의 도입을 고려해야 할 것이다.

Ⅳ. 맺음말

시장의 국제화로 인해 발생 가능한 공시 관련 문제점들을 해결하기 위해 국제적인 공시규정 통합의 노력이 있어 왔으며, 대표적으로 EU와 IOSCO를 중심으로 하는 움직임을 예로 들 수 있다. 이들의 접근법은 국제시장에서의 공시관련 문제를 해결하는 최선의 방법들이라 볼 수는 없지만, 좀 더 타당한 국제적 공시기준의 마련을 위한 실제적 도움을 제공하고 있다. 효율적인 역외 증권공모와 상장을 촉진하게 될 국제적 공시기준은 상호주의가 아닌 공동주의의 입장에서 마련되어야 하며, 국제적인 공시기준의 가장 핵심적인 역할을 담당할 국제사업설명서는 다국적 공모에서 뿐만 아니라 국내공모에서도 활용될 수 있어야 할 것이다. 아울러 국제적 공시기준의 제정 및 변경에 대한 사항을 조정하고 아울러 분쟁해결을 담당할 기구가 존재해야 하며, IOSCO가 현재 이 역할을 담당할 가장 적절한 기구라 볼 수 있다. 따라서 국제적 증권공시기준을 마련하려는 IOSCO의 다양한 시도는 계속되어야 하며, 다양한 목소리가 반영될 수 있도록 선진국뿐만 아니라 개도국들도 국제적 공시기준의 준비과정에 참여할 수 있는 기회를 마련해야 할 것이다.

각국의 증권규제법규의 개정에 바탕이 될 국제적 공시기준은 다국적 증권공모와 관련된 장애물을 상당한 정도까지 제거하고, 계속적으로 발전하는 세계 증권시장에 대응할 수 있는 혁

83) IAS와 관련하여, SEC는 엄격한 해석을 보장하는 메커니즘의 제정을 조건으로 IAS를 승인하였다. SEC Statement Regarding International Accounting Standards, SEC News Digest 96-67.

84) Sommer, *supra* note 39.

www.kci.go.kr

신적인 국제적 규제체제의 발전에 첫 걸음이 될 것이다. 단시일 내에 국제적 증권공시기준이 모든 국가에서 받아들여지기는 어렵다 하더라도 우선 규제 선진국들을 중심으로 국제적 공시기준에 근거한 내국법 개정을 적극적으로 고려해야 할 것이다.

증권시장의 국제화에 직면하여 우리나라도 국제적 수준의 규제를 통해 국내시장에 외국기업과 투자자를 유치해야 한다. 이를 위해 국제적 기준에 근거한 현 규정의 재정비 및 규제정책 수립이 불가피할 것이다. 국제적으로 통용될 수 있는 공시기준은 IOSCO를 중심으로 하여 주요 증권규제기관의 협조를 통해 그 모습이 갖추어질 것이 예상되므로, 증권시장의 국제화 흐름에서 예외가 될 수 없는 우리나라도 이러한 국제적 증권규범형성에 적극적으로 참여할 필요성이 크다고 할 것이다.

(논문게재 확정일자 2007.04.16)

주제어 : 증권시장의 국제화, 국제적 공시기준, MJDS, EU 통합, IOSCO, 국제사업설명서, 국제조정기관

www.kci.go.kr

< 참 고 문 헌 >

김대순,「유럽공동체법」(법문사, 1988).
장근영, "증권공시기준의 국제적 통일과 그 타당성,"「비교사법」제11권 3호(2004).
Arlman, Paul, Secretary General, Federation of European Securities Exchanges (FESE), Assessing the Direction of (Stock) Exchanges in a Trading Climate of Competition and Consolidation: the Importance of EU Legislation (Apr. 17, 2002).
Arner, Douglas W., "Globalization of Financial Markets: An International Passport for Securities Offering?" 35 *Int'l Law.* 1543 (2001).
Breeden, Richard C., "Foreign Companies and U.S. Securities Markets in a Time of Economic Transformation," 17 *Fordham Int'l L.J.* S77 (1994).
Choi, Stephen J. & Andrew T. Guzman, "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation," 71 *S. Cal. L. Rev.* 903 (1998).
Cox, James D., "Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition," 55 *Law & Contemp. Probs.* 157 (1992).
Dasgupta, Parikshit, "Regulation of Cross-border Share Offerings: Trends towards Multi-jurisdictional Securities Laws," 3 *Global Jurist Advances*, Issue 3, Article 1 (2003).
Del Duca, Louis F., "Teachings of the European Community Experience for Developing Regional Organizations," 11 *Dick. J. Int'l L.* 485 (1993).
Fitzpatrick, John P., "The Future of the North American Free Trade Agreement: A Comparative Analysis of the Role of Regional Economic Institutions and the Harmonization of Law in North America and Western Europe," 19 *Hous. J. Int'l L.* 1 (1996).
Geiger, Uri, "Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market - A Proposal," 66 *Fordham L. Rev.* 1785 (1998).
Greene, Edward F., Daniel A. Braverman & Jennifer M. Schneck, "Concepts of Regulation - The US Model" in Fidelis Oditah, ed., *The Future for the Global Securities Market* (Oxford: Clarendon Press, 1996).
Guy, Paul, "Regulatory Harmonization to Achieve Effective International Competition," in *Regulating International Financial Markets: Issues and Policies* (Franklin R. Edward & Hugh T. Patrick eds., 1992).
Hicks, J. William, "Harmonization of Disclosure Standards for Cross-Border Share Offerings: Approaching an "International Passport" to Capital Markets?" 9 *Ind. J. Global Legal Stud.* 361 (2002).
Jackson, Howell E. & Eric J. Pan, "Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999 - Part 1," 56 *Bus. Law.* 653 (2001).
Lang, Winfried, "Institutional Development and Linkages - A Response, in Creating a European Economic Space: Legal Aspects of EC-EFTA Relations," (Mary Robinson & Jantien Findlater eds., 1989).
Lasok, Dominick & John W. Bridge, *Law and Institutions of the European Communities* (5th ed. 1991).
Nichols, Philip M., "Extension of Standing in World Trade Organization Disputes to Nongovernment Parties," 17 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 295 (1996).
Reid, David & Andrew Ballheimer, "The Legal Framework of the Securities Industry in the European Community Under the 1992 Program," 29 *Colum. J. Transnat'l L.* 103 (1991).
Romano, Roberta, "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation," 107 *Yale L.J.* 2359 (1998).
Sommer, A.A., Jr., "IOSCO: Its Mission and Achievement," 17 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 15 (1996).
Steinberg, Marc I. & Lee E. Michaels, "Disclosure in Global Securities Offerings: Analysis of Jurisdictional Approaches, Commonality and Reciprocity," 20 *Mich. J. Int'l L.* 207 (1999).
The IASC-U.S. Comparison Project: A Report on the Similarities and Differences Between IASC Standards and U.S. GAAP (Carrie Bloomer ed., 1996).
Trachtman, Joel P., "Unilateralism, Bilateralism, Regionalism, Multilateralism, and Functionalism: A

www.kci.go.kr

Comparison with Reference to Securities Regulation," 4 *Transnat'l L. & Contemp. Probs.* 69 (1994).
Warren, Manning Gilbert, III, "Global Harmonization of Securities Laws: The Achievements of the European Communities," 31 *Harv. Int'l L.J.* 185 (1990).
"IOSCO Announces the Release of Four Documents of Vital Interests to Securities Regulators and Market Participants," IOSCO Press Release (May 1998), online: IOSCO Press Releases <http://www.iosco.org/news>.

www.kci.go.kr

<Abstract>

Toward Internationally Accepted Disclosure Standards

Kun Young Chang

While the last several decades have been marked by a remarkable globalization of securities markets, the world's securities regulators are facing a dilemma posed by that very globalization itself. In order to maintain the integrity of securities markets, to serve investors' interests, and to assure the efficient movement of world capital for both investors and issuers, national regulators are to reassess the present disclosure rules. This Article suggests that all the national regulators should provide internationally accepted disclosure standards and reform their disclosure regimes within the confines of the standards.

For development of internationally accepted disclosure standards, Part II of this Article examines two existing models of harmonization: the European Union (EU) harmonization plan and the IOSCO's suggestions. The EU harmonization plan employs the dual principle of minimum standards and mutual recognition. EU Directives articulate the minimum regulatory standards, including minimum disclosure rules, which must be adopted by the regulators of each member state. IOSCO adopted in 1998 a core set of non-financial statement disclosure requirements known as the International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers ("IDS"), which would allow issuers to rely on a single disclosure document as an "international passport" to capital raising and listing in more than one jurisdiction at a time.

Based on the above examination, Part III of this Article explores the internationally accepted disclosure rules. After arguing for the superiority of the commonality approach, this Part discusses the scope, structure, and review process of global prospectus. And this Part addresses the need for a global institution with decision-making and dispute-resolution mechanisms. In fact, so far, the IOSCO could be regarded as the most

www.kci.go.kr

influential non-governmental body that is concerned with the issue of international securities regulation, as well as the only organization that has a realistic chance of coordinating practical responses to the disclosure standards. National regulators, therefore, should continue to work closely with the IOSCO to provide internationally accepted disclosure standards.

Key Words : globalization of securities market, internationally accepted disclosure standards, MJDS, EU harmonization, IOSCO, global prospectus, global coordinator

www.kci.go.kr