

증권거래소의 상장법인에 대한 상장폐지결정에서의 실무상 쟁점*

문 일 호**

목 차

- I. 서설
- II. 증권거래소의 상장폐지결정에 관한 그 동안의 논의의 정리
 - 1. 개설
 - 2. 상장규정의 법적 성격 및 상장규정에 대한 사법심사 방법
 - 3. 상장폐지결정의 법적 성격 및 쟁송방법
- III. 형식적 상장폐지사유에 근거한 상장폐지결정에 대한 분쟁사례 및 검토
 - 1. 상장폐지된 법인의 주주가 상장폐지결정 무효확인 소송을 제기할 경우 당해 소송에 확인의 이익이 있는가?
 - 2. 상장폐지 무효확인소송 또는 가처분신청에서의 그 대상 및 상장폐지결정의 유무효 판단의 기준시점
 - 3. 분쟁사례, 법원의 판단 및 이에 대한 검토
- IV. 실질적 심사에 의한 상장폐지사유의 도입과 이에 대한 분쟁사례
 - 1. 개설
 - 2. 상장폐지 실질심사 기준
 - 3. 분쟁사례
 - 4. 검토
- V. 결론

I. 서설

주지하다시피 한국에서는 단일의 증권거래소¹⁾가 설립되어 있고, 동 증권거래

* 이 논문은 2007년도 충북대학교 학술연구지원사업의 연구지원에 의하여 연구되었음

** 충북대학교 법학전문대학원 조교수

소는 유가증권시장, 코스닥시장 그리고 파생상품시장을 운영하고 있으며, 동 시장들에는 주권, 채권, 각종 파생금융상품(선물, 옵션 등)이 상장되어 거래되고 있다. 그런데 증권거래소가 운영하는 위 증권시장에 증권을 상장한 법인(주로 주권을 상장한 법인)이 증권거래소가 정하는 일정한 상장유지요건을 충족하지 못하거나 기업의 계속성, 경영의 투명성, 기타 공익과 투자자보호 등을 종합적으로 고려하여 상장폐지가 필요하다고 판단되는 경우에는 증권거래소는 당해 상장법인의 상장유가증권에 대하여 상장폐지결정을 내리게 된다.²⁾ 최근 3년간 상장폐지법인이 꾸준히 증가하고 있으며³⁾ 2009년에는 상장폐지규정의 강화와 함께 상장폐지실질심사 제도의 본격적인 시행으로 인하여 상장폐지법인의 수가 급격히 증가할 것으로 예상되고 있다.⁴⁾

통상 증권시장 진입단계에서 증권거래소가 상장거부결정을 내리더라도 당해 상장에비심사청구 법인은 소송을 제기하는 일은 거의 없으나, 증권시장에서의 퇴출단계에서 증권거래소가 상장폐지결정을 내리는 경우 상당히 많은 수의 상장법인들이 상장폐지금지 가처분신청 또는 상장폐지무효확인 of 본안소송을 제기하고 있고, 이에 관한 다수의 하급심 판결과 대법원 판결 나아가 헌법재판소의 결정까지 축적되어 있다. 더구나 위에서 언급한 바와 같이 증권시장 퇴출제도의 강화로 인한 퇴출기업 수의 증가가 예상되고, 형식적 기준이 아닌 실질적 심사를 통하여 상장폐지 여부를 결정하게 됨에 따라 당해 상장법인의 불복여지의 증대로 인하여 향후에도 관련 소송이 더욱 늘어갈 것으로 예상된다. 이러한

1) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제373조에 의하면, 증권거래소의 정식 명칭은 한국거래소이고, 한국거래소의 법적실체는 주식회사이다.

2) 유가증권시장상장규정 제79조, 코스닥시장상장규정 제38조 참조. 그런데 여기서 상장폐지되는 것이 상장법인이나 아니면 상장된 증권이나에 관한 논란이 있을 수 있는데, 유가증권시장상장규정에서는 ‘상장증권’을 상장폐지한다고 규정하고 있는 반면, 코스닥시장상장규정에서는 ‘상장법인’을 상장폐지한다고 규정하고 있다. 생각건대 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제390조 제2항은 ‘증권’의 상장폐지기준 및 상장폐지에 관한 사항을 상장규정에 규정하도록 하고 있다는 점과 증권시장에 상장되는 것은 상장법인 그 자체가 아니라 그 법인이 발행한 증권이라고 보는 것이 타당하다는 점에서 상장폐지의 대상도 당해 법인이 아니라 상장증권으로 보는 것이 옳을 것이다. 그러나 본 논문에서는 편의상 양자를 구분하지 않고 함께 사용하도록 하겠다.

3) 2006년도에는 8개사, 2007년도에는 11개사, 2008년도에는 19개사가 상장폐지되었다고 한다(금융감독원, “상장폐지사유 발생기업의 특징 및 시사점”, 2009. 4.15.자 보도자료, <http://www.fss.or.kr>).

4) 2009년 4월 1일자 현재로 완전자본잠식, 감사의견거절 등 상장폐지 요건에 해당하는 상장법인은 71개사에 이르고 있다(위 금융감독원 자료 참조).

시점에서 본 논문에서는 i) 증권거래소가 상장법인에 대하여 내린 상장폐지결정을 둘러싼 그 동안의 쟁점들(예컨대 증권거래소 및 상장규정의 법적 성격, 증권거래소와 상장법인간의 법률관계의 성격, 증권거래소의 상장법인에 대한 상장폐지결정의 법적 성격, 증권거래소의 상장폐지결정에 대한 쟁송방법 등)을 축약하여 정리하고, ii) 이를 토대로 하여 상장폐지와 관련하여 지금까지 축적된 증권거래소와 상장법인과와의 분쟁사례를 구체적으로 분석함으로써 증권거래소의 상장규정상 어떠한 사유가 주요 상장폐지사유로 등장하고 있는지, 증권거래소가 제시하는 상장폐지사유에 대하여 상장법인은 어떠한 반대논리를 내세우며 그 부당성을 공격하고 있는지 그리고 법원은 이에 대하여 어떠한 판단을 하고 있는지를 살펴보겠으며, iii) 마지막으로 증권거래소가 새로 도입한 상장폐지실질심사 제도의 취지, 분쟁사례 및 동 제도에 관한 평가 등에 관한 논의를 진행해 보고자 한다.

II. 증권거래소의 상장폐지결정에 관한 그 동안의 논의의 정리

1. 상장폐지결정의 의의 및 상장폐지절차의 개요

증권거래소가 상장법인에 대하여 행하는 상장폐지에는 상장법인 스스로의 신청에 의한 상장폐지⁵⁾⁶⁾와 증권거래소에 의한 강제적 상장폐지⁷⁾가 있는데, 신

5) 유가증권시장상장규정 제77조 등.

6) 이러한 신청에 의한 상장폐지도 자주 벌어지는 편인데, 예컨대 과거 미국의 이페이가 한국증권거래소 상장법인이던 (주)옥션의 주식을 대부분 취득한 후 자진 상장폐지시킨 사례가 있었으며, 유사한 사례로 미국의 씨티그룹이 한국 상장법인인 (주)한미은행의 주식을 대부분 취득한 후 상장폐지시킨 사례가 있었다. 또 최근에는 (주)폴무원의 대주주인 (주)폴무원홀딩스가 (주)폴무원과 포괄적 주식교환의 방법으로 (주)폴무원의 주식을 100% 취득한 후 (주)폴무원을 상장폐지시킨 사례도 있다. 상장기업이 비상장기업으로 돌아가기를 희망하는 이유는 다양하나, 통상 금융당국의 규제의 회피, 상장유지비용의 절감(상장유지비용은 금전적 비용과 비금전적 비용으로 나눌 수 있는데, 회계비용·이사회비용·공시비용 등과 같은 금전적 비용만 놓고 보면, 유가증권시장 상장기업의 경우는 평균 9억4천만원, 코스닥시장 상장기업의 경우 평균 3억5천만원 정도에 이른다고 한다. 그런데 기업이 느끼는 부담은 수시공시의무 이행·소송과 같은 우발적 비용, 주주로부터의 배당 압력·상장폐지조건을 면하기 위한 갖가지 노력 등과 같은 비금전적 비용이 더 크다고 볼 수 있음), 경영활동의 유연성 및 신속한 의사결정의 필요성, 기업정보의 외부유출의 방지(기업정보는 공시 의무의 이행이라는 공식적인 창구를 통해서 뿐만 아니라 증권회사 기타 투자자들의 사

청에 의한 상장폐지에 있어서는 상장폐지로 인하여 당해 상장법인의 주권이 공개시장에서 더 이상 거래될 수 없게 됨으로 말미암아 당해 상장법인의 기존 주주들이 입게 되는 불이익을 어떻게 보호할 것인가?하는 점이 주로 고민의 대상이 될 뿐,⁸⁾ 상장폐지 자체에 불복하는 소송이 벌어지지 않는 것이 보통이다. 분쟁의 대상이 되는 것은 대부분 증권거래소가 상장법인을 강제로 상장폐지시키는 경우이다.

증권거래소의 상장폐지의 절차는 그 상장폐지 사유가 형식적 상장폐지요건⁹⁾에 해당하는 것이냐 아니면 실질적 심사대상에 해당하는 사유에 해당하는 것이냐에 따라 조금 다르다. 만약 상장폐지의 사유가 형식적 상장폐지요건에 해당하는 것이면 증권거래소는 즉시 상장법인의 증권거래를 정지시키고,¹⁰⁾ 상장법인에게 상장폐지기준에 해당한다는 사실을 통보한다.¹¹⁾ 반면 상장폐지사유가 상장폐지 실질심사 대상에 해당하는 경우에는 증권거래소는 상장폐지실질심사위원회¹²⁾의 심의를 거쳐 당해 주권의 상장폐지를 결정하고 그 사실을 상장법

전 정보 획득 노력에 의하여도 외부적으로 유출될 수 있음), 주가에 연연하지 않는 장기적 안목의 기업운영의 선호 등이 그 대표적 이유가 될 수 있다.

- 7) 유가증권시장상장규정 제79조 등.
- 8) 상장규정은 이에 대하여 일정한 주주보호 규정을 마련하고 있다. 즉 상장폐지를 신청하고자 하는 법인은 반드시 사전에 상장폐지를 결의하는 주주총회의 결의를 거쳐서 그 의사록을 증권거래소에 제출하도록 하고 있어(유가증권시장상장규정 제76조 제1항), 주주들의 의사가 상장폐지 신청에 반영될 수 있도록 하고 있다(다만, 중요한 사항임에도 특별결의가 아니라 보통결의를 요구하고 있다는 점에서 소수주주들은 불만족일 수 있음). 또한 이와 별도로 명문의 규정은 없으나, 실무상 증권거래소는 상장법인의 대주주로 하여금 소액주주들의 주식을 공개매수하도록 하고 있으며, 이러한 여러 수단을 통하여서도 상장법인의 기존주주의 이익이 충분히 보호되지 않는다고 판단될 경우에는 증권거래소는 상장폐지신청을 거부할 수도 있다(유가증권시장상장규정 제76조 제2항).
- 9) 이 용어는 상장규정상 사용되고 있는 것은 아니고 필자가 임의로 붙인 것인데, 필자는 이 용어를 상장법인에게 상장폐지사유가 발생하였는지 여부의 판단에 있어 실질적인 심사가 불필요하고, 형식 심사를 통하여 기계적으로 당해 법인을 상장폐지시키는 것이 가능한 상장폐지사유를 말하는 것으로 사용하겠다. 예컨대 최종부도, 은행거래정지, 사업보고서 미제출, 의견거절, 자본전액잠식 등과 같은 상장폐지사유를 말한다.
- 10) 유가증권시장상장규정 제99조 제2항 등.
- 11) 유가증권시장상장규정 시행세칙 제46조의2 등.
- 12) 상장폐지실질심사위원회는 경제와 자본시장에 관하여 이해가 높은 전문가 20인 이하로 구성된 심의위원단 중에서 코스닥시장 본부장이 개별 상장법인의 상장폐지심사를 위하여 6인을 선정하여 실질심사위원회를 구성한다. 이 때 심사의 전문성 및 공정성 유지를 위하여 심의위원단의 분야별(유관기관 임원, 회원사 임원, 교수, 변호사, 회계사) 각 1인 이상을 선발하게 되며, 동일한 위원을 3회 연속 선정하지 못한다(증권거래소가 제정한 '상장폐지실질심사지침' 참조).

인에게 통보하는데, 이 경우 증권거래소는 상장폐지 실질심사에 필요하다고 판단하는 경우에는 당해 법인 등 관계자에 대하여 관련자료의 제출 또는 의견진술을 요청하거나 현장조사를 실시할 수 있다.¹³⁾

증권거래소의 위와 같은 상장폐지통지에 대하여 당해 법인은 상장폐지의 통지를 받은 날로부터 7일 이내에 이의신청을 할 수 있는데,¹⁴⁾ 이러한 이의신청이 있으면 증권거래소는 상장위원회¹⁵⁾의 심의를 거쳐 상장폐지를 최종 결정하거나 또는 상장폐지를 일정기간 유예하고 당해 상장법인으로 하여금 유예기간 동안 기업구조를 실질적으로 개선할 수 있는 기회를 부여하는 결정을 한다.¹⁶⁾¹⁷⁾ 상장위원회가 이의신청이 이유없다는 결론을 내리고, 이에 따라 증권거래소가 최종적으로 상장폐지결정을 내리게 되면 당해 상장법인의 주권은 상장폐지주권의 환금성 부여목적으로 7일간의 정리매매기간을 거쳐¹⁸⁾ 정리매매기간 종료일 다음날 상장폐지되게 된다.

13) 유가증권시장상장규정 제80조의2 제2항, 제3항.

14) 상장폐지실질심사 대상에 해당하여 실질심사를 거쳐 상장폐지되는 경우에는 모두 이의신청이 가능하나, 형식적 상장폐지사유에 해당한다는 이유로 상장폐지되는 경우에는 상장규정시행세칙에서 정하는 사유에 해당하는 경우에만 이의신청이 가능하다.

15) 상장위원회는 상장폐지실질심사위원회는 별도로 조직된 것으로서, 주로 증권시장에 신규로 상장하려고 하는 법인의 상장예비심사청구를 심의하는 기능을 수행하고 있다(유가증권시장상장규정 제15조제3항).

16) 유가증권시장상장규정 제80조의3 제2항, 제3항.

17) 상장법인은 증권거래소부터 부여받은 개선기간 종료후 7일 이내에 증권거래소에게 개선계획 이행내역서, 개선계획 이행결과에 대한 변호사, 공인회계사 등 해당분야 전문가의 확인서 등의 서류를 제출하여 개선계획 이행여부에 대한 심의를 받아야 하고(유가증권시장 상장규정시행세칙 제49조 제5항), 이 경우 증권거래소는 상장위원회의 심의 결과 개선계획의 이행이 미흡하다고 판단되는 경우에는 당해 상장법인을 상장폐지시킬 수 있다(동 세칙 같은 조 제7항).

18) 유가증권시장상장규정 제94조 제2항(다만, 정리매매는 통상 부여되고 있으나, 항상 부여하여야 하는 것은 아니다. 상장규정상으로도 정리매매 허용여부는 증권거래소에게 맡겨져 있을 뿐만 아니라 증권시장의 질서유지, 투자자보호를 위하여 불가피한 사정이 있는 예외적인 경우에는 정리매매를 부여하지 않고 상장폐지시킬 수 있다. 서울남부지방법원 2004. 6.18. 선고 2004카합2268 판결에서 동법원은 “피고(증권거래소)가 정리매매기간을 부여한다면 원고회사{(주)동아정기}가 허위로 주금납입을 가장하여 발행한 신주도 그 기간동안 증권거래소시장에서 유통되어 투자자의 신뢰를 보호할 수도 없게 되므로 피고가 정리매매기간을 부여하지 아니하였다고 하여 이 사건 상장폐지결정이 위법하다고 할 수 없다”라고 판시한 바 있다.

2. 상장규정의 법적 성격 및 상장규정에 대한 사법심사 방법

(1) 개설

증권거래소의 상장폐지결정은 직접적으로는 위와 같은 상장규정상의 상장폐지사유를 근거로 하여 내려지는 바, 상장법인으로서는 상장폐지에 불복하는 소송에서 당해 법인에게 위 상장규정상의 상장폐지사유가 발생하지 않았다는 점을 1차적으로 주장, 입증하고자 하는 것이 보통이겠으나, 나아가 근본적으로 상장규정상의 상장폐지사유 그 자체가 무효라고 주장할 수도 있다. 여기서 후자의 문제에서 상장규정이 유효인가 혹은 무효인가를 논함에 있어 어떠한 법적 잣대를 가지고 판단할 것인가? 구체적으로 말하면 약관으로 보고, 이에 대한 사법심사기준을 적용할 것인가? 아니면 법규범에 대한 규범통제방법을 적용할 것인가가 핵심 쟁점이라 할 것이다. 이와 관련하여서는 그 선결문제로서 상장규정의 법적 성격이 무엇인지가 먼저 규명되어야 한다.

(2) 상장규정의 법적 성격에 대한 견해의 대립

1) 행정입법설

상장규정을 행정입법으로 보고자 하는 견해로는 i) 자본시장법의 발효로 폐지된 구 증권거래법에 근거를 가지고 제정된 증권거래소의 업무규정, 상장규정의 법적 성격에 관하여 논하면서, 동 규정들은 법률에 의하여 설치된 기관이 법률의 수권을 받아 제정하여 놓은 것이기 때문에 일반적인 행정입법인 명령, 규칙과 조금도 다를 바 없다는 견해¹⁹⁾와, ii) 과거 협회중개시장(코스닥시장)을 운영하던 증권업협회의 법적 성격 및 증권업협회가 제정하고 있던 협회중개시장운영규정, 협회중개시장등록규정 등의 법적 성격에 관하여 논하면서, 증권업협회는 금융감독위원회로부터 증권시장에 대한 규제권을 위임받은 공무수탁사인의 지위에 있고, 따라서 증권업협회가 제정한 위 규정들은 적어도 행정규칙

19) 김교창, “보통거래약관의 법적성질”, 변호사(법률실무연구), 1992, 256면.

의 성질을 가진다고 볼 수밖에 없다는 견해²⁰⁾가 있다.

이처럼 상장규정을 행정입법으로 보는 경우 그 효력과 사법심사방법은 어떠할 것인가? 만약 상장규정을 법규명령으로 보게 되면, 상장규정은 대외적 구속력이 있고, 법원은 헌법 제107조 제2항에 의한 구체적 규범통제방법에 따라 상장규정의 유효성을 판단하게 된다. 여기서 상장규정이 대외적 구속력이 있다는 의미는, 일반적으로 당사자들의 법률관계의 내용을 규율하는 것이 계약과 법령이라고 할 때, 상장규정은 법령으로서 증권거래소, 상장법인 기타 이해관계인의 의사와 관계없이 이들간의 법률관계를 규율하는 효력을 가지고, 또한 법원이 상장폐지 결정의 유무효를 판단함에 있어 재판규범이 되므로 법원은 상장규정이 헌법 또는 상위법령에 위반되지 않는 한 이에 구속되어 판단하여야 한다는 것을 말한다. 그리고 법원이 상장규정에 대하여는 헌법 제107조 제2항에 따라 심사한다는 의미는, 상장법인이 상장규정에 근거한 증권거래소의 상장폐지결정의 효력을 다투면서 그 전제로서 상장규정이 헌법이나 법률에 위반되어 무효라는 주장을 하게 되고, 법원은 이에 응하여²¹⁾ 상장규정의 효력을 판단한다는 것을 말한다. 반면, 상장규정을 법규로서의 대외적 효력이 없는 행정규칙으로 보면²²⁾, 법규적 효력이 없는 행정규칙은 국민 및 법원을 구속하는 재판규범이 될 수 없기 때문에 상장규정은 상장법인 기타 증권거래소 외부의 이해관계자에게 구속력을 미칠 수 없고, 법원도 상장규정에 구애됨이 없이 상장폐지결정의 효력유무를 판단하면 된다.²³⁾ 또한 이러한 상장규정은 제107조 제2항에 의한 규

20) 박해식, “한국증권업협회가 한 협회등록취소결정의 법적 성격”, 법조(제547호), 2002. 4, 110면.

21) 물론 상장폐지결정의 근거가 된 상장규정의 위헌, 위법이 당사자에 의하여 주장되지 않은 경우에도 법원은 직권으로 당해 상장규정의 위법여부를 심사할 수 있다.

22) 행정규칙의 종류에는 조직규칙, 영조물규칙, 법령해석규칙, 재량준칙 등이 있는데, 상장폐지에 관한 상장규정을 행정규칙으로 보고자 한다면, 이는 증권거래소가 상장폐지결정을 함에 있어 기준이 되는 것이므로 재량준칙이라 할 수 있다. 이러한 재량준칙이 대외적 효력을 갖는 것인지에 관하여는 여러 가지 학설(부정설, 간접적 대외적 효력설, 자기구속설)의 대립이 있는데, 헌법재판소는 자기구속설을 근거로 간접적으로 대외적 효력을 미친다는 점을 긍정하고 있으나, 대법원은 원칙적으로 대외적 효력을 부정하는 입장에 있다(자세한 사항은 박균성, 『행정법론(상)』, 박영사, 2009, 213면; 홍정선, 『행정법원론(상)』, 박영사, 2009, 253면 참조).

23) 대법원 판례 중에는 “재량준칙이 객관적으로 합리적이 아니라거나 타당하지 않다고 볼 만한 특별한 사정이 없는 한 재량준칙을 따른 처분은 적법하다”고 한 것이 있는데(대법원 2005. 4.28. 선고 2004두8910 판결 등 참조), 행정규칙설과 이러한 대법원 판례의 태도를 결합하면, 재량준칙에 해당하는 상장규정은 간접적으로 법원의 재판규범이 될 수도 있다.

범통제의 대상이 되지도 않는다.²⁴⁾

2) 자치법규설

자치법규라는 용어는 실정법상 용어가 아니라 법이론적 용어인데, 좁은 의미로는 헌법 제117조제1항에 따라 지방자치단체가 법령의 범위안에서 제정하는 조례와 규칙을 말하나, 넓은 의미로는 어떠한 단체의 조직, 활동 등 단체법적 법률관계를 규율하는 내용의 모든 법규를 말한다. 자치법규의 특징은 그 성립에 있어 단체법적 의사결정 과정(과반수 또는 2/3이상의 찬성 등의 의결)을 거친다는 점과 이에 따라 성립된 자치법규는 개별 구성원의 승인과 관계없이 모든 구성원에게 일률적으로 효력을 미치며, 성립이후에 가입한 구성원에게도 구속력을 가진다는 점에 있다. 그리고 자치법규의 제정에 있어서도 헌법이 보장하고 있는 국민의 기본권을 과도하게 침해 내지 제한하여서는 아니되며 또한 자치법규의 내용이 강행법규에 위반되어서는 아니되는 등의 제한이 따르고, 이러한 제한에 위반된 자치법규의 규정은 무효라고 할 것이므로²⁵⁾ 이러한 점에서 자치법규에 대한 법원의 규범통제가 이루어질 수 있다. 그런데, 대법원은 자치법규의 효력에 관하여 “특별한 사정이 없는 한 그것이 선량한 풍속 기타 사회질서에 위반되는 등 사회관념상 현저히 타당성을 잃은 것이거나 결정절차가 현저히 정의에 어긋난 것으로 인정되는 경우 등을 제외하고는 이를 유효한 것으로 시인하여야 한다”²⁶⁾고 보고 있으므로 이러한 점에서는 위에서 언급한 재량준칙과 마찬가지로 간접적으로 법원을 구속하는 재판규범이 될 수 있다.

아직까지 상장규정을 증권거래소가 그 조직과 활동에 관하여 자치적으로 제정한 자치규범으로 보고자 하는 견해를 명백히 제시하는 학자는 없는 것처럼 보인다. 다만, 소위 자율규제(self regulation)이라는 이름하에 증권거래소가 그 회원인 증권회사나 증권시장 참가자에 대하여 정부를 대신하여 독자적으로 규율해 나가는 것이 효율적이라는 논의가 있다.²⁷⁾ 이러한 논의에서도 자율규제기

24) 대법원 1990. 2.27. 선고 88재누55 판결.

25) 대법원 2002. 2.22. 선고 2000다65086 판결.

26) 대법원 1992.11.24. 선고 91다29026 판결.

27) 양만식, “증권시장의 자율규제에 관한 검토”, 『법학논총』 제31권 제1호, 2007, 235면 이하 등 참조.

관으로 보고자 하는 증권거래소가 제정한 상장규정의 법적 성격에 관하여 직접적인 언급은 없으나, 이러한 논의는 상장규정을 자치규정으로 보고자 하는 견해로 귀결될 수 있지 않을까 생각한다. 대법원은 2007.11.15. 선고 2007다1753 판결에서 상장규정의 법적 성격을 약관으로 보면서도 그 판시 중에 “증권거래소의 상장규정은 --- 증권거래법이 자치적인 사항을 (증권거래소가) 스스로 정하도록 위임함으로써 제정된 자치규정에 해당하는 것으로”라는 표현을 사용하고 있는데, 서로 양립하고 어려운 “약관”이라는 용어와 “자치규정”이라는 용어를 함께 사용하고 있어 혼란을 주고 있다.

3) 약관설

약관이란 “그 명칭이나 형태 또는 범위를 불문하고 계약의 일방 당사자가 다수의 상대방과 계약을 체결하기 위하여 일정한 형식에 의하여 미리 마련한 계약의 내용이 되는 것”을 말한다.²⁸⁾ 약관설은 증권거래소의 상장규정도 증권거래소가 상장계약의 일방 당사자로서 다수의 상장신청 법인과의 사이에 상장계약을 체결하기 위하여 일정한 형식에 의하여 미리 마련한 것이므로 「약관의 규제에 관한 법률」(이하 “약관규제법”이라 함) 제2조의 약관에 해당된다는 것이다. 대법원도 같은 입장이다.²⁹⁾

4) 검토

상장규정은 자본시장법에 법적 근거를 가지고 제정된 것이기는 하다. 그러나, 행정입법의 제정권자는 우리 헌법의 해석상 행정기관이 되어야 한다는 점에서,³⁰⁾ 그 법적 성격이 주식회사인 증권거래소가 제정한 상장규정을 행정입법으로 볼 수는 없다. 대법원도 “피고(증권거래소)의 성격을 주식회사로 규정한 이상 (증권거래소가 제정한) 상장규정을 행정기관이 제정하는 일반적, 추상적인

28) 약관의 규제에 관한 법률 제2조.

29) 대법원 2004. 1.16.자 2003마1499 결정; 대법원 2007.11.15. 선고 2007다1753 판결.

30) 자세한 논의는 문일호, “증권거래소가 제정한 상장규정의 법적 성격 및 상장규정상 합병요건의 규정의 유효성”, 『고려법학』 제48호, 고려대학교 법학연구소, 2007, 209-216면 참조.

규정으로서 법령의 위임에 따라 그 규정의 내용을 보충하는 기능을 가지면서 그와 결합하여 대외적인 구속력을 가지는 법규명령이라고 볼 수는 없고”라고 판시하여 동일한 입장을 취하고 있다.³¹⁾ 한편, 자치법규설에 관하여 보면, 어떠한 규정을 법규로 인정하게 되면 이는 재판규범으로서 법원을 구속하게 된다는 점에서 자치법규라는 개념을 일반적으로 인정하기도 어려울 뿐만 아니라, 전통적으로 자치법규라는 법규범을 인정하고자 하는 것은 소위 부분사회이론에 따라 단체 내부관계를 규율하는 규정에 대하여는 사법심사를 자제하고자 하는 노력의 산물이므로, 증권거래소의 내부관계(증권거래소와 증권거래소의 주주와의 관계 또는 증권거래소와 그 회원과의 관계)에 관한 규정은 자치법규로 일응 받아들여질 수 있으나, 상장법인은 증권거래소의 외부에 존재하는 법적주체라 할 것이므로 증권거래소와 상장법인의 상장을 둘러싼 법률관계를 규율하고자 제정된 규정인 상장규정을 자치법규라는 개념에 포섭시키는 어려운 것이 아닌가 생각한다.

결국, 상장규정이란 증권거래소가 약관규제법 제2조에서 규정하는 사업자로서³²⁾ 고객에 해당하는 상장신청 법인과 상장계약 체결을 위하여 일방적으로 작성한 것이기 때문에 위 법률상의 약관에 해당되는 것으로 보는 것이 타당하다.

(3) 약관설에 의할 때 상장규정에 대한 유효성 심사기준

위와 같이 상장규정이 약관으로서의 법적성질을 가진다는 점 그리고 약관이

31) 대법원 2007.11.15. 선고 2007다1753 판결.

32) 증권거래소가 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 의한 공공기관에 해당된다고 하더라도 증권거래소가 약관규제법 제2조의 사업자에서 배제되는 것은 아니다. 동 조항에서의 사업자에 해당하기 위하여는 널리 계약체결의 상대방사자가 될 수 있는 법적 주체인 것으로 족하다. 대법원도 지방자치단체가 택지개발사업에 참여한 약 30여개의 건설업체와 택지공급계약의 체결을 예정하여 만든 택지공급계약서의 약관성을 인정하였으며(대법원 1998.12.23. 선고 96다38704 판결), 한국전력공사가 동력자원부장관의 인가를 받아 전기요금 기타 공급조건에 관한 사항을 정한 것이라고 하더라도 국민에 대하여 일반적 구속력을 갖는 법규로서의 효력은 없고, 단지 한국전력공사와 전기공급계약을 체결하거나 그 규정의 적용에 동의한 자에 대해서만 효력이 미칠 뿐이라고 판시함으로써 한국전력공사의 전기공급규정이 약관에 해당된다고 판시한 바 있다(대법원 1983.12.27. 선고 83다카893 판결; 같은 취지의 판결로는 대법원 2002. 4. 12. 선고 98다57099 판결이 있음).

당사자를 구속하는 법적근거는 계약 당사자 사이에서 계약내용에 포함시키로 명시적, 묵시적으로 합의하였기 때문이라는 통설³³⁾과 판례³⁴⁾의 태도를 고려하면 상장규정의 유효성 유무의 심사에는 일차적으로 약관규제법이 적용된다. 특히 상장규정상 상장폐지사유가 신의성실의 원칙에 반하여 공정을 잃은 것은 아닌지(약관규제법 제6조 제1항), 상장법인에 대하여 부당하게 불리한 조항이거나 제반사정에 비추어 상장법인이 예상하기 어려운 조항에 해당하는 것은 아닌지(약관규제법 제6조 제2항 제1호, 제2호)가 문제될 수 있다. 다음으로 상장규정은 자본시장법에 근거를 가지고 제정된 것이므로 자본시장법에 위배될 수 없고, 기타 다른 법률의 강행법규에 반할 수 없으며, 마지막으로 민법 제103조의 공서양속조항 및 민법 제2조의 신의칙과 권리남용금지 조항도 상장규정의 유효성 여부 심사에서 그 심사기준이 될 수 있다.

대법원은 2007.11.15. 선고 2007다1753 판결에서 “상장규정은 --- 증권거래법이 피고(증권거래소)에게 자치적인 사항을 스스로 정하도록 위임함으로써 제정된 피고의 자치규정에 해당되는 것으로서 약관의 성질을 가지는 것이라 할 수 있다. 그런데 기본적으로는 피고와 상장법인 사이의 관계가 상장계약이라는 사법상의 계약을 통하여 맺어지는 것이기는 하지만, --- 상장규정은 법률의 규정에 근거를 두고 상장법인 내지 상장신청 법인 모두에게 당연히 적용되는 규정으로서 실질적으로 규범적인 성격을 가지고 있음을 부인할 수 없으니만큼 --- 상장규정의 특정조항이 비례의 원칙이나 형평의 원칙에 현저히 어긋남으로써 정의관념에 반한다거나 다른 법률이 보장하는 상장법인의 권리를 지나치게 제약함으로써 그 법률의 입법목적이나 취지에 반하는 내용을 담고 있다면 그 조항은 위법하여 무효라고 보아야 할 것이다.---”라고 판시하고 있다. 행정행위도 아닌 사법상의 계약조항을 두고 ‘비례의 원칙’이나 ‘형평’을 들어 무효화하는 것이 이례적인 것으로 비칠 수도 있으나, 약관규제법 제6조 등에서의 “불공정성”등과 크게 다른 기준은 아니라고 보여진다.³⁵⁾

33) 김형배, 『민법학강의』 제6판, 신조사, 2007, 1206면.

34) 대법원 2004.11.11. 선고 2003다30807 판결.

35) 장상균, “회사정리절차 개시신청을 상장폐지사유로 정한 상장규정 조항의 효력”, 대법원판례해설 제72호, 2007년 하반기, 117면.

3. 상장폐지결정의 법적 성격 및 쟁송방법³⁶⁾

상장폐지결정의 법적 성격에 관한 논의는 상장폐지결정이 행정소송법 제2조 제1항 제1호에서 규정하는 “처분”에 해당되는 것인지 아니면 상장계약이라는 사법상 계약을 일방적으로 해소하려는 상장계약 해지의 의사표시에 해당하는 것인지 여부에 관한 것이다. 만약 상장폐지결정을 전자인 행정처분으로 본다면 그에 대한 쟁송방법은 행정소송(특히 항고소송 중 취소소송)이 될 것이고, 그렇지 않고 후자로 본다면 그에 대한 쟁송방법은 민사소송인 상장폐지무효확인소송이 될 것이다.

행정소송법 제2조 제1항 제1호는 “처분”의 개념에 관하여, “행정청이 행하는 구체적 사실에 관한 법집행으로서의 공권력의 행사 또는 그 거부와 그 밖에 이에 준하는 행정작용”이라고 규정하고 있고, 동조 제2항은 “이 법을 적용함에 있어서 행정청에는 법령에 의하여 행정권한을 위임 또는 위탁을 받은 행정기관, 공공단체 및 그 기관 또는 사인이 포함된다”고 규정하고 있다. 따라서 상장폐지결정이 위와 같은 행정처분에 해당하기 위하여는 i) 행정청에 의한 행위일 것 ii) 구체적 사실에 관한 법집행으로서 공권력의 행사 또는 이에 준하는 행위일 것의 요건이 충족되어야 한다. 여기서 주목할 점은 어떠한 행위가 국민의 권리를 제한하는 것으로서 일응 공권력의 행사로서의 성격을 가지고 있다고 하더라도 그것이 행정청의 행위가 아닌 한 행정소송법상 행정처분에 해당하지 않는다는 점이다.³⁷⁾ 상장폐지결정은 증권거래소가 자본시장법 및 이에 근거한 상장규정에 근거하여 일방적으로 내린 결정이라는 점에서 일응 위 2번째의 요건인 공권력 행사로서의 성격은 충족된다고 볼 수도 있다. 문제는 증권거래소가 행정소송법상 행정처분청으로서의 “행정청”에 해당하는지 여부이다.

36) 자세한 사항은 문일호·신병동, “증권거래소가 행하는 상장결정 및 상장폐지결정의 법적 의미”, 『고려법학』 제49호, 고려대학교 법학연구소, 2007, 715-736면 참조.

37) 대법원도 “행정소송의 대상이 되는 행정처분이란 행정청 또는 그 소속기관이나 법령에 의하여 행정권한을 위임 또는 위탁받은 공공단체 등이 국민의 권리의무에 관계되는 사항에 관하여 직접 효력을 미치는 공권력의 발동으로 하는 공법상의 행위를 말하며, 그것이 상대방의 권리를 제한하는 행위라 하더라도 행정청 또는 그 소속기관이나 권한을 위임받은 공공단체 등의 행위가 아닌 한 이를 행정처분이라고 할 수 없다”라고 판시하고 있다(대법원 2008. 1. 31. 선고 2005 두8269 판결; 대법원 1999. 11. 26. 자 99부3 결정; 대법원 2004. 3. 4. 자 2001무49 결정).

과거 증권업협회가 운영하던 협회중개시장(코스닥시장)에서의 증권업협회의 협회등록취소결정의 법적 성격 및 쟁송방법과 관련한 논의가 있었는데, 이러한 논의는 그대로 현재의 증권거래소 체제하에서의 상장폐지결정에 관한 논의로 그대로 이어질 수 있다고 본다. 증권거래소를 공공단체의 일종인 영조물법인으로 보고 증권거래소의 상장폐지결정의 권력적이고 일방적 성격에 착안하여 상장폐지결정을 행정소송법상 행정처분으로 보아야 하며, 따라서 그에 대한 쟁송 방법도 행정소송법상 항고소송이 되어야 한다는 견해도 있을 수 있고,³⁸⁾ 증권거래소의 상장관련 업무는 금융감독위원회(현재의 금융위원회)라는 국가 행정기관의 사무인데, 이것이 증권거래법(현재는 자본시장법)에 의하여 증권거래소에 위탁되었으므로 증권거래소는 공무수탁사인의 지위에서 상장폐지결정을 하였기 때문에 상장폐지결정은 행정처분이고 마찬가지로 이에 대한 불복도 항고소송이 되어야 한다는 견해도 있을 수 있다.³⁹⁾

그러나, 증권거래소는 사법인으로서의 성격을 가지고 있다. 또한 증권거래소의 상장폐지결정과 관련된 업무는 국가사무, 구체적으로는 금융위원회의 사무라고 볼만한 직접적인 규정이 없다는 점⁴⁰⁾에서 증권거래소는 상장폐지결정에서 있어 공무수탁사인으로서의 지위에 있지 않다. 사법인의 상대방에 대한 행위가 일방적 성격을 가지고 있다고 하더라도 사법인의 그 행위가 공무수탁사인의 지위에서 나온 것이 아니라고 한다면 그 행위는 행정소송법상 행정처분에 해당하지 않는다. 결국 증권거래소의 상장폐지결정은 증권거래소와 상장법인간

38) 이원우, 전제 논문, 198-199면 참조.

39) 박해식, “한국증권업협회가 한 협회등록결정을 다투는 소송방법”, 『민사재판의 제문제』 제11권, 2002, 1017면 참조.

40) 서울행정법원은 2003구합19456(상장폐지결정취소) 사건에서 “--- 법 제3조제2호는 협회등록법인이 아닌 비상장법인으로서 유가증권을 모집 또는 매출하고자 하는 법인은 금융감독위원회에 등록하도록 규정하고 있는바, 이는 유가증권시장에 부적격업체가 진입하는 것을 막기 위하여 그 최초 진입단계인 유가증권의 모집 또는 매출 단계에서 국가가 직접 간여하여 그 적격여부를 심사하도록 하는 것이고, 한편 법 제88조가 피고(증권거래소)로 하여금 상장규정을 정하여 상장심사 또는 상장폐지를 하도록 한 것은 유가증권시장의 특정상 행정정보와는 시장상황을 신속하고 면밀히 추적 검토할 수 있는 전문지식을 가진 인력과 장비를 갖추고 있는 시장관리인이 자율적으로 상장 또는 그 폐지 여부를 결정하도록 하는 것이 투자자를 보호하고, 공정하고 원활한 거래를 도모할 수 있다는 점을 고려한 것이라고 보이므로, 법이 유가증권의 모집 또는 매출 단계에서 금융감독위원회에 등록하도록 규정하였다고 하여 그것을 근거로 그와 성격이 다른 상장 또는 상장폐지까지도 국가사무라고는 할 수 없다”고 판시한 바 있다.

의 사법상의 상장계약관계를 해소하고자 하는 사법상의 행위(즉, 약정해지권에 따른 상장계약 해지의 의사표시⁴¹⁾)에 불과할 뿐 행정소송법상 행정처분이 될 수 없다.⁴²⁾ 대법원과 헌법재판소도 같은 입장이다.⁴³⁾ 상장폐지결정의 법적 성격을 이와 같이 본다면, 그에 대한 불복방법도 행정소송이 아닌 민사소송(상장폐지결정 무효확인소송 또는 가처분신청)의 방법이 되어야 할 것이고, 현재 실무상의 처리도 그러하다.

III. 형식적 상장폐지사유에 근거한 상장폐지결정에 대한 분쟁사례 및 검토

1. 상장폐지된 법인의 주주가 상장폐지결정 무효확인 소송을 제기할 경우 당해 소송에 확인의 이익이 있는가?

상장폐지결정을 다투는 소송을 행정소송의 형태로 제기하여야 한다면 주주가 그 소송을 제기할 수 있는지 여부는 주주가 원고적격이 있는가의 문제일 것이지만, 민사소송인 상장폐지결정 무효확인소송을 제기한다고 한다면 확인의 이익이 있는지 여부의 문제로 변모한다.

41) 서울남부지방법원 2006. 9.21.자 2005카합1851 가처분이의 사건에서 신청인(채권자)은 “채무자의 상장폐지결정은 이행지체에 따른 법정해지권의 행사에 해당하는데, 이 사건 상장규정은 사업보고서 제출기한까지 자본잠식 상태를 해소하지 않은 경우 즉시 상장폐지결정을 하도록 하고 있어 이행최고를 해지권의 행사의 요건으로 규정한 민법 제544조에 위반된다”고 주장하였다. 그러나 법원은 “--- 이 사건 상장규정으로 인해 채권자에 대하여 일정 비율 이상의 자본잠식을 해소하여야 하는 채무를 부담한다고는 볼 수 없으므로, 이 사건 상장폐지결정이 이행지체로 인한 법정해지권의 행사에 해당한다는 채권자의 주장은 독자적 견해에 불과하다. 오히려 채권자는 채무자와 체결한 상장계약을 통해 이 사건 상장규정이 정하는 일정한 기준에 해당할 경우 채무자가 일방적으로 상장계약을 해지할 수 있는 권한을 미리 부여하였다고 할 것이고, 이 사건 상장폐지결정은 약정된 계약해지권의 일방적인 행사이므로 그 행사에 있어 사전에 이행최고를 필요로 하는 것은 아니다”라고 판단하였다.

42) 일반 회사의 근로자에 대한 해고행위가 일방적, 권력적 성격을 가지고 있다고 하더라도 해고는 근로관계를 해소하고자 하는 사법상의 의사표시에 불과한 것(대법원 1997. 9. 26. 선고 97누1600 판결)과 동일한 논리이다.

43) 대법원 2007.11.15. 선고 2007다1753 판결; 대법원 2004. 3. 4.자 2001무49 결정; 현재 2005. 3. 8.자 2004헌마442 결정.

증권시장에서의 유가증권의 상장과 그 관리에 관한 법률관계는 상장신청법인의 상장신청에 따라 증권거래소가 그 요건을 심사하여 상장을 허용함으로써 형성되는 법률관계로서 기본적으로 상장법인과 증권거래소 사이의 계약관계에 속하고 상장법인의 주주는 위 법률관계의 제3자이고, 따라서 상장법인의 주주들이 자신들이 보유한 주식을 증권시장에서 거래할 수 있는 이익은 법률상 이익이 아니라 사실적, 경제적 이익에 불과하여 주주들의 무효확인 소는 확인의 이익이 없다는 견해도 있을 수 있다. 그러나, 제3자 사이의 법률관계라 하더라도 그 법률관계 여하에 따라 자신의 권리 또는 법적이익이 침해되는 경우, 그 법률관계에 대하여 확인판결을 받는 것이 자신의 지위에 현존하는 위험, 불안을 제거하기 위하여 유효, 적절한 수단이 된다면 그 법률관계에 대하여 확인의 이익이 있는 것이다. 상장법인의 주주가 갖고 있는 이익은 단순한 사실상 경제적 이익이 아니라 법이 보호하는 법적 이익이라 할 것이므로 주주들이 제기한 위 소는 확인의 이익이 있다고 볼 수 있다.⁴⁴⁾

2. 상장폐지 무효확인소송 또는 가처분신청에서의 그 대상 및 상장폐지결정의 유·무효 판단의 기준시점

증권거래소의 위와 같은 상장폐지에 당해 법인이 불복하는 경우 당해 법인은 본안소송으로서 “상장폐지결정무효확인소송”을 제기할 수 있을 것이다. 또한, 상장폐지결정에 대한 무효확인 소는 그 판결시까지 상당한 시간이 소요되고, 코스닥시장의 경우 상장폐지 대상법인이 상장폐지결정에 대한 소송을 제기하더라도 증권거래소는 상장폐지결정 후 곧바로 정리매매절차를 진행해 버리는 것이 실무상 업무처리 관행이어서 상장폐지결정무효확인 소의 본안소송은 상장폐지법인에게 효과적이고 신속한 권리구제수단이 되지 못한다. 따라서 상장폐지대상 법인은 민사상 가처분으로서 상장폐지결정 전에는 상장폐지결정의 금지(상장폐지절차의 진행의 금지)를 구하는 가처분신청을, 상장폐지결정 후에는 상장법인의 지위보전 가처분신청⁴⁵⁾을 해 볼 수 있을 것이다.

44) 서울남부지방법원 2004. 6.18. 선고 2004가합2268 판결 참조.

45) 실무상 상장폐지결정이후에 상장폐지결정효력정지가처분을 제기하는 경우도 있고, 상장법인지위

이렇게 상장법인이 본안 소송 또는 가처분신청을 제기하는 경우, 그 대상은 상장실질심사위원회 또는 상장위원회의 상장폐지결정이 아니라 이의절차를 거친 이후 증권거래소가 최종적으로 내리게 되는 상장폐지결정이다. 왜냐하면 상장실질심사위원회 또는 상장위원회는 증권거래소 내부 조직으로서 상장규정상 심의기관에 불과하기 때문에 민사소송의 피고가 될 자격이 없기 때문이다. 여기서 위와 같이 상장법인이 상장폐지결정 무효확인의 본안소송 또는 가처분신청을 제기할 경우, 상장폐지결정의 효력을 법원이 판단함에 있어 상장폐지결정 이후의 사정을 고려할 수 있느냐가 문제된다. 예컨대 감사의견거절을 이유로 상장폐지된 경우 그 이후 감사의견이 적정으로 나온 경우에 이러한 사정이 상장폐지결정의 효력에 영향을 미칠 수 있는지가 문제되는 것이다. 일반적으로 상장폐지결정의 효력유무는 상장폐지결정 당시의 사실상태와 법령상태를 기준으로 효력유무를 판단해야 하는 것이지, 상장폐지결정 이후의 변경된 상태를 반영하여 상장폐지결정의 효력유무를 판단하는 것은 타당하지 않다고 생각된다. 예컨대 2008년도 감사의견이 의견거절로 나온 경우에 그 후 2009년 반기재무제표 또는 2009년 전기(全期)재무제표에 대한 감사의견이 적정으로 표명되었다고 하더라도 종전 상장폐지결정이 무효로 판단될 수 없는 것이다.⁴⁶⁾ 그러나, 상장폐지결정 당시의 사실상태가 변경되는 경우(예컨대 2008 사업연도에 대한 감사의견이 의견거절로 나왔다가 재감사결과 같은 사업연도에 대한 감사의견

보전가처분을 제기하는 경우도 있다. 이론상 임시의 지위를 정하는 가처분인 상장법인지위보전가처분이 좀 더 타당해 보인다. 이와 관련하여 법원은 “이 사건 등록취소결정은 비록 무효라고 할 지라도 피신청인이 외형상 존재하는 위 무효행위를 스스로 철회하거나 무효행위의 외형 등이 배제되지 아니하는 한 여전히 그 외형은 존재하므로 신청인으로서 그 효력정지가처분을 구할 실익이 있을 뿐만 아니라, 그 신청취지에는 신청인이 임시로 협회등록법인의 지위에 있음을 정하는 지위보전가처분신청의 의미도 포함된 것으로 선택할 여지도 없지 아니하다”는 이유로 상장폐지결정효력정지가처분 신청이 적법하다고 보고 있다(서울남부지원 2002. 2. 6.자 2002카합188 결정).

- 46) 대법원 2004. 1.16. 2003마1499(상장폐지금지및매매거래재개가처분) 사건에서, 상장폐지법인은 ‘제38기 사업연도에 대한 감사보고서상 감사의견이 의견거절로 표명되었다는 이유로 상장폐지된 법인이 그 후 제39기 사업연도에 대한 감사의견이 적정으로 변경된 점을 이유로 상장폐지 사유가 해소되었다고 주장하며 상장폐지금지결정이 무효’라고 주장하였으나, 대법원은 “39기 감사보고서가 적정의견을 나타내고 있었다고 하더라도, --- 이로 말미암아 위 제38기 감사보고서상의 감사의견이 상장폐지 사유에 해당하지 않는다거나 또는 그 하자가 치유되는 것은 아니”라고 판시하며 신청인의 주장을 배척한 바 있다.

이 적정으로 변경된 경우)에는 증권거래소의 상장폐지결정은 결과적으로 잘못된 사실관계를 전제로 내려진 것으로 위법, 무효인 것으로 판단될 수밖에 없을 것이다.⁴⁷⁾

3. 분쟁사례, 법원의 판단 및 이에 대한 검토

(1) 감사의견을 이유로 한 상장폐지

1) 상장규정의 내용

유가증권시장의 경우 i) 주권상장법인에 대하여 당해 법인의 외부감사인이 당해 법인의 최근 사업연도의 재무제표에 대하여 부적정 감사의견을 표명하거나 ii) 감사의견을 표명하지 아니하거나(감사의견거절), iii) 최근사업연도의 직전연도의 재무제표에 대하여 감사범위제한으로 인한 한정의를견을 받아 관리종목으로 지정된 후 다시 최근사업연도의 재무제표에 대한 감사범위제한으로 인한 한정의를견을 받은 경우에는 상장폐지하도록 규정하고 있다(유가증권시장상장규정 제80조 제3호),⁴⁸⁾ 한편, 코스닥시장의 경우에는 최근사업연도의 재무제표에 대한 감사의견이 부적정 또는 의견거절일 경우뿐만 아니라 감사범위제한으로 인한 한정인 경우에는 곧바로 상장폐지하도록 규정하고 있다(코스닥시장상장규정 제38조제1항제11호).⁴⁹⁾

47) 실무를 보면, 감사의견이 의견거절로 표명된 상장법인이 외부감사인에게 재감사를 요청하고 또한 증권거래소에 상장폐지절차의 유보를 요청해 오는 경우가 있다. 이러한 경우 증권거래소는 상장폐지절차 특히 정리매매절차를 유보하고, 재감사결과에 따라 상장폐지결정을 취소할 것인지 여부를 결정한다(서울남부지방법원 2006. 4.10자 2006카합893 결정에서 법원은 “재감사후 수정된 감사보고서가 증권거래소에 제출될 가능성이 있는 시점인 2006. 4.12. 09:00까지는 진행하여서는 아니된다”고 판단하기도 하였다). 참고로 서울남부지방법원 2004카합763(주권등록취소금지 가처분) 사건에서는 증권거래소가 상장법인인 (주)쓰리소프트에 대하여 감사의견거절로 등록취소결정을 내리자 당해 법인이 이에 불복하여 가처분신청을 하였는데, 가처분신청 심리도중 재감사결과가 감사의견 적정으로 내려지자 증권거래소는 상장폐지결정을 취소하였고, 이에 따라 (주)쓰리소프트도 가처분신청을 취하한 사례가 있다.

48) 감사의견으로 인한 상장폐지의 경우에는 당해 상장법인은 증권거래소에 이의신청을 할 수 있다(유가증권시장상장규정 시행세칙 제47조제1항제1호).

49) 다만, 동 감사의견의 사유가 계속기업으로서의 존속능력에 대한 불확실성에 의한 경우에 한하여

2) 감사의견을 이유로 한 상장폐지 분쟁사례

증권거래소의 상장폐지결정에 불복하여 상장법인이 소송을 제기한 사례중 감사의견을 이유로 한 것이 상당수를 차지한다. 상장규정상 단순한 한정 의견은 상장폐지사유가 아니고, 의견거절의 경우에는 상장폐지사유로 규정하고 있다. 그런데, 상장폐지결정된 법인들의 주장에 따르면, 의견거절을 표명할 것인가, 한정 의견을 표명할 것인가에 대한 판단기준을 정하고 있는 회계감사기준의 규정이 추상적이어서⁵⁰⁾ 외부감사인의 자의적인 판단이 개입될 소지가 크고, 외부 감사인이 감사대상법인의 사정은 고려하지 않은 채 자신의 책임을 면할 목적만으로 또는 상장법인 임직원과의 감정악화가 주된 원인이 되어 감사의견거절을 내는 일도 벌어지고 있기 때문에 상장폐지결정이 상장법인에게 미치는 중대한 영향을 고려할 때 외부감사인의 감사의견만으로 상장폐지하도록 규정한 상장규정은 매우 부당하다는 것이다. 이 때문에 상장폐지법인은 한편으로는 상장규정이 약관규제법의 불공정약관에 해당된다는 이유로 혹은 헌법상 비례의 원칙에 반하기 때문에(의견거절의 사유와 상장폐지의 파급효과, 공익적 요인을 비교衡量하여 결정할 여지를 전혀 남기지 아니한 채 곧바로 상장폐지하도록 한

사업보고서 법정제출기한의 다음날부터 10일 이내에 동일한 감사인의 동 사유 해소에 대한 확인서를 제출하여 거래소가 이를 인정하는 경우에는 (일단 상장폐지를 유예하고) 동 제출일이 속하는 반기를 기준으로 다음 각목의 1에 해당하는 경우에 상장폐지한다.

가. 반기 재무제표에 대한 감사인의 감사의견이 부적정 또는 의견거절이거나 감사범위제한으로 인한 한정인 경우

나. 반기보고서 법정제출기한의 다음날부터 10일 이내에 반기 감사보고서를 제출하지 아니한 경우

- 50) 주식회사의 외부감사에 관한 법률(이하 “외감법”이라 함) 제5조 제2항에 따라 금융감독위원회가 제정하였던 회계감사기준에 따르면, 감사의견은 적정의견, 한정 의견, 부적정 의견 및 의견거절로 구분하고(제24조제1항), 예외사항이 재무제표에 미치는 영향이 중요한 경우에는 한정 의견을 표명하고, 그 영향이 특히 중요한 경우에는 부적정 의견 또는 의견거절을 표명하도록 규정하고 있었고(제24조제2항), 현재 한국공인회계사에서 제정한 회계감사기준 및 회계감사기준적용지침(700항 이하)에 따르면, 계속기업으로서의 회사의 존속능력에 중대한 의심을 불러일으키는 사건이나 상황에 관계된 중요한 불확실성의 존재하더라도 재무제표의 주석에 특기사항으로 표시한 채 적정 의견을 표명할 수 있고, 다만 여러 가지 중요한 불확실성이 관련되어 있고 이것이 합쳐져서 재무제표에 중대한 영향을 미치는 극단적인 상황의 경우에는 특기사항문단을 기재하기보다는 의견거절을 표명하는 것이 적절한지를 고려하도록 하고 있어서 여전히 판단기준이 추상적이라고 할 수 있다.

조항) 무효라고 주장하기도 하고, 다른 한편으로 당해 법인에 대한 감사의견은 의견거절을 낼 정도는 아닌데 감사인이 부당하게 자의적으로 감사의견을 낸 것이므로 감사의견은 중대한 하자가 있어 감사의견 자체가 무효이므로 상장폐지 사유가 발생하지 않았다는 주장을 하면서 상장폐지결정에 대하여 다투기도 하였다.⁵¹⁾

감사의견을 이유로 한 상장폐지한 경우와 관련한 주요 분쟁사례로는 다음과 같은 것들이 있었다.

<주요 분쟁사례>

일련 번호	사건번호	사 건 명	법 원	원고(신청인)	결 과
1	2002카합643	주권상장폐지효력 정지등가처분	서울남부	효성기계공업	신청 인용
2	2003가합5840	상장폐지결정무효확인	서울남부	해태유업	기각
3	2003마1499	상장폐지금지 및 매매거래재개가처분	대법원	스마텔	기각
4	2003카합3483	상장폐지금지 가처분의의	서울남부	천지산업	원결정(2003카 합2642)취소
5	2004카합810	협회등록취소효력 정지가처분	서울남부	트래픽ITS	기각
6	2004카합2537	상장폐지효력정지 가처분	서울남부	인터피온반도체	기각
7	2004카합2428	협회등록취소금지 가처분	서울남부	한신코퍼레이션	기각
8	2005가합4841	정리매매 및 상장폐지무효확인	서울남부	창민테크	기각
9	2007카합1010	상장폐지금지가처분	서울남부	제이애플	기각
10	2008카합818	상장폐지금지가처분	서울남부	두립티앤씨	기각
11	2008카합10717	상장폐지결정무효확인	서울남부	한국통신데이터	기각

3) 법원의 판단 경향

51) 서울고등법원 2003. 8. 20.자 2003라6 결정과 서울남부지방법원 2004. 1. 9. 선고 2003가합5840 판결 참조.

법원은 감사의견을 이유로 한 증권거래소의 상장폐지결정이 부당하다고 판단한 사례도 있으나,⁵²⁾ 이는 매우 예외적인 것으로 보이고, 대부분의 사건에서 법원은 증권거래소의 상장폐지결정이 적법, 유효하다고 판단하고 있다. 이하에서 법원의 판단의 근거에 관하여 좀 더 구체적으로 기술하겠다.

① 감사의견을 이유로 즉시 상장폐지토록 한 조항의 유효성

법원은 상장법인이 상장으로 누리는 상장이익도 증권거래소에 대한 시장 참여자의 신뢰에 바탕을 두고 있는 것이어서 투자자의 신뢰를 해하지 아니하는 범위내에서만 보호받을 수 있는 것이므로, 투자자들의 신뢰를 해칠 가능성이 객관적으로 명백한 사유가 발생한 경우에는 해당 주권을 상장을 폐지하도록 규정하였다고 하여 상장법인의 본질적 권리를 해한다거나 상장법인에게 부당하게 불리한 것으로는 볼 수 없다고 판시하면서 의견거절을 이유로 즉시 상장폐지토록 한 상장규정 조항의 유효성을 인정하고 있다.⁵³⁾

52) 서울지방법원 2002. 4.10. 선고 2002카합643 사건(이 사건은 2001사업연도에 대한 감사의견은 ‘신청인과의 채권자들의 합의내용중 채권금액 기준으로 채권자의 15%가 상장폐지시 채무재조정 동의를 무효로 하는 조건부 동의를 하여 일괄적인 채무재조정 약정의 체결이 지연되고 있는 상황이므로 채권단과 채무재조정 약정 체결의 불확실성과 이에 따른 계속기업으로서의 존속여부에 대한 중요한 불확실성이 있어 의견을 표명하지 않는다’는 내용의 의견거절이었다. 그런데 신청인은 감사보고서 제출후 2일 후에 채무재조정 일괄약정이 체결되었다는 이유로 감사보고서의 수정 재발행을 요청하였는데, 외부감사인은 채무재조정 일괄약정이 감사기준일 이전에 체결되었다면 의견거절한 사유가 해소되었을 것임을 확인하였다. 그럼에도 증권거래소는 감사인의 감사 의견거절을 이유로 상장폐지하였는 바, 법원은 ‘감사보고서상에도 일괄적인 채무재조정 약정이 체결될 예정으로 있으며 그 약정이 성사된다면 불확실성이 해소된다는 취지가 기재되어 있고, 외부감사인의 위와 같은 확인서면에 의하여 그 사실을 쉽게 확인할 수 있다고 할 것임에도 신청인에 대하여 그와 같은 사실에 대한 소명의 기회도 부여하지 아니한 채, 감사보고서가 의견거절로 제출되었다는 사실만으로 바로 상장폐지조치를 취한 것은 심히 균형을 잃은 부당한 조치라고 할 것’이라고 판시함).

53) 대법원 2004. 1.16. 선고 2003마1499(상장폐지금지 및 매매거래재개가처분); 서울남부지방법원 2004. 2.13. 선고 2003가합5840(상장폐지결정무효확인); 서울남부지방법원 2007. 4.17. 선고 2007카합1010(코스닥상장폐지금지가처분사건)에서 당해 법원은 “신청인에 대한 상장폐지결정의 근거가 된 코스닥시장상장규정은 증권거래법 규정의 위임을 받아 코스닥시장이라는 경제영역에 대한 관리 및 규율을 목적으로 만들어진 일종의 자치법규로서 그 기본취지가 기존 투자 이익의 보장보다는 유가증권거래의 안전에 있는 만큼, 예측가능성의 확보를 통한 선의의 투자자 보호를 위해서는 현저히 특별한 사정이 없는 한 이를 코스닥시장 내의 활동주체에게 일률적이고 통일적으로 적용할 필요가 있으므로, 의견거절이라는 감사의견을 받았음을 사유로 이 사건 규정에 따라 상장폐지결정을 한 것 자체가 잘못이라고 할 수 없으며”라고 판시하고 있다.

또한 “의견거절을 표명할 것인가, 한정의견을 표명할 것인가에 대하여 판단 기준을 정하고 있는 회계감사기준은 재무제표에 특히 중요한 영향을 미치느냐, 아니면 (단순히) 중요한 영향을 미치느냐를 기준으로 정하고 있어서 그 판단기준이 추상적이라고 하더라도 판단기준의 추상성 때문에 감사의견이 곧 자의적일 수밖에 없다고 보기도 어려우므로 의견거절을 이유로 한 상장폐지 규정이 부당하다고 볼 수 없다”고 보고 있다.⁵⁴⁾

② 상장규정의 개정과 상장법인의 신뢰이익 침해의 문제

종전 상장폐지사유이던 ‘감사의견이 최근 2사업연도 계속하여 부적정 또는 의견거절인 때’를 상장법인에게 불리한 방향으로 개정하여 ‘감사의견이 최근 사업연도에 부적정 또는 의견거절인 때’로 한 사례에서, 상장폐지결정된 법인은 위와 같이 개정된 상장규정은 상장법인이 계약의 제반사정에 비추어 예상하기 어려운 조항이거나 고객에게 부당하게 불리한 조항이거나 계약의 목적을 달성할 수 없을 정도로 계약에 따른 본질적 권리를 제한하는 조항으로 신의성실에 반하는 불공정약관이기 때문에 약관규제법 제6조 제1항, 제2항에 의거 무효라고 주장하였다. 그러나, 법원은 불공정한 약관이 아니므로 무효에 해당한다고 볼 수 없다고 판시하였다.⁵⁵⁾

③ 감사의견의 유효성

54) 서울남부지방법원 2004. 2.13. 선고 2003가합5840 판결.

55) 대법원은 2004. 1.16. 선고 2003마1499 사건에서 “상장법인이 상장으로 누리는 이익도 결국은 거래소에 대한 시장 참여자의 신뢰에 바탕을 두고 있는 것이어서 투자자의 신뢰를 해하지 아니하는 범위내에서만 보호받을 수 있는 것이고, 상장법인이 제출하는 사업보고서와 그에 대한 감사보고서는 상장법인의 재무건전성과 회계의 투명성을 평가할 수 있는 거의 유일한 자료임과 동시에 투자자들의 투자 의사 결정의 주된 근거가 되며 공정하고 타당한 시장가격이 형성되기 위한 전제가 되는데, 감사인의 감사보고서상 감사의견이 부적정 또는 의견거절인 경우에는 불특정 다수의 투자자들의 신뢰를 해칠 가능성이 객관적으로 명백하다고 볼 수 있고, 특히 1997년 말부터 시작된 외환위기 이후 기업들이 자금조달을 위하여 거래소시장을 통한 직접금융 방식에 크게 의존하게 됨에 따라 투자자 보호를 위하여는 상장폐지기준 등을 강화할 필요가 있었던 점 등에 비추어 보면, 증권거래소가 감독기관의 승인을 거쳐 유가증권시장상장규정 제37조 제1항 제1호에 규정된 상장폐지기준 중 하나인 ‘최근사업연도 계속 부적정 또는 의견거절인 때’를 ‘최근 사업연도에 부적정 또는 의견거절인 때’로 더욱 엄격하게 개정한 것이 증권거래법의 위임범위를 일탈하였다거나 불공정한 약관으로서 무효에 해당한다고 볼 수는 없다”고 판시하였다.

법원은 감사보고서 작성에 중대한 하자가 있어 무효라는 원고(상장법인)의 주장에 대하여 원고가 주장하는 하자를 구체적으로 검토하고 있으나, 대부분 사건에서 감사보고서상 표명된 감사인의 감사의견이 자의적이어서 무효라는 상장법인의 주장을 받아들이지 아니하였다. 법원의 이러한 입장의 배경은 서울남부지방법원 2005.12.9. 선고 2005가합44469 판결에 잘 나타나 있다. 즉 동 판결에서 법원은 “주식회사의 외부감사에 관한 법률상 외부감사인의 선임 방식이나 외부감사인이 부담하는 엄격한 의무와 책임의 면에 비추어 볼 때, 특단의 사유가 없는 한 회계감사 당시 감사대상 회사가 처한 상황에 여러 가지의 중요한 불확실성이 관련되어 있고 이것이 합쳐져서 재무제표에 중대한 영향을 미치는 상황이었는지 여부에 관한 외부감사인의 판단은, 그 판단에 이른 과정이나 그 판단의 근거에 중대하고 명백한 하자가 없는 한 존중되어야 한다”고 판시하고 있다.

④ 증권거래소가 감사의견의 당부를 실질적으로 심사할 의무를 지는지 여부가 점에 관하여 법원은 증권거래소가 상장폐지결정을 함에 있어 외부감사인의 감사의견의 당부를 실질적으로 심사할 의무가 있다고 볼 수 없다고 판단하였다.⁵⁶⁾

4) 검토

상장법인이 제출하는 사업보고서와 그에 대한 외감법상 감사인의 감사보고서는 주권상장법인의 재무 건전성과 회계의 투명성을 평가할 수 있는 거의 유일한 자료로서 투자자들의 투자 의사 결정의 주된 근거가 되며, 공정하고 타당한 시장가격 형성의 전제가 되는데, 감사인이 감사의견을 표명하지 않거나, 부적정 의견을 표명하는 경우에는 당해 법인의 주권은 더 이상 투자적격성 있는 상장주권으로서의 지위를 상실하였다고 할 것이다. 또한 상장 및 상장폐지제도를 운영함에 있어서는 상장법인의 상장이익이나 현재 투자자의 이익뿐만 아니라 미래의 투자자 혹은 잠재적 투자자의 이익도 함께 고려해야 한다. 또한 회계감사기준이 다소 추상적이고 감사의견을 어떻게 표명할 것인지에 대하여 외

56) 서울남부지방법원 2007. 8.16.자 2007카합1217 결정.

부감사인의 자의가 개입될 소지가 있으나, 이는 그러한 판단이 갖는 전문적인 성격에 기인한 것으로 부득이하며, 외감법에서 감사의 공정성과 투명성을 담보하기 위하여 감사인의 자격과 선정방법, 감사인의 의무와 책임을 규정하고 있으므로 이러한 규정을 통하여 감사인의 판단의 객관성과 타당성이 상당정도 확보될 수 있다고 할 것이다.⁵⁷⁾ 그러고도 상장폐지법인에게 돌아가는 손해가 있을 수 있다면 상장법인에게 손해배상소송이라는 수단이 주어져 있는 만큼 이를 통하여 상장법인이 입은 손해를 일정정도 보상받을 수 있을 것이고, 간접적으로 외부감사인의 부당한 감사의견 표명도 견제될 수 있을 것이다. 그렇다면 위와 같은 점을 종합해 볼 때, 감사의견 거절 또는 부적정 등을 상장폐지사유로 규정한 상장규정 조항은 적법, 유효한 것으로 판단된다.

한편, 감사의견을 이유로 한 상장폐지뿐만 아니라 모든 상장폐지에 있어서의 문제이기도 한데, 상장폐지제도를 운용함에 있어 상장폐지결정에 대한 가처분소송이 제기되었음에도 법원의 판단을 고려하지 않고 곧바로 정리매매를 진행하고 있는 실무는 재고될 필요가 있다고 본다. 통상 이러한 유형의 가처분신청에 대한 법원의 판단에는 그리 장기간의 시간이 소요되는 것이 아니고, 정리매매기간인 7일이 경과하면 신청인인 상장폐지법인은 코스닥상장법인으로서의 지위를 상실하였다고 볼 여지가 있고, 따라서 보전수단으로서의 가처분의 보전의 필요성이 없다는 이유로 가처분신청이 기각될 우려가 있다.⁵⁸⁾ 이는 상장폐지법인의 권리구제의 측면에서 문제의 소지가 있다. 따라서 증권거래소가 업무처리를 함에 있어 최소한 가처분신청의 수소법원인 1심 법원의 판단을 지켜본 이후에 정리매매를 진행하는 것이 좋겠다고 생각한다.

(2) 부도, 자본잠식 등을 이유로 한 상장폐지

1) 상장규정의 내용

57) 서울남부지방법원 2004. 2.13. 선고 2003가합5840 판결 참조.

58) 실례로 서울남부지방법원 2008. 5. 9.자 2008카합818결정, 서울남부지방법원 2005. 5. 9.자 2005카합870결정, 서울남부지방법원 2004. 5. 4.자 2004카합404결정에서 법원은 보전의 필요성이 없다는 이유로 기각한 바가 있다.

상장법인이 발행한 어음 또는 수표가 최종부도로 처리되거나 은행과의 거래가 정지된 경우(유가증권시장상장규정 제80조제5호, 코스닥시장상장규정 제38조제1항제2호)와 상장법인의 최근 사업연도의 사업보고서상 자본금 전액이 잠식되거나 자본금의 50%이상이 잠식되었음을 이유로 관리종목으로 지정된 후 이를 해소하지 못하고 계속하여 다음 사업연도에도 자본금이 50%이상이 잠식된 경우(유가증권시장상장규정 제80조제6호, 코스닥시장상장규정 제38조제1항제10호)에는 즉시 상장폐지된다. 여기서 자본잠식 요건의 적용의 기준시점은 원칙적으로 최근 사업연도말 현재를 기준으로 하나, 사업보고서 또는 반기보고서의 법정제출기한까지 유상증자나 자본감소 등의 방법으로 자본잠식상태를 해소한다면 상장폐지실질심사를 거쳐 상장폐지를 면할 수도 있다(유가증권시장상장규정 시행세칙 제46조 제1항, 코스닥시장상장규정 제38조제1항제10호 본문의 단서).

2) 부도, 자본잠식을 이유로 한 상장폐지 분쟁사례

증권거래소가 부도, 자본잠식을 이유로 상장폐지한 경우 이와 관련한 분쟁사례로는 다음과 같은 것들이 있었다.

<주요 분쟁사례>

일련번호	사건번호	사 유	법 원	원고(신청인)	결 과
1	2002카합594	자본전액잠식	서울남부	한국디지털라인	가처분결정취소
2	2002카합1158	최종부도	서울남부	디지털	기각
3	2004카합850	자본전액잠식	서울남부	3R	기각
4	2004카합1886	최종부도	서울남부	텔슨전자	기각
5	2005카합870	자본전액잠식	서울남부	후야인포넷	기각
6	2005카합1851 (가처분이의)	자본잠식50% 이상 2년연속	서울남부	한국합섬	가처분결정취소 (2005카합900)
7	2005카합2004	자본잠식50% 이상 2년 연속	서울남부	아이티센 네트웍스	기각
8	2006카합1761	최종부도	서울남부	VK(주)	기각
9	2007카합746	자본전액잠식	부산지방법	이레전자산업	인용

10	2007카합2369	자본잠식50% 이상 2년연속	서울남부	씨엔씨엔터	
11	2008카합710	자본잠식50% 이상 2년연속	서울남부	시큐리티코리아	기각
12	2008카합713	자본전액잠식	서울남부	UC아이콜스	기각

3) 법원의 판단 경향

① 최종부도 또는 은행거래정지의 경우

법원은 상장법인이 발행한 어음 또는 수표가 최종부도가 나거나 당해법인의 은행거래가 정지된 점을 사유로 상장폐지되는 경우에는 예외없이 증권거래소의 상장폐지결정이 유효하다고 판단하고 있다. 또한 뒤에서 살펴보는 바와 같이 증권거래소가 회생절차개시신청을 이유로 상장법인을 상장폐지하는 것은 무효라고 보면서도 만약 당해 법인에게 회생절차개시신청과 부도발생이라는 사유가 함께 일어난 경우에는 부도발생 이유만으로도 그 상장폐지는 적법한 것으로 판단하고 있다.⁵⁹⁾

② 자본잠식의 경우

이미 언급한 바와 같이 증권거래소의 상장규정은 자본잠식 요건을 충족하는지 여부를 판단함에 있어 최근사업연도말을 기준으로 하면서도 다만 사업보고서 제출기한(사업연도 경과후 90일 이내)까지 자본잠식을 해소하였다는 감사보고서를 제출하는 경우에는 상장폐지실질심사를 거쳐 상장폐지를 면해주고 있다. 그런데, 사업보고서 제출기한이 경과된 이후에 증권거래소의 상장폐지결정

59) 서울남부지방법원 2006. 7.12.자 2006카합1761결정(상장법인이 2006.7.6. 최종부도되고, 같은 날 법원에 회생절차개시신청 및 보전처분신청을 제기하여 2006. 7. 7. 보전처분결정을 받은 사안임)에서, 신청인이 “신청인회사가 최종부도 직전에 회생절차개시신청을 하여 보전처분결정을 받았기 때문에 더 이상 추가 부도발생의 염려가 없으며, 최종부도의 사유 역시 사실상 해소되었다고 볼 수 있다”고 주장하였으나, 서울남부지방법원은 “코스닥시장상장규정은 --- 그 기본취지가 기존 투자이익의 보장보다는 유가증권거래의 안전에 있는 만큼, 예측가능성의 확보를 통한 선의의 투자자 보호를 위해서는 현저히 특별한 사정이 없는 한 이를 코스닥시장 내의 활동주체들에게 일률적이고도 통일적으로 적용할 필요가 있다 할 것인데, 신청인의 경우는 오로지 회생절차 개시신청만을 사유로 하여 상장폐지를 한 것이 아니라 최종부도에 이은 당좌거래정지를 주된 사유로 상장폐지결정이 이루어진 점 등”을 이유로 신청인의 주장을 받아들이지 아니하였다. 같은 취지의 결정례로는 서울남부지방법원 2005.11.14자 2005카합2403 결정이 있다.

일 직전에 자본잠식 상태를 해소하였다는 감사보고서를 제출하는 경우에도 위 상장규정을 엄격히 적용하여 상장폐지할 수 있는 것인가가 쟁점이 된 바 있다. 서울남부지방법원(제51민사부)는 2005카합900사건에서 당해 법원은 “위와 같은 상장규정의 기계적인 적용은 신청인 및 신청인의 갱생과 자본잠식상태의 해소에 적극 협조하여 정당한 기대를 가진 기존 투자자의 보호를 지나치게 소홀히 하는 것으로 볼 여지가 없지 아니하다”는 이유로 가처분신청을 인용하였으나, 이에 대한 가처분의의 사건의 담당법원인 서울남부지방법원 제14민사부는 2005카합1851 사건에서 상장폐지결정이 적법하다고 판단하며 가처분결정을 취소하였다.⁶⁰⁾

한편, 최근사업연도말 이후 사업보고서 제출기간까지 자본잠식상태를 해소하는 경우 이를 입증하는 서류로서 정기재무제표에 대한 감사인과 동일한 감사인이 작성한 감사보고서의 제출을 요구하는 상장규정(유가증권시장상장규정시행세칙 제46조제1항제2호 괄호안, 코스닥시장상장규정 제38조제1항제10호 단서 괄호안의 부분)의 유효성과 관련하여는 반드시 정기재무제표에 대한 감사인과 동일한 감사인이 작성한 감사보고서의 제출을 요구하는 규정의 타당성이 문제되었다. 이에 대하여 법원은 “상장법인의 외부감사인은 특별한 사정이 없는 한 상당한 기간 동안 당해 법인의 재무제표 등을 상시 감사하는 등 감사의 계속성이 기대되는 점 등을 감안할 때, 동일 감사인의 감사보고서만이 상장폐지 여부를 좌우하는 매우 중요한 사항인 자본전액잠식상태의 해소에 대하여 객관적으로 신뢰할 만한 유일한 자료라 할 것이고, 이는 거래의 안전과 불특정 다수의 투자자 등 시장참여자들의 신뢰를 보호하기 위한 부득이한 조치로서 정당하다”고 판단하였다.⁶¹⁾

60) 즉, 법원은 상장규정이 목적으로 하는 투자자보호는 기존 투자자의 이익을 무조건 보호하자는 것이 아니고 예측가능하고 공정한 시장관리를 통하여 유가증권거래의 안전을 도모함으로써 선의의 투자자를 보호하고자 하는데 근본취지가 있으므로 유가증권시장 내의 활동주체들에게 일률적이고도 통일적으로 적용될 기준 마련이 불가피하다는 점, 회사의 재무구조가 시시각각으로 변화하므로 이를 판단하기 위한 기준시점을 정하지 않을 수 없고, 만약 신청인의 주장과 같이 상장폐지결정에 근접한 시점의 재무구조를 기준으로 상장폐지여부를 결정하여야 한다면 증권거래소가 결정일을 언제로 정하느냐에 따라 기준시점이 달라질 수 있어 오히려 상장폐지결정 자체가 자의적으로 될 우려가 있다는 점 등을 들어 상장폐지결정이 적법하다고 보았다.

61) 서울남부지방법원 2008. 4.11.자 2008카합710 결정.

4) 검토

증권시장의 진입단계인 증권거래소의 상장결정에 있어서는 증권거래소에 상장계약체결여부에 관한 상당한 정도의 재량권이 있다고 볼 수 있지만(따라서 상장규정상 상장요건이 충족된다는 점만으로는 증권거래소가 상장을 허가할 의무, 즉 상장계약체결의 의무를 진다고 볼 수는 없다), 그러나 증권시장으로부터의 퇴출단계에서는 당해 상장법인 및 상장법인의 기존 투자자의 이익뿐만 아니라 잠재적 투자자의 이익 그리고 증권시장 제도 자체에 대한 신뢰보호 등의 공익도 함께 고려하여야 하므로 증권거래소는 어떠한 상장법인에게 상장폐지 사유가 발생할 경우 확일적으로 상장폐지할 수 있다고 생각된다. 특히 형식적 상장폐지사유에 해당하는 최종부도와 자본잠식과 같은 사유의 경우에는 더욱 그러하다고 본다.⁶²⁾ 이러한 점에서 법원의 위와 같은 판단은 옳다고 생각된다.

(3) 회사정리절차개시신청 등을 이유로 한 상장폐지

1) 상장규정의 내용

① 구 상장규정

구 유가증권시장상장규정(2007.12.7.자로 개정되기 전의 것) 제80조 제9호에 의하면, 채무자회생 및 파산에 관한 법률에 따른 회생절차개시신청(중건의 회사정리절차개시신청, 화의절차개시신청, 파산절차개시신청 포함)이 있는 경우에는 즉시 상장폐지하도록 규정하고 있었고, 구 코스닥시장상장규정(2007.12.7.자로 개정되기 전의 것)에도 동일하게 규정되어 있었다.⁶³⁾

62) 자본잠식과 관련하여 서울남부지방법원 2005. 5. 9자 2005카합874 결정에서, 신청인이 “화의개시의 신청에 따라 그 동안 주권의 매매거래정지처분이 내려진 상황이었기에 당해 상장법인이 증권시장을 통한 경영개선을 실질적으로 추진하기 어려웠다는 사정이 충분히 고려되어야 함에도 불구하고 피신청인(증권거래소)가 단지 자본금 전액이 잠식되었다는 이유만으로 아무런 갱생의 기회도 부여하지 아니한 채, 상장폐지절차를 진행하는 것은 부당하다”고 주장하며, 법원은 자본금의 전액잠식이라는 사정이 오로지 매매거래정지조치에 기인한 것이라고 보기도 어렵고, 또한 상장규정의 일률적이고도 통일적으로 적용하는 것이 원칙이라는 점을 강조하여 신청인의 주장을 받아들이지 아니하였다.

63) 코스닥시장상장규정 제28조 제1항 제1호.

② 현행 상장규정

현행 상장규정은 회생절차개시신청이 있는 경우라도 즉시 상장폐지시키지 않고, 먼저 관리종목으로 지정한 다음에⁶⁴⁾ 법원의 회생절차개시신청 기각결정, 회생절차개시결정 취소결정, 회생계획불인가 및 회생절차폐지의 결정이 있는 경우에는 그 시점에서 상장폐지실질심사위원회의 심의를 거쳐 상장폐지여부를 결정하도록 하고 있고,⁶⁵⁾ 다른 한편 회사정리절차개시결정 이후 매년 도래하는 당해 법인의 사업보고서 제출기한 만료일을 기준으로 하여 당해 법인으로부터 장래 사업계획, 자금조달계획, 수지예상에 관한 서류 등을 제출받아 당해 법인이 상장법인으로서의 적격성을 갖추고 있는지 심사하여(이 경우 상장폐지실질심사위원회의 심의를 거쳐야 함) 상장폐지여부를 결정하도록 규정하고 있다.⁶⁶⁾

2) 구 상장규정 아래에서의 분쟁사례

구 상장규정 아래에서는 다음과 같은 분쟁사례가 있었다.

<주요 분쟁사례>

일련번호	사건번호	사유	법원	원고(신청인)	결과
1	2004카합2101	화의절차개시신청	서울남부	텔슨정보통신	인용
2	2004카합2207	화의절차개시신청	서울남부	택산아이엔씨	인용
3	2004카합3134	회사정리절차개시신청	서울남부	파워넷	인용
4	2004카합714	화의절차개시신청	서울남부	지누스	인용
5	2006카합1477	회사정리절차개시신청	서울남부	한국합섬	인용
6	2006카합2394	회사정리절차개시신청	서울남부	현대아이티	인용
7	2005카합694	회사정리절차개시신청	서울남부	동해펄프	인용
8	2007다34678	회사정리절차개시신청	대법원	국제상사	인용

64) 유가증권시장상장규정 제75조 제1항 제13호 등.

65) 유가증권시장상장규정 제80조의2 제1항 등.

66) 유가증권시장상장규정 시행세칙 제46조의3 제2항 등.

3) 법원의 판단 경향

파산신청을 이유로 상장폐지되고 이에 불복하는 소송은 그 사례가 없으나, 회사정리절차개시신청 또는 화의절차개시신청(현행법상 회생절차개시신청)을 이유로 상장폐지된 법인이 불복하여 소송을 제기한 사례는 위와 같이 다수가 있었다. 이에 대하여 법원은 일관되게 회사정리절차개시신청 또는 화의절차개시신청을 이유로 하여 상장폐지토록 하는 상장규정은 비례의 원칙이나, 형평의 원칙에 현저히 반하고, 회사정리법에서 보장된 회사정리절차를 밟을 권리를 현저히 제약하는 것이어서 신의성실의 원칙에 반하는 공정을 잃은 조항으로서 무효이고 따라서 이러한 조항에 근거한 상장폐지결정도 무효라고 판단하였다.⁶⁷⁾

한편, 증권거래소는 위와 같이 상장폐지결정하는 경우 당해 법원의 주권의 매매거래도 정지시키는 조치를 함께 취하고 있는데, 상장폐지결정이 무효일 경우 매매거래 정지결정도 무효이나에 관하여 일부 하급심 법원은 유효한 것으로 보기도 하였으나,⁶⁸⁾ 대법원은 2007.11.15. 선고 2007다34678 판결에서 상장폐지결정이 무효인 이상 그 전단계 조치로서 한 이 사건 매매거래정지처분도 무효라고 보았다. 또한 이와 관련하여 종전 코스닥시장상장규정 시행세칙 제29조 제1항 제1호의2 등은 회사절차 개시신청이 있는 경우 즉시 매매거래를 정지시키면서 그 정지기간을 원칙적으로 법원의 회생절차 종결결정이 있는 때까지로 하고, 다만 회생절차 종결결정전이라도 일정한 상장적격성 심사를 거쳐 매매거래정지를 해제할 수 있다고 규정하고 있었는데, 동 규정의 유효성과 관련하여 서울남부지방법원은 2008. 6. 20. 선고 2007가합15524 판결에서 ‘위 시행세칙에 의하면 회생절차개시신청으로 인한 매매거래 정지기간은 상장적격성 심사 주기(회생절차 개시결정 이후 매년 도래하는 사업보고서 제출기한의 만료일)를 고려할 때 최소 1년 이상이라 할 것인데, 이는 지나치게 장기간으로 비례의 원

67) 이에 관한 자세한 이유는 대법원 2007.11.15. 선고 2007다34678 판결 및 이 판결의 원심판결인 서울고등법원 2007. 4.27. 선고 2005나108997 판결 참조.

68) 예컨대 서울남부지방법원 2004. 6. 1.자 2004카합714결정(동 법원은 “투자자들이 인가된 화의조건에 기초하여 회사개생에 따른 투자이익을 평가한 후 주식을 매매하도록 하는 것이 타당하므로 최소한 화의인가결정이 이루어질 때까지는 신청인의 주식에 대한 매매거래를 계속 중지할 필요가 있어 이 사건 신청 중 매매거래정지처분의 효력의 정지를 구하는 부분은 이유없다”고 판단).

칙에 반하고, 회생절차의 효용을 반감시키며 다른 매매거래정지사유와의 형평성의 원칙에도 반하는 것이므로 무효라고 판단한 바 있다. 이에 따라 현행 시행세칙은 회생절차개시신청후 원칙적으로 회생절차개시결정까지 매매거래정지하도록 하고 있다.

4) 검토

회사정리절차개시신청만으로 상장폐지된다면 이를 두려워하여 회사정리절차개시신청을 회피함으로써 오히려 상장법인의 부실을 심화시킬 수 있다는 점, 구체적인 회사 부실로 인한 상장폐지규정에 해당하지 않음에도 오로지 회사정리절차 개시신청을 하였다는 이유만으로 그 기업의 구체적인 재무상태를 전혀 심사하지 아니한 채 곧바로 상장폐지결정을 하도록 한 것은 비례의 원칙에 반하고, 기업구조조정촉진법상 회생절차를 선택한 기업과 회사정리절차개시신청(또는 화의신청)을 선택한 기업간에 부실화의 정도에 있어 현저한 차이가 있다고 보기 어려움에도 기업구조조정촉진법상 금융기관의 공동관리절차에 들어간 기업의 경우에는 상장폐지하지 않고, 회사정리절차에 들어간 기업만을 상장폐지하는 것은 형평의 원칙에 반한다는 점 등을 지적하며 회사정리절차개시신청만으로 상장폐지하는 것은 무효라고 보는 법원의 판단은 타당하다고 생각한다. 증권거래소도 위와 같은 법원의 판단을 존중하여 2007.12.7. 상장규정을 개정하여 실질심사를 통하여 기업의 계속성 등을 따져보아서 상장주권으로서의 적격성을 갖추고 있는지 여부를 판단한 후 상장폐지여부를 결정하도록 하는 상장폐지 실질심사제도를 도입하였다.

IV. 실질적 심사에 의한 상장폐지사유의 도입과 이에 대한 분쟁사례

1. 개설

종래 상장법인에 대한 상장폐지기준은 대부분 형식적 요건에 따라 설정되어

있었다. 그리하여 일부 부실상장법인의 경우 경영개선 등 기업의 실질내용에 변화가 없음에도 위와 같은 형식적 요건을 면하기 위한 조치(자본감소 또는 유상증자를 통한 자본잠식상태의 해소, 인위적인 매출행위를 통한 매출액 요건 충족 등)를 통하여 상장법인의 지위를 유지하고 있었고, 이는 전체적으로 볼 때 증권시장의 건전성을 해치는 것으로서 증권시장의 대외적 신인도를 약화시키는 것으로 평가되었다. 이러한 결과의 방치는 결국 건전한 상장법인마저 그 기업가치가 제대로 평가받지 못하고, 나아가 우량 기업의 신규상장을 저해하는 요인으로 연결될 수 있다. 그리하여 금융감독위원회와 증권거래소는 2007.12.7자로 상장규정을 개정하여 퇴출사유 발생시 자구노력의 적정성, 경영개선 실적 등 기업의 실질을 심사한 후 상장폐지 여부를 결정하겠다는 취지로 상장폐지 실질심사제도를 도입하였다.⁶⁹⁾

2. 상장폐지 실질심사 기준⁷⁰⁾

먼저 증권거래소는 상장법인이 상장규정상의 상장폐지실질심사 대상에 해당되는지를 검토하여 상장폐지실질심사 대상으로 삼을 법인을 결정하고, 그 다음으로 이러한 대상 법인에 대하여 상장폐지실질심사위원회의 심의를 거쳐 상장폐지여부를 결정하는 절차를 거치고 있다. 여기서 상장폐지실질심사 대상법인의 결정은 당해 법인에게 i) 주된 영업활동 정지 또는 조업전부 중단사유가 있는지,⁷¹⁾ ii) 회생절차개시신청 기각 등의 사유가 있는지, iii) 공시의무 위반의 사유가 있는지,⁷²⁾ iv) 기업의 계속성, 경영의 투명성, 기타 공익과 투자자

69) 금융감독위원회, “국제정합성 제고를 위한 상장·퇴출제도 개선방안 추진”, 2007.11.13자 보도자료.

70) 증권거래소는 2009. 2. 4.자로 유가증권시장에 대하여는 유가증권시장상장폐지실질심사지침을, 코스닥시장에 대하여는 코스닥시장상장폐지실질심사지침을 각 제정해 두고 있다.

71) 유가증권시장의 경우, “주된 영업활동의 정지란 영업활동의 일부 정지, 회사분할 또는 영업양도 등을 한 법인이 당해 정지일, 분할 또는 영업양도 등 기준일이 속한 날의 다음 분기의 정기보고서상 당해 분기매출액이 12억5천만원 미만인 때”를 말하고, 조업전부 중단이란, “세칙 제45조의 2 제1항의 규정(노사분규, 재해 등으로 6월이상 조업이 전면중단된 때)에 해당하는 때”를 말한다(유가증권시장상장폐지실질심사지침 참조).

72) 유가증권시장의 경우 “공시의무위반에 따라 관리종목으로 지정된 법인이 지정일로부터 1년 이내에 기업경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대한 공시의무를 위반하여 당해 누계별점이 15

보호 등을 종합 고려하여 상장폐지가 필요한 때(유상증자, 분할 등을 통하여 재무구조개선 행위가 상장폐지기준에 해당되는 것을 회피하기 위한 것으로 인정되는 경우,⁷³⁾ 당해 법인에게 상당한 규모의 재무적 손실을 가져올 것으로 인정되는 횡령, 배임 등과 관련된 공시가 있거나 사실 등이 확인된 경우,⁷⁴⁾ 「외부감사 및 회계 등에 관한 규정」 제48조에 따른 감리결과 중요한 회계처리기준 위반행위 등이 확인되는 경우⁷⁵⁾ 등을 들고 있음)에 해당하는 사유가 있는지를 살펴 이루어지게 된다. 그리고 위와 같이 선정된 실질심사대상 법인 중 ‘상장폐지실질심사지침’상의 상장폐지 기준에 해당하면 상장폐지를 하고, 만약 이러한 기준에 해당하지 않는다고 판단되면 상장폐지를 유예하고 일정한 기간 동안 재무구조 등을 개선할 수 있는 기회를 부여한다. 여기서 흥미로운 점은 횡령 또는 배임 등의 사고 발생과 회계처리기준 위반을 이유로 한 상장폐지실질심사에서 유가증권시장과 코스닥시장 사이에는 규정 적용에 있어 차이점이 있다는 것이다. 즉, 유가증권시장상장규정과 코스닥시장상장규정으로서는 모두 이러한 사유 발생을 상장폐지실질심사 대상으로 보고 있다는 점에서는 동일하나, 상장폐지실질심사지침에 의하면, 유가증권시장의 경우는 이러한 사유가 발생하더라도 횡령 또는 배임금액과 분식회계금액을 최근 사업보고서 또는 반기보고서상 재무제표에 반영할 경우 자본전액잠식상태가 되는 경우에만 상장폐지실질심사에 들어갈 수 있다.⁷⁶⁾ 그러나 코스닥시장의 경우에는 당해 사실이 발생하였다는 점이 공시 등에 의하여 확인되는 즉시 자본전액잠식 여부와 상관없이 상장폐지실질심사 절차에 들어갈 수 있다. 이 점에서 양 시장간의 형평성 문제가 제기

점 이상 추가되는 때”에 실질심사 대상이 된다.

- 73) 유가증권시장의 경우 “상장폐지기준을 해소하기 위하여 증자를 실시한 법인 중 해당증자가 없을 경우 자본전액잠식에 해당되는 법인으로서 증자대금의 가장납입 등 납입자금이 회사경영을 위해 정상적으로 사용되지 않은 사실이 확인된 때”가 이에 해당된다.
- 74) 유가증권시장의 경우 “임직원의 횡령 또는 배임금액이 최근 사업보고서 또는 반기보고서상 재무제표에 반영할 경우 자본전액잠식이 되는 경우”가 이에 해당된다.
- 75) 유가증권시장의 경우 “감리결과 중요한 회계처리기준 위반이 확인된 법인으로서 분식회계 내용을 최근 사업보고서 또는 반기보고서상 재무제표에 반영할 경우 자본전액잠식상태가 되는 경우”가 이에 해당한다.
- 76) 여기서 횡령(배임)금액이나 분식회계금액을 어떻게 확정할 것인지의 문제가 있다. 관련 형사사건 또는 민사사건의 확정판결에 의할 것인지 아니면 외부감사인의 감사결과에 의할 것인지 등이 문제된다. 이 때문에 횡령사실 등이 공시되더라도 증권거래소는 당해 유가증권시장 상장법인에 대하여는 즉시 상장폐지실질심사절차에 들어가기 어렵게 된다.

되고 있다.⁷⁷⁾

3. 분쟁사례

위와 같이 도입된 상장폐지 실질심사절차에 따라 상장폐지결정된 법인들⁷⁸⁾ 중 (주)뉴캠진시스템셀의 경우 서울남부지방법원에 상장폐지결정등 효력정지가처분 신청을 제기하였으나(2009카합367), 동 법원은 가처분신청을 기각하였다. 이 사례를 구체적으로 보면, 동 법인은 코스닥시장 상장법인으로서 2007 사업연도의 매출액이 30억원 미만에 해당한다는 이유로 관리종목으로 지정되었는데(코스닥시장상장규정 제28조 제1항 제2호), 만약 같은 법인이 연속하여 2008 사업연도의 매출액이 30억원 미만에 해당되면 코스닥시장상장규정 제38조 제4호에 의거 이의절차없이 곧바로 상장폐지 된다. 이러한 가운데 2009.2.19. 동 법인의 2008 사업연도의 매출액이 약 33억9천만원으로 기재된 감사보고서가 증권거래소에 제출되었는데, 증권거래소는 동 법인의 매출액 추이 등에 비추어 동 법인이 위 상장규정 제38조 제2항 5호 가목 및 시행세칙 제33조 제1항 제1호의 “임의적, 일시적 매출을 통한 상장폐지요건을 해소한 경우”에 해당할 여지가 있다고 보고, 2009.3.2. 동 법인을 상장폐지 실질심사 대상으로 결정한 후 2009.3.12. 실질심사위원회를 개최하여 상장폐지기준에 해당함을 결정하고 다음날 동 법인에게 통보하였던 것이다.

위 서울남부지방법원은 코스닥시장상장규정 시행세칙 제33조 제11항 제1호 다목에서 상장폐지 요건 회피행위로 예시하고 있는 ‘임의적, 일시적 매출’이란 함은 ‘정상적인 사업과정에서 발생하는 것이 아니라 억지로 만들어낸 매출’ 또는 ‘통상적인 상황에서 계속적으로 발생할 수 없는 것으로서 상장폐지 요건을 해소하기 위하여 발생시킨 매출’을 뜻하는 것으로 보고, 설령 해당 기업의 외부

77) 예컨대 유가증권시장 상장법인인 (주)청호전자가 2009. 6. 15. 166억원의 횡령사실을, 코스닥시장 상장법인인 (주)파워로직스가 2009. 6. 16. 37억원의 횡령사실을 각각 공시하였는데, 증권거래소는 (주)파워로직스에 대하여만 주식거래를 정지시킴과 아울러 상장폐지실질심사 대상법인 결정 절차에 들어간 바 있다(이데일리, “코스닥서 횡령하면 퇴출, 코스피는 멀쩡”, 2009. 6. 18.자 기사 참조).

78) 이러한 법인으로는 (주)지디코프, (주)네오리소스, (주)MTRON, (주)코아정보시스템, (주)혜체나, (주)뉴캠진시스템셀 등이 있다(2009.5.11.자 이데일리 기사 등 참조).

감사인인 감사보고서를 통해 그 기업의 매출이 회계기준에 따라서 적정하게 표시되었다고 판단하였다고 하더라도 그것만으로 임의적, 일시적인 것이 아니고 단정할 수 없고, 그 매출이 상장폐지 요건을 회피하기 위한 것인가 하는 관점에서 판단해야 한다면서 동 법인의 위 매출은 이에 해당한다고 보았다.⁷⁹⁾ 나아가 법원은 상장폐지 실질심사에 회부된 기업에 대하여 증권거래소는 '기업의 계속성, 경영의 투명성 또는 기타 코스닥시장의 건전성 등을 종합적으로 고려하여' 상장폐지 필요성을 판단하게 되는바, 증권거래소의 공익적 성격, 상장폐지 실질심사위원회의 구성 및 운영방법, 코스닥시장에서의 잠재적 투자자 보호의 필요성 등에 비추어 볼 때, 상장폐지 실질심사에 회부된 기업의 상장적격성 유무에 관한 증권거래소의 판단은 특별한 사정이 없는 한 이를 존중하는 것이 바람직하다고 판단하고 있다.

반면, 또다른 사례로서 코스닥상장법인인 (주)네오리소스가 증권거래소를 상대로 제기한 상장폐지결정등 효력정지가처분 사건에서 법원은 신청인의 주장을 받아들여 상장폐지결정의 효력을 정지하는 인용결정을 내렸다.⁸⁰⁾ 이 사건은 자본전액잠식 요건에 해당하여 상장폐지될 처지에 있던 (주)네오리소스가 이를 해소하기 위하여 90%의 무상감자를 실시하고, 의무전환사채를 발행하였으나, 증권거래소는 동 법인의 이러한 자구이행이 회사의 재무구조의 개선과 무관하게 상장폐지 요건을 회피하기 위한 것으로 보고, 코스닥시장상장규정 제38조 제2항 제5호 가목에 의하여 동 법인을 상장폐지한 것이다. 법원의 결정이유를 살펴보면, 법원은 i) 증권거래소가 상장폐지의 사유 및 근거를 제시함에 있어 당해 기업이 어떠한 사실로 인하여, 그리고 어떠한 근거규정에 해당하여 상장폐지되는 것인지를 알 수 있을 정도로 구체적으로 적시하여야 함에도 불구하고 증권거래소는 (주)네오리소스에 대한 상장폐지결정을 함에 있어 이를 결하였으므로 상장폐지결정에는 절차적 위법성이 있고, ii) 회사가 자구이행을 통해 조

79) 동 법원은 “신청인의 경우 2008 상반기에는 매출이 거의 없다가 2008 하반기부터 매월 매출이 기록되어 있으나 동 매출은 위 법인의 주된 영업과 관련성이 희박한 것이고 매출처가 동 법인의 경영진과 특별한 관계에 있으며, 동 매출이 발생한 계란유통업의 경우 과당 경쟁 등으로 매우 열악한 상황에 있는데 동 법인이 갑자기 이러한 계란유통업을 신규사업으로 영위할 특별한 이유를 찾기 어려운 점” 등을 근거로 임의적, 일시적 매출로 보았다.

80) 서울남부지방법원 2009. 6.15.자 2009카합613 결정.

달한 자금 중 재무구조의 개선과 무관하게 사용한 자금이 있다 하더라도 이를 제외한 나머지 자금만으로도 상장폐지요건을 해소할 수 있다면 상장폐지시킬 수 없다고 해석하여야 함에도 불구하고 증권거래소는 이를 고려하지 않고 재무구조 개선에 사용되지 않은 자금이 상당한 규모라는 이유만으로 상장폐지결정을 하였으니, 이는 상장폐지결정의 실체적 위법사유가 된다는 것이다.⁸¹⁾

4. 검토

증권거래소의 상장폐지실질심사 제도의 도입은, 회사정리절차개시신청을 이유로 한 상장폐지와 관련한 다수의 분쟁사례에서 법원이 일관하여 “오로지 회사정리절차의 개시신청을 하였다는 이유만으로 그 기업의 구체적인 재무상태나 회생가능성 등을 전혀 심사하지 아니한 채 곧바로 상장폐지결정을 하도록 한 이 사건 상장폐지규정은 ---무효이다”⁸²⁾라고 판시한 것이 계기가 된 것이 아닌가 생각된다. 상장폐지실질심사제도의 도입취지 즉 실질적으로 기업의 구조개선이 이루어지지 않았음에도 상장폐지사유를 회피함으로써 상장을 유지하고 있는 부실기업을 증권시장에서 퇴출시킴으로써 증권시장을 건전화할 필요성이 있는데, 이를 위해서는 형식적 기준이 아니라 실질심사를 통하여 당해 법인의 존속 가능성, 투명성 등을 종합적으로 고려하여 상장적격법인과 부적격법인을 가려내는 것이 필요하다는 점은 충분히 이해된다. 그러나 상장폐지 실질심사제도의 운영과정은 생각보다 쉽지 않을 것이고, 위태로울 수도 있으며, 적

81) 이 결정문을 보면 흥미롭게도 법원은 상장폐지결정의 위법성을 판단함에 있어 행정법 교과서에서 자주 접하게 되는 논리(처분사유의 근거 제시의 정도, 처분사유의 추가적 변경의 한계(처분사유의 추가는 당초의 처분사유와 기본적 사실관계가 동일하지 아니한 허용될 수 없음))를 원용하고 있다. 이 점에서 법원의 위 결정은 상장폐지결정이 행정처분이 아니라 상장계약의 해지라는 의사표시로 보는 종래의 태도와 배치되는 것은 아닌가?라는 의문이 들기도 한다. 그러나, 비록 상장폐지결정이 행정처분이 아니라고 하더라도 그것은 권력적이고 일방적 성격을 가지고 있는 만큼 이에 대한 사법심사에는 행정법의 여러 이론을 원용할 수 있다고 보는 것이 법원의 입장이 아닌가 하는 생각이 들며, 사기업의 근로자가 제기하는 해고무효확인 소송에서의 위법성 판단과 관련하여 법원이 보여준 태도를 고려할 때, 위 법원의 태도는 극히 이례적인 것으로 보여지지는 않고, 나름대로 수긍할 만하다고 판단된다.

82) 서울고등법원 2007.4.27. 선고 2005나108997 판결 및 대법원 2007.11.15. 선고 2007다34678 판결 참조.

용기준의 추상성, 자의성이 논란되어 다수의 분쟁이 벌어질 수 있으며 이와함께 현행 상장폐지실질심사제도와 관련하여 다음과 같은 문제점이 지적될 수 있다고 본다.

먼저 증권거래소의 현재의 상장폐지실질심사제도를 보면, 증권거래소는 상장 후 일정기간 마다 모든 상장기업에 대하여 상장적격성 여부를 검토하여 상장폐지여부를 결정하는 제도를 도입하지 않고, 위에서 언급한 바와 같이 4가지 유형에 해당하는 상장법인에 대하여만 상장폐지실질심사를 하고 있는데, 여기서 나머지 상장폐지사유와 위 4가지 상장실질심사 대상이 되는 상장폐지사유 간에 본질적 차이가 있는 것으로 보이지 않는다는 점이 문제점으로 지적될 수 있다. 예컨대 최종부도로 인한 상장폐지의 경우에, 현행 상장규정상 최종부도 금액이 많고 적음에 상관없이 그리고 최종부도에 이르게 된 경위에 상관없이, 나아가 최종부도가 기업에 미치는 영향을 고려하지 않고 일률적으로 상장폐지시키고 있다. 따라서 우량기업임에도 일시적 자금관리 실패로 적은 금액의 최종부도가 일어날 수도 있다. 이러한 경우 상장폐지실질심사를 하여 당해 상장법인에게 개선기회를 부여하는 제도를 도입하는 것이 타당한 것이 아닌가?라는 의문이 지적될 수 있는 것이다.

다음으로 상장폐지실질심사위원회의 상장폐지심사에서의 자의적이고 투명하지 못한 결정이 내려질 가능성이 있다는 점이 문제점으로 지적될 수 있다. 현재 상장폐지실질심사지침이 있으나 이것도 추상적으로 규정되어 있어 자의적 판단이 완전히 배제되기 어렵다. 특히나 상장폐지 법인에 해당되는지 여부의 판단을 위한 자료수집에 있어 증권거래소는 강제권이 없으며, 통상 상장법인과 이해관계를 달리하여 상장법인의 주장을 반박하는 자료를 제출하는 처지에 있는 당사자도 마땅히 없다는 점을 고려하면 증권거래소가 제출받거나 입수한 자료를 가지고 상장폐지여부를 결정함에 있어 증권거래소가 상정하고 있는 사실관계가 과연 실체진실에 얼마나 접근할 수 있을 것인지 우려되며, 이러한 점에서 상장폐지결정의 자의성뿐만 아니라 상장유지결정의 자의성도 문제점으로 등장할 소지가 있다.

그 동안 법원은 회사정리절차개시신청을 이유로 한 상장폐지를 제외하고는 대부분의 사건에 있어 증권거래소의 상장폐지규정 및 상장폐지결정이 적법하

다고 판단해 왔다. 그 판단이유를 보면 법원은 “상장규정은 --- 그 기본취지가 기존 투자이익의 보장보다는 유가증권거래의 안전에 있는 만큼, 예측가능성의 확보를 통한 선의의 투자자 보호를 위해서는 현저히 특별한 사정이 없는 한 이를 증권시장 내의 활동주체들에게 일률적이고도 통일적으로 적용할 필요가 있다”⁸³⁾거나, “상장폐지규정의 운영은 예측가능하고 공정한 시장관리를 위하여 일률적이고 통일적인 기준마련이 필요하고, --- (일률적으로 집행하지 않으면) 오히려 상장폐지결정 자체가 자의적으로 될 우려가 있다”⁸⁴⁾는 점 등을 그 적법 판단의 근거로 삼았다. 이 점에서 상장폐지실질 심사제도의 도입이 ‘예측가능하고 공정한 시장관리의 필요성’, ‘일률적이고 통일적인 기준마련과 집행’ 그리고 ‘증권거래소의 상장폐지결정의 기속성’의 면과 일정정도의 충돌의 여지는 없는 것인지 되짚어 볼 일이다.

V. 결론

이상에서 본 연구자는 증권거래소가 상장법인에 대하여 내린 상장폐지결정을 둘러싼 쟁점들, 예컨대 증권거래소 및 상장규정의 법적 성격, 증권거래소와 상장법인의 법률관계의 성격, 증권거래소의 상장법인에 대한 상장폐지결정의 법적 성격, 증권거래소의 상장폐지결정에 대한 쟁송방법 등에 관하여 그 간의 논의를 정리 및 검토하였고, 이를 토대로 하여 상장폐지와 관련하여 지금까지 축적된 증권거래소와 상장법인의 분쟁사례를 구체적으로 검토하였으며, 증권거래소가 새로 도입한 상장폐지실질심사 제도의 취지, 분쟁사례 및 동 제도에 관한 평가 등에 대하여도 언급해 보았다.

위 논의를 다시한번 정리해 보면, i) 증권거래소가 어떠한 법적지위에서 상

83) 부산지방법원 2007. 5. 2.자 2007카합746 결정; 서울남부지방법원 2006. 7.12.자 2006카합1761 결정; 서울남부지방법원 2005.11.14자 2005카합2403 결정; 서울남부지방법원 2005. 4.11.자 2005카합608 결정; 서울남부지방법원 2005. 5. 9.자 2005카합874 결정; 서울남부지방법원 2006. 9.21. 선고 2005가합7567 판결에서 법원은 “상장규정의 목적, 취지와 유가증권시장의 공정하고 투명한 관리를 위해서는 상장폐지에 관한 일률적이고도 통일된 기준이 마련되어야 할 필요성이 있는 점 등에 비추어 보면, 상장규정 제79조가 피고(증권거래소)에게 상장폐지 여부를 결정할 수 있는 재량권을 부여하고 있다고 보기 어렵다”고까지 판시하고 있다.

84) 예컨대 서울남부지방법원 2006. 9. 21.자 2005카합1851 결정.

상폐지결정을 내리는 것인가에 관하여 영조물법인에 해당한다는 견해, 공무수탁사인에 해당하는 견해가 있으나, 증권거래소는 주식회사로서 사법인으로 속하는 것으로 보는 것이 옳고, ii) 증권거래소와 상장법인간의 법률관계는 상장계약이라는 사법상의 법률관계의 성격을 가지는 것이며, 증권거래소가 제정한 상장규정에 관하여 행정입법설, 자치법규설을 취하는 견해가 있을 수 있으나, 상장규정은 약관으로서 당사자의 동의를 전제로 상장계약에 편입되어 당사자를 구속하는 효력이 있는 것으로 보아야 하며, iii) 이러한 상장계약 및 상장규정에 근거하여 증권거래소가 상장법인에 대하여 내린 결정은 상장계약을 해지하고자 하는 약정해지권의 행사로서 사법상 의사표시의 성격을 가지는 것이다. 따라서 증권거래소의 상장폐지결정을 다투기 위하여 상장법인은 행정소송이 아니라 상장폐지결정 무효확인소송 또는 상장법인지위보전 가처분신청을 제기해야 할 것이다. 그 동안 증권거래소의 상장폐지결정을 둘러싸고 다수의 분쟁 사례가 있었다. 법원은 형식적 상장폐지사유에 해당하는 감사의견 부적정 또는 의견거절, 최종부도 또는 은행거래정지, 자본잠식, 사업보고서 미제출 등을 이유로 한 상장폐지결정이 적법하다고 판단하였다. 그 주된 이유는 상장폐지규정의 운영은 예측가능하고 공정한 시장관리를 위하여 일률적이고 통일적인 기준 마련이 필요하고 이렇게 마련된 기준을 엄격히 집행하지 아니하면 오히려 상장폐지결정 자체가 자의적으로 될 우려가 있다는 것이다.

그러나, 법원은 회사정리절차(또는 화의절차 개시신청 포함)을 상장폐지사유가 삼은 상장규정은 비례의 원칙이나, 형평의 원칙에 현저히 반하고, 회사정리법에서 보장된 회사정리절차를 밟을 권리를 현저히 제약하는 것이어서 신의성실의 원칙에 반하는 공정을 잃은 조항으로서 무효이고, 따라서 회사정리절차 개시신청만을 이유로 한 상장폐지결정도 역시 무효라고 판단하였다. 이것이 계기가 되어서인지 증권거래소는 2007. 12. 상장폐지 실질심사제도를 도입하였다. 실질적으로 기업의 구조개선이 이루어지지 않았음에도 상장폐지사유를 회피함으로써 상장을 유지하고 있는 부실기업을 증권시장에서 퇴출시킴으로써 증권시장을 건전화할 목적으로, 상장폐지여부를 결정함에 있어 형식적 기준이 아니라 당해 법인의 존속 가능성, 투명성 등을 종합적으로 고려하여 상장적격법인과 부적격법인을 가려내겠다는 취지로 상장폐지실질심사제도를 도입한 것은

충분히 공감이 된다. 법원도 동 제도에 긍정적인 것으로 보이며, 실제 분쟁사례에서도 증권거래소의 손을 들어 주었다. 그러나, 상장폐지결정이 미치는 영향력이 매우 크다는 점을 고려할 때 자칫 실질심사과정에서의 형평성 또는 자의성의 문제가 제기될 소지가 있다는 점은 지적될 필요가 있다. 특히 증권거래소가 상장폐지 실질심사에 필요한 자료수집의 한계를 가지고 있을 수밖에 없다면, 상장폐지결정의 자의성 논란과 함께 상장유지결정의 자의성 논란에도 유의해야 할 것으로 생각한다.

[논문투고일 : 2009. 5. 31, 논문심사일 : 2009. 6. 18, 게재확정일 : 2009. 6. 19.]

■ 참고문헌 ■

- 김동희, 『행정법 I』, 박영사, 2008.
- , 『행정법 II』, 박영사, 2008.
- 김명식, 『특수법인론』, 한국학술정보(주), 2005.
- 김철용, 『행정법 I』, 박영사, 2009.
- , 『행정법 II』, 박영사, 2009.
- 김형배, 『민법학강의』 제6판, 신조사, 2007.
- 박균성, 『행정법론(상)』, 박영사, 2009.
- , 『행정법론(하)』, 박영사, 2009.
- 임재연, 『증권거래법』, 박영사, 2002.
- 홍정선, 『행정법원론(상)』, 박영사, 2009.
- , 『행정법론(하)』, 박영사, 2009.
- 김교창, “보통거래약관의 법적성질”, 『변호사(법률실무연구)』, 1992.
- 김동희, “프랑스 행정법상의 영조물법인과 공공기업에 관한 소고”, 『법학』 제 33권, 서울대학교.
- 문일호, “증권거래소가 제정한 상장규정의 법적 성격 및 상장규정상 합병요건의 규정의 유효성”, 『고려법학』 제48호, 고려대학교 법학연구소, 2007.
- 박해식, “한국증권업협회가 한 협회등록취소결정의 법적 성격”, 『법조』 (제547호), 2002.4.
- , “한국증권업협회가 한 협회등록결정을 다투는 소송방법”, 『민사재판의 제문제』 제11권, 2002, 10.
- 양만식, “증권시장의 자율규제에 관한 검토”, 『법학논총』 제31권 제1호, 2007.
- 이경운, “대학의 자치와 국립대학의 조직형식”, 『현대공법학의 과제(최송화교수화갑기념논문집)』, 박영사, 2002.
- 이원우, “항고소송의 대상인 처분의 개념요소로서의 행정청”, 『저스티스』 통권 제68호, 2002년 8월.
- 장상균, “회사정리절차 개시신청을 상장폐지사유로 정한 상장규정 조항의 효력”, 『대법원판례해설』 제72호, 2007년 하반기.

금융감독원, “상장폐지사유 발생기업의 특징 및 시사점”, 2009.4.15.자 보도자료.
금융감독위원회, “국제정합성 제고를 위한 상장·퇴출제도 개선방안 추진”,
2007.11.13자 보도자료.



Abstract

Practical Legal Issues in relation to Delisting Decision by
The Korea Stock Exchange

Il-Ho Moon

(Assistant Professor, Chungbuk National University Law School)

There are several practical legal issues in relation to the delisting decision by the Korea Securities Exchange(hereinafter as "the Exchange"); The legal nature of the Exchange, the listing regulation of the Exchange and the delisting decision by the Exchange; the legal instrument of listing company against delisting decision by the Exchange. This researcher reviewed arguments about above issues and actual lawsuit cases in relation to those.

This researcher came to the conclusion that the nature of the Exchange is a private body corporation as stock company, the nature of legal relationship between the Exchange and listing company is also private contract relationship(not public), the listing regulation of the Exchange has the nature as a stipulation, the delisting decision by the Exchange has the nature as declaration of intention of the termination of the listing contract between the Exchange and the listing company.

So, the delisted company by the Exchange has to bring a civil action(not administrative action) against the Exchange for wrongfulness of the delisting decision. There are several lawsuit cases related to the delisting decision by the Exchange. The court of justice handed down the decision that the delisting decision of the Exchange by reason of the outside auditor's opinion, dishonor of the paper or check issued by the listing company, capi-

tal invasion, non submission of the annual report and so on (we can say this as formal and merchenical delisting reason) is lawful. The court judged that it is inevitable to set up a unificative and uniformed standard, and to enforce that strictly and mechanically. However, the court decided that it is unlawful to delist the company by the only reason of the filing for the company's revival to a court.

▶ Key words the stock exchange, delisting decision, listing regulation, administrative disposition, administrative office, administrative action