

證券市場 規制의 根據와 內容 分析

文 元 柱*

I. 序 論

II. 規制의 概念과 證券市場

1. 規制의 概念

2. 規制 對象으로서의 證券市場

III. 證券市場 規制의 根據

1. 利益論의 接近

2. 市場失敗論의 接近

IV. 非規制의 傾向과 證券市場의 國際化

1. 美國의 市場 非規制 傾向

2. 證券市場의 國際化

V. 우리나라 證券市場 規制의 現況과 分析

1. 證券情報公示에 관한 규제

2. 證券去來에 관한 규제

3. 證券會社에 대한 규제

VI. 結 論

I. 序 論

현대 자본주의 사회에서 資本形成에 가장 중요한 促進濟의 機能을 하는 것은 證券市場이다. 資本市場이라 할 때, 좁은 의미로는 證券市場을 뜻한다. 증권시장은 有價證券을 發行하고, 이 발행된 有價證券을 去來(流通)하는 시장이다. 우리나라에서는 1960년대 말부터 1970년대 초에 資本市場 育成의 기반을 구축하기 위한 일련의 法規, 즉 證券去來法의 改正, 資本市場 育成에 관한 法律, 企業公開促進法 등의 制定과 證券稅改革을 통하여 현재의 증권시장으로 발전시켜 왔다.

그런데, 한 나라의 金融產業이나 證券市場 制度는 經濟發展과 상호 밀접한 關聯性을 가지며, 經濟現實의 시대적 요청에 부응할 수 있는 것이어야 한다. 證券市場을 포함한 金融市場(financial markets)은 다른 일반시장보다 그 規制가 심하며, 規制의 형태나 범위가 다양하다고 할 수 있다. 이러한 規制는 公共에게 관계되는 情報公示의 責任과 競爭市場의 維持를 원칙적인 內容으로 하고 있다. 그런데 證券市場을 지배하는 規制體系는 매우 복잡하고 종종 혼란을 야기하기도 한다. 先進國에서의 市場規制體系는 위기가 있었던 狀況에서 점진적으로 오랜 세월동안 확립되었던 것이라고 볼 수 있지만, 우리의 경우는 다르다.

오늘날 우리나라는 先進國들의 開放壓力이나 여타 經濟與件에 따라 資本自由化 내지 證券市場 國際化를 전면적으로 단행해야 할 時點에 왔고, 證券市場의 對外開放은 證券產業 發展

*釜山經商專門大學 稅務會計學科 助教授

에 중대한 전환점으로 인식되어야 한다. 이러한 時點에서 證券市場 規制의 根據를 찾아보고, 그 規制의 모순이나 變化의 方向을 모색해 보는 일은 매우 意義있는 일이라고 생각된다.

따라서 本稿는 證券市場 規制의 理論的 根據를 살펴보고, 우리나라 證券市場 規制內容 分析을 研究目的으로 한다. 이러한 目的을 달성하기 위하여 제Ⅱ장에서 規制의 概念과 규제대상으로서의 證券市場을 먼저 살펴보고, 제Ⅲ장에서 證券市場 規制의 理論的 根據를 利益論의 接近과 市場失敗論의 接近 方法으로 나누어 고찰하며, 제Ⅳ장에서 證券市場 規制 方向의 변화와 非規制 傾向의 환경을 탐색하며, 제Ⅴ장에서 現行 우리나라 證券市場 規制內容을 分析하여 그 問題點과 改善方案을 모색해 보고자 한다.

Ⅱ. 規制의 概念과 證券市場

1. 規制의 概念

規制(regulation)는 經濟主體들의 經濟的 活動(economic activity)을 統制 혹은 變更하기 위해 만들어진 規則이나 法律들로 구성된다.¹⁾

현실사회에서 완전한 自由放任(laissez-faire)이란 있을 수 없다. 오랜 세월동안에 걸쳐서 進化된 社會制度로서 일반적으로 받아들여진 默示的(implicit) 規則과 국가의 法律·制度·政策을 통하여 社會가 의도적으로 선택하는 각종의 明示的(explicit) 規則의 장치가 있게 마련이다. 일반적으로 規制란 明示的인 社會的 規制를 말한다. 그러나 모든 明示的 規則을 規制라고 말하기는 곤란하다. 規制는 보편적으로 適用되는 國家社會의 體制的 範疇 내에서 規制對象者의 自由選擇을 제한하거나 변경시킴으로써 自然發生的 活動에 간섭(interference)을 하는 것이다. 規制란 경제의 바깥에서 경제에 영향을 미치는 外生的 힘이 아니고, 經濟體制 內의 內生的 變數로 취급되어야 하며, 結果로써가 아니라 經濟的 選擇에 영향을 미치는 過程으로서 이해되어야 한다.

이런 관점에서 規制가 수행되는 機能을 크게 세가지로 분류할 수 있다. 첫째, 規制 目的 및 여기서 파생된 規則으로 부더의 이탈을 방지하는 禁止的 監視기능, 둘째, 公益과 私益 간의 여과·완충·조정 장치로서의 仲裁機能, 셋째, 일정한 行爲의 助長機能이다. 따라서 規制는 규제대상자의 私的行爲의 선택에 대하여 그 행위의 直接當事者나 參與者가 아닌 政府가 禁止·仲裁·助長을 目的으로 의도적인 制限을 부과하는 過程으로 定義될 수 있다.²⁾ 또 規制의 課業은 價格의 統制(價格水準과 價格構造의 통제), 進入의 통제, 서어비스 利用 통제, 品質 및 安全性的의 통제, 金融 執行의 통제 등을 들 수 있다.³⁾

經濟理論에서 市場의 가장 이상적인 형태는 完全競爭市場으로 서술되고 있으며, 이러한 시장은 價格機構(눈에 보이지 않는 손)에 의해 資源配分됨으로서 그 效率성이 이루어진다고

1) P. A. Samuelson & W. D. Nordhaus, Economics(12th ed.), McGraw-Hill, Inc., 1985, p. 521.

2) 尹鶴喆, 李奎億, 産業組織論, 法文社, 1985, p. 65-67.

3) C. Wilcox, "Regulation of Industry", in International Encyclopedia of the Social Sciences, vol 13, 1968, p. 191.

한다. 그러나 市場에서 價格의 信號機能에 의한 資源配分이 市場失敗 (market failure)로 나타나는 경우가 있다.⁴⁾ 市場失敗의 기본적 세가지 原因 類型을 살펴보면, 첫째, 市場의 構造的 缺陷 (특히 自然的 獨占)에서 일어나고, 둘째, 外部效果 (externality)의 存在 때문에 일어나며, 셋째, 市場參加者의 情報의 非對稱性에서 비롯된다. 따라서 市場에 規制가 나타날 수 있는 것은 獨占을 지양하고 競爭을 促進하기 위한 것과 競爭의 市場을 대신하기 위한 것으로 구분할 수 있다.⁵⁾ 競爭을 促進하기 위한 規制는 競爭市場 運營의 방해요소를 제거하기 위한 것이므로, 이것의 假定은 적절한 규제를 행했을 때 市場이 競爭의 市場으로 운영된다는 것이다. 競爭의 助長에 의해 競爭市場 運營이 불가능할 때 競爭市場의 運營을 대신하기 위해 規制를 사용할 수도 있게 된다. 政府規制는 總計的 厚生의 減小에 대한 制約을 실현한다. 政府規制는 일반적으로 認可, 價格統制, 割當, 監督 등의 방법이 있다.⁶⁾

2. 規制對象으로서의 證券市場

(1) 證券市場의 役割

일반적으로 國民經濟가 확대되고, 國民所得이 증대됨에 따라 投資性向은 間接金融에서 直接金融으로 전환하는 경향을 띠게 된다. 그리고 건전한 經濟는 貯蓄者로 부터 資金을 필요로 하는 經濟主體에게 効率的으로 전환하는 것에 크게 의존한다.⁷⁾ 證券市場은 일반 대중의 資金을 집적하여 産業에 동원하는 機構이므로 金融과 國民經濟 發展을 위한 추진체가 되어야 한다. 오늘날 證券市場은 國家나 企業의 資金調達의 창구일 뿐만 아니라 國民의 貯蓄手段으로서 중요한 役割을 하고 있기 때문에,⁸⁾ 국민 누구나가 자유로이 證券市場을 매개로 企業에 참가하게 되어 企業經營에 국민이 참여함으로써 企業이 國民的 大企業으로 성장해 나갈 수 있게 된다. 따라서 證券의 大衆化 과정을 일컫는 證券資本制는 企業의 所有와 經營의 分離, 資本의 擬制化, 投資對象의 多樣化 등으로 국민경제 발전에 기여하게 된다. 證券市場에 있어서의 去來對象은 株式과 債券이며, 國公債를 제외한 證券은 株式會社의 企業內容에 따라 需要와 供給이 변동되고, 價格이 결정된다.

證券市場은 有價證券의 賣渡 또는 買受를 원하는 集團이 상호거래를 할 수 있도록 장소를 제공하는 곳이다. 따라서 이러한 證券市場의 基本的 目的은 資金의 効率的 轉換 (to efficiently transfer funds)에 있다.⁹⁾ 즉 증권시장은 資金의 最適的 配分 (optimum allocation of funds)를 그 역할의 기본적 목표로 삼는다.

(2) 證券市場의 構造

證券市場은 증권거래가 이루어지는 需給關係에 따라 증권이 發行主體에서 投資家에게 최초

4) 市場失敗에 관한 자세한 內容은 微視經濟理論의 서적 참조.

5) T. S. Campbell, Financial Institutions, Markets, and Economic Activity, McGraw-Hill, Inc., 1982, p. p. 366-367.

6) G. J. Benston and C. W. Smith, "A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation," The Journal of Finance, vol. 31, No. 2, 1976, 5, p. 225.

7) E. F. Brigham, Fundamentals of Financial Management (2nd ed.), The Dryden Press, 1980, p. 17.

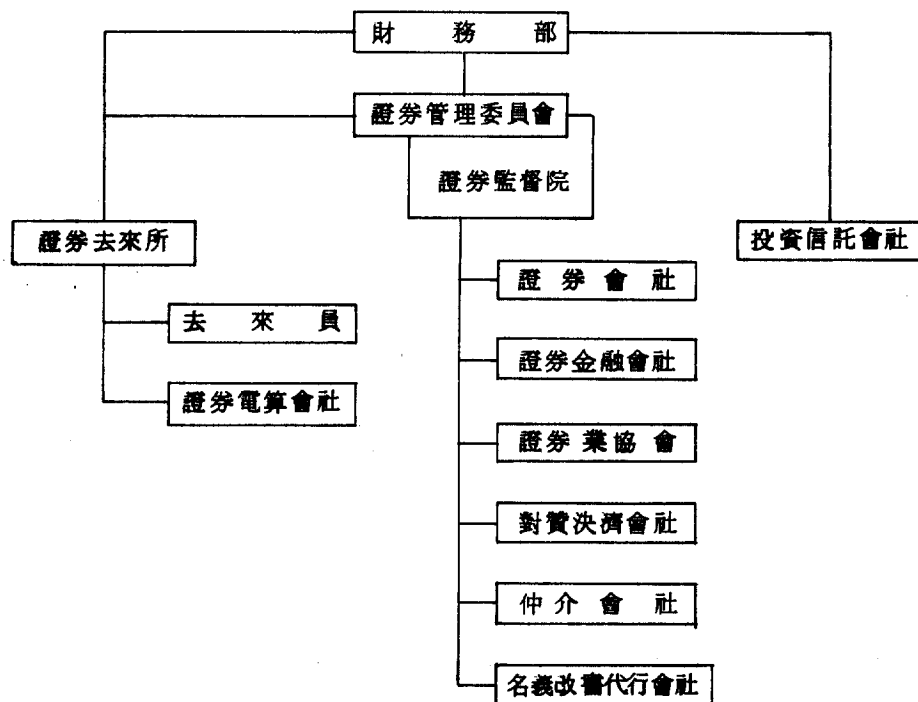
8) 安宅宅, 「證券規制에 관한 序論的 研究」, 서울대학교 박사학위논문 (未刊行), 1983, p. 7.

9) T. E. Copeland & J. F. Weston, Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley Publishing Company, 1979, p. 196.

로 이전되는 發行市場과 이미 발행된 증권이 公正한 價格으로 投資家들 사이에서 賣買流通되는 流通市場으로 구성된다. 發行市場의 가장 단순한 構造는 發行主體와 投資家로 구성되는 直接發行의 경우도 있지만, 일반적으로 증권이 發行主體에서 최초의 投資家에게 이전되는 과정에는 中介機關이 있어 發行業務를 전문적으로 담당하게 되는데, 發行市場 機構로서의 中介機關에는 引受機關과 分賣機關이 있다. 發行市場이 資本의 證券化를 담당하는 1次的 市場이고, 流通市場은 證券의 資金化를 담당하는 二次的 市場인 것이다.¹⁰⁾ 發行市場과 流通市場은 서로 밀접한 관계를 가지고 있어 두 시장은 수혜의 양바퀴 역할을 하는 것으로 양바퀴의 원활한 회전으로 證券市場은 金融의 機能을 수행할 수 있는 것이다.

證券市場은 그 市場形態에 따라 일정요건을 갖춘 上場證券이 大量 集團 去來되는 去來所市場과 證券業者 및 投資家間에 非上場證券 또는 去來單位 미만의 證券이 個別的·散發的으로 매매되는 場外市場이 있다. 證券去來所 市場의 構成要素로서는 구체적 去來場所로서의 證券去來所와 證券賣買를 직접 담당하는 去來員(證券會社)이 있고 기타 유관기관들이 있다. 이들에 관한 構造圖는 圖表 II-1과 같다.

(圖表II-1) 우리나라의 證券市場 構造(管理體系)



資料：韓國證券去來所，韓國의 證券市場制度，1982，p 33.

10) 證券市場을 ① 去來所市場(exchanges) ② 場外市場(the over-the-counter market) ③ 제3시장(the third market) ④ 제4시장(the fourth market) 등으로 구분하여 설명하기도 한다. J. C. Francis, *Investments; Analysis and Management* (2nd ed.), McGraw-Hill, Inc., 1976, pp. 49-77, W. F. Sharpe, *Investments*, (2nd ed.), Prentice-Hall, Inc., 1981, p. p. 40-45.

(3) 効率的 證券市場¹¹⁾ 과 規制

効率的 資本市場은 有價證券 去來에 관련된 公的으로 이용가능한 모든 情報를 證券價格이 항상 完全하게 반영하는 市場으로 정의된다. 이러한 市場은 資源의 最適配分이라고 하는 資本市場의 基本적 役割을 원활히 수행한다는 의미에서 効率的이다.¹²⁾ 적절한 價格과 신속한 證券去來가 이루어지게 하기 위해서는 證券市場이 갖추어야 할 몇가지 조건이 있다. 즉 證券市場은 公正性(fairness)이 있어야 하며, 이를 위해서는 有價證券의 需要와 供給에 관련 情報를 신속하고 정확하게 公示 되어야 한다. 또 證券市場은 流動性(liquidity) 즉 市場性과 價格의 確實性 내지 豫測性을 높일 수 있도록 거래의 신속성과 가격의 安全性을 위한 여러가지 制度的 장치가 있어야 한다. 또 證券市場에서는 去來費用이 최소화 되어야 한다. 즉 內的 効率性(internal efficiency)이라고 하는 낮은 수수료, 諸税金, 傭가의 情報提供 등이 필요하다. 그리고 證券市場에서 결정되는 證券價格은 그 증권이나 市場 全體에 영향을 주는 정보를 반영하고 있어야 한다. 이러한 것을 外的 効率性(external efficiency) 이라고 하며, 이것은 새로운 情報 발생후 즉각적으로 그 效果가 證券價格에 반영되는 것을 말하는데, 이렇게 될 때 證券市場은 理想的인 市場이 되는 것이다.¹³⁾

만약에 證券市場이 이상적인 効率的 市場이라면, 市場價格에서 어떤 증권의 賣渡나 買入이 제로의 純現價 去來(zero-NPV transaction)로 된다. 그러나 金融經濟 文獻들에서 시장의 完全性이 현실세계에서 빈약한 서술이라는 指摘은 틀림없다.¹⁴⁾ 따라서 効率的 證券市場을 위한 제도적 장치는 法令上의 規制 즉 公的 規制나 證券市場 機構 및 參加者들의 自律的 規制로 나타나게 된다.

證券市場의 국민경제적 역할 수행에 있어 効率的 市場으로 되기 위해서는, 증권의 實質的 內容을 사전에 市場管理機關이 심사하여 일정자격 기준에 미달하는 경우에 發行 자체를 規制하고, 증권의 發行人으로 하여금 投資意思決定에 필요한 중요한 情報를 完全하게 公示시킬 필요가 있다. 모든 規制의 基本적 목적은 投資者 신뢰를 유지하기 위한 것이다.¹⁵⁾

미국의 證券市場에서 經濟 大恐慌 당시 雷同販賣, 買占을 통한 投機, 合同行爲, 企業의 과도한 負債로 인한 企業倒産 등으로 많은 投資家에게 피해를 입히고, 市場 秩序의 교란을 가져왔으므로 1933년 證券法 제정 이후 1970년대 까지 規制가 계속 증가되었다.¹⁶⁾ 그러나

11) R. Brealey & S. Myers, Principles of Corporate Finance(2nd ed.), McGraw-Hill, Inc., 1984, p.p. 263-281에서 効率的 資本市場의 性格을 ① Market have no memory ② Trust, market prices ③ There are no financial illusions ④ The do-it-yourself alternative ⑤ Seen one stock, seen them all ⑥ Reading the entrails 등 6가지로 설명하고 있다.

12) B. Lev, Financial Statement Analysis; A New Approach, 宋梓譯, 世經社, 1985, p. 219.

13) 朴廷憲, 現代投資論(修訂版), 茶山出版社, 1984, pp. 44-45.

14) J. Mossin, The Economic Efficiency of Financial Markets, D. C. Heath and Company, 1977, p. 43.

15) E. F. Brigham, op. cit. p. 18.

16) T. E. Johnson, Investment Principles(2nd ed.), Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1983, pp. 272-288. J. C. Francis, op. cit. pp. 81-100.

1970년대 후반에 들면서 規制의 正當性이 심각하게 의문시 되었고, 1980년대는 規制體系의 變化가 중대한 方面에서 계속될 것으로 전망하고 있다.

그런데 우리나라의 證券市場은 企業이나 投資家의 需要에 의해 自生的으로 출현한 것이 아니라, 政府의 經濟政策의 일환으로 이루어진 것이므로 더욱 證券市場 規制의 必要性이 인식되었다고 볼 수 있다.¹⁷⁾

III. 證券市場 規制의 根據

일반시장들에 적용된 規制構造의 대부분은 自然的 獨占(natural monopoly)問題, 外部效果(externalities)問題 등으로 인하여 發展했다. 經濟的 規制에 대한 전통적 논쟁은 規制가 파괴적인 競爭을 예방하기 위해 필요하다는데서 비롯되었다.¹⁸⁾ 一般市場에 비해 아주 심하게 규제되고 있는 證券市場은 오히려 情報配分の 不完全性이 더 중요한 要因으로 등장한다. 證券市場 規制의 理論的 根據를 本稿에서는 利益論의 接近方法과 市場失敗論의 接近方法으로 구분하여 고찰하도록 한다.

1. 利益論의 接近

(1) 規制의 公益根源論

規制가 그 혜택을 特定小集團의 私的利益이 아닌 社會全體의 最大多數利益 즉 公共利益(public interest)으로 되어야 그 正當性을 갖게 된다. 즉 국가는 “國民生活과 國民經濟의 安定 및 發展”이라는 이유로 市場에 개입하는 正當性을 갖게 된다.¹⁹⁾ 따라서 公益選擇에 대한 分析에서 순수한 自然獨占등에 대해 價格制限 및 여타 規制方法을 취하려는 생각을 지지하기 쉽다. 그러나 公益의 概念은 規制의 목적이나 대상에 따라 實體的 內容을 달리하며, 經濟主體의 理想的 基礎에 따라 달라지게 마련이다. 辭典에서는 個個人들이 產業과 生産活動을 통하여 인간의 존엄성과 일치하는 삶을 구축할 수 있는 社會的 條件의 확립을 公益이라고 하며, 公共性·一般性을 지니는 不特定多數人의 利益 또는 社會構成員의 平均的 利益이라고도 규정하고 있으나 매우 추상적인 概念일 수 밖에 없다.²⁰⁾

따라서 市場規制者가 인식하는 公益의 概念에 보편타당성이 존재해야 함에도 불구하고, 실제로 公益概念은 여러가지로 전개되고 있다. 즉 첫째, 調和의 개념으로 상충적 내지 경쟁적인 個別利益의 選別的 측면을 동시에 만족시키는 것에 연유하는 개념도 있으며, 둘째, 妥協의 개념으로 個別的 利益의 일부를 각각 양보시킴으로써 얻어지는 全般的 結果가 公共利益

17) 朴廷憲, 「證券市場의 規制와 그 方向」, 經營研究 12-3, 90, 高大企業經營研究所, 1976. 11, p. 28.

18) F. T. Furlong, "Banking Structure and the Theory of Economic Regulation," Univ. of California, LA, 1978 Ph. D. Dissertation, p. 20.

19) 李奎億, 市場構造와 獨寡占規制, 韓國開發研究院, 1983, p. 184.

20) P. Herring, "Public Interest," in International Encyclopedia of the Social Sciences, vol. 13, Crowell Collier and Macmillan, Inc., 1968, p. 172.

에 부합한다고도 하며, 세제 利害得失의 개념으로 規制對象이 되는 個別利益은 公益에 부합하는 서어비스를 제공하고 그 대신 특정한 私的 혜택을 부여받는다라는 개념이며, 네째 社會的·國家的 目的 개념으로 사회적·국가적 목적이 公益에 부합하여 모든 私益을 압도한다는 것이며, 다섯째 自己中心的·家父長的 또는 個人的 指示의 개념으로 카리스마적 指導者나 독재자 또는 政黨과 같은 個人·集團·組織의 選好와 일치하는 것을 公益概念으로 나타나는 경우도 있다. 그리하여 포스너(Posner, J.A. 1974)는 規制의 公益論的 접근법에 대해 만족스럽지 못하다고 한다.²¹⁾ 따라서 規制의 根據에 관한 公益論의 接近은 蓄然的 妥當性을 갖고 있지만, 公益에 대한 통일된 개념이 없는 한 구체적인 설명력으로는 약한 것이다.

(2) 規制의 私益根源論

우리나라 證券去來法 제 1조에 이 法의 目的을 國民經濟의 發展에 기여한다고 하는 초개인적이고 전국민적인 公益으로 언급하고 있지만, 이것은 간접적인 效果에 불과하다. 직접적으로는 投資者의 私的인 利益의 保護를 목적으로 하고, 國民經濟 전체의 需要에서 企業關係를 규제한다고 하기보다는 오히려 개개의 經濟主體間의 私的인 利益調整을 도모하는 법이라고 할 수 있다.²²⁾

規制는 自由財가 아니므로 자동적으로 그 需要와 供給이 이루어지는 것이 아니다. 이런 점에서 수요와 공급이라는 經濟學의 기본개념을 이용하여 규제의 근원을 찾으려는 規制의 經濟理論이 있다. 이러한 견해는 選舉를 政治市場에 있어 돈(화폐)으로 보고, 規制의 需要는 產業의 企業으로 부터 연유되며, 規制의 供給은 선출된 政治人(또는 政黨)들로부터 나온다고 본다.

스티글러(Stigler, G. 1975.)는 規制의 原因을 규제받는자의 自己利益 追求的 정치행위에서 찾았고, 실제로 규제는 產業의 利益에 기여하도록 고안·운용된다고 하였다.²³⁾ 民主政治過程의 속성은 市場의 決定過程과 근본적으로 다른데, 첫째 政治的 決定은 多數人에 의하여 동시에 이루어져야 하겠지만, 구체적 案件에 대하여 매번 投票를 한다는 것은 매우 어렵다. 둘째 民主的 決定過程은 직접적으로 利害關係를 갖지 않는 有權者까지도 참여하므로 投票에 있어서 개인의 選好表現은 市場에 있어서 만큼 정확하지 않다. 따라서 規制의 根源은 상이한 利益集團의 상대적 政治力 및 그들이 要求하는 形態의 규제를 획득하는 能力에 달려있게 된다.

펠츠만(Peltzman, S. 1976.)은 스티글러 모형을 연장하면서 規制者를 대상으로 규제의 根源을 논의하였다. 規制者 効用 極大化 理論은 政治人이나 規制機關의 官료 등 핵심적 意思決定者를 설정하고, 이들이 여러가지 制約條件과 補償機會 下에서 再選·年俸·地位·장래보장 등의 自己利益을 극대화하기 위한 合理的 選擇의 결과에 의하여 規制의 根源이나 形態가 결정된다고 한다. 규제에서 기본적으로 問題가 되는 것은 富의 移轉(transfer of wealth)으

21) F. T. Furlong, op. cit., p. 20.

22) 安文宅, 前掲論文, p. 11.

23) F. T. Furlong, op. cit., pp. 21~23.

로서 이것은 現金의 직접적 移轉보다도 規制價格·進入障壁 등 제도적 장치를 통한 이전을 말한다.²⁴⁾

私益論的 規制 根源에 대한 논의에서 規制의 經濟理論 즉 民主政治過程(피규제자의 이익 증시)을 통한 規制 根源의 고찰 방법이나 規制者 効用 極大化 理論을 통한 규제 근원 고찰은 모두 政治人의 立法을 통한 방법이었다. 이것들은 누구의 이익이 規制의 需要 내지 供給에 개재되어 있는지를 명시적으로 나타내고 있지만, 실제 規制機關에 의해 시행되는 측면은 무시하고 있다.

2. 市場失敗論의 接近

시장에 의한 資源配分이 항상 効率的인 것은 아니고 어떤 理想的인 狀況下에서만 효율적으로 달성된다. 무슨 이유에서든 이상적 상황이 교란되어 시장에 의한 資源配分이 더 이상 효율적이지 못할 때 우리는 市場機能의 失敗라고 말한다. 일반적으로 市場失敗의 根本적 原因을 분류하면, 첫째 市場의 構造的 缺陷(특히 自然的 獨占)에 의해서 일어나고, 둘째 外部性의 現象이 존재할 때 일어나며, 셋째 市場參加者들의 情報의 非對稱性에서 비롯된다고 한다.²⁵⁾

市場의 構造的 缺陷은 不完全競爭이나 自然的 獨占(nature monopoly)이 성립되는 경우에 나타난다. 規模의 經濟가 있는 경우 生産의 規模가 크면 클수록 낮은 生産單價의 利得을 얻을 수 있으므로 결국은 全體市場을 하나의 獨占企業이 석권하고 만다. 즉 技術上의 條件 때문에 競爭體制가 성립될래야 성립될 수도 없고, 무리하게 競爭體制를 이루도록 노력하는 것도 바람직 하지 않는 경우를 自然的 獨占이라고 부른다. 外部性 또는 外部效果(externalities)란 어떤 사람의 行動이 제 3자에게 의도되지 않는 부수적인 혜택(公共財의 경우)이나 損害(公害發生의 경우)를 가져다 주게 되나 이것에 대해 어떤 댓가를 받지도 지불하지도 않는 경우를 말한다. 즉 外部性은 社會的 費用이나 利益이 私的費用이나 利益보다 더 크거나 혹은 적을 때 나타나게 된다.

證券市場을 비롯한 金融產業의 경우, 위에서 살펴본 自然的 獨占이나 外部性 때문에 市場失敗가 일어나기 보다는 대개 情報의 非對稱性(asymmetric information)에서 기인된다고 볼 수 있다.²⁶⁾

캠벨(Campbell, T.S., 1982.)은 金融市場 規制의 動機를 圖表Ⅲ-1과 같이 4가지로 요약하여 설명하고 있다. 市場失敗의 原因과 관련하여 圖表Ⅲ-1은 크게 2가지의 市場規制 動機要因으로 나눌 수 있다. 그는 이러한 구분으로 美國의 證券市場 規制의 原理를 圖表Ⅲ-2와 같이 요약하였다. 本稿에서는 (1) 獨占力の 制限과 競爭의 促進 (2) 情報配分の 不

24) ibid 스티글러-펠츠만 모형에서 規制者는 $\text{Max}(W_1, \dots, W_n)$ (단 W_i 는 i 번째 이익집단의 '기대된 富'임)의 函數로 정의되는 政治的 支持를 極大化하는 것으로 가정한다.

25) T. S. Campbell, op. cit pp. 366-367.

26) Ibid p. 370.

完全性으로 인한 規制 根據로 나누어 살펴 보도록 한다.

(圖表Ⅲ-1)

金融市場 規制의 根據

金融市場規制의 動機	問題의 性格	問題解決을 위한 規制方法
(1) 獨占力 制限과 競爭의 促進	(1) 獨占調整을 위한 카르텔 行爲의 促進	(1) 獨占抑制을 위한 規制의 制定과 公布
(2) 契約當事者間의 情報 差異存在時 不當利得 取得의 機會制限	(2) 非專門的 契約者(소비자)의 不當損害에 대한 保護能力 缺如	(2) 契約의 制限과 情報의 公示要求
(3) 代理人의 雇傭者 利害에 反한 行爲制限	(3) 專門的 情報를 가진 代理人의 자신의 利益을 위한 情報使用 可能性	(3) 情報의 公示要求와 內部情報利用機會의 制限
(4) 情報不均衡으로 인한 市場失敗의 防止	(4) 金融機關의 規制 不在時 濫金주의引出可能性 (資金安全性에 대해 불안할 때)	(4) 情報의 公示要求와 預金에 대한 保險提供, 金融機關 危險管理에 대한 統制

資料 : Campbell, T.S., Financial institutions, markets, and economic activity, 1982. p.371.

(圖表Ⅲ-2)

美國의 證券市場 規制原理

競爭 促進을 위한 規制

- (1) SEC 統制(1930년대 證券法에서의 去來規則)
- (2) NASE에서 最小受授料 금지 (1975년)
- (3) NMS (국가시장체제)에 대한 의회의 決定 (1975년)

代理人 統制를 위한 規制

- (1) 新規證券 發行과 公開企業에 대한 公示要求
- (2) 內部去來의 規制
- (3) 不公正(詐欺) 行爲의 制限法規
- (4) 商業銀行과 投資銀行의 分離

資料 : Ibid, p.410.

(1) 獨占力 制限과 競爭의 促進

獨占力을 얻을 수 있는 중요한 方法은 去來協會(trade association)에 의한 것이다. 去來協會는 한 產業內의 企業들이 商品의 販賣促進과 公同의 問題를 해결하기 위한 目的으로 형성하는 組織이다. 去來協會는 여러가지 유용한 역할 즉 行爲準則 決定, 產業促進과 國家發展, 產業內 企業들을 위한 研究 및 教育 등을 하지만 또한 카르텔 形成의 手段이 될 수

있다. 카르텔의 본질적 모습은 去來所 進入의 제한과 去來所 利用에 대한 고정가격, 去來所에서만 거래할 것 등을 강요하는 것이다.

브로커와 딜러(brokers and dealers)의 仲介活動을 통해 운영되는 競賣市場(auction market)은 카르텔 형성의 기회를 준다. 이것은 브로커나 딜러들의 부당한 市場操作行爲에서 기인한다. 따라서 이들의 행위에 엄격한 規制가 가해져야 함은 당연한 것이다. 모든 販賣가 브로커에 의해 이루어지고 딜러가 일시적인 去來不均衡을 흡수하는 기능을 갖는 競爭市場에서 카르텔 형성의 潛在力은 항상 存在한다.²⁷⁾

카르텔 형성의 또 다른 가능성은 새로운 증권의 分配過程에서 즉 發行市場에서 발생할 수 있다. 發行市場에서 증권은 投資銀行(investment bank)을 통해 분배되는데, 이 投資銀行들은 증권을 引受하고 分配하기 위해 신디케이트(syndicate)를 형성하는 것이 보통이다. 신디케이트의 목적은 特定證券의 危險을 여러 投資銀行에 분산시키기 위한 것으로 매우 타당한 動機임에 틀림없다. 그러나 신디케이트 형성은 항상 發行市場의 獨占을 형성할 수 있는 가능성이 있게 된다.

카르텔 형성을 막고 金融市場에서 競爭을 조장하기 위해 취해지는 規制措置는 競爭市場 및 場外市場을 다루는 規制와 仲介市場을 다루는 規制로 구분될 수 있다. 각 시장에서의 규제조치는 별개의 것은 아니나 상당한 차이점이 있다. 場外市場과 競爭市場에서의 規制는 카르텔 형성을 금지하기 위한 것으로 미국의 경우 證券去來委員會(SEC)가 담당하고 있으며, 우리나라의 경우 證券監督院에서 이와같은 역할을 한다. 이와같은 規制機關에서는 브로커가 제공하는 서서비스의 最低價格 維持를 금지하고, 證券去來所에서 딜러의 행위를 철저히 監督한다.²⁸⁾

證券去來所와 같은 競賣市場에서 가장 중요한 문제는 브로커와 딜러가 그들이 제공하는 서서비스에 대해 競爭的 價格을 제시하도록 보장하는 것이다. 이와같은 문제는 다른 非金融產業에서 발생하는 競爭價格 對 獨占價格 決定에 관한 문제와 크게 다르지 않다. 그러나 銀行과 같은 仲介市場에서 가장 어려운 문제는 競爭을 증가시키고 價格을 낮추기 위한 많은 규제조치가 市場機能 失敗를 방지하기 위한 규제와 상충된다는 것이다. 競爭的 市場은 非効率的 企業이 살아남을 수 없는 시장이다. 그러나 金融產業에 있어 企業(金融機關)의 倒産은 그 여파가 매우 많은 機關들에게 미치며, 金融機關의 도산은 全產業과 經濟의 安定을 위협하게 된다.²⁹⁾ 따라서 금융기관에 대한 安全性의 보장은 매우 중요하다. 安全性 保證을 위한 일반적 接近方法은 두가지가 있다. 첫째로 金融機關이 건전한 어떤 基準에 따라 운영되도록 보증하는 規制인데, 이러한 基準은 기본적으로 流動性 準備과 資本金의 基礎에 대한 比率의 維持를 의미하며, 금융기관이 保有할 수 있는 資產類型을 제한한다. 둘째의 방법은 安全性 保障을 위한 競爭의 制限이다.³⁰⁾ 미국의 경우 銀行 規制範圍는 資產의 類型, 負債에

27) Ibid. p. 372.

28) Ibid. p. 373.

29) Ibid. 374.

30) F. Yeager & N. Seitz, Financial Institutional Management, Reston Publishing Company, Inc., 1982, p. 22.

대한 利子支給率, 競争의 非價格 技術論的 手段 등의 제한을 통하여 광범하게 운영되고 있었다.³¹⁾

市場機能의 失敗를 다루기 위한 規制 시스템은 競争의 環境下에 살아남을 수 없는 金融機關을 존속시키는 경향이 있다. 그런데 이와같은 競争助長을 위한 規制와 市場機能의 失敗를 방지하기 위한 規制 사이에 발생하는 갈등을 제거하는 실제적 방법은 없다. 따라서 金融機關에 대한 規制는 얼마나 競争을 허용할 것인가 하는 문제로 귀결되는데, 이러한 문제는 또한 市場失敗를 방지하기 위한 規制가 실제로는 그러한 目的에 전혀 도움이 안되며, 오히려 競争을 줄이고 金融機關의 존재 잇점을 증가시키는 것 때문에 더욱 복잡해진다.³²⁾

(2) 情報配分の 不完全性

市場參加者가 모두 동등한 情報를 갖고 있다면, 그 市場은 아무 결점없이 未來收益에 관한 정보와 資産集合들의 價格을 처리할 수 있다. 그러나 證券市場 參加者들이 不均衡의 情報를 갖고 있다면 市場機能의 失敗를 가져오게 된다. 市場失敗가 일시적일지라도 不完全한 情報分配는 規制를 갖고 오게되는 動機가 된다.³³⁾ 情報配分の 非對稱性에 관한 대표적인 것은 詐欺(expropriation)의 문제이다. 모든 去來는 어떤 형태이든지 契約을 필요로 하는데, 이것은 契約當事者들의 利益을 촉진 또는 보호하기 위해 필요하다. 계약이 성립될 때 흔히 계약의 한 당사자가 다른 계약당사자의 利益을 詐欺할 수 있는 기회가 있게 마련이다. 例로써 株主가 債券所有者의 利益을 詐欺할 수 있는 한가지 방법은 주주가 經營者로 하여금 그들에게 초과배당을 주도록 하는 것이다. 이런 行爲는 企業이 債券者에 대한 負債를 상환하지 못할 可能性을 높이고, 따라서 債券所有者의 富를 침해하게 되는 것이다. 또 다른 例는 株主와 經營者의 關係에서 찾을 수 있는데, 經營者는 횡령 등의 여러가지 방법을 통해 株主의 富를 침식할 수 있다. 또 企業家は 資金調達을 요하는 그들의 프로젝트들에 관한 内部的 情報(inside information)를 소유하고 있으나 貸付者등의 市場參加者들은 이들 정보의 직접적 전달에 불리하다. 뿐만 아니라 企業外部人들에 의한 内部情報의 진실한 성격 확인은 비용이 많이 들거나 혹은 전연 不可能할지도 모른다.³⁴⁾

만약 契約當事者가 專門的 知識이 없는 사람이라면 不當侵害의 기회는 더욱 많아질 것이다. 일반적으로 契約에 있어서 일반적 假定은 계약당사자들이 전문적 지식을 갖고있거나 또는 그렇게 되어야 한다는 것이다. 그러나 대개 그렇지 못하다. 따라서 이러한 不當한 侵害可能性 때문에 規制의 必要性이 있게 되는데, 이와같은 非專門的 契約當事者 保護를 위한 規制는 良心의 原理(the doctrine of conscience)로 부터 연유된다. 계약에 있어 일반적 규제

31) G. E. Morgan, III, "On the Adequacy of Bank Capital Regulation," Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 19, No. 2 (1984. 6), p. 143.

32) I. Friend, "Implication of Growing Institutionalization of the Stock Market," Impending Changes for Securities Markets, JAI Press Inc., 1979, p. 170.

33) T. S. Campbell, op. cit., p. 375.

34) H. E. Leland & D. H. Pyle, "Informational Asymmetries, and Financial Intermediation," The Journal of Finance, vol 37, No. 2, (1977. 5) p. 371

의 유형으로는 첫째 非良心의이라 판단되는 모든 契約條件을 완전히 금지(계약형태의 직접적 제한)하는 것이고, 둘째 상대적으로 專門的 知識을 갖고 있는 계약당사자에게 公示條件을 추가하는 것으로 모든 계약당사자들의 情報接近을 改善하게 하는 것이다.³⁵⁾

契約關係에서 나타나는 특수하고 중요한 경우가 代理人(agency) 문제이다. 代理人의 개념은 資本主義 經濟의 모든 계약관계에 적용될 수 있는 것이다. 代理人은 그를 고용한 사람들의 利益을 위해서 행동해야 하나, 현실적으로 볼 때 代理人의 利害關係는 종종 雇傭者들의 이해관계와 상충된다. 따라서 雇傭者들은 자기가 원하는대로 대리인들이 행동하도록 하는 매카니즘을 考案해 내는 것이 필요하다.

代理人 問題의 規制는 주로 대리인과 그를 재현시키는 사람(雇傭者)과의 情報不一致를 감소시키는 原理이다. 이러한 規制는 公示規制(disclosure regulation)라 하는데, 이것은 企業經營者로 하여금 企業資產價値에 관한 情報을 資本市場에 公示하도록 요구한다. 證券市場에서 일반 投資家의 정보평가는 公示된 資料에 의해서 이루어진다. 情報을 適時에 公正하고 완전하게 계속적으로 公示함으로써 일반투자자는 불의의 손실을 입지않게 된다.³⁶⁾ 미국의 경우 公示制度는 SEC의 정기적 發表나 증권의 발행시 事業計劃書의 제시 등의 형태로 필요한 情報을 市場에 제공할 것이 요구된다.

公示制度가 실제로 필요한 것인지에 관해선 상당한 論難의 여지가 없는 것은 아니다. 일부 사람들은 市場이 그 스스로 적절한 量의 情報을 제공한다고 말하고, 企業으로서 情報의 生産과 公示는 費用이 많이 들기 때문에 公示의 增加가 반드시 좋은 결과를 가져오는 것은 아니라고 주장한다.³⁷⁾ 그러나 公示制度는 情報의 不均衡을 감소시키기 위해서는 필요한 것이다. 즉 證券去來所로 하여금 資金需要者나 供給者들을 위해 情報을 수집하고 처리케 하여 公示하게 하는 제도는 필요한 것이다.

IV. 非規制의 傾向과 證券市場의 國際化

1. 美國의 市場 非規制 傾向

미국의 金融產業은 1930년대 초의 金融恐慌을 배경으로 規制體制가 성립되어 1970년대까지 장기간 지속되어 왔다. 金融產業의 건전한 발전을 보장하기 위해 銀行業과 證券業의 분리, 預金機關의 金利規制 및 獨占防止, 예금자와 投資者의 보호 등 金融市場 전반에 걸쳐 복잡하고도 강력한 規制가 나타났는데, 미국의 證券市場 規制는 여러가지 면에서 특색을 지니고 있다. 우선 연혁적으로 보아 다른 法律들에 비해 證券法이 비교적 뒤늦게 생겨 짧은 기간에 크게 발전하기도 했지만, 수없이 많은 證券法이 제정됨으로써 證券에 대한 規制는 세계에서 가장 엄격하고 또한 괴롭히는 것이 되고 말았다.³⁸⁾ 미국의 SEC는 行政委員會의 전형

35) T. S. Campbell, op. cit., pp. 377-378.

36) 尹桂燮, 韓國證券市場分析論, 法文社, 1984, p. 277.

37) 李弼商, 金融論, 博英社, 1985, p. 384.

38) A. F. Conard, Corporation in Perspective(1976)에서 인용한 安定宅, 證券規制에 관한 序論的 研究, 서울대학교 法學博士學位論文, 1983, p. 6.

적인 것으로서 行政的 規制를 행하는 권한뿐만 아니라, 法規命令을 정하는 準立法權과 裁決을 행하는 準司法權까지 보유하고 있다. 이처럼 미국의 증권시장 규제가 독특한 발전을 하게 된 주된 이유는 전통이 없는 신대륙에서 聯邦國家를 창건하게 된 역사적 背景과 州의 獨自性을 최대한 보장하려는 建國理念에서 찾아볼 수 있으며, 결과적으로 나타난 미국 證券法의 특색은 證券規制의 二重性, 증권법의 多樣性, 증권법의 模糊性으로 집약되고 있다. 1933년 證券法을 중심으로 SEC에 의해 證券市場은 감독을 받고 있으나 오랜 역사를 지니고 있는 證券去來所나 證券業者 協會에 의한 自律規制의 전통이 특징이라고 한다.³⁹⁾

그러나 1970년대에 金融產業 變革이 진행되는 과정에서 民間金融機關들의 진취적인 활동은 사실상 規制體制의 기반을 와해시켰으며, 이것은 政府의 태도를 規制緩化로 전환시켰고, 金融制度 자체의 改革을 促進하는 강한 壓力으로 작용하였다. 市場規制에 대한 論議는 1980년대의 토픽으로 간주되고 있다. 1970년대 후반에 증가되는 規制의 正當性이 심각하게 의문시 되었고, 그 경향을 미국 전역에서 또 그들의 政策의 배려에 의해서도 나타났다.⁴⁰⁾ 이러한 새로운 傾向은 이미 證券市場 規制에도 그 영향을 미쳤고, 1980년대를 통하여 規制體系가 중대한 方面에서 變化를 계속할 것으로 많은 研究들이 전망하고 있다.⁴¹⁾

金融·證券產業界의 현실적 변화는 規制制度의 탄력적 運用으로 수용될 수 없는 즉 제도적인 기반 자체를 와해시키는 방향으로 발전하고 있는 것은 주지의 사실로 받아들여진다. 各種의 규제는 金融產業의 건전성을 확보하고, 獨占金融機關의 출현을 방지함으로써 競爭을 유효하게 하는 환경을 조성하는데 그 當爲性이 있었다고 하겠으나, 소위 金融革命이라고 일컫는 현실의 변화는 規制를 불필요하고 시대에 뒤떨어진 것으로 변화시켰다. 즉 法規制가 金融·證券產業에 유효한 競爭을 막는 장애가 되었으며(예: 은행과 증권회사의 경쟁 등), 公共이 필요로 하는 金融서비스의 供給 擴大를 억제하는 결과를 가져옴으로써 公共의 利益保護라는 規制의 명분을 상실하게 되었다.⁴²⁾

이러한 배경하에서 제도적인 改革의 시도는 1970년 헌트보고서를 비롯하여 행정부와 의회 양측에서 모두 계속되었고, 1970년대 후반부터 더욱 가속화 되었다. 미국의 헌트위원회(Hunt Commission)는 1971년 金融市場 및 金融機關에 관한 포괄적인 研究를 완성했는데, 이 委員會는 金融市場의 競爭이 증가될 수 있는 方案을 권고하였다. 이런 規制에 대한 哲學의 변화는 金融機關의 金利上限의 철폐와 최고의 서비스를 보증하는 수단으로써 조장된 競爭과 더불어 나타나게 되었다.⁴³⁾ 특히 1980년대 레이건 행정부는 經濟政策 全般에 걸쳐 市場機構의 활력을 증시하는 政策기조로 政府規制의 감소와 폐지에 대한 노력을 경주해 왔고,

39) L. G. Goldberg & J. White, The Deregulation of Banking and Securities Industries, Lexington Books, 1979, pp. 323-332.

40) T. S. Campbell, op. cit., pp. 394-396.

41) F. Bloch & R. A. Schwartz(ed), Impending Changes for Securities Markets, JAI Press Inc., 1979.

42) 金東源, 「金融革新의 樣相」을 부록으로 수록한 金秉柱·朴英哲, 韓國經濟와 金融, 博英社, 1984, p. 157. 日本經濟新聞社, 金融革命, 日本經濟新聞社, 1982, pp. 36-50.

43) F. Yeager & N. Seitz, op. cit. p. 23-26.

또 앞으로도 계속할 것을 천명하였다.⁴⁴⁾

(2) 證券市場의 國際化

미제스(L. von Mises)의 統制波及原理과 같이 市場機構에 대한 일부 간섭이 다른 部門에의 간섭 확대를 초래케 하여 전면적인 統制로 이어지는 것이 보통이며, 政府가 經濟에 대한 統制力을 일상적으로 행사하는 동안 資本主義 經濟體制가 가지는 創意·競爭·能率 등 그 本質的 美德이 사장되기 쉽게 된다.⁴⁵⁾ 따라서 前節에서 살펴본 바와같이 미국의 경우 1980년대에 접어들면서 政府規制를 감소 내지 폐지하는 政策들로 이어지고 있다. 우리나라도 金融自律化 조치 등 일련의 政策方向이 統制·規制 일변도에서 탈피하려는 意志가 표출되고 있다. 우리 經濟의 規模와 體質이 점차 성숙단계에 접어들고 있는 것과 보조를 맞추어 초기단계의 한 몫을 했던 “큰 政府의 機能”은 이제 “작은 政府의 役割”로 대체되고 있다고 볼 수 있다.

이와 관련하여 資本自由化 등의 開放經濟 體制 추진은 政府規制의 감소 내지 탈피와 그 맥을 같이 한다고 볼 수 있다. 資本自由化란 資本移動의 주류를 이루는 資本貸借과 資本投資에 제한이나 간섭을 철폐하는 것으로 資本貸借은 통상 金融自由化의 대상이 되고, 資本投資는 협의의 資本自由化의 대상이 된다. 資本投資는 다시 經營參與 目的의 직접투자와 단순한 投資收益 目的의 간접투자 즉 證券市場 經유의 證券投資로 구분할 수 있다.

우리나라 政府는 1981년 1월 4일 資本市場 國際化의 추진 방향을 公布하였는데(圖表Ⅳ-1 참조), 그 내용요지는 資本自由化를 위한 證券市場 國際化의 점진적 추진을 위하여 제 1단계인 1981년에서 1984년까지는 受容태세를 정비하고, 제 2단계인 1985년 이후에는 外國人 證券投資를 제한적으로 허용하고, 제 3단계인 1980년대 후반에는 外國人의 본격적인 證券投資를 허용하는 한편 國內證券의 港外發行을 촉진하고, 제 4단계인 1990년대 전반에는 完全自由化 즉 內國人의 海外證券投資를 허용한다는 것이다.⁴⁶⁾

證券市場의 國際化는 國內 證券市場에 자유로운 競爭과 市場原理의 적용을 도모함으로써 金融의 效率性 제고와 國民經濟 發展에 기여한다고 할 수 있다.(圖表Ⅳ-2 참조). 우리나라의 證券市場 國際化에서 기대되는 구체적 效果는 外資構造의 改善, 企業財務構造 및 資本費用構造의 개선, 그리고 證券市場의 活性化로 집약될 수 있다.⁴⁷⁾ 또한 外債問題의 극복, 民間投資의 效率化, 國民貯蓄의 제고라는 우리經濟의 최대과제도 직접적인 연관성이 있다.

44) R. Reagan, Economic Report of the President-Transmitted to the Congress, U. S. Government Printing office, 1985, p. 8.

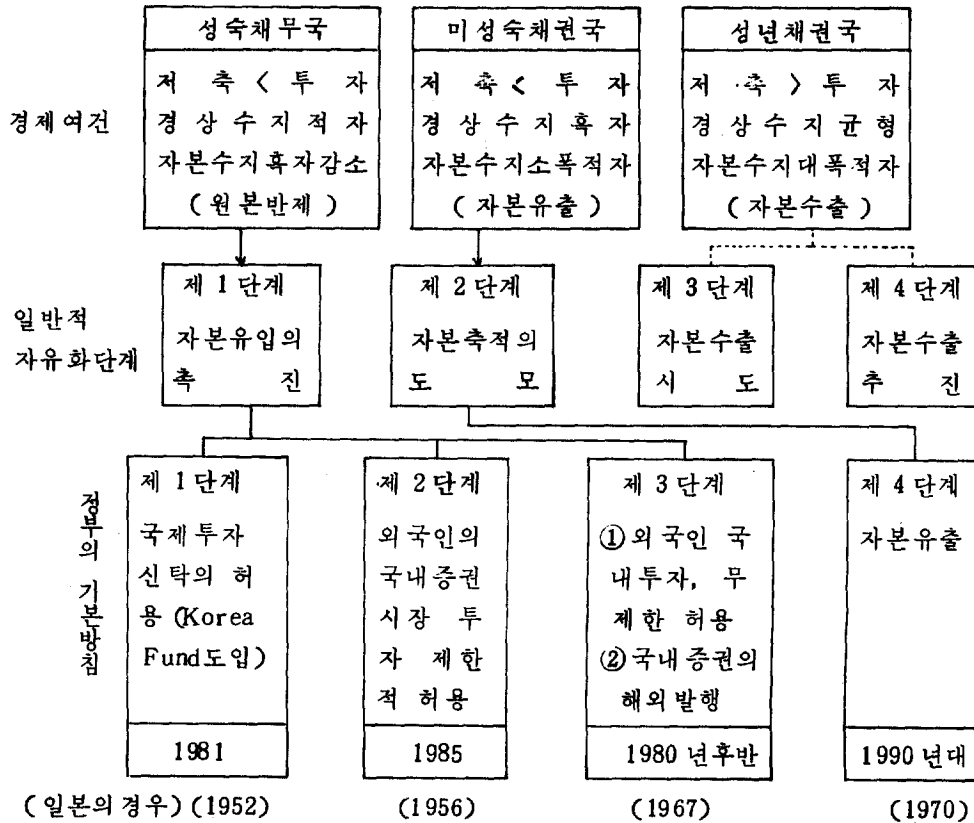
45) 李鍾演, 「우리나라 金融産業의 개편방향」, 經濟研究 제 5 권 제 1 호, 한양대경제연구소, 1984. 5, pp. 214-215.

46) 우리나라 證券市場 國際化에 대해 外國의 證券關係機關들이 많은 관심을 보이고 있으며, 활발히 연구하고 있다고 한다. (예: 日本의 山一證券經濟研究所, 韓國 證券市場의 現況と自由化의 展望, 證券月報 No. 435, 1984. 11, pp. 4-20.)

47) 魚允大, 林閔洙, 證券市場과 資本自由化, 每經文庫23, 1985, pp. 71-126, 大韓投信, “證市對外開放의 영향과 그 受容方向,” 投資信託 제24호, 1981. 6, pp. 10-18. 金忠極, “資本市場의 國際化를 위한 與件分析과 接近方案,” 證券學會誌 제 2 집, 1981, pp. 1-17.

자본자유화의 추진단계

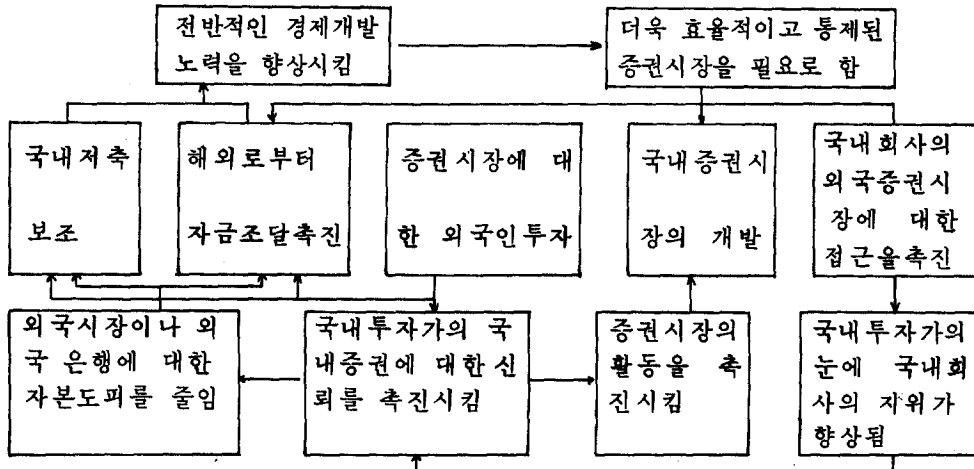
(圖表Ⅳ-1)



資料: 魚允大, 林閔洙, 『證券市場과 資本自由化』, 每經文庫, 23, 1985, p. 64.

證券市場 國際化의 效果

(圖表Ⅳ-2)



資料: Errunza, Vihang Rajnikant, "Optimal International Portfolio Investments and the Development Process," 캘리포니아대학 박사학위논문. (1974) 에서 인용한 上掲書, p. 74.

V. 우리나라 證券市場 規制의 現況과 分析

“證券市場은 그 나라의 거울이다.”라는 말이 있듯이 우리나라 經濟狀況의 特色을 가장 잘 표현하는 것이 證券市場인 것이다. 우리나라의 證券市場이 오늘날 까지 노출시킨 문제점을 요약하면, 첫째 株式市場 機能의 미흡과 社債 종류의 硬直性 및 短期保證社債 發行 일변도로 資本市場 본연의 長期金融 效果 저하, 둘째 證券의 需要와 供給을 충족시킬 수 있는 證券人口 저변과 株式 分散의 미약, 셋째 自律的 安定成長 기반의 미약과 投機要因의 尙存 및 不正去來規制의 實効性 결여로 投資者 保護 미흡, 넷째 證券事故의 大型化 傾向으로 證券會社의 公信用 弱화와 機關投資家の 無力 등을 지적할 수 있다.⁴⁸⁾

이러한 問題點을 補完하기 위한 長期課題로서는 直接金融 機能 확대, 投資者 保護 機能의 내실화를 위한 신뢰기반 정착, 證券의 大量需給에 대응한 安全性 보장, 證券市場 國際化의 受用能力 強化 등을 들 수 있겠는데, 이러한 것들은 결국 증권시장의 제도적 장치인 證券關係 法規에 집약되기 마련이다. 따라서 우리나라 證券市場 規制에 관하여 證券去來法을 중심으로 현황과 문제점을 체계적으로 분석코자 한다.

1. 證券情報 公示에 관한 規制

證券의 情報 公示制度는 證券에 관련된 情報를 適時에 公示하고 完全하게 계속적으로 公示함으로써 投資者가 不意의 손실을 입지 않게 하는 投資者(大衆投資家) 보호의 정신이 전제된다. 情報 公示는 正確性·適時性·利用可能性·情報의 적극적인 公示 등의 條件을 갖추었다면 公示制度가 잘 운영되고 있다고 볼 수 있으며, 결과적으로 證券市場에서 情報의 效率性이 이루어져 株價가 공정하게 형성되고 配分效率性이 이루어진다고 볼 수 있다.⁴⁹⁾ 따라서 情報公示 制度는 證券의 發行 및 賣買去來를 公正하게 하고, 流通을 원활하게 함으로써 국민경제 발전에 기여하게 되는 것이다. 公示規制에 대하여 發行市場과 流通市場에서의 公示로 나누어 살펴본다.

(1) 發行市場의 公示制度

發行市場에서의 公示規制는 有價證券 申告書 制度和 事業說明書 制度를 중심으로 이루어지고 있다. 즉 有價證券을 募集·賣出할 경우에는 일반투자자에게 제공되는 투자판단자료로 有價證券 申告書와 事業說明書가 있다. 유가증권 申告効力은 종래의 證券管理委員會(이하 委員會라 한다.)에 의한 効力發生日 指定制度가 폐지되고, 委員會가 유가증권 신고서를 수리한 날로부터 財務部令이 정하는 期間이⁵⁰⁾ 경과한 날에 자동적으로 그 効力이 발생한다(증권

48) 任翽淳의 4人, 우리나라 株式市場과 社債市場의 均衡의 發展을 위한 研究, 證券學會誌 제1집, 1980, pp. 13-75.

49) 尹桂燮, 前掲書, pp. 277-280.

50) 위원회가 신고서를 수리한 날로부터 ① 주식의 모집·매출의 경우 즉 불특정 다수인 할당 유상증자의 경우 30일, ② 주주할당 유상증자의 경우에는 10일, ③ 社債 모집·매출의 경우에는 20일(다만, 금융기관이 원리금의 지급을 보증하는 社債의 경우는 7일)이 경과한 기일을 말한다.

거래법(이하 “法”이라 한다.) 제 9조①) 이와같은 효력발생의 猶豫期間을 둔 것은 委員會에 의한 有價證券 申告書의 正確性 심사를 위한 것이다. 만약 중요한 사항의 虛偽記載 또는 기재누락이 발견된 때에는 委員會가 訂正申告書의 제출을 촉구하거나 명할 수도 있으며, 필요한 때에는 그 유가증권의 發行・募集・賣出・기타의 去來를 정지 또는 금지시킬 수 있다(法 제 11조 및 제 20조). 유가증권 신고서의 효력이 발생한 후에 發行價額이나 發行利子率의 변경으로 訂正申告書를 제출하는 경우 그 時限이 유가증권의 募集・賣出前까지 즉 청약 기일 전까지로 하고(法 제 11조③), 訂正申告書가 수리된 날로부터 5일이 경과한 날에 당해 유가증권 신고서의 효력이 발생하도록 되어있다.

유가증권 발행에 있어서 一般投資大衆에의 投資判斷資料 제공의 철저를 기하기 위하여 事業說明書는 당해 유가증권 發行會社의 본점・지점과 委員會, 證券去來所 및 請約事務를 취급하는 장소에 비치하고, 일반인에게 供覽하여야 한다고 事業說明書의 公示義務를 규정하고 있다(法 제 12조①).

有價證券 申告制度和 事業說明書 強制制度는 證券去來法 上の 公示에 관한 기초적인 부분에 해당하는 것이며, 이들은 유가증권의 發賣去來의 公的 規制制度의 일종이지만, 이른바 統制原理에 의한 資金調達 그 자체의 許可・認可는 아니며, 어디까지나 公示原理(disclosure philosophy)에 의하여 유가증권에 의한 자금조달에 대하여 그 유가증권 投資價値의 판단에 필요한 諸情報의 진실하고 명확한 公示를 위한 規制에 불과한 것이다.⁵¹⁾ 申告制度는 證券發賣去來의 公正化와 원활화에 이바지 하고, 나아가서 産業資本의 윤택한 조달을 한다고 하는 全國民 經濟的 利益을 促進하는 效果가 있으며, 실효성을 가져오는 능동적・예방적 制度인 것이다.

(2) 流通市場의 公示制度

證券去來法이 요구하는 事業報告書 및 半期報告書에 의한 上場社會 企業內容의 계속적 공시는 流通市場 公示의 중핵을 이루는 것이다. 流通市場에 있어서의 企業公示는 證券發行人이 제공하는 定期 또는 隨時報告書와 證券去來所의 隨時公示로 이루어지며, 또한 證券市場의 安全性과 效率性을 높이기 위한 委任狀 권유와 公開買受制度, 內部者去來制限 등의 制度가 뒷받침하고 있다.⁵²⁾

事業報告書 및 半期報告書에 의한 情報公示는 有價證券申告書에 의한 것과는 달라서 우발적인 것이 아니고 계속적이며, 證券의 取得・買受하려는 자 뿐만 아니라, 證券의 처분・매도하려고 하는 자에 대해서도 그 投資判斷의 資料를 제공하는 것을 목적으로 한다. 이들 情報公示는 그러한 報告書 또는 寫本의 일정한 장소에서의 公衆閱覽에 의하여 행해진다.

上場法人은 事業年度마다 각 사업년도 경과후 60일내에 事業報告書를 證券管理委員會와 證券去來所에 제출하게 되어 있으며, 또한 半期報告書를 그 기간 후 45일내에 제출하게 되어 있다(法 제 92조 제 93조). 또 상장법인은 그 法人의 경영에 중대한 사실의 발생 즉 그有

51) 安文宅, 前掲論文, p. 10-11.

52) 尹桂燮, 前掲書, p. 286.

價證券 投資判斷에 영향을 미치는 사실이 발생한 때에는 그것을 지체없이 정확하고 공정하게 공표될 수 있도록 證券監督院과 證券去來所는 適時公示 내지 企業內容公示의 最近性 확보를 요구한다 (法 제 186 조). 만약 상장법인이 直接公示義務를 위반한 경우에는 企業內容公示責任者(당해 任員)의 해임을 권고하거나 일정한 기간 有價證券 發行을 제한하는 등 필요한 措置를 할 수 있게 함으로써 企業內容 公示制度의 實効性을 확보하고 있고(法 제 88 조), 또 情報內容의 중요한 사항에 관하여 虛偽記載를 한 者를 1년 이하의 징역 또는 500만원 이하의 벌금에 처하도록 함으로써(法 제 214 조, 제 215 조) 公示資料 眞實性을 확보하고 있다.

證券去來所는 企業情報의 중개, 풍문에 대한 照會, 去來所 放送과 證券市場 弘報紙에 의한 정보전달 등을 수행하는데, 이것은 상장법인의 情報公示를 불실하게 하는 것을 방지하고 投資者를 保護하기 위한 것이다.

證券去來法은 상장법인의 經營權 安定性을 확보하기 위하여 公開買受制度를⁵³⁾ 도입하였는데, 公開買受申告書의 委員會 提出(法 제 21 조), 申告書 등의 公示(法 제 26 조), 主要内容의 신문광고(법 제 22 조, 시행규칙 제 6 조), 및 投資者에 대한 公開買受說明書의 交付(법 제 24 조) 등은 公開買受 상대방에 대한 투자판단 자료의 제공이다. 따라서 公開買受申告制는 公示制度의 일환으로 볼 수 있다. 公開買受는 어떤 의미에서 有價證券의 募集 또는 賣出의 반대 입장을 갖고 있다. 公開買受의 경우 株券 등을 취득하기 위하여 詐欺的인 表示가 행하여질 염려가 있기 때문에 이것으로 부터 投資者를 보호하고, 株券 등을 제공하는 자에게 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 하기 위하여 특별한 公示가 필요하게 된다. 公開買受申告書에 의한 공개매수자에 관한 情報公示는 公開買受者가 누구인가를 명백하게 하는 의미를 갖는 동시에 買受와 支給이 확실하게 행하여 지는가의 여부를 확인하는 것이기도 하다.⁵⁴⁾

證券去來法은 公開買受에 관하여 公開買受申告書의 증권관리위원회의 제출 및 公衆閱覽, 公開買受申告書의 주요내용公告 및 公開買受說明書의 投資者에게 교부 등에 의한 情報公示를 요구하고 있지만, 그것의 虛偽記載에 의한 損害賠償 責任에 대해서는 아무런 규정이 없다. 또 有價證券 發行人또는 그 任員의 공개매수에 대한 意見表示 규정은 있지만, 그 意見에 중대한 허위의 표시가 있는 경우의 損害賠償 責任 規定도 없다. 따라서 公開買受에 관한 不實公示에 대한 損害賠償의 救濟도 明文規定으로 밝혀둘 필요가 있는 것이다.

2. 證券賣買去來에 관한 規制

證券市場에 있어서 賣買去來의 대상이 되는 有價證券 및 그 去來方法을 證券去來所의 有價證券 上場規程 및 業務規程에 정하도록 함과 동시에 그 내용에 대하여 證券管理委員會와 財務部長官의 엄격한 監督을 받게 함으로써 證券市場에 있어서 賣買去來의 公正과 投資者 保護를 위하여 만전을 기하고 있다 (法 제 88, 94, 115 조). 기타의 證券去來 規制로서 相

53) 公開買受라 함은 不特定多數人을 상대로 상장법인이나 등록법인이 발행한 株券·新株引受權을 표시하는 證書 및 轉換社債券 등의 有價證券을 증권시장 外에서 買受를 청약하거나 賣渡의 청약을 권유하는 것을 말한다.

54) 安文宅, 前掲論文, p. 21-28.

互株 保有의 制限(法 제 189 조), 大量株式 所有의 制限(法 제 200 조) 등이 있다.

證券市場의 賣買去來는 대량의 증권을 公正·圓滑하게 처리토록 定型化·組織化 하고, 또 去來에 참가하는 者는 賣買去來를 원활하게 처리할 수 있는 지식과 경험을 가진 충분히 신뢰할 수 있는 자격을 구비한 자에게만 국한시키고 있다.

(1) 賣買去來의 準則

1) 賣買立會

證券去來所 市場에서 證券의 賣買去來를 하는 것을 立會라 하고, 그 장소를 立會場, 그 시간을 立會時間이라 한다. 立會는 公休日·연말 7일간 및 기타 去來所가 필요하다고 인정하는 날을 제외하고 매일 前場과 後場으로 구분되고, 토요일·年始發會日 및 年末納會日의 경우에는 오전입회(前場)만 개설된다(증권거래소 업무규정 제 2,3,4 조).

2) 賣買去來의 單位

證券去來所 市場에서 證券을 賣買하는 데에는 呼價單位(價格單位)와 賣買去來單位(數量單位)가 있어야 한다. 呼價單位는 株式에 대해서는 株當 1원 단위이며, 債券에 대해서는 액면을 1만원으로 하고 呼價는 10원 단위이다. 한편 數量單位는 현재 株券에 대해서는 100 주이며, 債權에 대해서는 액면 10만원으로 하고 있다. 이것은 單位去來를 定型化함으로써 賣買去來는 비로소 組織化할 수 있게 된다.

3) 賣買去來의 種類와 決濟

賣買去來의 종류는 實物去來와 先物去來로 區分할 수 있는데, 實物去來만 인정하고 當日決濟去來 및 普通去來의 두 종류를 정해두고 있다(거래소 업무규정 제 6 조).

賣買去來의 受渡決濟는 證券去來所 또는 對替決濟會社를 통하여 원칙적으로 集中決濟에 의하여 행해진다(업무규정 제 19 조). 이러한 集中決濟方式은 非值性化가 철저한 賣買去來에 적합하며, 決濟를 위한 사무의 경감 외에 결제에 필요한 금전 또는 證券의 量的 結算을 도모하는 것으로써 매우 합리적인 처리방식이지만, 다만 이를 위해서는 결제를 확보하는 保證制度가 필요하다. 따라서 證券去來法은 바로 이와같은 기능을 수행하기 위하여 違約損害賠償共同基金制度를 설정하고 있다(法 제 95 조).

4) 賣買去來의 委託과 受託

有價證券 賣買去來를 할 수 있는 자는 證券去來所의 去來員 즉 증권회사에 한정되고 있으므로 일반투자자가 去來所 市場을 이용하여 證券賣買를 하기 위해서는 去來員에게 委託하여 委託者의 계산으로 하되 去來員의 명의로 매매거래를 할 수 밖에 없다. 이때 投資者는 委託手数料를 證券會社(去來員)에게 지불하게 된다.⁵⁵⁾

證券去來法은 投資者 保護의 입장에서 證券市場 賣買去來의 委託 및 受託關係에 상당한 規制를 가하고 있다. 이중 가장 중요한 것은 受託契約準則이다. 受託契約 準則의 내용은 財務部長

55) 현행 委託手数料率은 주식의 경우 매매 약정대금이 100만원 이하(9/1,000), 100만원 초과 500만원 이하(8/1,000+1,000원), 500만원 초과(7/1,000+6,000원)이고, 채권의 경우는 去來額의 다과에 관계없이 거래액의 0.2%이다.

官의 엄격한 감독을 받고 있기 때문에 投資者의 去來員에 대한 委託關係는 충분히 보호받게 된다 (法 제 110 조, 제 115 조, 제 116 조)

또 去來員이 證券市場에서의 賣買去來委託을 받은 경우에는 반드시 證券去來所市場을 통하여 賣買去來를 하여야 하며, (法 제 101 조), 去來員인 證券會社가 그 委託의 취지에 반하여 去來所市場에서 賣渡 또는 買受하지 않고, 자기가 스스로 직접 顧客의 상대방이 되어 그 賣買를 성립시키는 것 (違約賣買)은 금지하고 있다.

고객의 價格指定方法에는 ① 指定價注文 ② 成立價注文 ③ 裁量注文 등의 방법이 있다. 그런데 당해 증권이 시세가 일정한 價格 이상으로 등귀할 때는 買受하고, 시세가 하락할 때에는 매도할 것을 委託하는 價格逆指定注文은 전면적으로 금지되어 있다 (法 제 111 조). 이러한 價格逆指定注文은 投資利益의 확보 또는 投資損失의 감소라는 保險的 機能을 가지고 있는 반면, 時勢의 騰落을 격화시키는 악영향을 조장하기도 한다. 따라서 정당한 목적으로 행하는 경우도 있으므로 우리나라 증권거래법은 전면적으로 금지하는 것은 검토의 여지가 없지 않다.

한편 賣買去來를 위탁하는 경우 투자자는 委託保證金を 예치하도록 되어 있는데, 원칙적으로 현금 또는 당해증권이어야 하나 代用證券으로 가름할 수도 있게 하고 있다.

(2) 信用去來의 規制

信用去來 (margin transaction)란 증권회사가 고객으로부터 일정한 보증금을 받고 고객의 株式買受代金を 융자하거나 또는 고객이 매도하고자 하는 주식을 貸株하는 방식의 賣買去來이다. 信用去來制度는 증권시장에 假需給을 도입 함으로써 大量의 去來를 유인하고, 證券流通의 원활과 價格形成의 公正化에 기여하는 바가 크기 때문에 證券市場 운영에 대해서 대단히 유용한 기능을 한다. 그러나 信用去來를 무제한으로 허용할 경우 시장이 극도로 과열되는 投機의 요소를 다분히 안고 있다. 따라서 信用去來制度에는 여러가지 규제가 가하여지고 있다. 이러한 규제는 證券去來法 및 그 施行規則, 證券管理委員會의 證券會社 信用供與에 관한 規程, 證券去來所의 業務規程, 受託契約準則 및 證券金融會社의 證券流通金融規程 등에 의하여 규정되고 있다.

信用去來의 부작용을 사전에 방지하기 위하여 種目別, 證券會社別, 개인별로 信用去來限度를 제한하고 있다.⁵⁶⁾ 信用保證金 또는 賣買證據金에 대한 규제와 더불어 信用去來限度는 신용거래를 규제하는 직접적인 규제조치이며, 이 밖에도 代用證券과 現金과의 환산율을 조절하는 방법과 융자금의 금리를 조절하는 방법 등이 아울러 이용되고 있다.

또 證券會社는 동일인이 매도한 당해 유가증권을 같은 날에 매수하는 경우에는 신용거래를 하지 못하며, 신용거래 융자나 貸株를 상환하기 위하여 같은 날에 동일인이 동일 종목에 대하여 매도 및 매수를 하지 못한다. 이것은 證券金融資金의 流用을 방지하고, 信用去來 기간의 연장을 위한 수단으로 이용될 수 있는 여지를 없애기 위한 것이다. 이 밖에도 증권회사는 당해 증권회사의 관련법인이 발행한 주식 또는 채권을 擔保로 신용을 공여하거나 관련법인의 임원에 대하여 신용을 제공하지 못하도록 되어 있다.

56) 현행 신용거래의 종목은 제 1 부 종목중 상장자본금 10억원 이상인 종목에 한정하고, 융자한도는 流動株式의 20%, 증권회사별 한도는 자기자본의 100% (貸株의 경우는 50%) 개인별 한도는 2천만원 범위내로 되어 있다.

(3) 不正行爲의 規制

證券賣買去來에서 自由競爭의인 需給關係에 人爲的 行爲를 加하여 實勢와 유리된 時勢를 형성하거나 通情賣買 또는 假裝賣買를 하여 그 거래가 성황을 이루고 있는듯이 誤認하게 하는 행위 및 기타 타인에게 그릇된 판단을 하게 하거나 타인과 公謀 또는 風說流布, 虛偽表示로 매매거래를 유인하거나, 時勢를 固定 또는 安定시키거나, 기타 부당한 利得을 취하기 위한 風說流布 또는 僞計를 쓰는 등의 不正去來行爲는 市場의 公正을 해치고 나아가 證券市場을 亂亂시키는 요인이 된다.⁵⁷⁾

따라서 證券去來法에서는 제 105 조 제 ①항에서 제 ④항까지 다음과 같은 행위를 금지시키고 있다. ① 自己가 賣度하는 같은 시기에 그와같은 價格으로 他人이 그 證券을 買受하기로 事前에 通情한 후 매도하는 행위 또는 그 반대의 買受하는 행위나 그러한 賣買去來의 委託 또는 受託行爲, ② 證券賣買去來에 있어서 그 權利의 移轉을 목적으로 하지 아니하는 假裝된 매매거래를 하는 행위 또는 그러한 매매거래의 委託이나 受託行爲, ③ 단독 또는 타인과 공모하여 유가증권의 매매거래가 盛況을 이루고 있는듯이 誤認하게 하거나 그 時勢를 변동시키는 매매거래 행위 또는 그 위탁이나 수탁행위, ④ 어떤 證券의 時勢가 자기 또는 타인의 市場操作에 의하여 변동한다는 말을 流布하는 행위, ⑤ 어떤 證券 賣買去來에 있어서 중요한 사실에 관하여 故意로 허위하거나 오해를 유발하게 하는 表示를 하는 행위, ⑥ 단독 또는 공동으로 證券時勢를 固定시키거나 安定시킬 目的으로 去來所市場에서의 賣買去來 또는 그 委託이나 受託을 하는 행위 등의 詐欺的·時勢操縱 행위를 금지시키고 있다.

그러나 目的은 行爲者의 내심에 속하는 것이며, 自白이 없는 한 이를 직접 立證할 수는 없다. 따라서 狀況證據를 유효하게 활용하는 것에 의하여 목적의 존재를 推認할 수 밖에 없는 것이다.

證券去來法은 실제상의 필요에서 安定操作·市場造成을 전면적으로 금지하지 않고, 대통령령이 정하는 바에 따라 행하는 경우에 한하여 이를 허용한다 (法 제 105 조 제 3 항). 요컨대 예외적으로 有價證券의 募集 또는 賣出 (證券發行)을 용이하게 하기 위한 안정조작·시장조성이 産業資金의 效果的인 조달에 필요하다고 인정되는 반면에, 그것이 自由競爭市場의 개념에 반하고 또 악용될 경우 株價形成이 불공정하게 되어 投資者保護에 逆行할 소지가 크기 때문에 去來의 內容·範圍·節次를 엄격히 規制하고, 그것을 投資者에게 公示하는 것을 요건으로하여 安定操作·市場造成을 허용하고 있다.

證券去來法 제 105 조의 규정에 위반하여 假裝賣買, 通情賣買, 時勢操縱 및 違法한 安定操作行爲, 詐欺行爲 등을 한 자는 3년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금에 처하는 외에, 그 위반행위로 인하여 형성된 價格에 의하여 입은 損害를 배상할 責任을 지도록 되어 있다 (法 제 106, 208 조).

(4) 內部者去來의 規制

內部者去來 (insider trading)라 함은 上場法人의 任員·職員 또는 主要株主 등의 內部者가 그 직무 또는 地位에 의하여 얻은 內部情報를 이용하여 自己會社의 株式을 거래하는 것을 말

57) 韓國證券去來所, 韓國의 證券市場制度, 韓國證券去來所, 1982, p. 145.

한다.

證券去來所 제 188조 규정(內部者去來의 制限)은 內部者가 自己會社의 株價에 영향을 미칠 만한 會社의 機密 예컨대 유상증자 또는 무상증자나 자산재평가계획, 합병, 신상품개발 등 중요한 情報을 알 기회가 많으므로 다른 일반투자자들 보다 유리한 입장에서 自己會社 株式을 매매하여 利益을 얻을 수 있고, 따라서 賣買相對者인 일반투자자는 損害를 보게 될 가능성이 많기 때문에 1976년 새로운 制度的 裝置로써 마련된 것이다. 內部者去來 規制의 취지는 有價證券賣買에 있어서 情報面의 平等性 즉 公平한 입장에서 자유로운 競爭에 의하여 公正한 去來를 하게 함으로써 投資者를 保護하고 證券市場의 公正性을 확립하여 投資者에게 그 신뢰감을 갖게 하려는데 있다.

內部者の 범위를 증권거래법에서는 上場法人의 任員·職員 또는 主要株主(發行株式의 10/100 이상 所有者)에 국한하고 있으므로 현실적으로 規制의 實効性을 거두기 어려운 경우가 있다. 예컨대 內部者로 부터 직접 정보를 취득하여 去來를 한 內部者 외의 者는 規制의 대상이 되지 않는다. 따라서 規制의 實效성을 보장하기 위하여 內部者の 範圍 擴張 문제가 대두되기도 한다.⁵⁸⁾

內部者가 自己會社의 株式를 매매하여 利益을 얻었다고 하여도 그러한 賣買行爲가 內部情報利用에 의한 것이 아니라면 증권거래법 제 188조는 적용되지 않는다. 따라서 內部情報의 利用 有無와 內部情報의 범위·한계를 정해두는 것은 內部者去來規制에 있어서 매우 중요한 것이다. 內部情報라 함은 일반투자자가 그것을 알면 證券賣買 등의 投資判斷에 영향을 받을 수 있는 중요한 情報(重要性)로서 일반인에게 널리 알려져 있지 않은 것(非公開性)을 말한다. 市場情報은 內部情報에 포함시키지 않는 것이 타당하다고 본다.⁵⁹⁾ 우리나라의 證券去來法은 內部者去來로 인한 책임을 면하기 위하여 소극적인 公示義務를 규정하고 있다. 內部者는 문제의 중요사실이 公知될 때까지 當該會社 株式의 去來를 해서는 아니되고, 면책을 위해서는 사실상 公知되어 있다는 것을 증명할 수 있어야 한다. 內部者去來의 制限要件으로서 특히 문제가 되는 것은 內部者가 6개월 이내에 賣渡와 買受를 한 경우라야 한다는 점이다. 이렇게 6개월이라는 기간으로 한정하는 것이 과연 合理的인가에 대하여는 많은 論議가 있다. 또 內部者去來의 利益返還請求權者로서 當該法人과 證券管理委員會로 규정하고 있는데, 이는 증권관리위원회가 투자자 保護의 後見人的 역할을 하는 公益의 地位에서 인정되는 것이다.

요컨대, 內部者去來의 制限은 企業內容 公示의 實効性 提高를 위한 규제수단의 하나가 된다. 內部者去來를 자유로이 행할 수 있다고 한다면, 그런 행위가 일반투자자에 대한 詐欺的 행위로 나타나고, 證券去來의 公正에 대한 일반투자자의 신뢰가 한꺼번에 무너지게 된다. 따라서 內部者去來 規制는 필요불가결한 것이다.

3. 證券會社에 대한 規制

證券去來에 관한 關係機關으로서의 證券市場의 開設者임과 동시에 管理者인 證券去來所, 證券

58) 安文宅, 前掲論文, p. 85.

59) 市場情報(market information)란 機關投資家의 大量賣買說이라든가 公金利率 또는 換率의 變動說 등 발행 회사의 자산이나 收容力 등에 직접적인 관계가 없는 것으로서 株式의 價格에 중대한 영향을 미치는 情報를 말한다.

去來의 自律規制機關인 증권업협회, 증권시장에 필요한 자금을 공급하는 證券金融專擔機關인 증권금융회사·유가증권의 대체결제 업무의 전담기관인 對替決済會社, 증권투자신탁 업무의 전담기관인 投資信託會社와 증권시장의 거래주체인 證券會社 등이 있다. 이 중에서 證券會社는 유가증권의 發行·流通에 관한 업무를 영위하는 證券業者로서 企業과 一般投資者의 중간에서 企業의 資金調達과 大衆의 證券投資를 매개하는 기관이다. 증권회사는 그 業務가 특수하고 중요하기 때문에 유가증권의 공정한 價格形成과 그 流通의 원활화를 기하기 위함은 물론 投資者保護의 입장에서 고도의 公共性과 倫理性이 요구된다. 따라서 증권회사의 規制만을 本稿에서 살펴보고자 한다.

(1) 設立 및 組織에 관한 規制

우리나라 증권거래법에서는 재무부장관의 허가를 받은 株式會社만이 證券業을 영위할 수 있도록 하는 許可制를 채택하고(法 제 28조 제 1항), 證券業을 兼營할 수 있도록 하고 있다.(法 제 29조).⁶⁰⁾ 또 증권회사는 그 資本金의 반액이상 또는 의결권의 과반수가 大韓民國 國民 또는 法人에 속하도록 하여 實質的 經營主體가 內國人이나 內國法人이 되도록 하고 있다(法 제 28조 ④). 證券會社의 大株主 1인이 소유하는 주식을 양도하고자 하는 경우와 證券會社의 주식을 양수하여 大株主 1인이 되고자 할 때에는 委員會의 同意를 얻도록 함으로써(法 제 28조 ⑥) 人的構成의 계속성 및 適格性(전문적 지식과 경험을 갖춘 자)의 유지·확보를 도모하고 있다. 또 證券會社의 任員은 ① 증권관계기관에서 5년이상 근무한 경력이 있는 者, ② 국가기관, 지방자치단체 및 정부투자기관에서 5년이상 근무한 경력이 있는 者, ③ 금융기관 또는 보험 관계기관에서 5년이상 근무한 경력이 있는 者, ④ 기타 學識과 經驗에 비추어 證券業의 公共性과 專門性을 확보함에 있어서 ①~③에 준하는 資格이 있다고 委員會가 인정하는 者 등의 기준중 어느 하나의 자격을 갖추어야 한다고 規制되어 있다.

(2) 證券會社의 業務·財務에 관한 規制

우리나라의 證券會社는 딜러업무, 브로커업무, 발행시장업무의 兼營이 가능하므로 ① 去來形態의 명확한 區分表示(法 제 43조) ② 自己契約의 금지(法 제 44조 및 제 101조) ③ 引受人의 信用供與制限(法 제 49조 ④)을 통하여 兼營의 弊폐를 防止하기 위한 規制를 하고 있다.

證券去來所市場에서 價格形成의 公正性을 확보한다는 것은 證券市場 存立을 위하여 가장 중요한 基本的 要件이다. 따라서 證券去來法에서는 公正去來의 확립을 위한 규제로서 ①증권회사 또는 그 임직원에 대하여 손실부담 약속에 의한 勸誘行爲, 引受, 周旋業務의 과도한 競爭行爲, 기타 公正去來沮害行爲 등의 不當行爲를 금지시키고 있고(法 제 52조), ② 證券會社는 委員會의 승인을 얻지 않고는 證券의 發行 및 賣買, 기타 거래와 관련하여 계약·협정·결의 등 어떠한 방법으로든지 다른 證券會社와 共同行爲를 못하며, ③ 證券會社의 營業 및 財産狀況에 비추어 과도한 수량의 賣買去來, 金錢·證券 借入 등을 금지하고(法 제 64조), ④ 證券會社가 證

60) 증권업의 종류는 ① 自己賣買業務(dealer) ② 委託賣買業務(broker) ③ 發行市場業務(underwriter)의 세 가지로 구분되는데, 자본금 5억원 이상의 증권회사는 한가지 영업만을, 자본금 20억원 이상의 증권회사는 두가지营业을, 자본금 30억원 이상 증권회사는 세가지 모두의 營業을 할 수 있도록 하고 있다.

券業 이외의 他業을 兼營하게 되면 본업이 소홀해 지므로 兼業을 制限하고, 名義代與를 금지시키고 있으며 (法 제 51, 63 조), ⑤ 證券會社의 任職員은 證券賣買去來가 제한되고 (法 제 42 조), 兼職이 제한되며 (法 제 48 조), 情報提供 내지 누설이 엄격히 금지되어 있다 (法 제 58 조).

실제로 去來法의 제반규제사항에 대한 위반행위를 적발하기란 용이하지 않을 뿐만 아니라 증권회사들의 自律的 노력으로 해결하는 것이 가장 소망스러운 것인바, 大韓證券業協會는 定款이나 公正慣習制則 등을 통하여 自律的인 規制를 행하고 있다.

또 證券會社의 財務構造의 健全性を 확보하기 위한 規制로서 去來法에서는 營業保證金 預託, 營業用 純資本額의 유지, 負債比率의 제한 (순자산액의 10배초과 못함), 증권거래 準備金の 적립, 위약 손해배상 공동기금의 적립 등을 규정해 놓고 있으며, 證券會社 資產運用 準則 및 有價證券 管理規定에서 자세하게 규제하고 있다.

證券會社는 그 業務의 중요성 및 公共性으로 인하여 設立時는 물론 設立後에도 회사의 規模變更, 경영진의 人的構成變更, 영업종류의 변경, 영업설비의 변경, 기타 영업활동에 증대한 영향을 미칠 사유가 발생하였을 경우에는 監督機關으로 부터 그러한 사항에 관하여 認可를 받거나 報告를 하도록 하고 있으며, 證券業 또는 支店의 營業을 폐지하고자 할 때에는 사전에 이를 公告하도록 하여 철저한 지도·감독을 하도록 되어 있다.

VI. 結 論

本稿의 研究 目的은 證券市場 規制의 理論的 根據를 살펴보고, 우리나라 證券市場 規制內容을 分析하는 것이었다.

規制란 經濟主體들의 經濟的 活動을 統制 혹은 變更하기 위해 만들어진 規則이나 法律들로 구성된다. 規制의 課業은 價格水準이나 構造, 進入, 서어비스의 利用, 安全性 등의 통제를 들 수 있다. 金融市場의 規制가 나타날 수 있는 것은 獨占을 지양하고, 競爭을 촉진하기 위한 것과 競爭的 市場을 대신하기 위한 것으로 區分할 수 있다.

證券市場의 基本的 目的은 資金의 效率的 轉換 즉 자금의 最適的 配分에 있다. 이러한 目的을 수행하기 위해 證券市場은 投資者의 신뢰가 유지되어야 하는데, 미국의 경우 세계대공황 당시 雷同販賣, 買占을 통한 投機, 合同行爲, 企業의 과도한 負債로 인한 倒産 등으로 많은 投資者에게 피해를 입히고 市場秩序의 교란을 가져왔으므로 1933년 證券法 제정 이후 1970年代까지 規制가 계속 증가되었다.

規制는 그 혜택을 社會全體의 最大多數利益 즉 公共利益으로 되어야 그 正當性을 갖게 된다. 그러나 公益의 實體的 概念이 다양하므로 公益의 適合性 與否의 判別이 매우 애매하게 된다. 따라서 規制의 目的 내지 根據는 대개 초개인적이고 全國民的인 公益이라고 말하고 있으나, 실제적으로는 私的 利益의 保護를 목적으로 하고, 個個의 經濟主體間의 私的인 利益調整을 도모하는 것으로 파악될 수 있다. (스티글러, 펠츠만 등의 規制 私益 根源 모형).

經濟的 規制에 대한 전통적 論爭은 규제가 파괴적인 競爭을 예방하기 위해 필요하다는 데서 비롯되었다. 市場規制는 그 理論的 根據을 市場失敗에 둘 수 있는데, 市場失敗의 原因은 市場의 構造的 缺陷·外部性 效果·情報의 非對稱性 등에서 비롯된다. 이런 觀點에서 캠프벨 (Campbell, T.S. 1982)은 市場規制 根據을 첫째 獨占力 制限과 競爭의 促進, 둘째 情報配分の 不完全性으로 나누어 설명하고 있다. (圖表Ⅲ-1, Ⅲ-2 참조). 즉 브로커와 딜러의 중개활동을 통해 운영되는 仲介市場은 카르텔 形成의 기회를 주게 된다. 또 發行市場에서 證券은 投資銀行을 통해 引受·分配되는데, 이 때 신디케이트를 형성하게 된다. 따라서 이들의 행위 (카르텔 행위)에 엄격한 規制가 加해져야 함은 정당한 것이다. 그런데 證券市場에서 情報配分の 非對稱性 (詐欺行爲·內部情報·代理人 問題 등으로 기인됨)으로 인한 市場規制 動機가 오히려 더 큰 比重을 차지한다고 볼 수 있다. 따라서 公示制度和 같은 情報의 不均衡을 감소시키는 制度가 필요한 것이다.

市場規制에 대한 論議는 1980 年代의 토픽으로 간주되어 規制의 正當性이 심각하게 의문시되는 傾向이 미국에서 나타나고 있다. 이러한 傾向과 더불어 우리나라에서는 開放經濟 내지 自律化 體制的 일환으로 資本市場 國際化를 公布하였다. 이러한 정책은 國內市場의 自由로운 競爭과 市場原理 적용을 도모함으로써 金融의 效率性 提高와 國民經濟發展에 기여하는 것이 目的인 것이다.

이상의 理論的 背景下에서 우리나라 證券市場 規制에 관한 內容分析 結果는 다음과 같다.

1) 發行市場에서의 公示規制는 有價證券申告書 制度和 事業說明書 制度를 中心으로 구성되어 있다. 申告書의 効力은 證券去來委員會가 신고서를 수리한 후 一定期間 뒤에 자동적으로 발생하도록 되어있고, 事業說明書는 一般人에게 공람할 수 있도록 規定되어 있다. 이러한 制度는 全國民의 經濟的 利益을 促進하는 效果가 있으며, 實効性을 가져오는 能動的·豫防的인 제도인 것이다.

流通市場에서의 公示制度는 事業報告書 및 半期實績報告書의 계속적 企業內容 公示가 중핵을 이룬다. 證券發行人이 제공하는 定期 또는 수시報告書와 證券去來所의 수시公示가 있으며, 證券市場의 安全性과 效率性을 높이기 위한 委任狀 권유, 公開買受制度, 內部者去來 制限 등의 制度가 뒷받침하고 있다.

2) 證券賣買去來의 準則에서는 賣買立會 (立會日, 時間, 場所 등)의 規定, 賣買去來單位인 價格單位·數量單位의 制限, 實物去來만을 인정하고 그 決済方法도 集中決済方式을 채택하고 있다. 또 賣買去來는 去來員 (證券會社)에 한정하고, 일반투자자는 이들에게 委託하여 매매하므로 엄격히 委託·受託關係를 規制하고 있다. 一般投資者는 價格指定方法으로 指定價注文, 成立價注文, 裁量注文 등의 方法을 택할 수 있으나 價格逆指定注文은 금지되어 있다.

信用去來에 대한 規制는 證券市場이 극도로 過熱되는 投機的 要素가 있기 때문에 존재한다. 信用去來의 부작용을 사전에 방지하기 위하여 種目別·證券會社別·個人別로 그 信用去來限度를 制限하고, 信用保證金 規制, 代用證券과 現金의 換算率 조절, 融資金 金利調節 등의 規制를 하도록 되어있다.

不公正行爲에 대한 規制內容으로는 假裝賣買・通情賣買・時勢操縱・違法한 安定操作行爲 및 詐欺行爲 등을 금지시키는 것이다. 그러나 이러한 目的을 직접 立證하기란 대단히 어렵다. 따라서 이러한 規制의 實効性を 거두기란 문제가 없는 것이 아니다.

內部者去來는 證券去來法 제 188 조 규정에 의하여 制限하고 있는데, 內部者の 範圍를 上場 法人의 任員・職員 또는 主要株主에 국한하고 있다. 따라서 현실적으로 規制의 實効성을 거두기란 어려운 경우가 많다.

3) 證券會社는 그 業務가 특수하고 중요하기 때문에 有價證券의 公正한 價格形成과 그 流通의 원활화를 기하기 위하여 證券去來法은 그 設立과 組織, 證券會社의 業務와 財務 등에 관하여 엄격한 規制를 加하고 있다. 또 證券業協會에 의한 自律的 規制도 마련되어 있다. 證券會社에 대한 規制는 法律에 의한 強制的 規制도 중요하지만 證券會社의 公共性和 倫理性에 비추어 自律的 規制方向이 보다 바람직하고 實効性도 높을 것으로 사료된다.

〈參考文獻〉

- 1) 金東源, 〈金融革新의 樣相〉을 수록한 金秉柱, 朴英哲, 韓國經濟와 金融, 博英社, 1984.
- 2) 金忠樸, 〈資本市場의 國際化를 위한 與件分析과 接近方案〉, 證券學會誌 제 2 집, 1981.
- 3) 大韓投信(株), 〈證市對外開放의 影響과 그 受容方向〉, 投資信託 제24호, 1981. 6.
- 4) 朴廷憲, 現代投資論(修訂版), 茶山出版社, 1984.
- 5) ———, 〈證券市場規制와 그 方向〉, 經營研究 12-3, 90, 高大企業經營研究所, 1976. 11.
- 6) 安文宅, 〈證券規制에 관한 序論의 研究〉, 서울대학교 박사학위 논문, 1983.
- 7) 魚允大, 林閔洙, 證券市場과 資本自由化, 每經文庫23, 1985.
- 8) 尹柱燮, 韓國證券市場 分析論, 法文社, 1984.
- 9) 尹暢皓, 李奎億, 產業組織論, 法文社, 1985.
- 10) 李奎億, 市場構造와 獨寡占規制, 韓國開發研究院, 1983.
- 11) 李聖淳, 現代投資論, 法文社, 1984.
- 12) 李鍾演, 〈우리나라 金融産業의 개편方向〉, 經濟研究 제 5 권 제 1 호, 한양대경제연구소, 1984. 5.
- 13) 李弼商, 金融論, 博英社, 1985.
- 14) 任翊淳의 4人, 〈우리나라 株式市場과 社債市場의 均衡의 發展을 위한 研究〉, 證券學會誌 제 1 집, 1980.
- 15) 韓國證券去來所, 韓國의 證券市場制度, 1982.
- 16) ———, 〈改正 證券去來法 解説 上, 下〉, 주식 제165·166호, 1982. 5. 6.
- 17) 日本經濟新聞社, 金融革命, 1982.
- 18) 山一證券經濟研究所, 〈韓國證券市場의 現況と自由化의 展望〉, 證券月報 No435, 1984. 11.
- 19) Benston, G. J. & C. W. Smith, "A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation," The Journal of Finance, vol. 31 No. 2, 1976. 5.
- 20) Bloch, F. & R. A. Schwartz ed, Impending Changes for Securities Markets, JAI Press Inc., 1979.
- 21) Brealey, R. & S. Myers, Principles of Corporate Finance (2nd ed.), McGraw-Hill, Inc., 1984.
- 22) Brigham, E. F., Fundamentals of Financial management (2nd ed.), The Dryden Press, 1980.
- 23) Campbell, T. S., Financial Institutions, Markets, and Economic Activity, McGraw-Hill, Inc., 1982.
- 24) Copeland, T. E. & J. F. Weston, Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley Publishing Company, 1979.
- 25) Francis, J. C., Investments: Analysis and management (2nd ed.), McGraw-Hill, Inc., 1976.
- 26) Friend, I., "Implications of Growing Institutionalization of the stock market," Impending Changes for Securities Markets, JAI Press Inc., 1979.
- 27) Furlong, F. T. "Banking Structure and the Theory of Economic Regulation," Univ. of California, Los Angeles, Ph. D. Dissertation, 1978.
- 28) Goldberg, L. G. & J. White, The Deregulation of Banking and Securities Industries, Lexington Books, 1979.
- 29) Herring, P., "Public Interest," International Encyclopedia of the Sciences, vol. 13, 1968.
- 30) Johnson, T. E., Investment Principles (2nd ed.), Prentice-Hall Inc., 1983.
- 31) Leland H. E. & D. H. Pyle, "Informational Asymmetries, and Financial Intermediation," The Journal of Finance, vol. 37 No. 2, 1977. 5.
- 32) Lev, B., Financial Statement Analysis; A New Approach, 宋梓訳, 世經社, 1985.
- 33) Morgan, III, G. E., "On the Adequency of Bank Capital Regulation," Journal of Finance and Quantitative Analysis, vol. 19 No. 2, 1984. 6.
- 34) Mossin, J., The Economic Efficiency of Financial Markets, D. C. Heath and Company, 1977.
- 35) Reagan, R., Economic Report of the President Transmitted to the Congress, U. S. Government Printing Office, 1985.
- 36) Samuelson, P. A. & W. D. Nordhaus, Economics (12th ed.), McGraw-Hill, Inc., 1985.
- 37) Sharpe, W. F., Investments (2nd ed.), Prentice-Hall Inc., 1981.
- 38) Wilcox, C., "Regulation of Industry," International Encyclopedia of the Social Sciences, vol. 13, 1968.
- 39) Yeager, F. & N. Seitz, Financial Institutional Management, Reston Publishing Company Inc., 1982.