

## 해외주식거래의 법적 쟁점과 과제\*

- 외화증권의 소수점 거래를 중심으로 -

吳 賢 珠, 玄 昇 芽, 安 相 鉉\*\*

### 〈 目 次 〉

- |                                  |  |
|----------------------------------|--|
| I. 서론 – 논의의 배경 및 연구방향            | V. 소수점 외화증권의 투자자가 가지는 권리의 성질 (공유 내지 준공유) |
| II. 증권의 예탁구조                     | VI. 소수점 거래를 구현하기 위한 법률상 방안 검토            |
| III. 외화증권 보관 및 거래 시 적용되는 준거법의 문제 | VII. 채택된 외화증권 소수점 거래 제도                  |
| IV. 외화증권에 대하여 투자자가 보유하는 권리의 성질   | VIII. 결론                                 |

#### [국문초록]

해외주식에 대한 투자수요 급증은, 외화증권 거래에 관한 법적 쟁점들이 다시 논의되는 계기가 되었다. 특히 여러 금융투자업자들이, 고액의 우량주식을 선호하는 투자자들을 위해 소수점 거래를 가능하게 하는 구조를 모색하고, 관련 인프라와 혁신금융서비스 특례를 감독 당국에 요청하면서 집중적인 논의가 이루어졌다. 외국 보관기관에 소수점 단위로 증권을 예탁하여 거래할 수는 없으므로, 투자자들의 소수점 권리를 반영할 수 있는 법률구조를 국내에서 만들어야 했다. 외화증권은 전자등록된 증권이 아니기에, 자본시장법의 예탁제도가 적용된다. 자본시장법은 금융투자업자들이 고유재산은 물론 위탁매매하는 모든 증권에 대해 집중예탁의무를 정하고 있으며, 이 점은 외화증권에 대하여도 같다.

자본시장법상 증권의 예탁구조는 투자중개업자가 투자자를 위한 예탁자가 되어 예탁결제원에 예탁하는 이중의 예탁구조를 취하고 있다. 이 구조는 종류물의 혼장임치로 이해되고 있으며, 자본시

\* 본 논문은 금융위원회가 2021.9. 13.에 발표한 '국내외 소수단위 주식거래 허용방안'(https://www.fs.c.go.kr/no010101/76531?srchCtgry=&curPage=&srchKey=sj&srchText=&srchBeginDt=2021-09-13&srchEndDt=2021-09-14)의 결정에 이르기까지 이루어진 논의를 토대로 작성되었다. 다만 해당 논의의 대부분이 대면회의를 통해 진행되었거나 비공식 토론자료로만 남았기에, 논의내용을 인용함에 있어 일일이 문서상의 출처를 제시하기 어려운 점이 있음을 양해해 주시기 바란다. 특히 IV와 VI에 정리된 내용들이 그러하다. 본 논문의 내용은 2021.11.12.자 기업법학회 추계학술대회에서도 발표되었는데, 해당 학술대회에서 고견을 보태어 주신 토론자분들께 감사드린다.

\*\* 본 논문은 법무법인(유) 광장의 오현주 변호사가 책임연구자로서, 법무법인(유) 광장의 현승아, 안상현 변호사가 공동연구자로서 작성하였다.

장법은 예탁증권에 대한 권리의 계좌부 기재에 대해 공유지분 추정효를 부여하고 있다. 그러나 자본시장법은 예탁제도에 의한 계좌부 기재의 효력이 예탁외화증권에도 적용되는지를 명시적으로 언급하고 있지 않다. 단지 예탁결제원의 “외화증권 예탁 및 결제에 관한 규정”이 외화증권 예탁 및 계좌부에 대해 자본시장법의 권리추정효 조항을 준용한다고 정하고 있다.

외화증권에 관하여 투자자들이 갖는 계좌부상 권리의 성격을 설명하는 논의는, 온주의 경우든 소수점 주식의 경우든 동일하게 적용된다. 이 문제를 채권적 관점에서 보는 견해는, 외화증권 자체에 대한 소유권을 갖는 것으로 해석할 경우 외국법률과의 충돌이 있을 우려를 의식하면서 설명하고자 하나, 투자자들을 위한 증권의 위탁매매구조가 반드시 확보해야 하는 금융투자업자들의 도산위험으로부터의 절연이라는 효과를 확보하지 못한다. 반면 물권적 관점에서 설명하는 견해는, 외화증권에 투자한 투자자는 투자자계좌부에 기재된 투자자의 주식에 관하여 예탁결제원이 외국 증개기관/외국 보관기관에 대하여 갖는 권리를 준공유하는 것으로 추정하는 것으로서, 구분보관, 구분매매 등의 면에서 일부 규제 특례가 필요하기는 하나 더 간명하고, 도산절연을 구현한다는 장점이 있다.

외화증권 예탁을 통한 계좌부상 권리의 법적 성격에 대해 논란의 여지가 없는 설명을 제시하고자 하는 시도로서, 주식예탁증서나 파생결합증권, 신탁 등 별도의 금융투자상품을 개입시켜 그 기초가 되는 외화증권에 대한 권리의 법적 성격에 대한 논의에서 벗어나려는 검토도 있었다. 그러나 이런 간접적 구조는 너무 많은 법적 특례 인정을 위한 조치를 취해야 한다는 부담이 있을 뿐만 아니라, 해외주식 거래에서 중요한 과제인 신속한 거래절차를 구현하지 못한다는 문제가 있다. 금융위가 발표한 “국내외 소수점 주식거래 허용방안” 중 외화증권 부분은, 물권적 관점을 기반으로 설명된다.

## I. 서론 –논의의 배경 및 연구방향

국내 투자자들의 해외주식 투자가 급증한 가운데, 금융위원회 및 한국예탁결제원(“예탁결제원”)을 중심으로 하는 Task Force에서, 고가 해외주식에 대한 분할 투자가 가능한 법적 구조 및 제도 개선책에 대한 논의가 있었다. 본 논문은 그 논의를 토대로 한 추가 연구이다.

증권의 법률관계는 계약과 달리 발행, 양도, 소멸 등의 과정이 집단적이라는 특징이 있고, 증권의 보유 및 유통구조 구축에 대한 국가 정책 및 제도 또한 증권의 법률관계에 큰 영향을 미친다. 특히 외화증권<sup>1)</sup>의 국제적 거래에서는 투자자 소재국, 외국예탁결제/보관기관 소재국, 발행지국 등 복수의 국가가 관련된다는 복합성까지 있다.

따라서 해외주식과 관련된 법률문제를 이해하기 위해서는, 우선적으로 외화증권의 보유 및 거래구조를 법률적으로 파악하기 위한 검토가 필요하다. 다만 본 논문에서는 외국법에 대한 검토는 논외로 하고 우리나라 제도에 국한하여 살펴보고자 하므로, 그 출발점으로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(“자본시장법”)상 외화증권 의무예탁제도, 외국보관기관에의 보관, 투자자계좌부와 예탁자계좌부의 증첩구조 등을 개관할 필요가 있다.

이는 해외주식의 소수점 거래에 대한 검토를 위하여도 마찬가지로 필요하다. 특히 해외주식의 소수점 거래가 자본시장법상 증권의 보유 및 거래구조에 부합하는지와 함께, 어떤 구조가 현행 법령상 가장 바람직한지를 분석해야 해외주식 소수점 거래의 제도적 기반을 공고히 할 수 있기 때문이다. 온주 단위 거래를 위하여 증권사의 고유자산이 일부 출자되어 온주 매수에 사용되므로, 그로 인한 법률상 쟁점 검토 및 정당성에 대한 평가 또한 필요하다.

본 논문에서는 해외주식의 소수점거래를 중심으로 해외주식의 거래 시 발생할 수 있는 법률문제를 조망하고 그에 대한 해결방안을 모색해 보기로 한다. 그 전에, 비교검토를 위하여 국내의 증권 예탁제도를 원화증권(국내 상장증권 한정)과 외화증권에 대하여 나누어 살펴보고, 외화증권의 준거법 적용 문제(즉 외화증권에 대하여 국내법상 권리관계를 설정할 수 있는지)도 살펴보기로 한다.

## II. 증권의 예탁구조

금융투자업자는 고유재산을 운용함에 따라 소유하는 증권을 예탁하여야 하고(자본시장법 제61조), 투자매매/증개업자로서 취급하는 투자자 소유의 증권 또한 예탁결제원에 예탁하여야

1) 본 논문에서는 외국예탁결제기관을 통하여 외국에서 거래·결제되는 증권, 그 중에서도 해외주식에 한정하여 검토하기로 한다.

한다(자본시장법 제75조). 그리고 위 조항들에서는 단지 “증권”으로 정하고 있을 뿐이므로, 동조 단서에서 허용하는 예탁예외사유를 주장하기 어려운 국내 상장증권과 외화증권은 모두 원칙적으로 예탁의무의 대상이 된다. 그러나 구체적인 예탁 구조는 다음과 같은 차이가 있다.

## 1. 국내 상장증권 예탁구조

### 1.1. 자본시장법상 예탁

주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률(“전자증권법”) 도입 이전에 국내 상장주식의 예탁은 자본시장법상 예탁관련규정에 의하여 규율되었다. 이에 따르면 투자자는 증권사 등 예탁자에게 상장증권을 예탁하고, 이를 예탁받은 예탁자는 투자자계좌부를 작성하고 투자자 예탁분으로 자체 없이 예탁결제원에 예탁하여야 한다(자본시장법 제310조). 즉 예탁자는 자기가 소유하는 증권과 투자자로부터 예탁받은 증권을 투자자의 동의를 얻어 예탁하는 것이다(자본시장법 제309조 제2항). 예탁기관은 예탁받은 증권의 소유권을 가지지 않기 때문에, 이러한 이중의 예탁구조의 성격은 신탁이 아닌 혼장임차(정확히는 위임과 혼장임차의 공존)로 이해되고 있다.<sup>2)</sup>

이 때 예탁결제원은 예탁자의 자기소유분과 투자자 예탁분을 구분하고 예탁자계좌부를 작성하며(자본시장법 제309조 제3항), 예탁받은 증권을 종류·종목별로 혼합하여 보관한다(자본시장법 제309조 제4항, 혼장임차). 이런 혼합보관으로 인하여, 투자자와 예탁자는 투자자계좌부와 예탁자계좌부에 기재된 증권의 종류, 종목 및 수량에 따라 예탁증권에 대한 공유지분을 가지는 것으로 추정된다(자본시장법 제312조 제1항).

### 1.2. 전자증권법상 전자등록

반면, 전자증권법 시행 이후에는 증권시장에 상장하는 주식은 전자등록기관에 전자등록하여야 한다(전자증권법 제25조 제1항). 전자등록된 주식(“전자등록주식”)의 권리자가 되기 위해서는 증권사와 같은 계좌관리기관에 고객계좌를 개설해야 하고, 계좌관리기관은 고객계좌부를 작성한다(전자증권법 제22조 제1항, 제2항). 계좌관리기관은 전자등록기관(예탁결제원)에 고객관리계좌를 개설하여야 하고, 이 경우 전자등록기관은 계좌관리기관별로 고객관리계좌부를 작성한다(전자증권법 제22조 제3항, 제4항). 계좌관리기관 및 전자증권법에서 정하는 자가 전자등록주식의 권리자가 되려는 경우 전자등록기관에 “계좌관리기관등 자기계좌”를 개설할 수 있고, 전자등록기관은 “계좌관리기관등 자기계좌부”를 작성하여 이를 관리한다(전자증권법 제23조). 전자등록계좌부(고객계좌부와 계좌관리기관등 자기계좌부)에 전자등록된 자는 해당 전자

2) 김건식·정순섭, 『자본시장법(제3판)』, 두성사, 2013, 648면.

등록주식에 대하여 전자등록된 권리를 적법하게 가지는 것으로 추정하며, 전자등록주식을 양도하는 경우에는 계좌간 대체의 전자등록을 하여야 그 효력이 발생한다(전자증권법 제35조).

요컨대 기능적으로 예탁제도 하에서의 투자자계좌부는 전자증권법 하에서의 고객계좌부와, 예탁자계좌부의 투자자 예탁분은 고객관리계좌부와, 자기소유분은 계좌관리기관등 자기계좌부와 유사한 것으로 볼 수 있다. 다만, 전자등록기관의 고객관리계좌부의 기재 자체에 법률상 추정효가 부여되지 아니한다는 점이 종전의 예탁구조와 다르다. 권리의 추정이라는 효과는 자본시장법과 공통적이지만, 추정되는 권리는 종전의 예탁 제도에서는 투자자계좌부와 예탁자계좌부에 기재된 예탁증권등의 “공유지분”이었던 반면, 전자증권 제도에서는 투자자의 고객계좌부와 계좌관리기관등 자기계좌부에 전자등록된 경우 바로 해당 “전자등록주식”에 대하여 전자등록된 권리를 적법하게 가지는 것으로 추정되는 것이다.

## 2. 외화증권 예탁구조

### 2.1. 외화증권의 의무예탁

상장원화증권과는 달리 외화증권은 전자증권법에 따라 전자등록된 증권이 아니므로 전자증권법에 따른 권리의 취득 및 처분 관련 조항은 외화증권에 대해 적용되지 않는다. 따라서 여전히 자본시장법의 예탁제도가 적용되며 1.1의 상단에서 설명한 바와 같이 의무예탁의 대상이 된다.

### 2.2. 외화증권의 예탁구조

자본시장법에는 예탁관련제도 조항(계좌부 기재의 효력 등)이 예탁외화증권에도 적용되는지에 대해 구체적으로 언급한 규정이 없다. 다만 예탁결제원의 외화증권예탁및결제에관한규정(이하 “업무규정”)이, 자본시장법상 증권의 예탁 및 계좌부 기재의 효력 규정은 외화증권 예탁 및 계좌부에도 원칙적으로 ‘준용’된다고 규정하고 있다(업무규정 제10조).<sup>3)</sup> 예탁결제원과 거래당사자들은 이 업무규정을 근거로, 외화증권 투자자는 원칙적으로 투자대상 외화증권에 대해 물권적 권리인 공유지분을 가지는 것으로 취급하고 있다고 하겠다.

또한 업무규정은 예탁결제원의 예탁자계좌부 작성, 예탁자의 투자자계좌부 작성 등에 있어서 자본시장법상 증권의 예탁과 유사한 조항을 두고 있다. 즉, 예탁자는 계좌 개설 시 자기소

3) 제10조 (예탁 등의 효력발생시기) ③ 법 제311조 및 제312조는 계좌부 및 예탁외화증권에 대하여 준용한다. 다만, 외화증권 발행국 또는 보관국의 법령 및 관행에 따라 이를 준용할 수 없는 경우에는 그려하지 아니하다.

유분과 투자자 예탁분을 구별하여 계좌를 개설하고(업무규정 제7조 제2항), 예탁결제원은 예탁자의 계좌별로 예탁자계좌부를 작성하며(업무규정 제8조), 예탁자는 투자자로부터 예탁받은 외화증권을 예탁하는 경우 투자자별로 투자자계좌부를 작성한다(업무규정 제9조).

예탁결제원은 원칙적으로 예탁받은 외화증권을 외국보관기관에 보관하고, 외화증권 발행국의 법령 또는 관행 등으로 권리행사에 지장이 있는 경우를 제외하고는 외국보관기관으로 하여금 보관중인 예탁외화증권을 혼합보관하게 할 수 있어(업무규정 제16조 제1항, 제4항), 이 부분 또한 자본시장법상의 정함과 흡사하다.

### 2.3. 업무규정에 따른 권리 판단에 대한 비판론

이러한 외화증권의 예탁구조에 있어서는 예탁자계좌부의 효력 등에 대한 조항을 예탁결제원의 업무규정에 둘 것이 아니라 법률에 두어야 한다는 비판이 제기될 수 있다. 예탁결제원은 유사한 업무를 영위하는 외국 법인(외국예탁결제기관)과의 계좌설정을 통한 증권등의 예탁, 계좌 간 대체 및 매매거래에 따른 증권등의 인도와 대금의 지급에 관한 업무를 행할 수 있고(자본시장법 제296조 제1항 제5호) 그에 대한 업무규정을 둘 수 있기는 하나(자본시장법 제305조 제1항), 물권법정주의(민법 제185조)의 원칙상 법률이 아닌 기관내부규정을 통하여 외화증권에 대한 투자자 및 예탁자의 권리와 책임을 정하는 것은 바람직하지 않으므로, 입법론상으로 외화증권에 대해서도 자본시장법 제311조 및 제312조에서 정한 계좌부 기재의 권리 추정효가 적용되는 것을 명문으로 규정할 필요가 있다는 논리일 것이다.

다만 이 비판에 동의한다고 하더라도, 우리 법규에서 외화증권 자체의 조건과 발행자에 대한 권리 등에 대해서까지 정할 수 없음은 당연하므로, 업무규정이 말하는 외화증권에 관한 권리 추정효라는 것은 외국 보관기관에 개설된 예탁결제원의 계좌를 통해 갖는 외국 보관기관에 대한 권리에 관한 추정효를 의미한다고 해석해야 할 것이다.

## III. 외화증권 보관 및 거래 시 적용되는 준거법의 문제

### 1. 현행 국제사법 규정의 문제

현재 국제사법에 의하면, 외화증권 거래에 따른 권리의 득실변경은, 외화증권이 무기명증권인 경우 증권의 소재지법을 준거법으로 삼고 있는데(국제사법 제21조) 이 조항을 현대의 계좌거래에 적용하기 어려워 다양한 논의가 있어왔다.

증권의 처분은 계좌대체에 의하여 이루어지고, 실물증서는 종종 대권(Global Certificate)

화되어 개념적인 구조 완성을 위해 보관기관에 보관될 뿐인 경우, 증권의 소재지를 기준으로 하는 조항을 적용하는 것은 어색하다.<sup>4)</sup> 위탁매매업자, 결제기관, 보관기관 등으로 이루어진 간접보유구조 하에서는 증권 실물의 소재지가 결정적인 의미를 갖지 않기 때문이다.<sup>5)</sup>

## 2. 최근 논의의 동향

최근에는 외화증권의 권리 준거법을 중개기관(또는 계좌) 소재지법으로 보아야 한다는 견해가 다수인 것으로 보인다.<sup>6)</sup> 이는 국제적으로도 설득력을 얻고 있는 관련중개기관소재지법(PRIMA, Place of Relevant Intermediary Approach) 원칙에 의한 것이다.<sup>7)</sup>

관련하여 외국의 입법례를 보면, 미국의 경우 일차적으로는 투자자와 중개기관 간에 체결한 계좌약정에서 지정한 법률이 증권권리(Securities Entitlement)의 준거법이 된다고 보고 있다. 이는 중개기관의 소재지보다 계좌약정의 준거법 지정을 우선하므로 ‘수정된 PRIMA 원칙’을 채택하고 있는 것으로 이해된다. 반면 증권의 유효성이나 증권 자체에 관한 권리는 발행인의 설립지법 또는 발행인이 지정한 법이 준거법이 된다고 본다. 독일의 경우 증권에 대한 지분의 처분에 대해서는 처분의 이익을 받는 자를 위한 계좌에 권리형성적 기재를 하는 보관기관의 해당 계좌를 관리하는 본점 등 소재지법을 적용한다(독일 예탁법 제17a조). 스위스는 헤이그 증권협약의 가입국으로서 간접보유증권(intermediary-held securities)에 대해서는 헤이그협약이 적용된다고 규정하고 있다(스위스 국제사법 108c조).

## 3. 검토

간접보유된 외화증권 권리의 준거법 판단 시 현행 국제사법의 무기명증권 관련 조항의 문언을 그대로 적용할 경우 구체적 사안에서 타당하지 않은 결론에 이를 가능성성이 높다. 또한 무권화된 증권의 경우 현행 국제사법에 따른 준거법 결정이 불가능하다. 아무래도, 현행 국제사법의 무기명증권 관련 조항은 예탁된 증권을 염두에 둔 조항이 아니라고 보아,<sup>8)</sup> 예탁증권

4) 천창민, “외화증권 예탁법리의 정립 방향에 관한 고찰”, 국제사법연구 제20권 제2호, 한국국제사법학회, 2014. 140면; 장근영, “외화증권 예탁법제에 관한 개선방안”, 증권법연구 제13권 제3호, 한국증권법학회, 2013. 245면 등.

5) 석광현, 『국제사법 해설』, 박영사, 2013. 254면 참조.

6) 석광현, 위의 책, 255면; 장근영, 위의 논문, 246면.

7) 준거법 결정 시 중개기관의 소재국보다 투자자와 중개기관 간의 계좌개설 약정에서 지정한 국가의 법률을 더 우선 적용하는 원칙을 ‘수정된 PRIMA 원칙’이라고 한다.

8) 천창민, 위의 논문, 142면.

구조에서는 적용배제하는 것이 합리적이다.

그 경우에는 PRIMA 원칙 내지는 수정된 PRIMA 원칙에 따라 간접보유된 외화증권의 준거법을 결정하는 것이 타당하다고 본다. 이에 따르면 다수의 증개기관 및 계좌를 통하여 증권이 간접보유 되는 경우에는 각 단계마다 준거법을 결정할 것이다.

준거법 선택의 자유를 널리 인정하는 오늘날의 추세와 거래주체들의 인식을 감안하건대, 사견으로는 두 원칙 중에는 수정된 PRIMA 원칙을 채택하는 것이 보다 타당하다고 생각된다. 즉 예탁결제기관의 약관이 준거법을 정하고 있다면 그 예탁결제기관을 통한 간접보유단계에서는 당해 준거법을 인정하는 것이 보다 타당하다고 생각된다.

이러한 겸토에 따르면, 비록 외화증권의 발행지국이 외국이고 외국보관기관의 계좌에 보관되기는 하나, 예탁결제원을 통한 외화증권의 간접보유단계 중 한국 내 부분, 즉 투자자, 예탁자, 예탁결제원 사이의 외화증권 예탁구조에 대해서는 PRIMA 원칙에 따르면 한국법, 수정된 PRIMA 원칙에 따르면 업무규정 등에서 한국법을 준거법으로 정하는 경우 한국법이 될 것이다. 업무규정에서는 앞서 설명한 바와 같이 자본시장법을 준용한다고 정하고 있다.

## IV. 외화증권에 대하여 투자자가 보유하는 권리의 성질

### 1. 대립되는 견해

#### 1.1. 채권적 권리로 보는 견해

이 견해는, 외화증권을 보유하는 투자자 또는 예탁자가 국내 예탁기관 및 증개기관에 대하여 주식반환청구권, 배당청구권 등 주식과 관련된 채권적 권리를 보유한다는 취지이다. 주주가 주식 발행인에 대하여 갖는 여러 권리 중 공익권을 제외하고 자익권을 위주로 판단하는 견해라고 보인다.

그 근거는 (1) 외화증권의 특성상 투자자 또는 예탁자는, 증개기관이 상위의 증개기관에 대하여 가지는 권리 이상의 권리를 부여받을 수 없다는 점, (2) 자본시장법에는 외화증권에 대해 물권을 인정하는 명확한 조항이 없다는 점, (3) 물권적 권리로 이해하는 경우 국제사법에 따라 결정되는 준거법이 외국법인 경우 그 외국법과의 충돌이 발생할 수 있다는 점 등으로 이해된다.

그러나 이 견해에 따르면, 권리의 유통이 채권양도의 방식을 취하게 될 것인데, 채권양도의 제3자 대항요건 구비로 인한 불편을 해소하여 원활한 유통이 가능하게 하기 위해서는 이러한 제3자 대항요건 규정에 대한 특례가 법정되어야 하므로, 겸토의 출발에서부터 난항이 있다.

### 1.2. 물권적 권리로 보는 견해

이 견해는, 투자자 또는 예탁자가 국내 예탁기관 및 증권기관에 대하여 가지는 권리는 (발행지국법이나 외국보관기관 소재지법에 관계 없이) 외화증권에 관한 준공유이며, 투자자계좌부 및 예탁자계좌부에 그 증권의 보유내역이 기재되는 경우 그 효력에 대해서는 자본시장법 제311조 및 제312조의 규정이 적용되어야 한다는 취지이다.

이 견해의 근거는 다음과 같다.

- 원화증권에 관하여도 예탁제도 하에서 계좌부기재의 효력은 법률에 정하여 해결하고 있으므로, 굳이 외화증권에 대하여 같은 방식의 효력 부여를 못할 것은 아니다. 즉 이 문제를 논리필연적으로 채권 법리의 영역 내에서만 판단할 필요는 없다.
- 다종의 간접보유구조에 있어서, 국내법상 예탁관련제도 내의 권리에 한하여 외화증권과 관련한 권리를 물권으로 판단하는 것이지, 예탁결제원이 외국보관기관에 대하여 가지는 권리 및 그 상위단계에서 외국법에 따라 판단할 영역까지 물권으로 본다는 취지가 아니므로 외국법과의 충돌 문제는 없다.
- 무엇보다 채권적 권리로 보게 되면, 우리나라의 채무자회생 및 파산에 관한 법률(“도산법”)상 별도의 특칙이 없는 상황에서 예탁자의 도산 시 투자자의 권리가 도산으로부터 절연되지 못하는 치명적인 문제가 있다.
- 채권적 권리로 보는 견해에 의하면, 반환청구의 대상이 금전이 되는 경우 투자원금에 미치지 못할 가능성이 열려 있어 해당 상품이 파생상품이 되는 것은 아닌지 의문도 있다.

물권법정주의(민법 제185조)의 원칙을 고려할 때, 외화증권 예탁 시 자본시장법 제311조 및 제312조가 적용된다는 내용이 협행과 같이 외화증권예탁결제규정에 의한 준용이 아니라 자본시장법에 직접 규정하는 방식으로 해결되어야 한다는 점은 앞서 말씀 드린 바와 같다.

### 1.3. 절충적 견해

이 견해는, 국내 투자자 또는 예탁자의 권리의 성질을 별도로 논하기보다, 해당 외화증권에 대한 외국보관기관 소재지국 또는 외화증권 발행국상 권리와 동일하게 법률상 구성을 할 필요가 있다는 입장이다.

이 견해에 의하면, 외국보관기관 소재지국 또는 외화증권 발행국의 법률상 권리의 내용에 따라 투자자 또는 예탁자가 가지는 권리가 물권적 권리가 될 수도, 채권적 권리가 될 수도 있다.

## 2. 검토 – 국내 예탁구조 내에서 물권적 권리로 파악하는 것이 타당함

각 견해에 장점과 단점이 존재하지만 어차피 입법의 보완 없이 적용할 수 있는 견해가 없다면, 국내증권 뿐만 아니라 외화증권에 있어서도 예탁원 또는 예탁자의 도산시 투자자를 도산으로부터 보호하여야 한다는 절대적 목표, 즉 예탁자가 예탁자계좌부상 투자자보유분으로 보유하는 증권이 예탁자 또는 예탁기관의 채권자에 대한 책임재산을 구성하지 않아야 한다는 목표가 최우선으로 고려되어야 하는 것을 고려할 때, 물권적 권리로 파악하는 것이 가장 타당하다고 생각된다.

도산법에는 예탁자의 도산 시 투자자 보유 증권의 처리에 대해 정한 특례규정은 별도로 없다. 이는 현행 자본시장법 제312조가 혼장임치의 법리를 기초로 투자자가 예탁자의 투자자계좌부에 기재된 증권에 대해 공유지분을 갖는 것으로 규정하고 있으므로, 도산법상 특칙이 없다고 하더라도 예탁자가 예탁자계좌부상 보유하는 증권의 경우 예탁자의 책임재산을 구성하지 않는 것으로 해석이 가능하기 때문이다.<sup>9)</sup>

따라서 물권적 권리로의 법률구성을 포기할 경우, 별도 규정을 두지 않는 한, 예탁된 외화증권은 예탁자의 책임재산을 구성하는 것으로 해석될 위험이 있고 중개기관의 도산 시 투자자 권리는 보호될 수 없을 것이다.

한편 앞서 검토한 바와 같이, 국내 예탁구조의 범위 내에서는 국내법을 준거법으로 정하더라도 외국보관기관 소재지법 내지 발행지국법과 법률의 충돌이 발생하지 않는다.

그리고 절충적 견해는 외국보관기관 소재지국 또는 외화증권 발행국의 법률상 권리의 성질에 따라 국내 투자자가 가지는 권리가 물권적 권리가 될 수도, 채권적 권리가 될 수도 있다는 점에서 법적 안정성과 일관성이 부족한 측면이 있고, 특히 채권적 권리로 성질결정되는 경우 투자자가 예탁자 또는 예탁결제원의 도산위험으로부터 보호받지 못한다는 문제가 있다.

앞서 언급한 것처럼 물권법정주의 원칙에 비추어 예탁결제원의 업무규정에 불과한 외화증권예탁결제규정에서 자본시장법 제311조 및 제312조를 준용하는 현행 구조는 부적절한 측면이 있고, 입법론상 이를 법률에 명시하는 것이 바람직하기는 하나, 업무규정을 인정하여서든 자본시장법 제311조 및 제312조를 적용 또는 유추적용하여서든 외화증권에 대해 추정효를 적용되지 못할 것은 아니라고 본다.

9) 박철영, “제네바증권협약의 제정과 국내 증권법의 과제”, 증권법연구 제11권 제1호, 한국증권법학회, 2010, 340면 참조.

## V. 소수점 외화증권의 투자자가 가지는 권리의 성질 (공유 내지 준공유)

### 1. 자본시장법상 공유규정의 적용

외화증권의 투자자에 대해서도 자본시장법 제312조의 권리추정조항이 적용된다고 보는 본 논문의 견해에 의하면, 소수점 외화증권에 투자한 투자자는 투자자계좌부에 기재된 투자자의 소수점 주식에 대하여 온주에 대한 공유지분을 가지는 것으로 추정될 수 있다. 그리고 해당 권리는 주식에 대한 소유권 그 자체가 아니라 외국 증개기관/외국 보관기관에 대한 권리이므로 민법상의 개념으로 표현하자면 준공유(민법 제278)에 해당할 것이다.<sup>10)</sup>

자본시장법 제312조 제1항에 따른 공유는 민법 제262조나 상법 제333조에서 규정하는 공유와 달리 종류물의 혼장임차 법리를 기반으로 하는 공유이므로, 그 취득뿐만 아니라 처분과 소멸 등에 대해서도 그 연장선상에서 판단하여야 한다. 따라서 공유물의 처분, 변경에 대하여 다른 공유자의 동의를 받을 필요가 없으며, 공유물의 분할 청구에 대한 협의도 요구되지 않는 것으로 이해되고 있다.<sup>11)</sup> 따라서 소수점 주식 보유자들이 보유한 권리의 내용 또한 동일하게 판단할 수 있다.

### 2. 상법상 주식불가분원칙의 미적용

상법상 주주권은 1개의 주식을 최소의 단위로 하므로, 1개의 주식을 다시 수인이 분할하여 소유하는 것은 불가능하다. 물론 1개의 주식을 수인이 공동으로 소유하는 것은 가능하다(상법 제333조).

그러나 상법상 주식불가분의 원칙이 적용되는 대상은 상법이 적용되는 대한민국 회사의 주식이고, 해외에서 발행된 해외주식에 대하여까지 우리 상법상 주식불가분 원칙이 적용되는 것은 아니다. 또한, 해외주식의 투자자계좌부 기재는 (국내법상) 증권의 점유 의제(자본시장법 제311조) 및 예탁증권등에 대한 공유지분 추정(자본시장법 제312조) 등의 효력이 준용되기는 하나(외화증권예탁결제규정 제10조 제3항), 이는 1개의 주식을 분할하여 소유하는 개념이 아니므로 상법에 저촉되는 것도 아니다. 따라서 해외주식을 투자자계좌부에 기재함에 있어 상법상으로든 외국법상으로든 주식불가분원칙을 논할 필요는 없다.

10) 편집대표 정동윤, 『주식 상법(회사법 2)』, 한국사법행정학회, 2015, 365면.

11) 한국증권법학회, 『자본시장법 주석서 II』, 박영사, 2015, 597면.

### 3. 보론 - 투자자계좌부 또는 예탁자계좌부에 소수점 수량을 기록할 수 있는지

자본시장법상 투자자계좌부에는 예탁증권등의 종류 및 '수'와 그 발행인의 명칭을 기재하도록 하고 있고(자본시장법 제310조 제1항), 외화증권예탁결제규정 역시 투자자계좌부에 예탁 외화증권의 발행국명, 보관국명, 종류, 종목, '수량' 및 발행인의 명칭을 기재하도록 하고 있다(외화증권예탁결제규정 제9조 제2항, 제8조 제2항).

여기서의 '수' 또는 '수량'이라는 표현이 반드시 온주 단위의 주식을 의미하는지에 대해 언급한 판례나 유권해석은 없다. 그러나, 다음의 점을 고려하면 위 조항들의 문언 자체가 온주에 한정된다고 단정하기 어렵다.

- 온주에 대하여 상법상 공유관계(상법 제333조)가 있는 경우에 그 공유관계를 투자자계좌부에 표시하여야 할 것인데, 그 공유지분의 표시 또한 여전히 예탁증권등의 '수'에 해당한다.
- 성질상 외화증권에 적용되는 조항은 아니나 자본시장법 제312조 제2항에 의하면 투자자는 예탁자에 대하여 언제든지 공유지분에 해당하는 예탁증권등의 반환을 청구할 수 있는데, 공유지분에 해당하는 예탁증권을 상정한다면, 항상 온주여야만 한다고 볼 것이 아니라, 온주일 수도 있고(반환청구에 응해야 함), 아닐 수도 있다(반환청구에 응하지 않을 수 있음)고 보는 것이 타당하다.

나아가 투자중개업자가 고유재산을 출연하여 보유하게 된 소수점 해외주식을 투자자계좌부에 기재하더라도 온주가 예탁결제원의 예탁자계좌부에 기재되는 것은 분명하므로, 적어도 자본시장법상 금융투자업자의 소유증권 예탁의무(제61조)를 위반하는 것은 아니다. 소수점으로 수량을 구분하기 때문에 구분의무를 정한 자본시장법 제309조에 위반한다고 보기 어렵고, 온주가 분할된 소수점 해외주식도 자본시장법상 지분증권(즉 '주권과 유사한 것으로서 출자지분 또는 출자지분을 취득할 권리가 표시된 것')의 일종으로 분류될 수 있기에 예탁대상인 "증권등"의 범주요건을 충족하며, 실질적으로 해외보관기관을 통해 예탁되는 것은 온주 단위의 외화증권이므로 거래 실행에 문제가 없고, 소수점 외화증권 기재는 공유관계를 명확하게 규정하기 위한 기능 정도를 수행하기 때문이다. 그러나 뒤에서 살펴 볼 구분예탁의무, 구분매매의무에 관하여는 그렇지 않으므로 해결이 필요하다.

## VII. 소수점 거래를 구현하기 위한 법률상 방안 검토

### 1. 간접적 거래방식

간접적 거래방식이란, 해당 외화증권의 소수점 거래를 직접 진행하는 것이 아니라, 별도의

증권 형식을 중간에 개입시켜 실질적으로 주식을 소수점으로 거래한 것과 같은 효과를 발생시키는 거래구조를 의미한다. 위에서 본 법률적 해석론이 불필요하도록, 명확한 권리구조이면서 도산절연의 효과도 거둘 수 있는 방안을 강구하려는 것이다. 구체적으로는 증권예탁증권(DR) 발행 방식, 장외파생상품 방식, 신탁 방식 등이 논의되었다.

### 1.1. 증권예탁증권(DR) 발행 방식

발행인 설립지국의 보관기관(custodian)은 기본적으로 존재하겠지만 예탁결제원이 명의상의 주주로서 원주인 외국증권을 소유하고 이를 기반으로 국내에서 증권예탁증권(KDR)을 발행하여 국내 투자들이 실질적으로 원주에 투자할 수 있도록 하는 방법이다. 그러나 다음의 문제점으로 인해 적절한 방안이 아니라고 판단된다.

- 자본시장법상 국내에서 증권예탁증권을 발행하는 업무는 예탁결제원만이 할 수 있다(자본시장법 제298조 제2항). 따라서 KDR 발행 방식에서는 예탁결제원의 역할이 크게 증가되는데, 공공기관인 예탁결제원이 투자증개업자의 업무 영역에 과도하게 참여하는 것은 바람직하지 않다고 본다.
- 증권예탁증권은 발행에 대상증권의 발행인이 관여하는지 여부에 따라 자본조달형(sponsored DR)과 투자지원형(unsponsored DR)으로 구분된다. 이 중 후자가 대상증권 발행인의 협력없이 예탁기관이 단독으로 증권예탁증권을 발행하는 경우이다. 자본시장법상 투자지원형 DR이 허용되는지에 대한 명시적인 규정은 없지만, 발행인에 의한 공시 등의 방안이 확보되지 않는 한 현실적으로 발행하기 어렵다는 견해가 지배적이다.<sup>12)</sup> 이러한 기조를 반영하듯, 예탁결제원의 증권예탁증권의발행등에관한규정(제5조)에서도 증권예탁증권 발행을 위하여는 발행회사와의 예탁계약을 반드시 체결하여야 하는 것으로 정하고 있다. 따라서 발행회사가 신주 또는 자사주인 구주로 DR 발행을 진행하지 않으면 현실적으로 DR을 이용한 소수점 거래는 어렵다.
- 이 구조에서는 외화증권과는 별개의 증권이 발행되는 것이므로, DR의 유통성 확보를 위하여는 별도의 상장절차를 밟아야 하고, 입법적으로 별도의 특례규정을 마련하지 않는 한 DR 발행인이 자본시장법상 모집규제를 준수하여야 한다.
- 예탁결제원의 규정에서 증권예탁증권의 최소 단위는 1증권으로 정하고 있어서(증권예탁증권의발행등에관한규정 제23조 제1항) 이 부분 또한 손질해야 한다.

12) 김건식·정순섭, 앞의 책, 84면

## 1.2. 파생결합증권/장외파생상품 방식

### 1.2.1. 파생결합증권 방식

자본시장법상 파생결합증권을 발행하여 경제적으로 외화증권에 소수점 단위로 투자할 수 있도록 하는 방식이다. DR 방식과 달리 예탁결제원의 적극적 개입이 필요하지 않아 민간 영역인 투자매매업자가 취급할 수 있다는 장점이 있다.

그러나 (1) 파생결합증권의 유동성 확보를 위하여는 별도의 상장절차를 밟아야 하고, (2) 별도의 특례규정이 없는 한 파생결합증권에 관한 인가규제가 적용될 뿐 아니라 고난도금융상품에 관한 투자권유규제와 상품의 제조, 판매 규제(자본시장법 제71조, 동법 시행령 제68조 제5항 제2의3)가 적용되며, (3) 자본시장법상 모집규제가 적용된다는 여러 단점이 있어, 적절한 방안이 아니라고 생각된다.

### 1.2.2. 장외파생상품 방식

예탁자가 고객(투자자)과 TRS 계약 등을 체결하여, 고객이 소수점 단위 외화증권에 투자하는 것과 같은 손익을 이전받고 온주에 해당하는 부분은 주식으로 인도받을 수 있는 조건(physical settlement)도 부여하는 방안이다.

이 방안은 증권에 의하지 않으므로 모집규제의 적용은 피할 수 있겠으나, 계약 방식이므로 증권 방식보다 더 유동성은 낮을 것이고, 파생상품의 매매, 증개를 위한 인가가 필요할 것이며, 현행 자본시장법상 일반투자자는 위험회피목적으로만 장외파생상품을 거래할 수 있다는 난관이 있어, 이 또한 적절한 방안이 되기 어렵다.

## 1.3. 신탁방식

### 1.3.1. 예탁자 자기신탁

신탁방식은 도산절연 효과와 권리의 분할이 용이하다는 장점으로 인해 원화증권 소수점거래에서 사용될 예정인 방식이다.

그 중 자기신탁 방식은 크게 (1) 투자자가 금전신탁을 함이 없이 금융투자업자(신탁업자)가 외화증권을 자기신탁하여 투자자에게 수익증권을 발행하는 방법("제1안")과, (2) 투자자가 금융투자업자(신탁업자)와 특정금전신탁계약을 체결하여 해당 신탁재산으로 외화증권에 소수점 단위로 운용할 것을 지시하고, 신탁업자는 소수점 외화증권을 온주로 만들기 위하여 필요한

잔여분만큼을 고유재산으로 특정금전신탁을 설정하는 방법(“제2안”)으로 나눌 수 있다. 후자의 방법은 현재 국내 일부 증권사가 외화증권 소수점거래를 위해 혁신금융서비스로 지정받은 방법과 비슷하지만, 제3자신탁이 아닌 자기신탁이라는 점에서 다르다.

신탁법상으로는 신탁업자의 자기신탁이 가능함이 명시되어 있지만(신탁법 제3조 제1항), 자본시장법에는 그런 명시적인 규정이 없어 실무에서는 자기신탁 업무가 불가한 것으로 이해되고 있다. 이 점은 법률 개정까지 필요한지는 의문의 여지가 있고, 유권해석이나 하위규정 보완으로도 해결할 수 있는 문제로 생각된다.

그러나 자기신탁 방식은 신탁업 인가를 보유한 금융투자업자만이 활용할 수 있어 신생 금융투자업자들 중 신탁업 인가를 아직 구비하지 못한 경우 채택할 수 없는 한계가 있다. 소수점 거래만을 위한 조건부 신탁업 인가 방식을 운용한다는 것도 어색하다. 신탁업의 영업행위 규칙(예: 신탁재산의 회계처리(자본시장법 제114조)나 운용(자본시장법 제108조 제8호) 규제)에 소수점 거래 관련 예외규정을 만들어야 하는 번거로움도 있다. 수익증권에 대한 공모규제 적용도 부담이다.

그 외에도 제1안은 다음과 같은 문제점들이 있다.

- 자본시장법 제110조에 의하면 신탁업자의 수익증권 발행은 금전신탁계약만을 전제로 하고 있으므로 재산신탁도 가능하도록 법 개정이 필요하다.
- 거래 간소화를 위하여 신탁업자가 거래상대방으로서 고객의 수익증권을 매매하는 경우 자본시장법상 자기계약 금지 규정(제67조)을 위반할 수 있으므로, 시행령의 예외조항을 보완해야 한다.
- 신탁설정에 소요되는 절차(신탁법상 자기신탁시 공정증서 작성 의무: 제3조 제2항)로 인해 실시간 거래가 어렵다.
- 전자등록절차를 이용할 경우 전자등록기관인 예탁결제원의 시스템상 수익증권의 실시간 발행 및 해지가 어렵다.<sup>13)</sup>
- 이 방안은 증권사가 단독수익자인 자기신탁 단계를 거치므로 수탁자의 이익향수를 금지한 신탁법 제36조를 개정하여야 하는데, 그 개정에 의하여도 위의 실시간 거래 제약 문제는 해결되지 않는다.
- 자기신탁의 경우 신탁법상 자유로운 해지가 불가능하다. 즉 신탁을 해지할 권한을 유보할 수 없다(신탁법 제3조 제2항). 이는 투자자의 소수점거래 의사 실행을 위해 오로지 온주 단위로 처분이 가능하도록 수동적으로 이루어지는 해지라도 마찬가지이다.

제2안은 특정금전신탁을 활용하므로 제1안에 특유한 단점은 없지만, 자기신탁 방식이 내재하고 있는 규제상 한계를 벗어나기는 어렵다.<sup>14)</sup>

13) 실무상 수익증권은 1일 1회 전자등록되고 있다.

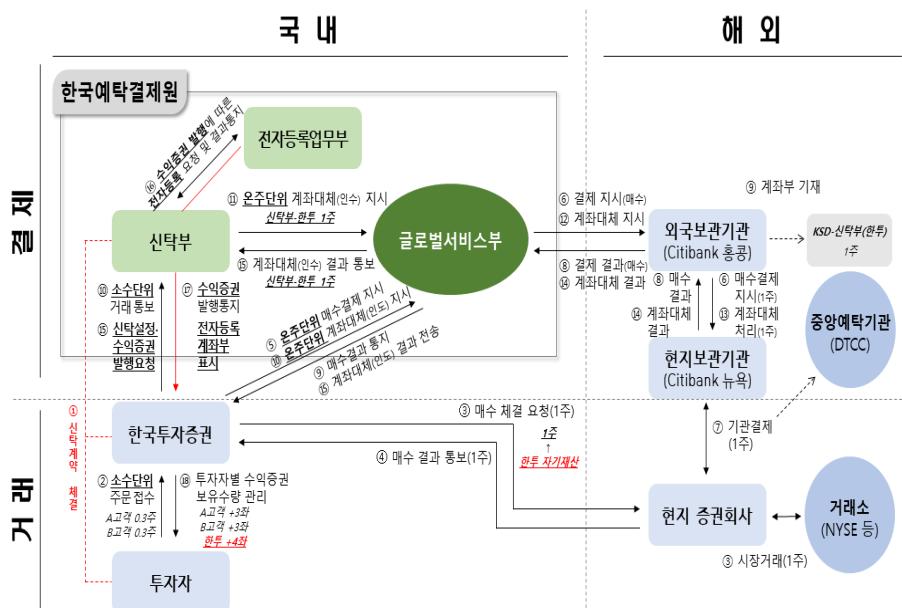
14) 금융위원회는 제2안과 유사한 방식의 혁신금융서비스(다만 위탁자가 제3자라는 차이가 있음) 지정 시 규제 특례 대상 금융관련 법령으로 자본시장법 제108조 제5호(신탁재산으로 그 신탁업자가 운용하는 다른 신탁 재산, 집합투자재산 또는 투자일임재산과 거래하는 행위)를 명시한 바 있다. 이 규정은 다른 투자자들의 소

이처럼 자기신탁을 이용하는 방안은 정도의 차이가 있기는 하나 본질이 위탁매매인 소수점 외화증권 거래를 위하여 신탁이라는 구조를 이용함으로 인해 신탁법상의 각종 요건과 신탁업에 관한 각종 영업규제를 준수해야 한다는 부작용이 있고, 그것이 신탁구조를 통해 얻는 이익(도산절연과 유연성)보다 현저히 크다고 생각된다.

### 1.3.2. 예탁결제원을 이용한 신탁

이는 금융위원회가 2021. 9. 13.자로 발표한 국내외 소수점 주식거래 허용방안(“주식거래 허용방안”)의 국내주식 거래 기본방안 내용과 유사하다.

금융위원회의 주식거래 허용방안은 예탁결제원이 예탁기관의 역할을 함과 동시에, 수탁자가 되어 수익증권을 발행하는 방식이다. 신탁업 인가를 보유하지 않은 금융투자업자들도 예탁결제원을 이용하여 소수점 거래를 증개할 수 있으므로 모든 금융투자업자들이 이용하는 방안이라는 장점이 있다. 아래 도표는 예탁결제원이 이 구조를 설명한 것이다.



〈그림 1〉 금융위원회 소수점 주식거래 허용방안<sup>15)</sup>

수점 주문을 집합적으로 처리하는 국면이 아니라 신탁재산 사이에서 소수점거래가 있을 때 해당할 것이다.

15) 이 그림에서 언급된 국내외 금융투자업자는 편의상 예시된 자료를 그대로 차용한 것이며, 유일하게 혹은 가장 유력하게 해당 서비스를 제공하는 기관이라는 취지나 저자의 선택이 아님을 양지하여 주시기 바랍니다.

이 구조에서 금융투자업자(투자증개업자)는 투자자들의 소수점 외화증권 주문을 취합하고 잔여분을 자기재산으로 더하여 해외 증권시장에 온주 단위로 주문을 제출하고, 결제를 위한 거래대금을 국내 예탁기관인 예탁결제원을 통해 송금한다. 즉, 고객을 위한 소수단위 주문과 자기재산을 기반으로 하는 소수 단위 주문이 합해져 외국 증권시장과 외국 보관기관과의 면에서는 온주 단위의 주문 제출 및 결제 수령만이 움직인다. 국내에서 예탁결제원에 주식을 신탁하는 단계에서도 이를 반영하여 온주만큼의 신탁이 이루어지지만, 해당 온주를 구성한 소수 단위 내역이 함께 관리된다. 소수 단위에 상응하는 수익증권 발행이 이루어져야 하기 때문이다.

예탁결제원을 이용한 신탁 방식에서도 자기신탁 방식과 마찬가지로, 예탁결제원의 신탁업 영위가 허용되어야 한다. 현행법상 예탁결제원은 신탁업을 영위할 수 없는데, 소수점 거래와 관련하여 제한적 범위 내에서 신탁업 영위가 허용되어야 할 것이다. 이 문제를 (1) 신탁업으로 보지 않는다고 정하는 방안, (2) 신탁업 인가를 받은 것으로 간주한다고 정하는 방안, (3) 그런 인가규제 영역에서 정하지 않고 예탁결제원의 업무범위에 단순히 추가하는 방안 중 어느 방안으로 처리할 것인지는 다소 정책적 고려도 필요한 문제이겠다. 그 외에 앞서 언급한 재산신탁의 허용, 각종 신탁업의 영업행위 규칙, 수익증권 모집규제 등에 대한 특례도 필요하다.

이런 모든 규제 문제들이 해결되더라도, (1)주식 발행국 내지 보관국과 시차가 있어 소수점 주식을 반영하는 수익증권 좌수와 온주 해외주식 수량 사이에 실시간 기준 불일치가 발생할 수 있고, (2) 금융투자업자가 투입하는 고유재산분까지 포함하여 국제결제를 진행해야 하기 때문에 신속한 결제가 지연될 수 있다는 실무상 어려움이 있다.

## 2. 직접적 거래방식

이 방식은 다른 증권 내지 계약을 새로 개입시키지 않고 기존 예탁구조만으로 진행하는 것으로서, 앞서 살펴본 바와 같은 채권권리인지 준공유인지의 해석론이 전제된다. 다만 구체적인 실현방법을 두고, 예탁제도 자체를 개편하여 몇 가지 위규 문제를 해결하는 방안, 아예 예탁의무에 대한 예외를 인정하는 방안, (역시 별도의 거래가 개입되는 방식이기는 하나) 온주 주문을 위한 잔여주식 매수를 위하여 투자자예치금을 활용하는 방안 등이 논의되었다. 앞서 이미 살펴본 내용과 되도록 중복되지 않는 범위 내에서 살펴보기로 한다.

### 2.1. 채권적 권리 구성

이 방식의 요지는 투자자가 매수한 소수점 외화증권과 관련하여 예탁자(투자증개업자)에 대하여 채권적 권리자에 해당한다는 것이다. 즉, 투자자는 소수점 외화증권을 매수하는 주문 시

그 소수점에 해당하는 권리를 예탁자(투자증개업자)에 양도하는 것으로 구성되어, 해당 소수점 외화증권은 예탁자계좌부상 자기계좌부에 기재된다고 설명한다.

이 경우 소수점 거래를 위하여는 투자자계좌부가 동원되지 않으므로, 소수점 거래 전용 계좌부 등 새로운 형태의 계좌부를 추가할 필요가 없어 일정 현행 제도 내에서 운영이 가능하고, 투자자예탁분과 자기보유분을 구분예탁해야 하는 자본시장법상 의무 또한 일정 준수하며, 소수점 주식에 관한 모든 권리가 투자자와 증권사 사이의 채권으로 포섭되므로 소수점 증권 거래의 각종 제도상 난점을 피해야 할 수 있는 장점이 있다는 취지이다.

그러나 이 방안에 대하여는 다음의 비판이 가능하다.

- 투자자가 양도하는 “소수점 외화증권에 관한 권리”가 어떤 성격의 채권인지 불분명하다. 유상의 양수도거래도 아니고, 투자자가 일종의 권리신탁행위를 한 것이라면 이를 신탁업의 인가 법주에 포섭할 수도 없다는 등의 의문이 있다.
- 도산절연 문제를 예탁결제원 업무규정 개정으로 해결하자는 제안이 있었으나 권리관계의 구획은 법률에서 정해야만 함은 당연하므로 채택할 수 없었다.

## 2.2. 예탁제도 개편

이 방안은 투자자분은 물론이고 잔여분까지 모두 투자자계좌부 및 예탁자계좌부 투자자예탁분에 기재하는 방안이며, 물권적 권리 즉 외화증권에 관한 권리의 준공유라는 해석을 전제로 하는 방안이다.

구체적으로는, 투자자의 소수점 주문을 취합하고 온주 주문으로 만들기에 부족한 잔여분을 금융투자업자(투자증개업자)가 자기재산을 투입하여 추가 주문을 생성한 후, 이를 통해 취득한 온주 중 자기재산에 상응하는 부분의 소수점 외화증권까지 투자자계좌부에 기재(따라서 예탁자계좌부에도 투자자예탁분으로 기재)하는 방식이다. 이 때 (1) 소수점 단위의 외화증권은 투자자계좌부상에서 소수점으로 기재할 수도 있고, 아예 (2) “소수점계좌” 개념을 만들 수도 있을 것이다.

위 방안의 가장 큰 장점은, 소수점 외화증권 매매의 대상이 되는 온주가 예탁자계좌부에 투자자예탁분으로 기재되므로, 예탁자의 파산시에도 도산절연의 효과가 있다는 것이다. 따라서 투자자 보호에 가장 적합한 방안이라고 생각되며, 투자자의 소수점 외화증권에 대한 권리의 성질(물권적 권리로서 준공유)도 상대적으로 명확하게 표방한다고 할 수 있다.

다만, 잔여분에 해당하는 소수점 외화증권이 예탁자의 자기보유분임에도 불구하고 투자자예탁분으로 예탁자계좌부에 기재되므로, 자본시장법상 구분예탁원칙(자본시장법 제309조)에 위반되기 때문에 법률의 개정이 필요하다. 그리고 자본시장법 시행령상, 자기계산에 의한 매매거래 계좌와 별도의 매매거래 계좌를 개설하여야 하는 구분매매의무(자본시장법 시행령 제

184조 제2항)에 대한 예외규정도 필요하다.<sup>16)</sup>

이와 같이 현행 예탁구조 및 매매구조에 대한 법률 및 하위규정의 개정을 통한 예탁제도 개편이 불가피하지만, 신탁구조와 같은 대규모 개정까지는 필요하지 않고, 도산절연이 보장된다는 장점이 더 커 가장 적합한 방안으로 생각된다.

참고로, 만약 소수점거래 문제를 국내에서 해결하지 않고 온주가 거래되는 외국에서 해결할 수 있다면, 즉 예탁자계좌부에도 소수점 단위로 기재하고 외국 투자중개업자에게도 소수점 단위로 거래 주문을 넣을 수 있다면 이상의 논의는 다르게 전개되었을 것이다. 구분매매의무 위반 문제는 여전하지만 적어도 구분예탁의무 위반 문제는 해결할 수 있다.

그러나 (1) 해외주식 주문의 집행을 투자중개업자가 수행함에 있어 1주의 온주 주문을 위해서조차 복수의 소수점 예탁자계좌가 이용된다는 점에서, 온주를 전제로 구축된 매매결제인 프라에서 안정적 가동이 가능할지 불투명하고, (2) 투자중개업자 단계에서 소수 단위 주문을 뮤어 온주 주문으로 만드는 조치가 이루어지지 않는다면 실무상의 부담과 혼선 우려가 있기에 채택되지 않은 것으로 이해된다<sup>17)</sup>. 신속정확하게 투자자의 거래를 실행해야 한다는 과제를 감안할 때, 외국의 여러 투자중개업자들과 소수 주문이 가능한지 논의를 진행한다는 것은 현실적으로도 기대하기 어렵다. 또한 외국 보관기관의 실무상으로도, 예탁결제원이 개설하는 외국보관기관 계좌에 소수점 단위의 기재가 불가능한 것으로 이해된다.

### 2.3. 집중예탁제도 예외

위 방안은 국내법상 외화증권에 관한 권리의 준공유를 기반으로 한 예탁제도 개편 또는 채권적 권리로의 구성이 모두 불가능할 경우, 소수점거래에 한해 외화증권의 예탁결제원에의 집중예탁의무를 면제하여 예탁자가 외국보관기관에 해당 외화증권을 직접 예탁함으로써 해결하자는 방안이다.

과거에도 실제로 예탁원 예탁이 제도적으로 혹은 실무적으로 어려운 경우 외국 보관기관에 대한 예탁자의 직접예탁 사례는 있었다. 그러나 준공유의 법리로도 충분히 소수점 외화증권거래가 가능하다면, 굳이 집중예탁제도의 예외를 확대하여 법률관계를 복잡하게 할 필요는 없을

16) 자본시장법 시행령 제184조 제2항은 별도계좌의 "개설"의무를 규정할 뿐 "거래"의무를 명시하고 있지 않는다는 점에 주목하여, 동조 제3항에 의하여 위임을 받은 금융투자업규정 제5-31조의 개정만 필요하다고 볼 수도 있다. 그러나 이는 자본시장법 시행령 제184조 제2항의 규제 취지에 부합하지 않는 해석이라고 보인다.

17) 참고로 이 방안은 외국 투자중개업자 앞으로의 주문 자체를 소수점 단위로 낸다는 점에서 금융위원회가 2021. 9. 13.자로 발표한 방안과는 다르다. 금융위원회의 방안은 예탁자계좌부에 소수 단위 투자자분에 대한 주문들이 기재되기는 하지만 반드시 온주만큼의 소수단위 물량이 구성된 상태로 주문과 예탁 등이 처리된다는 차이가 있다.

것이다. 무엇보다 집중예탁제도는 투자자 보호를 위하여 또는 금융투자업자의 건전성을 유지하기 위하여 증권의 실체를 확보하고 관리한다는 효용이 있으므로 이를 쉽게 포기할 것은 아니다. 특히 중소규모의 또는 신생의 금융투자업자들이 외국 예탁기관에 직접 예탁하면서 발생할 수도 있는 오류나 혼선을 감안할 필요가 있다.

참고로 이 방안의 경우에도 현지 보관기관에 소수점 외화증권 거래 대상인 온주를 투자자계좌부에 기재할 것인가의 문제는 여전히 결정해야 한다. 도산절연을 확보하려면 투자자계좌부를 선택할 수밖에 없을 것이다.

#### 2.4. 투자자예치금 활용

이 방안은 예탁자가 자기재산을 투입하여 온주 주문을 생성하기 위한 잔여분 소수점 외화증권을 매수하게 됨에 따라 구분예탁 의무를 위반하게 되는 것을 회피하기 위한 발상으로 검토된 바 있다.

예탁자(투자매매업자 또는 투자증개업자)는 자사의 별도예치금의 일정 비율에 대해 단기(통상 30일 이내)의 대출을 받을 수 있으므로(금융투자업규정 제4-40조 제1항 제6호, 제4항), 잔여분 소수점 외화증권 매수를 해당 자금으로 집행한다는 것이다.

이는 투자자와 예탁자 사이에 금전소비대차거래를 일으키는 것이다(민법 제598조).

재원이 투자자예탁금일 뿐 예탁자가 해당 자금을 대출받는 순간 그 금전의 소유권은 예탁자에게 있으므로, 이를 투입하여 온주 주문을 하는 경우 잔여분 소수점 외화증권의 소유권은 예탁자에게 있는 것인바, 결국 구분예탁의무를 위반하는 것을 피할 수 없게 되어 적절한 해결책이라 할 수 없다.

## VII. 채택된 외화증권 소수점 거래 제도

### 1. 거래방식

이러한 추진 과정에서의 논의를 거쳐, “주식거래 허용방안”에서 결정된 외화증권 소수점 거래 기본방안은 위 직접적 거래방식 중 “예탁제도 개편” 방안과 유사한 구조로 채택되었다. 아래는 금융위원회가 2021. 9. 13.자 보도자료에서 요약한 구조이다.



〈그림 2〉 해외주식 소수단위 거래에 따른 계좌구조

이 방안을 구체적으로 살펴보면, 해외주식 주문은 예탁자가 투자자의 소수점 주문을 취합한 후 온주화하여 매매주문을 실행하고, 자기보유 및 투자자보유 소수점 외화증권의 내역을 투자자계좌부에 기재하고(이 때 소수점 매매주문과 온주단위 매매주문은 별도로 기재한다), 예탁결제원 단계에서는 예탁자계좌부에 “소수점 전용계좌”를 투자자보유분의 일종으로 개설하여 해당 주식을 온주 단위로 관리한다. 따라서 예탁자계좌부에서는 온주로만 기재되고, 투자자계좌부에서 비로소 외화증권의 보유내역을 소수점 단위로 파악할 수 있다.

배당금 등 주요 경제적 권리는 예탁결제원이 수령 후 투자자별 보유비율에 따라 비례적으로 지급하며, 소수점 주식 투자자의 의결권은 원칙적으로 배제하되 의결권 행사여부, 방법 등은 투자자와 증권사 간 계약에 따라 결정한다.

## 2. 검토

확정된 방안은 기본적으로 도산절연 효과를 확보한다는 점에서 투자자보호 측면에서 바람직하다고 판단되며, 금융위원회의 2021. 9. 13.자 보도자료에서 명시적으로 언급되지는 않았으나 소수점 외화증권 보유자들의 권리는 물권적 권리로서 준공유의 일종으로 파악하는 견해를 기반으로 설명할 수 있다.

이 방안의 경우 “예탁제도 개편” 방안에서 살펴본 것처럼, 구분예탁의무(자본시장법 제309조 제3항)에 대한 예외규정 및 구분매매의무 즉, 자기재산 매매계좌와 분리된 별도계좌 개설 의무(자본시장법 시행령 제184조 제2항)의 예외규정이 마련되어야 할 것이다. 다만 이에 관하여 금융위원회는 당장의 법률개정 대신 금융혁신지원 특별법에 따른 혁신금융서비스 지정을 하였다.<sup>18)</sup>

18) 금융위원회 보도자료('21. 11. 12. 금융위원회, 혁신금융서비스 31건 지정 및 2건 지정기간 연장)

소수점 주식의 거래일뿐이므로 온주에 대해서만 인정되는 투자자의 의결권 등 공익권을 원칙적으로 배제하는 것은 상법을 위반하는 것이 아니다. 앞서 살핀 것처럼 상법 제333조가 외화증권에 적용되지 않기 때문이다. 또한 의결권의 행사/포기와 같은 사항은 약관을 통하여 사적 법률관계의 테두리 내에서 합의로 해결될 수 있는 문제라고 판단되며, 다층적 예탁구조의 복잡성을 고려하면 의결권의 행사를 원칙적으로 배제하도록 약관이 구성되더라도 불공정한 약관으로써 약관법을 위반하여 무효라고 보기는 어려울 것으로 생각된다.

### VIII. 결론

국내 투자자들이 해외주식을 거래하기 위하여는 투자증개업자의 중개에 의한 의무와 그 투자증개업자를 통하여 해외주식을 예탁결제원에 예탁할 의무가 적용된다. 이런 구조에서, 해외주식이 거래, 결제되는 해외시장의 제도가 위탁매매를 수행하는 투자증개업자에게 어떤 법적 권리를 부여하든, 그 권리 자체를 국내 투자증개업자에게 매매를 위탁한 국내 투자자들이 공유하는 것으로 추정하는 것, 즉 자본시장법상이 실질주주들에게 부여하는 권리추정효를 해외주식 투자자들에게도 인정하여 해석하는 것이, 투자증개업자의 도산위험으로부터 투자를 보호하고, 해외주식에 대하여 특별히 달리 정하지 아니한 자본시장법의 관련 규정을 합리적으로 해석하는 길이다. 이 점은 소수점 거래에서도 마찬가지이다.

온주 단위로만 거래되는 주식을 투자자들이 소수점 단위로 거래하기 위하여, 투자증개업자의 고유재산 투입이 이루어진다. 이로 인해 구분예탁, 구분거래의무 등 자본시장법이 부여한 의무를 소수점 거래에 관하여는 준수하기 어려운 문제가 있다. 따라서 관련 법규의 개정이 없는 한, 혁신금융서비스로 특례를 인정하는 조치라도 이루어져야 한다. 실제로 해외주식의 소수점거래는 일단 혁신금융서비스로 인정됨으로써 제도화되었다.

다만 주식 소수점거래가 과연 충분한 필요와 효용이 있는 거래인지는 의문이 제기될 수도 있다. 2021년 6월말 기준 2개 증권사의 해외주식 누적거래량은 약 10억불로,<sup>19)</sup> 같은 시점 전체 해외주식 거래량(약 2,600억불)<sup>20)</sup>의 약 0.38%로서 미미한 수준은 아닌 것으로 보이나 추후 확장성에 대한 전망은 불투명한 상황이다. 또한 고가주식의 소수점거래는 액면분할과 비

19) 금융위원회 보도자료('21. 9. 13. 국내 및 해외주식에 대한 소수단위 거래가 허용됩니다) <https://www.fsc.go.kr/no010101/76531?srchCtgry=&curPage=&srchKey=sj&srchText=&srchBeginDt=2021-09-13&srchEndDt=2021-09-14>

20) 예탁결제원 증권정보포털의 증권예탁통계>외화증권현황>매매거래에서 2021. 1. 부터 2021. 6. 까지의 매매거래현황을 조회하여 집계하였음. ([https://seibro.or.kr/websquare/control.jsp?w2xPath=/IPORTAL/user/deposit/BIP\\_CNST01536V.xml&menuNo=359](https://seibro.or.kr/websquare/control.jsp?w2xPath=/IPORTAL/user/deposit/BIP_CNST01536V.xml&menuNo=359)).

슷한 면이 있는데, 발행인과 그 주주들이 결정한 액면가를 굳이 투자증개업자와 예탁결제원이고 유자금 또는 인프라를 투입하여 분할거래할 수 있게 하는 명분이 충분한지에 대한 의문도 제기될 수 있다. 그러나 정부, 유관기관, 업권 및 학계에서의 다양한 논의를 거쳐 제도가 시행되었으므로, 애초의 기대효과를 달성하는지 여부를 주목할 필요가 있을 것이다.

## ♣ 參 考 文 獻

- 김건식 · 정순섭, 『자본시장법(제3판)』, 두성사, 2013.
- 석광현, 『국제사법 해설』, 박영사, 2013.
- 편집대표 정동윤, 『주석 상법(회사법 2)』, 한국사법행정학회, 2015.
- 한국증권법학회, 『자본시장법 주석서 II』, 박영사, 2015.
- 박철영, “제네바증권협약의 제정과 국내 증권법의 과제”, 증권법연구 제11권 제1호, 한국증권법학회, 2010.
- 장근영, “외화증권 예탁법제에 관한 개선방안”, 증권법연구 제13권 제3호, 한국증권법학회, 2013.
- 천창민, “외화증권 예탁법리의 정립 방향에 관한 고찰”, 국제사법연구 제20권 제2호, 한국국제사법학회, 2014.
- 금융위원회 보도자료('21. 9. 13. 국내 및 해외주식에 대한 소수단위 거래가 허용됩니다)
- 금융위원회 보도자료('21. 11. 12. 금융위원회, 혁신금융서비스 31건 지정 및 2건 지정기간 연장)

〈Abstract〉

## **Legal Issues and Tasks of Foreign Stocks Trading - on Fractional Stock Trading -**

**Hyunjoo Oh, Seung-A Hyun, Sang Hyun Ahn**

Intensive discussions were held when various financial investment companies, seeking a structure that enables fractional stock trading by investors who prefer high-quality foreign stocks, requested the FSS to create a special infrastructure and grant a special regulatory exception for innovative financial services. The FSCMA stipulates that financial investment companies are obliged to deposit all securities, whether proprietary or traded by investors, and the same applies for foreign stocks. Under the FSCMA, the deposit structure of securities is a two-tier structure pursuant to which investment brokers become depositors for investors and deposit the securities with the KSD. FSCMA presumes that the investors have jointly owned interests in the deposited stocks that have been registered in an account book without explicitly mentioning whether this presumption extends to deposited foreign stocks as well. KSD regulation stipulates that the FSCMA apply mutatis mutandis to the deposit and account books of foreign stocks.

Under the contractual right theory, investors' rights to the foreign book-entry securities are considered a sort of contractual rights in a conscious effort to avoid the potential conflicts with foreign laws that could arise if such rights were considered ownership rights instead. However, this view does not provide bankruptcy remoteness effect.

On the other hand, under the real right theory, the foreign stocks investor holds the right that the KSD has against the foreign brokers/foreign custodians with respect to the stocks recorded on the account book on account of investors. As such, while this theory requires regulatory exceptions in terms of segregated custody and sales, it has the advantage of being simpler and of being capable of shielding investors from the

bankruptcy of financial investment companies.

In an attempt to present an undisputed explanation of the legal nature of the right registered on account books for deposited foreign stocks, there were also suggestions to involve separate financial investment products such as depository receipts, derivative-linked securities, or trust to avoid debating the legal nature of the right to foreign securities underlying such products. However, not only is this type of indirect structure burdensome in that it requires legislative or regulatory actions for the recognition of various exceptions, but it also fails to facilitate a swift trading process, which is an important aspect of trading foreign stocks. Furthermore, in the context of investor protection, it is not desirable to abolish the obligation to deposit foreign stocks. Recently announced FSC plan is based on the real right theory.

▣ 주제어(Key Words)

외화증권, 소수점 거래, 예탁제도, 계좌부, 도산절연

foreign stocks, fractional stock trading, deposit structure, account books, bankruptcy remoteness

논문투고일자 : 2021년 11월 30일

심사의뢰일자 : 2021년 12월 07일

게재확정일자 : 2021년 12월 26일

DOI : 10.24886/BLR.2021.12.35.4.35