

전자증권제도의 도입환경과 효과분석

2003. 9

연구위원 송 치 승
연구원 박 연 정

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

서 언

금융의 세계화와 정보통신기술의 발전 등이 국제자본시장을 무한경쟁상태로 이끌면서, 세계 각국은 자국 자본시장의 선도적 지위유지, 경쟁력제고 차원에서 자본시장의 거래구조 및 하부구조를 개혁하고 있다. 자본시장에서의 하부구조는 크게 청산결제인프라와 등록(예탁)인프라로 구분할 수 있는데, 이들 하부구조는 자본시장 참가자의 거래비용, 시장의 유동성, 결제의 안정성 등과 직결된다. 그러므로 고효율·저비용의 자본시장구조는 이들 하부구조를 어떻게 설계 운용하는가에 따라 많은 영향을 받게 된다.

본 연구는 자본시장 하부구조의 한 축인 등록(예탁)인프라를 대상으로 한 전자증권제도를 연구하였다. 가장 효율적인 형태인 전자증권제도는 실물 유가증권을 발행하지 아니하고 전자적인 장부상의 기재만으로 유가증권의 권리를 인정하며 실물청구권이 완전 배제되는 혁신적인 등록인프라이다. 현행 실물이 존재하는 체계에서 집중예탁제도에 의한 부동산화는 실물이동 억제에 위한 합리적 대안으로서 역할을 하고 있으나 여전히 실물발행비용, 실물이동에 따른 도난과 분실위험, 실물예탁·반환·보관 과정에서의 관리비용, 그리고 증권과 대금의 동시결제의 제한에 의한 결제위험 최소화 곤란 등이 존재한다. 특히, 최근 청산결제관련 국제기구 등에서 T+1 결제기간단축과 STP(Straight Through Processing) 구축과 같은 방안이 제시되고 있는데, 현행 실물발행체계에서 이를 제대로 정착시키기 위해서는 매우 높은 부동산화가 요구된다. 그러나 실물이 존재하지 않는 전자증권제도에서는 이의 구축이 매우 용이하다.

전자증권제도는 덴마크, 스웨덴, 프랑스 등의 유럽국가를 중심으로 도입되면서 최근에는 중국, 일본 등으로 확산되고 있고 미국의 경우에도

2007년을 목표로 하여 주식의 전자증권제도의 도입을 연구 중에 있다. 우리나라는 전자증권제도의 도입에 대한 논의가 진행되고 있지만 구체적인 일정은 아직 제시되지 않고 있다. 전자증권제도의 도입이 지연될 경우 국내 증권산업의 경쟁력을 약화시키는 요인으로 작용할 가능성이 있으므로 한시라도 빨리 이의 도입에 대한 청사진이 마련되어야 할 것이다.

자본시장의 구조개혁을 목전에 둔 현 시점에서 하부구조 개혁차원의 전자증권제도의 도입은 매우 절실하다. 본 연구는 우리나라가 전자증권제도를 도입해야하는 환경과 도입효과를 집중적으로 분석하고, 전자증권제도의 성공적인 정착과 효율성을 위해 전자증권제도의 도입 시 고려해야할 여러 여건을 감안한 가장 바람직한 대안을 검토하고자 한다. 본 보고서가 우리나라 전자증권제도의 도입에 밑거름이 되길 기대한다.

본 보고서는 송치승 박사와 박연정 연구원의 노고에 의해 작성되었다. 증권연구원의 우영호 박사는 본 연구의 내용과 체계에 많은 조언을 해주었다. 그리고 증권예탁원의 김영찬 부장은 전자증권제도의 도입환경 분석을 위한 발행 및 예탁관련 자료제공과 함께 보고서 내용에 대한 조언을 해주었다. 이에 감사의 뜻을 표한다. 마지막으로, 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2003년 9월
한국증권연구원
원장 박 상 용

목 차

I. 서론	3
1. 전자증권제도의 의의	3
2. 연구의 목적과 구성	8
II. 주요국의 전자증권제도와 이의 특성	13
1. 전자증권제도의 개관	13
2. 주요국의 전자증권제도 도입현황과 특성	18
3. 전자증권제도 운용시스템의 특성비교	34
4. 주요국의 전자증권제도 도입환경	41
III. 전자증권제도의 도입환경과 도입효과분석	49
1. 우리나라의 전자증권제도 도입환경	49
2. 전자증권제도의 도입효과분석	54

IV. 바람직한 전자증권제도의 도입을 위한 제언	89
1. 적절한 전자증권제도의 유형선택	89
2. 사회적 인식의 제고	97
3. 중앙등록결제기관의 일원화	107
4. 등록대행기관의 경쟁화	115
V. 결론	123
참고문헌	129
<부록> 전자증권제도 유형별 도입효과 비교분석	135

표 목차

<표 II-1> 주요국간 전자증권제도 요약비교	33
<표 II-2> 국가별 법적장부 및 주주명부 작성기관	38
<표 II-3> 전자증권제도 국가별 증권사무업무의 수행기관	40
<표 III-1> 전자증권 도입국가의 도입환경과의 비교	53
<표 III-2> 통일규격유가증권 출고량	56
<표 III-3> 유가증권별 실물발행에 따른 주(매)당 소요비용	57
<표 III-4> 유가증권별 실물발행 직접제조비용	59
<표 III-5> 증권예탁원 예탁개설법인 현황(2001년 12월 말)	61
<표 III-6> 주식의 예탁 및 반환 내역	62
<표 III-7> 채권의 예탁 및 반환 내역	63
<표 III-8> 사고증권관리현황	66
<표 III-9> 주식발행에 의한 자본조달실적과 금융기회비용	71
<표 IV-1> 전자증권제도 유형의 요건과 우리나라 현황	95
<표 IV-2> 실물선호 동기별 현행 예탁체계와 전자증권제도 비교	100
<표 IV-3> 스웨덴과 미국의 명의대리인제도 특성 비교	103
<표 IV-4> 중앙등록기관의 조류와 특성	112
<표 IV-5> 주요 국가별 중앙등록, 청산, 예탁결제기관 비교표	113

<표 부록-1> 전자증권제도 유형별 사회적 비용효과	136
<표 부록-2> 전자증권제도 유형별 시장참가자 편익효과	138
<표 부록-3> 전자증권제도 유형별 결제안정성에 대한 효과	139
<표 부록-4> 전자증권제도 유형별 증권산업의 경쟁력 강화	140
<표 부록-5> 전자증권제도 유형별 금융정책 및 감독의 효율화	142

그림 목차

<그림 II-1> 스웨덴의 전자증권제도 유형	21
<그림 II-2> 프랑스의 전자증권제도 유형	28
<그림 II-3> 영국의 전자증권제도 유형	32
<그림 III-1> 주식의 집중예탁비율	51
<그림 III-2> 채권의 집중예탁비율	51
<그림 III-3> 대행기관을 통한 실물교부	60
<그림 III-4> 실물소지자의 명의개서 청구절차	60
<그림 III-5> 유가증권 실물소지자의 예탁과정	60
<그림 III-6> 일반투자자의 실물반환과정	61
<그림 III-7> 주식과 채권의 월별 예탁반환건수	64
<그림 III-8> 주식실물발행 절차	69
<그림 III-9> 자금조달기간 및 규모별 주식시장 움직임	73
<그림 III-10> 자본조달기간별 주식시장의 월별 변동성	74
<그림 III-11> 우리나라 주식시장에서의 온라인거래 비중	81
<그림 IV-1> 거래소 상장기업들에 대한 명의개서 대행기관의 서비스수행 비중	117
<그림 IV-2> 코스닥 등록기업들에 대한 명의개서 대행기관의 서비스수행 비중	117

약 어 표

CGO : Central Gilts Office

CMU : Hong Kong Central Moneymarkets Unit

CMO : Central Money Markets Office

CP : Commercial Paper

DRS : Direct Registration System

DTC : Depository Trust Company

DTCC : Depository Trust and Clearing Corporation

DVP : Delivery versus Payment

DWP : Dematerialisation Working Party

EC : European Community

ECN : Electronic Communications Network

EEC : European Economic Community

EMCC : Emerging Markets Clearing Corporation

FRB : Federal Reserve Board

GSCC : Government Securities Clearing Corporation

HKSCC : Hong Kong Securities Clearing Company

IPO : Initial Public Offering

ISSA : International Securities Service Association
JASDEC : Japan Securities Depository Center
JSCC : Japan Securities Clearing Corporation
JSDA : Japan Securities Dealers Association
LCH : London Clearing House
MBSCC : Mortgage Backed Securities Clearing Corporation
NOBO : Non-Objecting Beneficial Owner
NSCC : National Securities Clearing Corporation
NYSE : New York Stock Exchange
OBO : Objecting Beneficial Owner
PTS : Proprietary Trading System
RTGS : Real Time Gross Settlement
SEA : Single European Act
SEC : Securities and Exchange Commission
SIA : Securities Industry Association
STP : Straight Through Processing
TAURUS : Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock
USR : Uncertified Securities Regulations
VP : Vaerdipapircentralen
VPC : Vaerdepaperscentralen
VPF : Centrala Vaerdepappersforvarare

<Executive Summary>

본 보고서는 자본시장 하부구조의 한 축인 발행 및 유통등록 인프라인 전자증권제도를 대상으로 이의 도입환경과 효과를 집중적으로 연구하였다. 전자증권제도는 실물발행을 하지 않고도 발행등록기관의 장부상의 기재만으로도 유가증권이 표창하는 모든 권리를 지니게 하고, 유가증권의 발행, 양도, 담보설정 등 유가증권에 관련된 제반 권리행사를 가능하게 하며, 실물청구권이 완전 배제되는 획기적인 제도이다.

현행의 집중예탁제도에 의한 부동화는 실물 유가증권이 존재하는 현실에서 전자증권제도의 대안적인 역할을 수행하고 있지만 여전히 실물발행과 이의 관리에 따른 사회적 비용이 발생하고 발행회사의 유가증권 발행소요기간 단축에도 한계가 존재한다. 이는 결국 자본시장의 거래비용에 반영되어 자본시장의 경쟁력을 저하시키는 요인으로 작용할 수 있다.

본 연구의 목적은 현재 우리나라가 전자증권제도를 도입할 수 있는 환경이 어느 정도인가 살펴보고, 자본시장의 경쟁력 제고를 위하여 전자증권제도가 적극 요구되는 환경과 이의 도입효과를 집중적으로 분석하여, 정책당국, 발행기업, 투자자, 금융중개기관 등이 전자증권제도의 도입 당위성을 적극 인식하고 우리나라의 제반 여건에 적합하면서도 바람직한 전자증권제도를 적극 추진하도록 하려는데 있다.

현재 우리나라는 주요국의 전자증권제도 도입 시와 유사한 높

은 집중예탁비율을 나타내고 있으나 일부 실물선호계층을 위해서 전자증권제도보다 비효율적인 실물발행체계를 유지하고 있다. 다른 나라들이 자국시장의 경쟁력 제고를 위해 전자증권제도를 도입하려는 추세를 감안할 때 우리나라의 전자증권제도의 도입은 시급한 과제가 되고 있다.

전자증권제도는 집중예탁에 의한 부동화제도와는 근본적으로 다르게 자본시장에 매우 유익한 효과를 발생시키므로, 우리나라에서 전자증권제도의 도입은 절실하다. 전자증권제도의 도입이 필요한 몇 가지 구체적인 도입환경을 제시하면, 먼저 우리나라는 현재 80%를 상회하는 집중예탁비율을 유지하고 있고 일부 실물선호계층을 제외하고는 실물발행체계가 불필요한 상황에 있다는 것이다.

다음으로 전자증권제도가 도입되는 경우 우리나라 자본시장의 경쟁력이 제고될 수 있다는 점이다. 구체적으로 현행 실물발행관련 사회적 비용(실물발행비용, 실물관리비용, 도난 및 분실비용)의 절감, 시장참가자의 편익증대(발행회사의 발행소요기간 단축 및 투자자의 투자위험 축소), 증권시장의 결제안정성 증대(결제기간의 단축 및 결제위험 축소), 증권산업의 경쟁력 강화(후선 업무기관의 업무변화 및 전자거래의 기반조성), 금융정책 및 감독의 효율화(금융시장의 자금흐름파악과 자산건전성과악 용이, 금융시장의 투명성 증대와 투자자 보호, 공정거래 및 공평과세의 기반 구축) 등이 우리나라 자본시장에 시급히 요구되며, 이는 전자증권제도의 도입에 의해 가능해진다. 그러므로 자본시장 경쟁력과 직결될 수 있는 효율적인 발행 및 유통등록시스템인 전자증권제도의

도입은 더 이상 늦출 수 없는 상황이라 하겠다.

다른 나라 전자증권제도의 특성을 살펴보면 전자증권제도는 자국의 경제, 사회, 법적 환경 등을 반영하여 다양한 형태로 존재하고 있다. 우리나라가 전자증권제도를 도입하는 경우 전자증권제도의 성공적인 정착과 자본시장의 효율성을 위해서 여러 고려요인을 감안한 바람직한 전자증권제도 유형의 선택이 요구된다. 바람직한 전자증권제도의 도입을 위해서는 다음과 같은 사항을 고려할 필요가 있다.

첫째, 우리나라의 경제, 사회적 환경, 금융체계 및 금융관행, 증권시장에의 부작용 해소 등의 제 요건 하에서 적합한 전자증권제도 유형이 고려되어야 한다. 스웨덴형의 전자증권제도 유형은 우리나라 여건상 도입에 제한이 많으며 프랑스형의 전자증권제도 유형이 우리나라에 가장 손쉽게 도입될 수 있다. 그러나 우리나라가 미래지향적인 입장에서 투명한 경제사회의 조기정착은 물론 전자증권제도의 효율성에도 중점을 두는 경우 실질소유자명의방식의 이들 두 나라 혼합형이 고려될 수 있다. 그러나 혼합형이 우리나라에 적합하기 위해서는 실질소유자명의방식의 적용에 따른 실명노출우려와 증권시장에 대한 부작용 해소방안이 사전에 강구되어야 함은 물론이다.

둘째, 실물선호사상이 높은 우리나라의 경우 전자증권제도의 도입과정에서 실명노출우려로 인해 사회적인 저항감이 발생될 수 있다. 따라서 전자증권제도의 도입 시에 예상되는 실명노출우려에 대한 방지와 경제에 미칠 수도 있는 부작용의 해소가 필요하다. 이를 위해서는 전자증권제도 도입국(예로, 스웨덴, 덴마크, 영국

등)은 물론 실물발행국(예로, 미국, 캐나다 등)에서 사용되는 명의 대리인제도가 도입되어야 한다.

셋째, 현행 우리나라 국채와 주식의 발행등록기관은 이원화된 형태이다. 유럽의 전자증권제도 도입국가들의 최근 추세를 보면 단일 중앙등록기관형태가 주류를 이루고 있다. 이런 체계는 투자자나 금융중개기관의 입장에서 보면 이원화된 형태보다 비용절감이나 편익제고의 효과가 높다. 어떤 유형의 전자증권제도를 도입하더라도 국채와 주식에 대한 단일중앙등록기관으로의 일원화가 바람직하다. 다만, 현행 관행을 일부 존중한다면 국채의 발행은 현행 취급기관인 중앙은행이 발행등록과 함께 중앙등록기관에 재등록하는 체계도 고려해 볼 수 있을 것이다.

넷째, 현행 우리나라 명의개서 대행기관(전자증권제도에서는 등록대행기관임)은 실질적으로는 과점체계이지만, 법적으로는 경쟁체제라 말할 수 있다. 현행 우리나라는 중앙예탁기관이 명의개서 대행기관중의 하나로 당해 업무를 수행하고 있다. 이에 따라 전자증권제도의 도입 시에 등록대행기관을 일원화할 것인가 하는 문제가 대두된다. 스웨덴과 같은 나라를 제외하고 대부분 국가의 전자증권제도 유형은 등록대행기관의 경쟁구조를 선택하고 있다. 등록대행기관이 중앙등록기관으로 단일화되기보다는 시장경쟁에 맡길 필요가 있다. 이런 경쟁체계는 단일체계와는 달리 발행회사로 하여금 자신에게 유익한 서비스를 제공하는 등록대행기관을 자율적으로 선택할 수 있는 바람직한 구조를 제공한다.

1. 서론

1. 전자증권제도의 의의
2. 연구의 목적과 구성

I. 서론

1. 전자증권제도의 의의

정보통신기술의 발달, 금융의 증권화, 그리고 금융의 세계화는 국제간 자본시장을 무한경쟁으로 이끌고 있다. 이에 세계 각국은 자국 자본시장의 경쟁력 제고, 선도적 지위 유지 등을 목적으로 자본시장의 급격한 변화 즉, 자국내 거래인프라, 청산결제인프라, 등록(예탁)인프라를 개혁하고 나아가 이들 인프라의 국제간 통합이나 연계를 적극 실시 또는 추진 중에 있다.¹⁾ 이러한 세계 각국의 자본시장구조개혁의 기초는 무엇보다 효율적 가격발견기능의 제고, 시장유동성의 증대, 거래 및 결제비용의 최소화, 결제안정성의 제고 등에 있다. 이는 한마디로 표현하면 고효율·저비용의 자본시장구조를 구축 운용하는 것이라고 말할 수 있다. 이를 위해 본 연구에서 관심을 가지는 부분은 전자증권제도이다. 전자증권제도는 하부구조의 하나인 등록인프라의 개혁으로서 자본시장의 경쟁력을 제고시키는데 중요한 역할을 한다.

일반적으로 전자증권(electronic securities)제도란 실물 유가증권을 발행하지 아니하고 전자적인 장부상의 대체기재(book-entry)만으로 유가증권이 표창하는 권리에 대한 권리자임을 인정하고, 유가증권의 발행·양도·담보설정 등 유가증권에 관련된 제반 권리행사가 가능하도록 하는 제도를 말한다.²⁾ 다시 설명하면, 전자증권제도는 실물을 발행하지 않는

1) 자본시장의 거래인프라와 청산결제인프라에 관한 세부적 사항들은 다음을 각각 참조바람. 한국증권연구원, 2001. 6, 『증권시장 구조 연구』; 송치승, 2001. 12, 『청산결제시스템의 신조류 분석과 대응방안』, 한국증권연구원, 연구 01-06.

2) 세계 각국의 전자증권에 대한 용어는 통일되지 않고 다양하게 사용되고 있다. 무권화(dematerialisation), 대체기재소유권(book-entry ownership), 전자

4 전자증권제도의 도입환경과 효과분석

다는 것, 장부상의 기재로만 권리이전을 한다는 것, 그리고 권리보유자에게 실물반환청구권이 주어지지 않는다는 것과 같은 세 가지 특징을 지니고 있다.³⁾

전자증권제도는 덴마크, 스웨덴, 프랑스 등의 유럽국가를 중심으로 도입되면서 최근에는 중국, 일본 등으로 확산되고 있다. 미국은 증권산업협회(Securities Industry Association: SIA)가 중심이 되어 주식의 전자증권제도 도입을 연구 중에 있으며, 2007년 도입을 목표로 하고 있다.⁴⁾ 그런데 우리나라는 유럽국가들의 전자증권 도입 당시의 유가증권 집중예탁비율인 90%와 거의 유사한 수준인 80% 정도로 매우 높은 집중예탁비율을 나타내고 있음에도 불구하고 전자증권제도의 도입은 검토단계에만 머무르고 있는 실정이다.⁵⁾ 우리나라보다 집중예탁비율이 저조한 일본⁶⁾에서는 단기사채의 경우 2001년 6월에 관련 법률이 통과되었고, 주식의 경우 2003년 4월 현재 주권불발행을 위한 작업이 진행 중에 있다.⁷⁾ 특히, 1988년 GE 캐피탈이 유럽의 자금운용본부를 런던에서 프랑스의

증권(electronic securities), 무증서증권(uncertificated securities), 대체기재증권(book-entry securities), 장부유가증권(valeurs mobiliere scripturale), 무증서화(完全paperless 化)란 용어들이 바로 그것이다. 각국의 전자증권 용어에 관해서는 다음을 참조바람. 한국증권연구원, 2000, 『전자증권제도 도입에 관한 연구』, p. 5.

- 3) 이의 자세한 사항에 관해서는 다음을 참조바람. 한국증권연구원, 2000, 전계서, p. 6.
- 4) 이에 관해서는 다음을 참조바람. DTC, Oct. 2001, "2001 BDUG Conference: Immobilization and Dematerialization".
- 5) 우리나라에서는 대주주나 일부 개인투자자들의 실물선호에 의해 집중예탁비율을 더 이상 제고하기가 어렵다.
- 6) 2000년 12월 현재 일본의 상장주식에 대한 집중예탁비율은 39.4%인 반면 동기간 우리나라 상장주식의 경우에는 72.5%이다.
- 7) 일본의 법무부 산하 법제심의회 회사법 부회에서는 주권불발행에 대한 중간시안을 마련하여 2003.3-2003.4까지 의견을 모집 중에 있다(<http://www.moj.go.jp/public>).

파리로 옮긴 사례는 전자증권제도를 도입하려는 우리나라에 큰 시사점을 준다. GE는 세계에서 매우 많은 양의 CP(commercial paper)를 발행하는 회사 중 하나인데, 유럽의 자금운용본부를 이전한 것은 유로화의 통합에도 기인하지만 프랑스를 포함한 유럽국가의 전자증권제도에도 기인하는 것으로 지적되고 있다.⁸⁾ 왜냐하면 영국의 경우에는 발행기업이 전자증권발행여부를 선택하도록 하는 임의적 방식에 따라서 아직도 실물이 발행되고 있지만 프랑스의 경우에는 전자증권발행이 의무화되어 있어, 발행회사 입장에서 보면 당일발행에 의한 당일자금화가 가능하기 때문이다.

세계 각국이 자국 금융시장의 선진화를 위해서 전자증권제도를 도입하거나 도입을 적극적으로 검토하고 있는 현실에서, 우리나라는 전자증권제도의 본격적인 도입 대신에 집중예탁제도, 주권불소지제도, 일괄예탁제도, 그리고 채권등록제도를 이용하여 제한적인 증권불발행과 실물이동억제 효과를 추구하여 왔다.⁹⁾ 그러나 이들 제도들은 실물발행을 전제로 한 부동화(immobilisation)제도로써¹⁰⁾ 유럽 선진국 중심의 완전한 전자증권제도와 비교했을 때, 그 효과나 운용면에서 상대적으로 고비용·

8) 이에 관해서는 다음을 참조바람. Inukai Shigehito, March 2002, "Electronic CP: The Cutting Edge of Japanese Securities," LookJapan.

9) 집중예탁제도란 증권회사와 같은 금융기관이 사전에 중앙예탁기관에 자기 계좌를 개설하고 고객이 맡긴 유가증권이나 자기 소유의 유가증권을 집중예탁하게 하는 제도를 말한다. 채권등록제도는 채권자가 발행 또는 유통단계에서 직접 채권실물을 소지하지 않고 등록기관에 자신의 권리내역을 등록함으로써 채권자·질권자·신탁권자로서의 지위를 인정받는 제도를 말한다. 주권불소지제도란 기명주식의 주주가 발행회사에 주권을 소지하지 않았다는 신고를 하고 주권을 불소지하는 제도이다. 일괄예탁제도는 신규로 발행되는 유가증권을 실물발행없이 예탁자 또는 고객의 신청에 의해 직접 증권예탁원 명의로 발행·예탁할 수 있는 제도이다.

10) 부동화란 실물증권을 중앙예탁기관에 집중예탁하고 중앙예탁기관의 장부상 대체기재에 의해 실물증권의 이동을 가급적 억제하는 제도를 말한다.

6 전자증권제도의 도입환경과 효과분석

저효율 구조를 야기하고 있는 실정이다.¹¹⁾ 따라서 우리나라에서 전자증권제도의 적극적인 도입은 국내 증권산업의 경쟁력을 강화시키는 요인으로 작용할 수 있다.

한편, 전자증권제도의 도입과 관련해서 전자증권제도의 도입이 현행 실물체계에서의 등록, 예탁, 청산결제체계에 어떤 변화를 가져오는가를 인식하는 것은 중요한데, 몇 가지 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 전자증권제도의 도입은 현행체계와는 달리 유가증권발행시점의 발행등록과 권리이전시점의 유통등록체계에서 급격한 변화가 발생한다. 이는 전자증권제도가 전자적인 장부형태로 유가증권의 발행등록과 이전등록이 이루어지는 체계에 기인한다. 이에 따라 유가증권의 실물발행에 근거한 발행회사, 투자자, 금융중개기관, 중앙예탁기관의 발행, 예탁, 권리이전 등과 관련된 사무처리는 전자증권제도의 도입에 따라 실물발행 및 이전이 완전히 배제된 상태에서 이루어지게 된다.¹²⁾

둘째, 전자증권제도는 현행 집중예탁제도와 불소지제도를 완전하게 달성하는 효과를 나타낸다. 사실 실물발행체계에서의 유가증권은 대부분 중앙예탁기관에 집중예탁이 되고 있지만 증권의 소유자는 집중예탁 대신에 실물을 직접 보유할 수도 있다. 그러나 전자증권제도에서 발행대상 유가증권은 중앙등록기관에 자연히 100% 집중예탁이 되며 실물이 존재하지 않음에 따라 증권소유자의 실물보유는 원천적으로 불가능하다. 따라서 전자증권제도는 현행 집중예탁제도가 지향하는 목표를 효율적으로

11) 왜냐하면 집중예탁제도는 유통시장에 초점을 둔 실물발행체계를 전제로 하고 있고 증권소유자가 실물반환을 언제든지 요구할 수 있지만, 전자증권제도는 발행 및 유통시장을 대상으로 실물이 발행되지 않는 체계로서 집중예탁제도에서 실물발행, 이동, 관리에서 발생하는 비용을 혁신적으로 축소시킬 수 있기 때문이다.

12) 현행 실물관련 사무처리와 이의 변화관계는 제Ⅲ장에서 상세히 논하고자 한다.

달성시키는 혁신적 기능을 지니고 있다고 볼 수 있다.

셋째, 전자증권제도의 도입은 현행 장내거래의 청산 및 결제체계와는 변함이 없다. 왜냐하면 현행 거래의 대조, 확인, 차감과 같은 청산체계 및 대체기재에 의한 결제체계는 집중예탁제도에서와 같이 전자증권제도에서도 그대로 적용되기 때문이다. 다만 전자증권제도의 도입으로 현행 계좌간 대체기재방식에 의한 결제가 장내거래뿐만 아니라 장외결제에도 적용되는 이른바 모든 증권거래에서의 동시결제방식이 구현된다.¹³⁾ 또한 전자증권제도가 도입되는 경우 현행 집중예탁제도에서 추진하고 있는 STP(Straight Through Processing)¹⁴⁾의 구축과 결제기간의 단축이 보다 용이해질 수 있다. 그러므로 전자증권제도는 현행 집중예탁체계에 의한 청산결제체계의 기본 골격을 유지하면서 결제안정성을 더욱 제고시킬 수 있다.

13) 현행 실물발행체계에서 비록 장내결제과정이 계좌간 대체기재방식으로 결제가 이루어지더라도 매수자가 현물인수를 요구하는 경우 동시결제가 다소 곤란할 수 있다. 그리고 현행 장외결제의 경우 실물인수도에 의한 결제가 일반적인데 전자증권이 도입되면 장외결제방식도 계좌간 대체기재에 의한 결제로 바뀌게 된다.

14) STP란 매매체결 이후 청산, 결제에 이르는 전과정이 시스템적으로 일관되게 처리되는 절차를 말한다. 상세 내용은 제Ⅲ장에서 설명하기로 한다.

2. 연구의 목적과 구성

전자증권제도 도입국가들이 전자증권제도를 도입할 당시의 환경과 비교해서 우리나라의 도입환경은 어느 정도 수준에 있는가? 과연 전자증권제도는 우리나라 자본시장에서의 거래비용절감, 결제위험 최소화, 금융산업의 투명성 증대, 그리고 금융감독의 선진화에 어떤 변화효과를 가져올 수 있는가? 전자증권제도는 각국 마다 다양한 형태로 존재하고 있는데, 우리나라에 바람직한 전자증권제도 유형은 어떤 것인가? 상기 질문에 대한 답변은 전자증권제도의 도입필요성 및 도입방향에 관한 정책결정에 매우 중요한 역할을 한다.

이러한 관점에서 본 연구는 전자증권제도의 도입환경에 대한 상세한 분석을 통하여 정책당국, 발행기업, 투자자, 금융중개기관들에게 전자증권제도의 도입 당위성을 적극적으로 인식시키고, 이들이 전자증권제도의 도입을 추진하도록 도우려는데 목적을 두고 있다. 또한 전자증권제도의 성공적인 도입과 전자증권제도의 효율성을 제고하기 위하여, 본 연구는 우리나라의 경제, 사회환경, 금융관행 등을 고려할 경우 우리나라에 바람직한 전자증권제도 유형의 선택, 전자증권제도에 대한 사회적 인식제고, 유가증권에 대한 중앙등록결제기관의 일원화, 등록대행기관의 경쟁화 등에 대한 정책방향을 제시하고자 한다.

그동안 우리나라 연구기관에서 제시된 전자증권제도에 관한 연구는 상세한 설계모형을 분석하거나 또는 개괄적인 전자증권제도의 도입을 제시하였으나 본 연구에서와 같은 전자증권제도의 도입환경에 대한 집중적인 분석은 이루어지지 않았다.¹⁵⁾

15) 이의 대표적인 연구로는 다음을 참조바람. 한국증권연구원, 2000, 전계서; 한국금융연구원, 1998, 『21세기 증권예탁결제제도의 과제와 발전방향』.

이러한 연구의 차별성과 목적 달성을 위한 본 연구의 분석체계는 다음과 같다. 첫째, 전자증권제도는 국가별로 다양하므로 본 연구는 이들 나라의 전자증권제도의 차이를 가져오는 환경과 제도특성에 대해 분석한다. 왜냐하면 전자증권제도는 각 나라마다 경제, 사회, 법, 문화적 환경, 금융체계와 관행 등을 반영하여 다양한 형태로 설계 운용되고 있기 때문이다. 둘째, 본 연구는 우리나라 전자증권제도의 도입환경을 살펴보고 우리나라 자본시장의 경쟁력 제고를 위해 전자증권제도가 적극적으로 도입되어야 하는 부문별 환경과 이의 도입효과를 집중적으로 분석한다. 본 연구는 또한 우리나라에 성공적인 전자증권제도의 정착과 전자증권제도의 효율성을 높이기 위한 바람직한 전자증권제도의 정책방향을 분석 제시한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장은 전자증권제도에 대한 주요 용어정의와 중앙등록시스템에 대해 개관하고, 주요 국가별 전자증권제도의 도입현황과 제도적 특성, 전자증권제도의 운용시스템 특성, 그리고 이들 나라의 전자증권제도의 도입배경을 분석한다. 제Ⅲ장에서는 전자증권제도에 대한 전반적인 이해를 기초로 하여 우리나라의 전자증권제도 도입환경으로 집중예탁제도의 성숙을 살펴본다. 또한 자본시장의 경쟁력 제고를 위해 시급히 요구되는 전자증권제도 도입환경과 도입효과분석으로 사회적 비용, 시장참가자의 편익, 자본시장의 효율성, 증권산업의 경쟁력 강화, 금융정책 및 감독의 효율화에 대해서 상세히 분석한다. 제Ⅳ장에서는 우리나라에 전자증권제도의 성공적인 정착과 바람직한 전자증권제도의 도입을 위해서 우리나라 여러 여건을 고려한 적합한 전자증권제도 유형을 제시하고, 전자증권제도에 대한 사회적 인식제고, 유가증권별 중앙등록기관의 일원화, 그리고 등록대행기관의 경쟁화 문제에 관한 정책방안을 제시한다. 제Ⅴ장에서는 이상과 같은 본 연구에 대한 결론을 제시한다.

10 전자증권제도의 도입환경과 효과분석

한편 본 연구의 제Ⅲ장에서 다루고 있는 전자증권제도의 도입효과분석은 전자증권제도의 도입에 따라 자본시장에 기대되는 전반적인 효과에 대한 것이다. 이러한 전반적인 도입효과는 어느 유형의 전자증권제도를 적용하는가에 따라 서로 차이가 있을 수 있다. 전자증권제도 유형별 전자증권도입효과에 관한 분석은 향후 정책당국이 전자증권제도의 도입 효과 중 어느 효과에 정책적 비중을 높게 둘 것인지, 전자증권제도의 효율성과 우리 환경을 어떻게 조화시켜 전자증권제도를 설계할 것인지에 대한 정책적 판단을 하는데 도움이 될 수 있다. <부록>은 이를 위해 마련하였다.

II. 주요국의 전자증권제도와 이의 특성

1. 전자증권제도의 개관
2. 주요국의 전자증권제도 도입현황과 특성
3. 전자증권제도 운용시스템의 특성비교
4. 주요국의 전자증권제도 도입환경

II. 주요국의 전자증권제도와 이의 특성

1. 전자증권제도의 개관

전자증권제도와 관련된 주요 용어, 특히 본 연구에서 새로이 정의하는 용어, 그리고 전자증권제도의 운영에서 나타나는 발행과 유통에서의 관련기관간 역할에 따른 중앙등록시스템과 전자증권 장부에 대한 사전적인 이해는 주요국의 전자증권제도의 특성과 도입현황을 살펴보는 데 중요하다. 전자증권제도에서 언급되는 용어는 전문적일 뿐만 아니라 하부구조와 관련된 부분에만 제한적으로 사용되는 경향이 있어 일반인이 이를 이해하기에는 다소 어려움이 있다. 또한 중앙등록시스템의 운영에서 시스템의 참가자, 전자장부에 대한 기능, 관리주체, 참가방법 등은 전자증권제도의 유형에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 본 절은 이런 관점에서 전자증권제도를 개관하고자 한다.

가. 전자증권제도에서의 용어와 새로운 정의

전자증권제도에서 사용되는 용어는 크게 기존연구나 실무에서 언급되는 것과 본 연구에서 새로이 정의된 것으로 나눌 수 있다. 먼저 기존 연구나 실무에서 사용되는 용어 중 여기서는 본 연구의 목적달성에 요구되는 것만 요약하고자 한다.¹⁶⁾

첫째, 중앙등록기관이란 발행시장은 물론 유통시장에서 투자자들의 소유증권 이전은 물론 권리내역의 변동에 대해서 대체기재방식으로 장

16) 본 절에서 정의되지 않은 기존 용어에 대해서는 다음을 참조바람. 한국증권연구원, 2000, 전거서.

부를 관리하는 전자증권시스템의 운용기관을 말한다. 실물증권제도 하에서 중앙예탁기관도 대체기재방식으로 증권결제를 행함으로써 전자증권제도와 같은 일부 장부관리기능을 가지고 있다. 그러나 이는 유통시장 측면에서 유가증권의 집중예탁을 통한 실물증권의 이동억제와 대체기재에 의한 증권결제에 초점을 두고 있다. 반면 전자증권제도 하에서 중앙등록기관은 유통시장에서는 물론 발행시장에 이르기까지 전자증권의 발행등록, 대체기재에 의한 권리이전 등과 관련된 업무를 수행하게 된다. 이에 따라 중앙등록기관은 흔히 중앙등록결제기관으로도 불리고 있다.

둘째, 전자증권제도에서 종종 등록대행기관(registrar)란 용어가 빈번히 사용된다. 등록대행기관이란 보통 이자, 배당, 원리금의 수령과 분배, 의결권의 권리행사 및 통지관련 증권사무업무(corporate action), 주주명부의 작성, 전자증권의 발행등록(또는 의뢰) 등을 위해 중앙등록시스템에 참여하는 금융기관을 말한다.¹⁷⁾ 실물발행체계에서는 이러한 업무를 수행하는 기관을 명의개서대행기관(transfer agent)이라 칭한다.

셋째, 중앙등록시스템이란 유가증권의 발행등록, 유통등록, 권리배분, 권리행사, 증권사무업무(corporate action) 등에 이르는 전 과정에서 발행회사, 투자자, 등록대행기관, 그리고 계좌관리 금융기관들과의 연계구조가 이루어지는 것을 말한다.

다음으로 본 연구에서 처음으로 정의되는 용어를 몇 가지 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 서론의 전자증권 정의에서 나타난 전자장부란 무엇을 의미하는가? 전자장부란 증권권리자가 법적으로 보호를 받을 수 있는 장부로서 법적장부를 의미한다. 그런데 전자증권제도의 설계유형에 따라서 전자장

17) 그런데 이러한 증권사무업무 중 일부 또는 전부는 나라마다 상이하게 등록대행기관에서 행해질 수도 있고 중앙등록기관에서 수행할 수도 있다. 이에 관해서는 다음절에서 후술하고자 한다.

부는 중앙등록기관의 장부가 될 수도 있지만 중앙등록기관 외부에 존재하는 주주명부(사채원부)가 될 수도 있다.

둘째, 그러면 법적장부는 무엇을 의미하는가? 법적장부란 이의 등재에 의해 유가증권의 소유자가 제3자에게 대항하거나 권리자로서 권리를 행사할 수 있도록 법적보호를 받는 장부를 말한다.

셋째, 전자증권제도에서 발행등록 또는 유통등록과 같이 등록이란 개념은 중요하다. 등록이란 유가증권의 권리자로서 인정되는 법적장부에 기재하는 것을 말한다. 발행등록이란 유가증권이 발행되는 시점에 법적장부에 등록하는 것을 의미한다. 왜냐하면 실물이 불발행되는 전자증권제도에서 권리의 소유자는 법적장부에 등록을 해야만 권리의 이전이나 행사가 가능하기 때문이다. 같은 맥락에서 유통등록이란 권리의 이전, 담보제공 및 반환과 같은 권리변경내역이 법적장부에 등록되는 것을 말한다.

넷째, 발행등록기관이란 용어 또한 중요한데, 발행등록기관이란 법적장부를 관리하고 전자증권의 등록을 수행하는 기관을 의미한다. 그러므로 중앙등록기관이 법적장부를 관리해야만 중앙등록기관은 발행등록기관이 된다. 이와는 달리 주주명부(사채원부)가 법적장부로서 존재하고 이의 관리를 발행회사 또는 발행회사가 위임한 등록대행기관(registrar)이 수행한다면 이들 기관이 발행등록기관이 된다. 이 때 중앙등록기관은 집중예탁과 대체기재(book-entry)에 의한 증권결제의 역할을 수행하는 것으로 해석할 수 있다.

나. 중앙등록시스템의 운영과 전자증권 장부의 개관

중앙등록시스템의 운영에서 주요 참가자는 발행회사, 투자자, 등록대행기관, 그리고 계좌관리 금융기관들이다. 그리고 최근에는 자본시장의 중요성이 점증함에 따라 증권발행, 거래, 관리와 관련된 금융기관, 감독당국, 통화당국의 참여 또한 확대되고 있다. 중앙등록시스템의 연계구조와 관련한 주요 참여자를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 전자증권제도 하의 중앙등록시스템 참가자는 직접참가자와 간접참가자로 구분할 수 있다. 직접참가자는 일정한 전산설비를 갖추고 중앙등록기관에 시스템적으로 연결되어 계좌를 관리할 수 있는 계좌관리 금융기관을 말한다. 직접참가자는 증권시장에서 통상 거래회원, 결제회원을 지칭한다. 간접참가자는 직접참가자에게 계좌를 개설하거나 또는 직접참가자를 통하여 중앙등록기관에 계좌를 개설하고 이의 계좌관리를 직접참가자에게 위임하는 기관투자자나 개인투자자를 말한다.

둘째, 발행회사는 전자증권의 발행을 위해 중앙등록기관에 참여한다. 발행회사나 발행회사가 선임한 등록대행기관이 발행등록기관의 역할을 수행하는 체계에서 발행회사가 유가증권을 발행하려는 경우 발행회사 또는 등록대행기관은 전자증권의 발행등록 후에 중앙등록기관의 장부에 기재한다. 이와는 달리 중앙등록기관이 발행등록기관의 역할을 수행하는 체계에서 발행회사가 유가증권을 발행하려는 경우 발행회사는 직접 또는 발행회사가 위임한 등록대행기관이 중앙등록기관에 발행등록을 의뢰하게 된다.

중앙등록시스템에서 전자장부의 관리주체와 방법, 전자장부에의 참여 방법은 전자증권제도의 유형과 직결되는 중요 사안이다. 이를 몇 가지 관점에서 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 누가 전자장부의 관리를 하는가에 관한 문제는 전자증권제도의 유형에서 중요하다. 만일 중앙등록기관이 전자장부를 관리하는 경우 중앙등록기관은 발행등록기관이 된다. 이와는 달리 발행회사 또는 발행회사가 위임한 등록대행기관이 전자장부를 관리하는 경우에는 이들이 발행등록기관이 된다. 또한 전자장부를 관리하는 기관이 통상 권리행사와 관련된 증권사무업무를 주도적으로 수행한다.

둘째, 전자장부는 법적장부로서 유가증권에 대한 소유자별 장부의 역할을 한다. 그러므로 중앙등록기관이 전자장부를 관리하는 경우 유가증권 소유자에 대한 보유내역은 중앙등록기관에 의해서 직접 관리된다.¹⁸⁾ 그러나 발행회사 또는 등록대행기관이 전자장부를 관리하는 경우 유가증권소유자의 보유내역은 이들 기관에서 관리되므로 중앙등록기관은 이들 기관의 협조를 통해서만 유가증권 소유자의 보유내역을 간접적으로 파악할 수 있다.¹⁹⁾

셋째, 전자장부의 관리주체가 중앙등록기관인 경우 등록대행기관의 주주명부(사채원부)의 작성업무나 증권사무업무의 역할은 그 의미를 상실할 수 있다. 특히, 중앙등록기관만이 등록대행업무를 수행하는 경우 더욱 그러하다. 그러나 특정 국가를 제외한 대부분의 나라에서는 이해관계의 상충해소와 금융관행 존중을 위해 다소 차이는 있지만 등록대행기관에 역할을 부여하고 있다.

넷째, 유가증권의 유통과 관련하여 투자자가 전자장부에의 참여하는 방법 또한 중요하다. 중앙등록기관이 전자장부를 관리하는 경우 투자자

18) 이는 중앙등록기관이 증권소유자의 보유내역을 실명으로 관리하는데 기인하며, 이를 “실질소유자명의방식”이라 부르고 있다. 상세한 내역은 본 장의 제3절을 참조바람.

19) 이는 중앙등록기관이 증권소유자의 보유내역을 예탁자명으로 관리하는데 기인하며, 이를 “예탁자명의방식”이라 부르고 있다. 상세한 내역은 본 장의 제3절을 참조바람.

는 자신이 거래하는 계좌관리 금융기관을 통해서 참여하는 것이 일반적이다. 그러나 발행회사나 등록대행기관이 전자장부를 관리하는 경우 두 가지 형태가 나라마다 다르게 존재하고 있다. 하나의 형태는 투자자가 계좌관리기관과 중앙등록기관을 통해서 등록대행기관의 전자장부에 참여하는 것이다. 다른 하나는 전자의 형태를 병행하면서 투자자가 직접 등록대행기관의 전자장부에도 참여할 수 있도록 하는 형태이다.

2. 주요국의 전자증권제도 도입현황과 특성

본 절에서는 전자증권제도 도입국가로서 스웨덴, 덴마크, 프랑스, 영국 4개 국가들을 대상으로 이들 나라의 도입현황과 특성을 압축적으로 살펴보고자 한다. 이들 나라를 분석대상으로 한 이유는 다음과 같다. 첫째, 덴마크는 최초의 전자증권제도 도입국이며, 스웨덴은 중앙등록기관의 장부가 소유자의 실질명의로 실질소유자명의방식으로 관리됨과 동시에 중앙등록기관이 단일 등록대행기관으로의 역할을 하는 나라인 점이 고려되었다. 또한 프랑스는 중앙등록기관이 예탁자명의방식으로 장부를 관리하는 나라이다. 영국은 상기 3개국과는 달리 발행회사가 전자증권발행을 선택할 수 있는 임의적 방식의 전자증권제도를 운용중이나 향후 완전한²⁰⁾ 전자증권제도로의 변경을 연구 중에 있는 점이 고려되었다. 둘째, 완전한 전자증권제도를 도입하고 있는 다른 나라로는 스페인, 이탈리아

20) “완전한”이란 표현은 “의무적”이란 용어 대신에 사용되었다. 왜냐하면 임의적 방식에서는 발행회사가 전자증권발행이나 실물발행을 선택할 수도 있고, 증권소유자가 실물반환청구권을 지니기 때문이다. 이외는 달리 완전한 전자증권제도는 전자증권 대상 유가증권 발행회사의 전자증권발행이 의무적이고 실물반환청구권이 존재하지 않는다.

리아 등을 들 수 있는데, 이들 나라들을 배제한 이유는 전자증권제도의 운용방식이 대체로 프랑스와 유사하기 때문이다. 셋째, 미국이나 일본과 같이 일부 유가증권에 대해서만 부분적으로 전자증권제도를 도입하고 있는 나라는 분석에서 제외하였다. 왜냐하면 이들 나라들은 아직 유가증권별 전자증권과 실물발행이 혼합되어 있어 전자증권제도의 전반적인 특성을 설명하는데는 적합하지 않기 때문이다.

가. 스웨덴

1) 전자증권제도 도입현황

스웨덴의 전자증권제도는 국회, 행정부, 그리고 중앙예탁기관의 공조하에 강제적으로 추진되었다. 전자증권제도의 도입 필요성과 관련한 최초의 논의는 1968년 “스웨덴 공공조사위원회”에서 있었으나, 법적 불확실성과 국제적인 인식이 미흡하고 급진적이라는 의견이 우세하여 제안되지 못하였다. 1970년대에는 증권 부동화 시대로 접어들면서 “주식관리 간소화 관련법(Act for the Simplified Handling of Shares)”이 제정되었는데, 이 법에 의해 1971년에는 중앙예탁기관이 설립되었다. 스웨덴은 집중예탁제도를 거쳐 중간단계로서 1982년에는 대권제도(global certificate)²¹⁾와 함께 명의대리인(nominee)²²⁾에 의한 등록시 실물이 불발행되는 조치를 취하였다. 이후 1989년 11월에는 “주식계좌법(Share Account Act)”이 제정

21) 대권제도는 공유권을 지닌 집합증권개념으로 극소수의 증권실물을 발행하고 대체기재방식에 의해서 권리이전이 이루어지도록 한 방식으로, 현재 독일과 같은 나라에서 사용하고 있다.

22) 명의대리인제도란 증권의 소유자가 보유증권을 자신의 실명 대신에 거래하는 금융기관의 명의로 발행등록기관에 등록하는 체계를 말한다. 이에 관한 상세한 설명은 제IV장을 참조바람.

되고, 이에 의거하여 스웨덴의 중앙예탁기관은 중앙등록기관인 VPC (Vaerdepaperscentralen)로 변경되었다. 유가증권별 전자증권발행은 주식(주식관련상품 포함)이 먼저 실시되었고 점차 채권, 단기금융상품²³⁾ 순으로 확대 실시되었다. 1998년에는 “주식계좌법”이 폐지되고, 1999년에는 “금융수단계좌법(Financial Instruments Account Act)”이 제정되면서 금융감독청(Financial Supervisory Authority)의 승인을 받은 복수의 중앙등록기관(Centrala Vaerdepappersforvarare: VPF)이 설립될 수 있는 근거가 마련되었다. 이로 인해 VPC의 법적인 독점지위는 상실되었지만, 실질적으로는 현행 VPC가 단일 중앙등록기관으로서 역할을 수행하고 있다.

2) 전자증권제도 운영특성

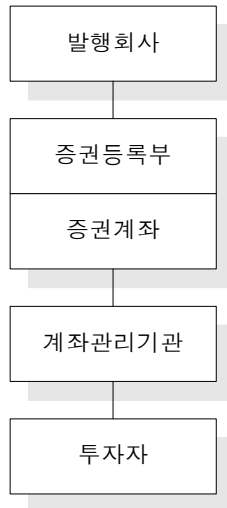
스웨덴의 중앙등록기관인 VPC는 발행등록기관으로서 장부를 실질소유자명의방식으로 관리하고 있다. 또한 다른 나라와는 달리 별도의 등록대행기관이 존재하지 않고 VPC가 단일 등록대행기관으로서의 역할을 담당하고 있는데, 이는 VPC가 전자증권을 도입하기 이전에 명의개서기관이었던 특성에 기인한다.

이외에 스웨덴 전자증권제도의 운영특성을 몇 가지 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 전자증권의 대상증권은 상장 및 비상장 유가증권에 대해 원칙적으로 전자증권발행이 의무화되어 있어 일부 단기금융상품을 제외하고 실물은 전혀 발행되지 않고 있다.²⁴⁾ 둘째, 중앙등록기관의 참가자는

23) 대부분의 단기금융상품은 전자증권으로 발행되고 있으나 일부 금융상품의 경우에는 아직도 부동화된 형태로 운영되고 있다. 이에 관해서는 다음을 참조바람. Thomas Murray, 1999, 『CSD guide book』; ISSA, Feb. 2002, 『ISSA HANDBOOK』, 8th ed.

24) 비상장 소형 기업이나 일부 단기금융상품의 경우 아주 드물게 실물이 발행되고 있으나 그 비중은 매우 미미한 상황이다.

<그림 II-1> 스웨덴의 전자증권제도 유형



주: 1. 스웨덴은 법률상으로는 복수의 중앙등록기관이 존재가능하나
현재 VPC만이 유일한 중앙등록기관임

2. 증권등록부는 법적으로 주주명부와 사채원부 역할 수행

자료: 한국증권연구원, 2000, 전계서, p.141.

계좌관리자(account operator)인 금융기관, 발행회사(issuer), 결제회원, 증권소유자, 지급은행²⁵⁾ 등이 있다. 셋째, VPC는 중앙등록결제기관으로서 현물시장의 결제업무도 함께 수행한다. VPC의 결제업무는 다른 중앙등록결제기관의 증권결제만이 아니라 청산결제도 관여하는 특성을 지니고 있다.²⁶⁾ 넷째, 투자자는 계좌관리 금융기관을 통해 실명으로 중앙등

25) VPC는 엄밀히 말하면 중앙등록기관이자 중앙결제기관의 역할도 수행한다. 따라서 지급은행은 중앙등록결제기관의 참가자에 해당한다. 지급은행은 발행등록이나 유통등록차원의 참가자가 아니며 결제과정에서의 참가자로서 청산회원의 결제불이행시 청산회원의 신용한도내에서 결제책임을 진다.

26) 이는 스웨덴의 현물시장 결제방식인 실시간 총량결제방식(real time gross

록기관의 증권등록부에 등록하는 것이 원칙이다. 다만 투자자가 명의대리인(nominee)을 선택하는 경우 명의대리인의 이름으로 중앙등록기관에 등록할 수 있다.

3) 스웨덴의 전자증권제도 유형

스웨덴의 전자증권제도 유형은 다음 세 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 증권발행에서 유통, 결제에 이르는 전 과정이 중앙등록기관인 VPC에 의해 일관된 업무처리가 이루어진다는 점이다. 둘째, 중앙등록기관에서 법적장부인 증권등록부를 관리함으로써 발행회사의 증권사무업무(corporate action)와 권리행사가 신속히 처리되는 구조이다.²⁷⁾ 셋째, 중앙등록기관이 실질소유자명의방식으로 장부를 작성함에 따라서 증권소유자가 중앙등록기관에 일목요연하게 파악되는 구조이다. 이를 도표로 나타내면, <그림 II-1>과 같다.

사실 스웨덴이 전자증권제도를 선택한 국가 중에서 가장 투명하고 혁신적인 구조로 전자증권제도를 설계·운영할 수 있는 이유를 몇 가지 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 모든 발행등록업무가 VPC로 일원화할 수 있었던 것은 전자증권제도 도입 이전에 명의개서업무를 수행하던 중앙등록기관인 VPC 하나만이 등록대행기관으로 존재하여 별도의 등록대행

settlement: RTGS)에 기인한다. 차감결제방식(netting system)방식을 사용하는 나라에서는 청산과 결제개념의 분리에 따라 별도의 청산기관과 결제기관이 존재하며, 이런 나라들의 중앙등록결제기관은 증권결제를 주로 담당한다. 이에 관해서는 다음을 참조바람. 송치승, 2001, 전계서, pp. 9-12.

27) “corporate action”이란 이자, 배당금수령과 배분, 권리행사 및 권리행사 등을 대행해주는 업무를 말한다. 본 연구에서는 이의 용어를 기존연구와는 달리 “발행사무업무” 대신 “증권사무업무”란 말로 사용하고자 한다. 이들 업무와 중앙등록기관 장부와의 관련성에 대해서는 다음절에서 상세히 설명하고자 한다.

기관이 필요하지 않았음에 기인한다. 둘째, 투명한 사회구조가 전자증권 제도에도 반영되어 실질소유자명의방식의 채택에 문제가 없었다.

나. 덴마크

1) 전자증권제도 도입현황

덴마크는 정부주도 하에 세계 최초로 채권에 대한 완전한 전자증권 제도를 도입하였고, 이후 주식 등으로 전자증권제도를 확대하였다. 덴마크 정부의 주택성(Ministry of Housing)은 1975년 채권관리업무 효율화를 위하여 채권의 전자증권제도 도입을 제안하였고, 1978년부터 1980년까지 “전자증권제도추진 실무팀”이 설치·운영되었다. 1980년 5월에는 덴마크의 “증권센터법(The Danish Securities Centre Act)”이 제정되고 채권의 전자증권제도 도입준비를 추진하는 중앙예탁기관인 덴마크 증권센터(Vaerdipapircentralen: VP)가 창설되었다. 이후 채권의 전자증권이 도입되기까지 즉, 1982년 7월부터 1983년 1월까지 덴마크 정부는 신문과 TV를 통해 채권의 전자증권제도에 대한 대국민 홍보활동을 전개하였다.

1983년 4월에 덴마크는 세계 최초로 모든 상장채권을 대상으로 한 전자증권제도를 시행하였고, 1988년에는 상장주식, 투자신탁증서, 전환사채 등 모든 상장증권에 대해 전자증권제도가 확대되었다. 또한 덴마크는 1995년 12월에 “증권센터법”을 “증권거래법(The Securities Trading Act)”으로 대체하였다. 이로 인해 덴마크에는 크게 두 가지 변화가 발생하였다. 하나는 종래 상장증권만이 전자증권발행이 의무적이었고 비상장증권은 전자증권발행이 곤란하였는데, 이제는 비상장증권도 중앙등록기관의 판단에 의해 전자증권발행이 가능해졌다. 다른 하나는 덴마크도 스웨덴의 경우처럼 법적으로는 복수의 경쟁적인 중앙등록기관이 가능해졌

다는 것이다. 그러나 덴마크에서도 현실적으로는 단일 중앙등록기관인 VP의 독점이 그대로 유지되고 있다.

2) 전자증권제도 운영특성

덴마크의 중앙등록기관인 VP는 법적장부인 증권계좌를 실질소유자명의 방식으로 관리하며, 다른 나라의 등록대행기관에서 수행하는 증권사무업무의 상당부분이 중앙등록기관인 VP에서 이루어진다. 그럼에도 불구하고 스웨덴과 달리 별도의 등록대행기관이 존재하는데, 등록대행기관은 의결권행사 차원에서 주주명부를 관리하는 제한적인 역할만을 수행하는 특이한 형태이다. 이외의 덴마크 전자증권제도 운영특성을 몇 가지 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 덴마크의 발행등록기관은 중앙등록기관이라는 사실이다. 둘째, 덴마크의 상장증권은 반드시 전자증권으로 발행해야 하지만 비상장증권의 경우 중앙등록기관의 판단에 의해 전자증권이 발행된다는 것이다. 셋째, 중앙등록기관인 VP는 스웨덴의 경우와 같이 증권결제는 물론 청산결제업무를 수행하고 있다. 넷째, 투자자는 스웨덴의 경우에서처럼 명의대리인의 이름으로도 증권계좌에 등록할 수 있다.

3) 덴마크의 전자증권제도 유형

덴마크의 전자증권제도 유형은 스웨덴형과 거의 유사하다. 다만 스웨덴형과의 차이는 스웨덴과 달리 별도의 등록대행업무를 수행하는 기관이 존재한다는 것이다. 덴마크가 스웨덴형과 같이 중앙등록기관만이 등록대행기관으로서의 역할을 수행하도록 설계하지 않은 이유를 몇 가지 살펴보면, 첫째, 덴마크는 기존 명의개서업무를 담당하던 금융기관들과의 이해상충문제를 해소시키려는데 있었다. 실질소유자명의 방식에 의한

장부가 중앙등록기관인 VP에서 관리되어 언제든지 실시간으로 주주명부를 대신할 수 있음에도 불구하고 등록대행기관이 의결권 행사 차원에서만 주주명부를 관리하도록 하는 절차를 둔 것은 흥미롭다. 왜냐하면 이런 체계는 기존 이해관계의 상충해소 이외에 다른 비용절감과 같은 경제전체의 효율성이라든지 전자증권제도 유형의 단순화라는 관점에서 이해하기 어렵기 때문이다.

둘째, 덴마크는 채권에 대해서는 세계 최초, 그리고 주식에 대해서는 프랑스 다음으로 전자증권을 도입하는데 있어 최대한 기존 관행을 유지하려 했던 것으로 생각할 수 있다. 덴마크는 스웨덴보다 6년 앞서서 1983년에 전자증권제도를 도입하였고, 스웨덴과 같은 단일 등록대행기관으로 변경 없이 현재까지 별도의 등록대행기관 존재라는 특성을 그대로 유지하고 있다. 이는 별도의 등록대행기관의 존재에 대한 비효율성의 여부를 떠나 과거의 금융관행을 그대로 유지하려는 덴마크의 경제특성에 기인한 것일 수도 있다. 덴마크형의 나머지 사항은 스웨덴형과 동일하므로 상세 설명은 생략하기로 한다.

다. 프랑스

1) 전자증권제도 도입현황

프랑스는 1949년 중앙예탁기관인 SICOVAM(현재 Euroclear France)²⁸⁾을 설립하여 다른 나라들보다 일찍이 증권예탁결제제도를 발전시켰다. 이로 인해 프랑스는 전자증권제도 도입 이전에 대부분의 증권에 대해 높은 부동화 상태를 유지하였다.

28) 2000년 Sicovam S.A.와 Euroclear가 합병하여 프랑스 중앙등록결제기관의 명칭은 Euroclear France로 변경되었다.

프랑스는 증권시장 근대화계획의 일환으로 1980년 페루즈 위원회가 전자증권제도에 대한 제안보고서 “증권관리의 개혁”을 재무성에 제출하면서, 정부주도 하에 전자증권제도를 준비하게 되었다. 전자증권제도의 법적 토대인 “재정법(Loi des Finances)”이 1982년 12월에 제정되고 이후 회사법, 하위법령 그리고 관련 규정의 제정을 거쳐 1984년 11월부터 정부주도의 전자증권제도가 시행되었다.

프랑스 정부는 1984년 11월부터 1988년 5월까지 유가증권소지자에 대해 금융중개기관, 발행회사, 그리고 중앙등록기관에의 예탁을 의무화하여 미예탁된 경우 권리행사를 제한하였다. 그리고 1988년 5월 이후부터는 미등록 유가증권 실물의 무효화가 실시되었고²⁹⁾, 이후 1989년 12월부터 프랑스에서는 유가증권실물이 존재하지 않게 되었다.

2) 전자증권제도 운영특성

프랑스의 전자증권제도는 실물불발행이라는 점을 제외하고는 100% 집중예탁과 함께 부동화된 상태라고 말할 수 있을 정도로 완전한 전자증권제도의 기본 특성만을 지니고 있다. 이는 페루즈(PEROUSE) 보고서의 권고사항에 의해 모든 이해관계자의 합의를 적극 반영한 결과에 기인한다.³⁰⁾

29) 발행회사는 미예탁된 증권을 강제 매각하여 매각대금을 예금공탁소에 공탁하였는데, 2018년 5월 3일까지 인출이 되지 않고 남아있는 매각대금은 국고로 귀속시킬 예정이다.

30) 1979년-1980년 9월 기간 동안에 증권시장 근대화계획의 일환에 의해 정부 발주로 전문연구위원회인 페루즈위원회가 구성되었고, 동 위원회가 전자증권제도 도입안을 증권시장개혁안에 포함하여 제출하였다. 페루즈보고서는 이해관계자의 합의를 바탕으로 한 전자증권제도 도입을 중요한 권고 사항의 하나로 지적하였다.

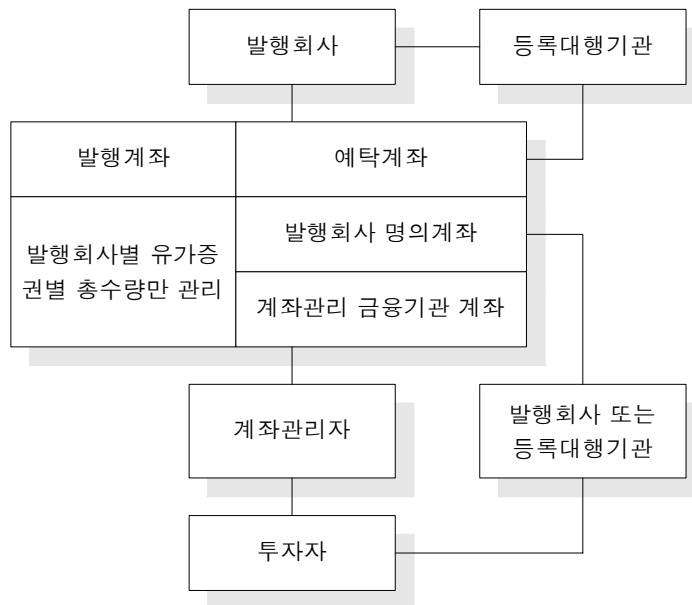
프랑스 전자증권제도의 가장 큰 특징으로 우선 중앙등록기관인 Euroclear France가 예탁자명의방식으로 장부를 관리하고 있어 특정시점을 제외하고는 증권소유자명의가 파악될 수 없는 구조라는 점이다.³¹⁾ 또한 스웨덴이나 덴마크와는 달리 주주명부가 법적장부의 역할을 하며, 주주명부는 발행회사 또는 발행회사가 선임한 등록대행기관에서 작성되고 있다. 이외의 프랑스 전자증권제도의 특성을 몇 가지 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 프랑스는 상장증권은 물론이고 비상장증권에 대해서도 전자증권발행을 의무화하고 있다. 둘째, 스웨덴, 덴마크와는 달리 청산과 결제개념이 분리되어 현물시장에 별도의 청산기관인 Clearnet이 존재하여 장내결제를 책임지고 있으며, 중앙등록기관은 증권결제와 장외결제를 담당하고 있다. 셋째, 중앙등록기관의 예탁계좌에는 기명주식에 대한 순수기명계좌와 관리기명계좌가 있고, 금융중개기관이 관리하는 무기명증권계좌가 있다. 순수기명계좌는 발행회사나 발행회사가 선임한 등록대행기관이 관리하는 계좌를 말한다. 따라서 투자자는 계좌관리 금융기관을 이용하지 않고도 등록대행기관을 이용하여 보유 증권을 순수기명계좌에 등록할 수 있다. 그러나 순수기명계좌에 등록된 투자자가 장내거래를 원할 경우 계좌관리 금융기관은 이들 투자자의 증권소유를 대신 관리하는데, 이를 관리기명계좌라 한다. 넷째, 프랑스는 주주명부 작성 이전의 예탁단계에서는 실질주주가 드러나지 않는 구조이다. 그러나 스웨덴이나 덴마크와는 달리 명의대리인제도가 없으므로, 주주명부 작성 시에 모든 실질주주의 실명이 외부에 드러나게 된다. 다섯째, 발행단계에서의 발행등록기관은 중앙등록기관이 아니라 발행회사 또는 등록대행기관이 이에 해당한다. 또한 유통단계에서의 발행등록기관은 무기명주식(기명주식)의 경우 계좌관리 금융기관(발행회사 또는 등록대행기관)이 된다.

31) 중앙등록기관은 특정 시점이나 필요시 계좌관리기관과 등록대행기관의 협조를 통해서만 실질주주를 파악할 수 있으며, 스웨덴처럼 실시간으로 증권소유자명의를 파악할 수 없다.

3) 프랑스의 전자증권제도 유형

프랑스의 전자증권제도 유형의 특성은 <그림 II-2>과 같이 압축하여 나타낼 수 있다. 프랑스는 완전한 전자증권제도 즉, 실물증권의 폐지 및 전자증권 등록, 계좌이체에 의한 양도, 증권의 집중예탁의무화 등을 채택하였다. 이는 프랑스가 전자증권제도를 도입할 당시 상황을 그대로 반영한 결과이다. 프랑스가 스웨덴의 저비용·고효율의 혁신적 전자증권제도와는 달리 이해상충해소형 전자증권제도를 채택한 중요 이유는 페루

<그림 II-2> 프랑스의 전자증권제도 유형



- 주: 1. 발행회사는 직접 또는 등록대행기관에 위임하여 주주명부나 사채원부를 작성 관리함.
 2. 예탁자명의방식으로 중앙등록기관인 Euroclear France (구 SICOVAM)에서는 투자자의 실명이 관리되지 않음.
 3. 상기 그림은 외국자료로부터 추정

즈 보고서의 권고사항을 반영한 결과이다.

이에 따라 프랑스는 완전한 전자증권제도만을 기본 사항으로 한 전자증권제도를 설계하였다. 구체적으로 몇 가지를 제시하면 다음과 같다. 첫째, 전자증권제도 도입 당시에 이해관계자 중 명의개서대리인의 입지가 고려된 것이다. 이에 따라 명의개서 대행기관은 종래와 같은 등록대행기관으로의 역할을 계속 부여받고 법적장부인 주주명부를 작성할 수 있게 되었다. 둘째, 발행회사가 자체적으로 또는 발행회사의 위임을 받은 등록대행기관이 발행회사등록계좌를 중앙등록기관에 개설할 수 있도록 한 것이다. 셋째, 투자자 자신의 명의가 중앙등록기관에 드러나지 않음에 따라서 전자증권제도는 사회적인 저항감 없이 채택될 수 있었다.

라. 영국

1) 전자증권제도 도입현황

영국은 1987년에는 런던 증권거래소를 중심으로 주권의 전면폐지를 목적으로 완전한 전자증권제도와 중앙등록기관에 의한 투자자의 증권보유내역 관리 등을 주요내용으로 TAURUS(Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock)시스템을 개발하여 완전한 전자증권제도를 추진하였다. 그러나 관련기관간 이해충돌과 시스템의 복잡성 및 비용의 증대 등의 이유로 1993년 이의 개발은 중단되었다.

1993년 3월 런던증권거래소의 요청에 의해 중앙은행인 영란은행(The Bank of England)은 증권결제관련 기획단(Task Force on securities settlement)을 조직하였다. 영란은행은 동년 6월의 동 기획단의 제안보고서를 기초로 1993년 8월에 현재의 임의적 형태의 전자증권제도인 CREST시스템의 구축 작업을 시작하였다. 이후 임의적 전자증권제도 도

입을 위한 법적 준비가 이루어져 1994년 10월에는 중앙등록기관인 CRESTCo³²⁾ 설립의 법적 준비가 마무리되었으며, 1989년 회사법의 개정을 거쳐, 1995년 12월에는 “무증서증권규정(The Uncertified Securities Regulations: USR)”을 제정하였다.³³⁾ 영국은 1996년 7월에 전자증권시스템의 운영기관인 CRESTCo가 업무를 시작하면서 1997년 4월부터 본격적인 임의적 전자증권제도가 실시되었다.

한편, 최근 들어 영국은 임의적 전자증권제도의 한계를 인식하여 완전한 전자증권제도의 도입을 촉진시키기 위해서 2000년 7월 “무증서증권규정(USR)”을 수정하였다. 이 법률안의 통과로 인해 임의적 형태의 전자증권발행 선택권은 채권스트립(gilt strips)시장에서만 사용되며, 주식의 경우 임의적 전자증권을 선택한 발행회사는 신주발행시에 반드시 전자증권으로만 발행하게 되었다.³⁴⁾ 이후 영국의 주식브로커와 등록대행기관(registrar) 또한 투자자의 실물보유를 줄이기 위한 노력으로 이들 기관을 중심으로 2001년 1월부터 무권화추진작업반(Dematerialisation Working Group: DWG)³⁵⁾을 구성하여 완전한 전자증권제도로의 이행을 촉진하기 위해 연구 중에 있다.

32) CRESTCo는 1989년 회사법에 의한 주식회사이고 1986년 “금융서비스법(The Financial Services Act)”에 의한 공인결제기관이며 1995년 USR에 의한 전자증권시스템의 중심 운영자이다.

33) 1989년 회사법 제207조 1항에 대한 개정으로 실물증권 없이 증권의 소유권 행사는 물론 이전이 가능해졌다. 그리고 1995년에는 USR을 제정하였는데, 주요 내용은 전자증권에 대한 법적 권한이 증권결제와 동시에 등록대행기관으로 이전하도록 하는 내용으로 1985년 회사법 제22조, 그리고 제352조를 개정하였다. 자세한 사항은 다음을 참조바람. HM Treasury, July 1999, “The Uncertified Securities Regulations 1995: A Proposal for consultation”.

34) CREST, Jul. 2001, “Moving towards a Dematerialised Securities Market”.

35) DWG는 실물을 보유하고 있는 투자자들이 명의대리인(nominee) 또는 개인회원(personal membership)으로 주식을 보유하도록 권장하고 있고, 보다 급진적으로는 투자자들이 실물을 전혀 보유하지 않는 경우 브로커와 등록대행기관 등의 후선업무비용에 절감을 가져온다는 주장을 하고 있다.

2) 전자증권제도 운영특성

영국은 임의적 형태의 전자증권제도 도입으로 발행회사가 전자증권 발행을 선택할 수 있으며, 증권소유자가 실물반환청구권을 가지는 불완전한 전자증권제도를 운영 중에 있다. CREST³⁶⁾자료에 따르면, 영국주식의 85%가 CREST장부에 등록되어 있듯이, 영국은 아직도 실물이 존재하는 나라이다. 영국의 전자증권제도 특성을 몇 가지 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 주식은 물론 국채 등의 다른 유가증권의 경우에도 CREST가 단일 중앙등록기관으로의 역할을 수행한다는 것이다. 스웨덴, 덴마크, 프랑스의 경우 전자증권제도 도입 시 국채나 주식관련 유가증권에 대해 단일 중앙등록기관에서 발행등록업무를 담당하였다. 그러나 과거 영국은 유가증권별로 분리되어 국채나 단기금융상품은 중앙은행에서 등록 및 결제업무를 수행하였고, 주식관련 유가증권의 경우에는 CREST에서 결제업무를 담당하는 체계였다. 이에 영국은 자국 자본시장의 경쟁력 제고 차원에서 국채등록결제기관과 단기금융상품 등록결제기관을 CREST로 합병하였다.³⁷⁾ 둘째, 영국의 중앙등록기관은 엄밀한 의미에서 보면 중앙예탁기관의 성격에 가깝다. 왜냐하면 영국은 완전한 전자증권제도가 실시되지 않음에 따라 전자증권과 실물증권이 혼재되어 있어 집중예탁방식에 의한 부동화와도 유사할 수 있기 때문이다. 셋째, 투자자는 명의대리인을 선택할 수 있으므로 투자자는 자신의 이름, 계좌관리 금융기관의 이름, 그리고 명의대리인의 이름 중 어느 형태로도 중앙등록기관에 참여할 수 있는 형태이다.

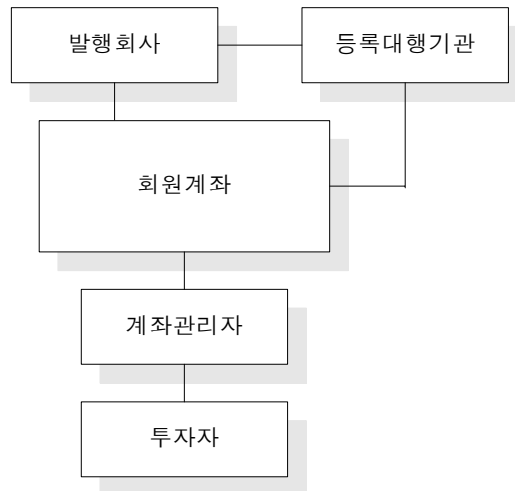
36) CREST, Jul. 2001, op. cit.

37) CREST는 현재 실시간총량결제(RTGS)방식으로 주식과 국채의 결제를 담당하고 있다. 그런데, 영국은 일부 주식결제에 대해서 사용자가 차감결제를 선택할 수 있도록 하였다. 이에 따라 차감결제방식이 선택된 주식결제에 대한 차감기능은 청산기관인 LCH(London Clearing House)에서 담당하고 있다. 이에 관해서는 다음을 참조바람. 송치승, 2001, 전거서.

3) 영국의 전자증권제도 유형

영국의 전자증권제도 유형의 특성은 <그림 II-3>과 같이 압축하여 요약될 수 있다. 첫째, 중앙등록기관의 계좌관리는 실질소유자명의로와 예탁자명의로가 혼재되어 있는 형태이다. 둘째, 영국은 프랑스와 같이 발행등록기관이 발행회사 또는 등록대행기관이다.³⁸⁾ 이들 등록대행기관들이 과거 실질소유자명의로 중앙등록기관의 장부를 관리하려던 TAURUS제도를 극구 반대하였는데, 이는 자신들이 발행등록기관으로서의 역할상실을 우려했기 때문이었다. 셋째, 중앙등록기관은 결제회원인 브로커들로

<그림 II-3> 영국의 전자증권제도 유형



- 주: 1. 발행회사는 직접 또는 등록대행기관에 위임하여 주주명부를 작성하며, 등록대행기관은 중앙등록기관으로 결제자료를 통보 받아 2시간 내에 주주명부를 수정함.
 2. 회원계좌는 예탁자명의로와 실질소유자명의로가 혼재된 형태임.
 3. 상기 그림은 외국자료로부터 추정

38) 그러나 국채인 경우에는 중앙등록기관이 발행등록기관이 된다.

<표 II-1> 주요국간 전자증권제도 요약비교

구 분	스웨덴	덴마크	프랑스	영 국	
전자증권제도	도입 시점	1989년	1983년	1984년	1997년
	방 식	의무화	의무화	의무화	임의화
	추진주체	국회, 행정부, 중앙예탁기관	행정부, 중앙예탁기관	행정부, 중앙예탁기관	중앙은행
	법적토대	특별법 제정 (1989년 주식 계좌법. 이후 금융수단계좌법으로 대체)	특별법 제정 (1980년 증권센터법. 이후 증권거래법으로 대체)	기존법 (1982년도 재정법 내 제94-II조에 삽입)에 반영	특별규정 제정 (1995년 무권화 증권규정)
	대 상 유가증권	원칙적으로 무제한이고 '99년 법개정을 통해 모든 유가증권으로 확대	상장증권, 국채, 신주인수권, 전환채권, 투신상품, VP 지정증권	모든 유가증권	발행회사가 선택한 모든 증권(투신상품 포함), 국채, 단기금융상품
중앙등록기관	명 칭	VPC	VP	Euroclear France	CREST
	법적성격	주식회사	주식회사	주식회사	주식회사
	참 가 자 주 범	계좌관리자, 발행자, 청산회원, 투자자(개인, 법인, 중앙은행 등)	계좌관리자, 발행회사, 투자자 직접결제회원, 간접결제회원, 해외예탁기관	발행회사, 계좌관리자, 중앙은행, 해외예탁기관	사용자 : 은행, 증권회사 기타참가자 : 회원발행회사, 등록대행기관, 결제은행 등
계좌관리자	금융기관, 중앙은행, 청산소, 중앙등록/예탁기관, 발행자, 기관투자자	금융기관, 중앙은행, 투신회사, 중앙등록/예탁기관, 청산소	금융기관, 발행회사	회원(금융기관)	
발행등록기관	중앙등록기관	중앙등록기관	발행회사 또는 등록대행기관 (무기명증권의 경우 계좌관리 금융기관)	발행회사 또는 등록대행기관	
등록대행기관	없음	있음	있음	있음	
법적장부 관리기관	중앙등록기관	중앙등록기관	발행회사 (등록대행기관)	발행회사 (등록대행기관)	
중앙등록기관의 계좌관리 범위	실질소유자별 계좌	실질소유자별 계좌	계좌관리자별 예탁계좌	예탁계좌 및 실질소유자명의 계좌 혼합형태	
명의대리인	허용	허용	불허	허용	

자료: 한국증권연구원, 2000, 전세서, p. 117.

부터 입력받은 자료를 토대로 결제를 행한 후에, 이 결제자료를 등록대행기관에 보낸다. 이 때 등록대행기관은 중앙등록기관으로부터 받은 결제자료를 기초로 법적장부인 주주명부를 수정한다. 이러한 수정과정에서 보통 2시간 정도의 시차가 발생되고 있다.

이상에서 설명한 주요국의 전자증권제도 도입현황과 특성을 요약하면 <표 II-1>과 같다.

3. 전자증권제도 운용시스템의 특성비교

기존의 전자증권 도입방안에 대한 선행 연구에서 전자증권제도의 운영시스템과 운용구조에 대해 상세히 다루었다.³⁹⁾ 본 절은 연구목적인 전자증권제도의 도입환경을 분석하고 우리나라에 바람직한 전자증권제도의 도입과 관련된 정책사항을 제시하는데 필요한 전자증권제도의 운영시스템의 몇 가지 특성을 비교하여 압축적으로 기술하고자 한다.⁴⁰⁾ 이를 위해 여기서는 전자증권운영시스템 중에서 중앙등록시스템의 계좌관리 방법과 중앙등록시스템의 참가기관의 하나인 등록대행기관의 역할과 중앙등록기관간의 업무관련을 집중적으로 살펴보고자 한다.

39) 본 연구에서 기술하지 않은 부분에 대해서는 한국증권연구원(2000)의 연구와 다음을 참조바람. 송치승, 2001. 10, “증권시장 경쟁력 제고를 위한 전자증권제도 도입방향 : 우리나라 전자증권제도 도입방향”.

40) 기존연구와 다른 새로운 분석사항은 본 장의 제1절에서 제시한 등록, 법적장부, 발행등록기관에 대한 개념정의와 이에 따른 이들 업무의 특성, 중앙등록기관의 장부명칭의 상이성에 대한 분석, 그리고 법적장부와 주주명부작성기관에 대한 분석, 그리고 증권사무업무의 수행기관과 업무내역, 등록대행기관의 역할에 대한 상세분석 등이다.

가. 중앙등록시스템의 계좌관리방법

중앙등록기관이 관리하는 장부의 계좌관리방법은 크게 예탁자명의방식(일명 “총량관리방식” 또는 “간접등록방식”이라고도 불림)과 실질소유자명의방식(일명 “고객지분방식” 또는 “직접등록방식”이라고도 불림) 두 가지로 나눌 수 있다. 전자는 중앙등록시스템의 장부상에 증권회사, 은행 등의 계좌관리자명의와 수량이 관리되는 형태이다. 이에 따라 중앙등록시스템 내에서는 발행회사의 발행 총수량, 계좌관리자의 예탁수량 등이 파악되며 개인의 실명은 파악될 수 없는 구조이다. 이런 전자증권시스템을 운용하는 대표적인 나라로는 프랑스, 스페인 등이 있다. 후자의 실질소유자명의등록방식이란 중앙등록시스템의 장부상 유가증권의 실질소유자명의가 직접 관리되는 형태를 말한다. 따라서 중앙등록시스템 내에서 발행회사의 발행총량은 물론 등록명의(계좌관리자명의 및 실질소유자명의)와 이의 소유지분내역 등이 관리된다. 동 방식의 대표적인 예는 스웨덴, 덴마크와 같은 국가들이다.

어느 방식의 전자증권제도 유형이 효율적인가 하는 문제는 그 나라의 경제, 사회환경 등에 따라 다르다. 다른 요인을 무시하고 권리확정 및 권리행사의 신속성 측면만을 고려하는 경우 실질소유자명의방식이 대체로 효율적이다. 실질소유자명의방식의 전자증권제도에서는 소유자별 지분내역이 기록된 장부가 중앙등록기관에 존재하므로 발행회사 또는 발행회사가 증권사무업무(corporate action)를 위임한 등록대행기관은 권리사유 발생 시 중앙등록기관에만 권리변동사항을 통보하면 된다.⁴¹⁾ 이때 중앙등록기관은 기준일 시점 장부상의 소유자 현황을 확정하여 발행회사나 등록대행기관에 다시 통보한다. 그러므로 실질소유자명의방식 하

41) 스웨덴, 덴마크의 경우에는 발행회사가 직접 권리행사 사항을 중앙등록기관에 통보하는 체계이다.

에서는 이러한 전 과정이 시스템적으로 연결되어 처리됨으로써 권리확정이 용이함과 동시에 소유자의 권리행사가 신속히 이루어 질 수 있다. 그런데 중앙등록기관이 실질소유자명의방식으로 장부를 관리하는 경우 발행회사 또는 등록대행기관이 별도 주주명부(사채원부)를 작성·관리할 필요성이 감소되거나 사라질 수도 있다. 또한 중앙등록기관이 이 방식으로 장부를 관리하는 경우, 증권소유자의 보유내역이 중앙등록기관을 통해서 실시간으로 파악될 수 있다.

한편, 중앙등록기관이 예탁자명의방식으로 계좌를 관리하는 경우 중앙등록기관은 별도의 조치 없이는 실질소유자명의를 알 수 없다. 이러한 체계에서 권리변동에 따른 중앙등록시스템과의 연계를 살펴보면, 권리발생 시에 먼저 발행회사나 발행회사가 증권사무업무를 위임한 등록대행기관이 중앙등록기관에 권리변동사항을 통보한다. 이때 중앙등록기관은 계좌관리자(금융기관)에 증권소유자 명세를 요청하고 이들 자료들을 받아 다시 발행회사나 등록대행기관에 통보한다. 이런 자료를 토대로 발행회사나 등록대행기관은 권리내역을 최종적으로 확정하는 절차를 취한다. 따라서 예탁자명의방식은 실질주주 확정절차의 번거로움 때문에 다른 모든 조건이 동일한 경우 실질소유자명의등록방식에 비해서 비효율적이라고 말할 수 있다.

전자증권에 대한 중앙등록기관의 계좌관리방법에서 흥미로운 사실을 몇 가지 제시하면 다음과 같다.

첫째, 중앙등록기관의 장부가 법적장부인가의 여부에 따라 전자증권의 발행등록기관이 정해진다는 것이다. 예를 들어, 스웨덴과 덴마크의 경우 발행등록기관은 법적장부를 관리하는 중앙등록기관이 이에 해당한다. 그러나 프랑스의 경우 주식의 발행등록기관은 중앙등록기관이 아니고 법적장부인 주주명부를 관리하는 발행회사나 발행회사가 위임한 등록대행기관이 된다.⁴²⁾

둘째, 중앙등록기관의 관리장부의 명칭과 주주명부 존재간에는 어떤 관련성이 있을 수 있다는 것이다. 중앙등록기관이 실질소유자명의방식으로 전자장부를 관리하는 경우 이는 곧 “증권소유자명부인 주주명부의 역할을 한다”고 말할 수 있다. 특히 중앙등록기관의 외부에서 어떤 형태로든 별도의 주주명부(shareholders' register)가 작성되지 않는 스웨덴의 경우 중앙등록기관의 장부는 중앙등록부(central register)라 불린다.⁴³⁾ 그런데 스웨덴과 같이 중앙등록기관이 실질소유자명의방식으로 법적장부를 관리함에도 불구하고 덴마크의 중앙등록기관 장부는 증권계좌(securities account) 또는 중앙등록기관의 Data Base⁴⁴⁾라 불리고 있다. 중앙등록기관이 예탁자명의방식으로 전자장부를 관리하는 체계에서 중앙등록시스템의 장부는 소유자별 장부가 아니다. 따라서 이 방식 하에서 법적장부는 발행회사나 발행회사가 위임한 등록대행기관에서 작성하는 주주명부가 된다. 이의 대표적인 예로서, 프랑스는 중앙등록기관의 장부에 대해 단순히 장부(books)⁴⁵⁾란 용어를 사용하고 있다. 영국의 중앙등록기관은 예탁자명의방식과 실질소유자명의방식의 혼합형태로 장부를 관리하고 있다.⁴⁶⁾ 법적장부는 발행회사나 등록대행기관에서 작성하는 주주명부이며, 중앙등록기관의 장부는 회원계좌(member account)라 불리고 있다. 만일 중앙등록기관이 실질소유자명의방식으로 법적장부를 관리하고 별도의 주주명부가 존재하지 않는 경우에만 중앙등록부란 용어가 사용될 수 있다면 중앙

42) 그러나 국채인 경우에는 중앙등록기관이 이의 발행등록업무를 담당한다.

43) 이의 자세한 사항에 관해서는 VPC system(<http://www.vpc.se/english>)을 참조바람.

44) 이에 관해서는 Disclosure Framework for Securities Settlement Systems (<http://www.vp.dk>)를 참조바람.

45) 이에 관해서는 real-time custody platform(<http://www.euroclear.com/eoc>)의 내용을 참조바람.

46) 개인은 본인의 선택에 의해 개인회원자격으로 중앙등록기관에 실명으로 참여를 선택할 수 있다.

등록부 또는 증권등록부란 용어 사용에 주의할 필요가 있다.

셋째, 전자증권제도에서는 주식형태가 기명주식(registered securities)이든 무기명주식(bearer securities)이든 관계없이⁴⁷⁾, 주주명부는 스웨덴과 같은 나라를 제외하고는 외부의 등록대행기관에서 작성·관리되고 있는 점도 흥미롭다. <표 II-2>는 주요 국가별 법적장부와 주주명부 작성기관을 나타낸 것으로 영국과 스웨덴의 경우에는 기명주식이 일반화되어 있고, 반대로 덴마크와 프랑스는 무기명주식이 일반화되어 있다. 그런데

<표 II-2> 국가별 법적장부 및 주주명부 작성기관

구분	증권유형	법적장부	주주명부 존재여부	작성기관	작성시기
스웨덴	무기명: 일부 기명: 대부분	중앙등록기관장부	×	-	-
덴마크	무기명: 대부분 기명: 일부		○	등록대행기관	매일
영국	무기명: 일부 기명: 대부분	×	○	발행회사 또는 등록대행기관	매일 (결제 후 2시간 내)
프랑스	무기명: 대부분 기명: 일부		○		기명: 정시점별 무기명: 권리변동 발생시

- 주: 1. 덴마크와 영국의 경우 중앙등록기관이 등록대행기관에 결제자료를 실시간으로 제공함.
 2. 프랑스의 경우 중앙등록기관은 발행회사 또는 등록대행기관에게 기명주식에 한해 BRN이라는 자료를 보내 이들 기관이 기명주주의 소유자명부를 수정하도록 함.

47) 기명과 무기명이 혼용되는 체계에서 주식이 기명이나 무기명이나의 구분은 발행되는 시점에서 큰 의미를 가질 수 있다. 그러나 유통단계에서는 언제든지 서로 바뀔 수 있으므로 이의 구분은 실익이 별로 없다고 본다.

프랑스의 경우 기명주식에 한해 중앙등록기관에 기명계좌를 두어 발행 회사 또는 등록대행기관이 동 계좌를 직접 관리하도록 하고 있다. 또한 영국의 경우 중앙등록기관은 결제완료 후 결제관련 자료를 등록대행기관에 제공하여 등록대행기관이 주주명부를 갱신하고 있다. 이러한 영국이나 프랑스의 예를 들어 일부에서는 기명주식에 한해서만 등록대행기관에 의한 별도 장부관리가 필요하며 무기명주식에 대해 불필요하다는 주장을 하고 있는데, 이는 설득력이 없다고 본다. 왜냐하면 덴마크에서 보듯이, 무기명주주라 하더라도 중앙등록기관이 등록대행기관에 결제자료를 제공하기 때문이며, 특히 덴마크에서는 증권소유자명부인 주주명부에 기록되어야만 주주들의 의결권행사가 가능하기 때문이다.⁴⁸⁾

나. 중앙등록시스템에서의 등록대행기관과 중앙등록기관

중앙등록시스템에서 중앙등록기관과 등록대행기관의 관련업무는 유가증권의 발행 및 유통등록, 권리배분 및 행사관련 증권사무업무 등으로 볼 수 있다. 스웨덴을 제외하고 대부분의 전자증권제도 도입국가에서는 등록대행기관이 존재한다. 그런데 이러한 증권사무업무 중 일부 또는 전부는 나라마다 상이하게 등록대행기관에서 행해질 수도 있고 중앙등록기관에서 수행할 수도 있다. 스웨덴의 경우는 중앙등록기관이 유일한 등록대행기관이므로 중앙등록기관만이 이의 업무를 수행한다. 덴마크에서 이의 업무 대부분이 중앙등록기관에서 수행되며 등록대행기관은 의결권 행사 차원에서 주주명부를 작성하는 역할만을 지니고 있다. 영국은 등록대행기관이 상기업무를 수행하며 다만 주주명부상에 실명으로 나타나지

48) 덴마크의 중앙등록결제기관인 VP는 등록대행기관에 결제관련 자료를 제공하므로, 등록대행기관은 주주명부를 당일 또는 익일기준으로 갱신하고 있다.

<표 II-3> 전자증권제도 국가별 증권사무업무의 수행기관

구분	중앙등록기관에서 수행	등록대행기관에서 수행
스웨덴	- 일체의 증권사무업무(corporate actions) 및 주주명부 관리	- 중앙등록기관이 유일한 등록대행기관으로 역할 수행
덴마크	- 스웨덴의 경우에서 주주명부 작성을 제외한 나머지 모든 증권사무업무 수행	- 의결권행사 차원에서만 주주명부관리
프랑스	- 증권사무업무에 대한 통지업무 · 합병, 권리할당, 만기상환, 배당 또는 이자의 지급 등에 대해 발행자 또는 등록대행기관의 요청에 의해 무기명증권 소유자에게 통지 · 중앙은행의 지급시스템을 이용한 배당 또는 이자의 지급(주식의 경우 발행회사의 선택사항이며, 국채 등의 경우 의무적임) - proxy voting 서비스 제공	- 일반적인 증권사무업무 수행(주주명부 작성 포함)
영국	- 주주명부상 실명이 드러나지 않는 주주에 대해서만 이자나 배당의 청구권을 재분배 - proxy voting 서비스 제공	- 일반적인 증권사무업무 수행(주주명부 작성 포함) · 이자, 배당금은 CREST system을 통해 지급

- 자료: 1. <http://www.vpc.se/english/index3.html>.
 2. <http://euroclear.com/eoc/Euro.asp>.
 3. CREST, Jan. 2003, "CREST Glossary of Terms".
 4. CREST, Oct. 2001, "What is CREST?".
 5. BIS and IOSCO, 1997(updated Oct. 2002), "a world wide survey on securities settlement systems".
 6. ISSA, Jun. 2001, "Compliance to the ISSA Recommendations 2000".

않은 주주들의 경우에만 중앙등록기관이 이자나 배당과 같은 청구권의 재배분 역할을 수행한다. 프랑스는 등록대행기관이 이의 업무를 수행하며, 다만 이자나 배당금 지급의 경우 계좌보유자의 요청 시에만 중앙등록기관이 이의 지급사항을 중앙은행계좌로 처리하고 있다.⁴⁹⁾

이상과 같은 주요 전자증권 도입국가들의 증권사무업무의 역할이 어느 기관에 부여되었는가를 요약하면 <표 II-3>과 같다.

4. 주요국의 전자증권제도 도입환경

전자증권제도는 서유럽 국가들을 중심으로 도입 운영되면서 최근에는 중국, 일본으로 확대되는 추세에 있다. 본 절에서는 전자증권제도를 채택 운용 중인 주요국의 전자증권제도의 도입환경을 살펴보고자 한다. 이는 우리나라의 전자증권제도 도입을 고려함에 있어 조건의 성숙이나 시기의 적절성을 살펴보는 한 방안이 될과 동시에 우리나라의 전자증권제도 도입의 당위성을 제시하는 측면도 될 수 있다. 도입환경에 대한 분석은 전자증권제도 실시 국가를 크게 두 그룹으로 나누어 전자증권제도를 전면적으로 실시하는 나라와 일부 유가증권만을 대상으로 부분적인 전자증권제도를 실시하는 나라로 구분하여 살펴본다.⁵⁰⁾

가. 전면적인 전자증권제도 시행 국가들의 도입환경

유가증권에 대한 전자증권발행이 제도화되어 동 제도를 실시하고 있는 주요국가는 스웨덴, 덴마크, 프랑스, 영국⁵¹⁾ 등의 서유럽 국가들이다.

49) 주식의 경우에만 요청에 의해 수행하며, 프랑스정부증권, 재무성 채권 등의 이차지급은 중앙등록기관에서 수행하도록 의무화하고 있다.

50) 전면적이라는 의미는 주식 및 채권과 같은 유가증권에 대한 전자증권발행이 제도화되었음을 말하고, 부분적이라는 표현은 주식 또는 채권 중 어느 한 증권종류에 대해서만 전자증권발행이 제도화되었다는 것을 의미한다.

덴마크의 경우 1983년에 채권, 그리고 1988년에 주식관련 유가증권에 대해 전자증권제도를 도입하였다. 프랑스는 1984년부터 유럽 최초로 주식에 대해 전자증권제도를 실시하였다. 스웨덴은 1989년에 주식, 그리고 1993년에 채권에 대한 전자증권제도를 도입하였지만 일부 단기금융상품의 경우 예외적으로 아직 부동화 형태를 유지하고 있다. 영국은 1987년에 TAURUS라는 완전한 전자증권제도를 추진하였으나 실패하고 1996년에 발행회사가 전자증권발행을 자율적으로 선택할 수 있는 불완전한 전자증권제도를 도입하였다.⁵²⁾

이러한 국가들의 전자증권제도 도입과 관련된 배경의 공통점을 몇 가지 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 완전한 전자증권제도를 채택한 스웨덴, 덴마크, 프랑스의 경우, 전자증권제도 실시 이전에 중앙예탁기관에의 집중예탁비율이 거의 90%에 이를 정도로 매우 높았다는 점이다. 둘째, 이들 국가들은 다른 나라에 비해 전자 및 통신산업이 고도로 발전한 선진국이었다는 점이다. 이런 정보통신기술의 발달은 실물발행에서 유통에 이르는 전 과정에 대한 자동화를 가능하게 하였는데, 전자증권제도가 이의 대표적인 한 형태라고 말할 수 있다. 셋째, 이들 기간은 유럽통합에 대한 논의와 제도가 시행되던 시기였다. 예를 들어, 1957년 유럽경제공동체(European Economic Community: EEC)가 출범한 이후 마스트리히트조약의 발효와 함께 1993년 11월에 유럽공동체(European Community: EC)로 그 명칭이 바뀌었다. 1985년까지 유럽통합은 큰 진전이 없었으나, 1986년 단일유럽의정서(Single European Act: SEA)⁵³⁾가 채택되면서 이

51) 비록 영국은 주식에 한해서만 임의적 형태의 전자증권제도를 실시하고 있지만 주식을 포함한 다른 상장증권에 대한 전자증권발행이 제도화되어 있다. 그러므로 영국은 전면적인 전자증권제도 시행 국가로 분류하고자 한다.

52) 불완전이란 표현은 발행회사가 전자증권발행을 선택하였다하더라도 소유자가 실물을 원하는 경우 실물 유가증권증권이 교부되는데 기인한다.

53) 유럽공동체내 상품의 이동뿐만 아니라 자본과 노동의 자유로운 이동을 보장하는 단일시장의 형성을 규정하였다.

후 유럽의 경제와 화폐통합은 가속화되면서 1999년에는 화폐통합이 이루어졌다. 이처럼 유럽통합논의과정에서 EEC 가입국이기도 한 이들 국가들이 통합유럽에 앞서서 전자증권제도를 도입하였다는 사실은 흥미롭다. 왜냐하면 전자증권제도는 한 국가의 자본시장 경쟁력을 제고시키는 효율적인 기능을 지니고 있기 때문이다.

나. 부분적인 전자증권제도 채택 국가들의 도입환경

전면적이지 않지만 일부 유가증권에 대해서만 부분적으로 전자증권 발행이 제도화된 나라로는 미국, 일본 등이 있다. 미국의 경우 연방국채는 전자증권형태로 발행되지만 주식관련 유가증권은 아직도 실물발행체계가 근간을 이루고 있다. 미국증권산업협회(SIA)의 2000년 6월 “증권무권화 백서”에 따르면, NYSE(New York Stock Exchange)에서 거래되는 주식의 83%, Nasdaq에서 거래되는 주식의 72%가 미국의 중앙예탁기관(Depository Trust Corporation: DTC)에 집중예탁되어 있다. 동 자료에 따르면, 미국에서 주식의 전자증권발행에 가장 큰 장벽으로 다음의 세 가지 이유가 지적되고 있다. 첫째, 대부분의 증권거래가 대체기재방식으로 이루어지고 있음에도 불구하고 미국의 법체계⁵⁴⁾는 실물의 존재에 기반을 두고 있다는 것이다. 둘째, 실물 유가증권이 선물로 지급되는 관행이 존재하는 것이다. 이는 영미권 국가의 관습에 기인하는 바 실물선호 동기의 한 부류가 되고 있다. 셋째, 종업원들에게 보상이나 인센티브 형식으로 제한된 주식(restricted stock)이 실물로 제공되는 것이다. 제한된 주식이란 기업이 보유하고 있는 금고주를 종업원들에게 제공하는 형태를 말하는데, 종업원들은 회사가 정하는 일정기간이 지나야만 실질주주의 권리가 발생하고 이를 매도할 수 있다.⁵⁵⁾

54) 이에 관해서는 NYSE의 RVP/DVP 법률 제 226조와 제227조를 참조바람.

현재 미국은 SIA가 중심이 되어 2000년의 무권화 백서관련 후속작업을 계속 진행하고 있고⁵⁶⁾, 2007년에는 전자증권제도의 실시를 목표로 하고 있다. 미국은 이의 전단계로 부동화율을 높이고 T+1 결제기간단축에 대응한 실물발행체계를 개선하기 위한 방안의 하나로 상장기업들에 대해 DTC의 직접등록시스템(Direct Registration System: DRS)을 적극 권장하고 있다.⁵⁷⁾ DRS는 1996년 DTC에서 서비스를 개시하였고 AT&T가 처음으로 이용하였다. 이 방식은 발행단계가 아니라 유통단계에서 투자자가 중앙예탁기관에 보유주식을 직접 등록할 수 있고, 필요시 언제든지 현물반환을 요구할 수 있는 체계이다.⁵⁸⁾ 따라서 DRS는 우리나라의 주권 불소지제도와 유사한 부동화 개념으로 집중예탁비율을 제고시키려는 차원에서 운용하는 제도라 말할 수 있다.

일본은 2000년 12월 기준으로 주식의 집중예탁비율이 39.4%에 불과하여 집중예탁제도가 발달하지 못하였다. 그럼에도 불구하고 일본은 자국 자본시장의 국제적 선도 지위 상실을 우려하여 하부구조를 개혁하고 있는데, 그 중 하나가 유가증권에 대한 전자증권제도의 도입이다. 일본의 전자증권제도 도입은 대장성이 1999년 9월에 증권결제시스템의 개혁에 관한 Working Group을 설치하면서 시작되었다.⁵⁹⁾ 일본은 이의 중간

55) 제한된 주식(restricted stock)에 관한 상세한 내용은 다음을 참조바람. SIA, Jun. 2000, op. cit.; restricted stock award plans, control and restricted stock plans(<http://personal.fidelity.com>); The Anntaylor Stores Corporation 2002 Stock Option and Restricted Stock and Unit Award Plan(<http://contracts.corporate.findlaw.com>)

56) 이에 관해서는 다음을 참조바람. C. Michael Viviano, Nov. 2002, "Operation Update Conference : Activities of the Operation Committee," SIA Operation Committee, CEO, BNY Clearing Chairman.

57) 이에 관해서는 SIA's New STP Goal: No more Certificate(<http://www.securitiesindustry.com>)를 참조바람.

58) 이에 관해서는 다음을 참조바람. General American Investors Company Inc., Dec. 2002, "Direct Registration".

보고서 발표를 거쳐 2001년 6월에 “단기사채 등의 대체에 관한 법률”을 제정하여 기업어음인 CP를 전자증권으로 발행할 수 있게 하였고, 2002년 6월에는 “사채 등의 대체에 관한 법률”을 개정하여 국채와 사채까지 전자증권의 발행을 확대하였다. 그리고 주식의 경우 2003년 4월 현재 실물발행을 위한 중간시안이 마련되어 의견수렴 중에 있다.

이상과 같이 미국과 일본이 전자증권제도를 추진하는 과정에서 나타난 특성을 몇 가지 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 국제적으로 T+1 결제기간의 단축이 적극 권장되고 있는데, 이들 나라의 전자증권제도의 도입추진은 이와 밀접한 관련이 있다는 점이다.⁶⁰⁾ 왜냐하면 실물이 유통되는 체계에서 결제기간의 단축은 매우 제한되기 때문이다. 미국은 장기적으로는 전자증권제도를 도입하되 단계적으로 집중예탁에 의한 부동화율을 가능한 높이기 위해 DRS를 확대하고 있다. 반면, 일본은 직접적인 전자증권제도를 통해서 실물존재를 배제하려는 입장이다. 둘째, 두 나라의 집중예탁비율은 서유럽 국가들의 전자증권제도 도입 당시보다도 훨씬 낮은 수준에 머무르고 있다는 것이다. 셋째, 미국이나 일본 두 나라 모두 자본시장의 선도적 지위를 차지하고 있다는 점이다. 그러나 일본의 경우에는 금융구조조정의 지연으로 자본시장의 입지가 점점 약화되고 있는 현시점에서 자국 자본시장의 경쟁력 제고를 위해 정부가 전자증권제도의 도입을 적극 추진하고 있다. 넷째, 전면적 전자증권 도입국가의 도입환경과 유사한 것으로 이들 두 나라는 정보통신기술이 발달하였고, 유럽의 통합분위기와는 다르지만 국제자본시장간의 통합과 경쟁이 활발하게 이루어지고 있다는 것이다.

59) 中島眞志, 宿輪純一, 2002. 2. 21, 『證券決済システムのすべて』, 東洋經濟新報社.

60) T+1 결제기간 단축에 대해서는 제Ⅲ장의 2절에서 상세히 논하고자 한다.

III. 전자증권제도의 도입환경과 도입효과분석

1. 우리나라의 전자증권제도 도입환경
2. 전자증권제도의 도입효과분석

Ⅲ. 전자증권제도의 도입환경과 도입효과분석

1. 우리나라의 전자증권제도 도입환경

우리나라는 전자증권제도가 아직 도입되지 않았지만, 최근 들어 전자증권제도에 대한 논의가 진행되고 있어 매우 고무적이다.⁶¹⁾ 그동안 실물유가증권의 발행과 이동을 축소시키려는 여러 제도들이 시행되어 왔다. 1970년의 채권등록제도, 1974년의 유가증권집중예탁제도, 1984년의 주권불소지제도, 1991년의 일괄예탁제도 등이 바로 그것이다. 우리나라는 이들 제도들의 결합에 의해 주식이나 채권의 경우 발행단계에서부터 실물증권의 발행 없이 증권을 중앙예탁기관인 증권예탁원에 예탁할 수 있게 되었다. 이를 두고 우리나라도 전자증권제도가 제한적인 형태로 도입되었다는 말이 간혹 사용되기도 한다. 그러나 이들 제도들의 기본 사상은 실물존재를 기반으로 한다. 그러므로 주주나 채권자가 실물증권의 발행을 청구하는 경우 부동화된 증권이 다시 실물증권 형태로 재발행되는 한계가 있다. 따라서 우리나라의 현행체계는 실물증권의 발행이 원천적으로 배제되는 전자증권제도와는 근본적으로 상이하다고 말할 수 있다.

본 절은 우리나라가 전자증권제도를 도입하기 위한 환경으로서 제한적인 전자증권제도의 효과를 나타내는 집중예탁비율 수준이 어느 정도인가 그리고 전장의 주요국 전자증권제도 도입환경과 비교해서 우리나라의 전자증권제도 도입여건은 어떠한가를 분석하고자 한다.

61) 이의 한 예를 제시하면, 한국상사법학회는 “전자증권제도 도입에 따른 법적 과제”란 주제로 심포지엄을 2003년 6월 27일 개최하였다.

가. 우리나라의 집중예탁비율과 시사점

<그림 III-1>과 <그림 III-2>는 1998년에서 2002년 9월 말 기간 동안에 우리나라 주식과 채권의 집중예탁비율을 나타내고 있다. 상장(비상장)주식과 상장(비상장)채권의 집중예탁비율은 2002년 9월 말 기준으로 각각 81(60)%, 97(80)%로 상장 증권만⁶²⁾을 대상으로 하는 경우 서유럽국가의 전자증권제도 도입 직전 수준에 거의 육박하고 있다.

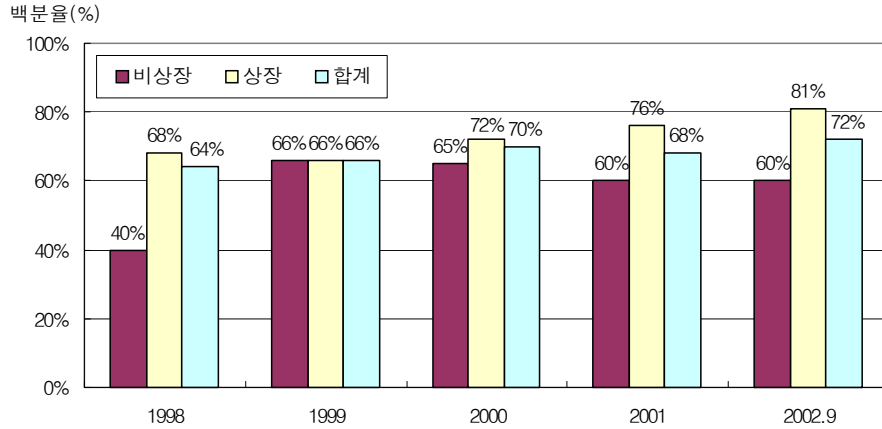
채권의 집중예탁비율은 2001년부터 급격히 증가하고 있는데, 이는 채권발행등록과 공사채발행등록의 관행이 시장에 정착되는 구조 때문인 것으로 생각할 수 있다. 주식의 경우에도 집중예탁비율이 2000년부터 급격히 증가하는데, 이는 집중예탁제도의 편리성에 의한 증권실물보유가 줄어들고, 수탁기관의 신탁재산에 대한 유가증권 의무예탁, 자산보관회사의 위탁유가증권에 대한 의무예탁 등에 의한 집중예탁의 증가에 기인하는 것으로 생각할 수 있다.

그런데, 이와 같은 집중예탁비율의 산정에 있어 특정 주주들의 보유주식에 대한 보호예수제도에 의한 의무예탁부분이 포함되어있지 않다.⁶³⁾ 만일 이 부분을 함께 고려하면 우리나라 상장주식의 집중예탁비율은 81%를 훨씬 상회하는 것으로 추정할 수 있다. 또한 최근 2003년 3월부터 증권금융이 보관 관리하는 우리사주조합 주식분(대략 발행주식의 0.5%수준)이 중앙등록기관으로 재예탁이 이루어지고 있어, 이 비율만큼

62) 여기서 상장주식이란 거래소상장기업과 코스닥등록기업의 주식을 말한다. 전자증권 대상 유가증권은 보통 상장증권을 기본으로 하고 있으며, 비상장증권의 경우는 나라마다 다르다.

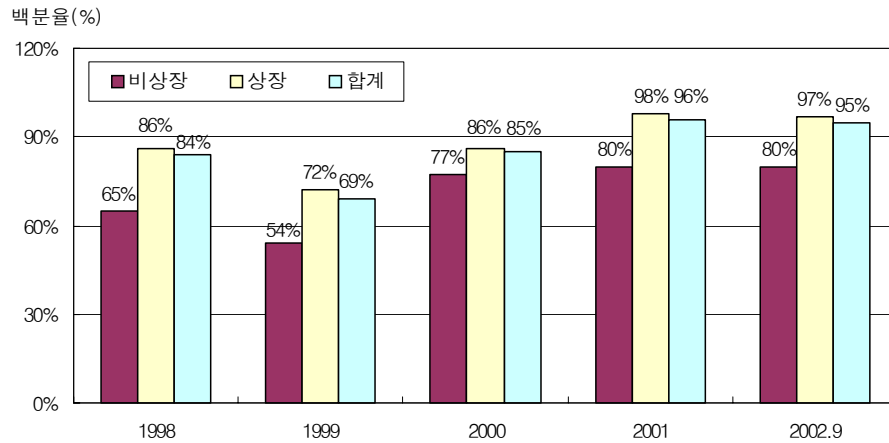
63) 보호예수제도란 발행기업이 IPO상장 이후 최대주주, 특수관계인, 벤처금융이 보유지분을 일정기간 매각할 수 없게 하는 것을 말한다. 상세 사항에 관해서는 유가증권 상장규정 제4조 4항, 유가증권협회등록규정 제18조 1항을 참조바람.

<그림 III-1> 주식의 집중예탁비율



주: 상장주식이란 거래소상장기업은 물론 코스닥등록기업의 주식을 말함.
 자료: 증권예탁원

<그림 III-2> 채권의 집중예탁비율



주: 상장채권이란 거래소에 상장된 채권을 말함.
 자료: 증권예탁원

상장주식의 집중예탁비율은 증가하게 된다.

이처럼 높은 집중예탁비율은 다음과 같은 시사점을 지닌다. 첫째, 일부 선물선호계층을 제외하고 우리나라에서 실물소지가 점차 불필요해짐을 의미한다. 둘째, 일부 실물선호계층을 고려할 때, 더 이상의 집중예탁 비율 제고가 어려울 수 있다.⁶⁴⁾ 셋째, 높은 집중예탁이 유통시장에서 활발하게 일어나는 것을 고려한다면 발행시장에서의 실물발행은 점차 의미를 상실할 수도 있다.⁶⁵⁾ 따라서 집중예탁에 참여하지 않는 일부 실물선호계층이 존재하지만 우리나라에서 실물이 불발행되는 전자증권제도의 도입은 충분한 상태라고 말할 수 있다.

나. 외국의 전자증권제도의 도입환경과의 비교

전장에서 언급했던 전면적 또는 일부 유가증권만을 대상으로 전자증권제도를 도입한 국가들의 도입환경이 우리나라와 어느 정도 일치하는가를 살펴보는 것은 중요하다. 왜냐하면 이런 비교를 통해서 우리나라가 전자증권제도를 도입해야만 하는 당위성과 그 시기 등에 관한 시사점을 얻을 수 있기 때문이다. <표 III-1>은 이에 관한 내용을 요약한 것이다. 이들 나라들의 도입환경을 6가지로 압축하여 현재 우리나라와 비교해보면 다음과 같다.

첫째, 집중예탁비율은 전면적 전자증권제도 실시 국가들의 도입 직전 수준에 가깝고 부분적 전자증권제도를 실시하는 일본 등에 비해서는 상당히 높은 수준으로 나타나고 있다.

64) 이에 관해서는 다음 장의 사회적 인식 제고를 참조바람.

65) 물론 현행 채권등록제도와 주권불소지제도에 의해 실물발행이 억제되고 있지만 전자증권제도에서의 실물불발행과는 의미가 다르다.

<표 III-1> 전자증권 도입국가의 도입환경과의 비교

전자증권제도 도입환경	전자증권제도 도입국가		우리나라
	전면 실시국가	부분 실시국가	
집중예탁비율 (도입당시)	80%-90% 수준	40% 미만(일) 70% 수준(미)	80% 이상(미, 일에 비해 높은 수준)
정보통신기술의 발달	높은 수준	좌동	좌동
시장통합	유럽통합대비(당시) 국제간 시장경쟁(현재)	국제간 시장경쟁 대비	좌동
T+1 결제기간대비	도입당시 없었음. 원천적 가능	높은 부동화율(미) 무권화(일)	높은 부동화율
자본시장의 지위	영국, 프랑스(높음) 스웨덴, 덴마크(중간)	미국(최고 지위) 일본(높음)	한국(중간)
도입시기	1980년대 중반부터 1990년대 중반	1970년대 초반 (미국 국채) 2001-2002년(일본 채권, 국채, CP 등) 2003년 하반기 주 식 법안처리 예정	논의 수준
비고	우리나라의 경우 전면 실시국가들의 초기 도입환경 대부분 충족 우리보다 집중예탁비율이 매우 낮은 일본의 경우 자본시장에서의 선도적 지위 유지를 위해 전자증권제도 도입		

주: 미국, 일본, 우리나라를 제외하고 다른 나라들의 집중예탁비율은 전자증권제도 도입직전의 수치임.

둘째, 우리나라의 온라인 주식거래비중은 세계 최고수준에서 알 수 있듯이, 전자증권제도를 도입 운용하기 위한 정보통신기술은 충분한 상태라고 말할 수 있다.

셋째, 외국의 자본시장의 구조개편에서 보면, 정보통신기술의 발전과 금융의 국제화 추세로 국제자본시장간의 경쟁은 매우 치열하다. 우리나라가 치열한 국제경쟁에서 살아남기 위해서는 우리나라 자본시장도 국제경쟁력을 갖추어야 한다. 이런 측면에서 볼 때 전자증권제도의 도입은 매우 의미 있는 일이라 말할 수 있다.

넷째, T+1 결제기간단축은 국제적인 정합성으로 받아들여지고 있다. 비록 우리나라는 높은 부동화율로 극복하려고 하지만, 근원적으로는 실물발행을 배제하는 전자증권제도의 도입이 적극 요구된다.

다섯째, 우리나라 자본시장의 지위는 선진국에 비해 낮게 평가되고 있다. 그러나 우리나라 자본시장의 현물거래량은 매우 높은 수준이고 특히 지수선물 및 지수옵션거래량은 세계 최고 수준으로 나타나 있다. 이는 향후 우리나라 자본시장의 지위가 선진국 수준으로 높게 평가될 수 있음을 의미하는 것일 수도 있다. 따라서 전자증권제도의 도입은 향후 우리나라 자본시장의 저비용·고효율 체계를 가져올 수 있으므로 자본시장의 경쟁력 제고에 공헌할 수 있다고 말할 수 있다.

여섯째, 우리나라는 전자증권 도입환경으로서 집중예탁비율이 일본보다 더욱 성숙되어 있다. 그럼에도 불구하고 전자증권제도의 도입에 대한 논의만이 이루어지고 있는 실정이다.

2. 전자증권제도의 도입효과분석

전자증권제도의 도입은 우리나라 자본시장의 경쟁력을 획기적으로 제고시킬 수 있다. 그동안 우리나라의 전자증권제도 도입에 관한 기존 연구들은 전자증권제도의 도입에 의한 자본시장의 경쟁력 제고에 관해서 피상적으로 서술하는데 지나지 않았다. 그런데 전자증권제도의 도입에 의해서 발생하는 자본시장의 경쟁력 제고에 대한 상세한 효과분석은 매우 중요한 의미를 지니고 있다. 왜냐하면 전자증권제도의 도입효과분석은 우리나라가 전자증권제도를 도입해야만 하는 이유와 그 당위성을 제시해 줄 수 있기 때문이다. 66)

본 절에서는 우리나라 자본시장의 경쟁력 제고를 위해서 전자증권제도가 적극적으로 도입되어야 하는 부문별 환경과 우리나라 자본시장에 기대되는 이의 도입효과를 상세히 분석하고자 한다.

가. 실물발행관련 사회적 비용의 절감효과

현행 우리나라에서는 유가증권발행 시에 원칙적으로 당해 유가증권의 관련법률에서 실물 유가증권을 작성·교부하게 함으로써 실물증권발행을 의무화하고 있다. 다만 주식, 채권, 수익증권 등 일부 유가증권의 경우 투자자와 발행기관의 선택에 의하여 유가증권의 발행 또는 소지가 억제되고 있지만⁶⁷⁾, CD, CP와 같은 단기금융상품은 그렇지 못하다.

비록 유가증권이 집중예탁제도, 불발행 및 불소지제도 등에 의해 중앙예탁기관에 예탁되어 있다하더라도, 권리자가 언제든지 실물발행을 청구할 수 있다. 그러므로 우리나라의 현행 예탁제도는 실물반환청구권이 배제되고 실물이 불발행되는 완전한 전자증권제도와는 차이가 있다.⁶⁸⁾

여기서는 현행 유가증권 실물발행체계에서의 실물발행비용을 살펴보고 이의 사회적 비용절감을 위해 전자증권제도가 도입되어야 하는 환경과 이의 도입효과를 분석하고자 한다.

66) 본 절에서 제시되는 경우 전자증권제도에 의한 자본시장의 경쟁력 제고부문은 전자증권제도 유형별로 상이하게 나타날 수 있다. 이에 관해서는 <부록>을 참조바람.

67) 일괄예탁제도, 주권불소지제도, 채권등록제도, 수익증권 불소지제도, 그리고 증권투자회사주식 불발행제도가 바로 그것이다.

68) 2002년 9월 말 현재 상장 및 비상장주식의 72%가 증권예탁원에 예탁되어 있으며, 이중 약 85%가 불소지형태로 관리되고 있다. 그리고 상장 및 비상장채권의 경우 95%가 증권예탁원에 예탁되어 있으며, 이중 92%가 채권등록제도를 이용하여 실물불발행 형태로 관리되고 있다.

1) 실물발행비용

유가증권은 발행기관이 직접 발행하거나 채권등록기관 또는 명의개서대리인 등 발행대행기관을 통해 위탁 발행하는 형태를 취하고 있다. 2001년 12월 말 현재 주식은 3,543개 기업(상장법인, 등록법인, 기타법인) 중 99.8%인 3,537개 기업이 명의개서대리인을 통해 위탁 발행되고 있고 나머지 6개 기업은 자체적으로 명의개서업무를 처리하고 있다. 국채는 한국은행에 의해 등록형태로 직접 발행되고 있고, 회사채, 특수채, 지방채 등은 증권예탁원에 의해서 대부분 등록형태로 위탁 발행되고 있다.⁶⁹⁾ 금융채의 경우 자체 등록업무를 수행하던 기관들이 증권예탁원에 등록형태의 발행을 위임하고 있는 추세이며, 첨가소화국채인 국민주택채권은 국민은행(구 주택은행)이 위탁받아 전량 실물발행하고, 어음과 같은 단기금융상품은 발행기관이 직접 실물발행하고 있다.

<표 III-2> 통일규격유가증권 출고량

(단위: 매)

년도	주권	신주인수권	사채권	수익증권	국민주택채권
1997	1,711,649	-	11,750	274	11,487,000
1998	2,798,682	-	72	233	6,321,000
1999	4,188,068	15,222	90	938	14,113,000
2000	5,791,623	7,123	80	507	11,060,000
2001	2,645,034	6,577	60	1,088	44,400,000
2002.11	2,478,203	3,499	-	90	23,000,000

자료: 증권예탁원, 조폐공사(국민주택채권)

69) 등록형태는 전자증권제도에서의 발행등록과 유사하게 실물이 발행되지 않는 개념이지만 소유자가 언제든지 실물발행을 요구한다는 점에서 전자증권제도하의 발행등록과는 다르다.

유가증권 중 대표적인 주식은 집중예탁제도와 불소지제도에 의해 부동화되어 있으며, 주식의 소유자에 의한 실물청구권의 행사대비 또는 발행요구에 의해 실물발행이 부분적으로 이루어지고 있다. <표 Ⅲ-2>는 지난 5년간 주권발행을 위한 통일유가증권용지의 출고량을 나타낸 것이다. 현행 실물발행제도 하에서 상장 또는 등록회사는 주식을 신규 또는 재발행시 주권의 집중예탁을 관리하는 증권예탁원이 정하는 통일규격유가증권의 취급규정에 의한 증권용지의 교부신청을 해야 한다. 증권용지는 한국조폐공사가 제조하며, 증권용지를 교부받은 명의개서대리인은 증권

<표 Ⅲ-3> 유가증권별 실물발행에 따른 주(매)당 소요비용

(단위: 원)

구 분	1매당 소요비용				소계	비고	
	용지	가쇄	인지세	명의개서 수수료			
주식	131	875	400	270	1,678	미교부증권보관, 재발행수수료 등은 비계상	
채 권	국민 주택	101	-	-	-	101	발행기관의 발행실무관련비용은 비계상
	산금채	2,348	-	400	-	2,738	

- 주: 1. 주권의 명의개서수수료는 유가증권의 생성에서 소멸까지 일련의 발행, 명의개서, 폐기관련 일정 수수료임.
 2. 주식의 가쇄금액은 권종구분없이 8백매 기준인 700,000원을 적용함.
 3. 국민주택채권과 산업금융채권은 별도의 가쇄절차 없이 조폐공사에서 완전 인쇄함.
 4. 산금채의 용지비용은 할인채 2만매(단가 600원)와 이표채 3천매(단가 14,000원)의 평균금액을 적용함.

자료: 증권예탁원

예탁원에 등록된 등록가채소에서 증권의 가채를 행한다.⁷⁰⁾ 명의개서대리인은 등록가채소로부터 증권납품을 받음과 동시에 검수를 거쳐 주주에게 증권교부를 하고 있다. 그러므로 통일유가증권용지의 출고량은 결국 주권의 실물발행량과 일치하고 있다.

<표 III-3>은 유가증권별 실물발행에 따른 주(매)당 소요비용을 나타내고 있다. 주식의 경우 가채비용이 제일 높고, 그 다음으로 인지세, 명의개서수수료, 용지비용 순으로 나타나고 있다. 채권의 경우 국채나 회사채는 발행등록으로 인해 실물발행이 없으며, 국민주택채권과 산업금융채권의 경우에 한해 실물이 발행되고 있다. 이들 실물발행채권의 1매당 소요비용은 용지비용, 인지세 순이며, 주식과는 달리 가채비용이 발생하지 않는다.

<표 III-4>는 <표 III-2>와 <표 III-3>을 근거로 한 유가증권 직접 발행제조비용을 산출한 것으로, 실물발행관련 인건비를 포함하지 않은 수치이다. 실물발행 인건비의 추정에는 발행기관이나 명의개서 대행기관의 실물발행관련 인원수, 이들의 실물발행관련 업무비중, 이들의 인건비 등에 대한 객관적인 자료가 필요하다. 여러 제약요인으로 본 연구에서는 직접 발행제조비용만을 계산하였다. 실물발행이 이루어지는 국민주택채권과 주식관련 유가증권에 대한 직접 발행제조비용은 2000년부터 증권시장의 흐름을 반영하여 줄어들고 있다. 2002년 11월 말 현재 이들 유가증권의 연간 직접 발행제조비용은 주권이 41억, 국민주택채권이 23억으로 시장 전체적으로 대략 65억 수준의 직접 발행제조비용이 발생하고 있다.

70) 가채란 통일규격 유가증권 취급규정에서 정한 증권용지에 유가증권에 기재할 사항 중 유가증권번호, 대표이사의 직인날인 및 광학문자 판독번호를 제외한 각종의 기재사항을 인쇄하는 것을 말한다. 상세 사항에 대해서는 증권예탁원 홈페이지(www.ksd.or.kr)의 증권용어사전을 참조바람.

<표 Ⅲ-4> 유가증권별 실물발행 직접제조비용

(단위: 백만원)

년도	주권	신주인수권	국민주택채권	소계
1997	2,872	-	1,160	4,034
1998	4,696	-	638	5,335
1999	7,028	26	1,425	8,479
2000	9,718	12	1,117	10,847
2001	4,438	11	4,484	8,934
2002.11	4,158	6	2,323	6,487
전체	32,911	54	11,148	44,115
평균(년)	5,485	9	1,858	7,353

- 주: 1. 사채권, 수익증권관련 직접 발행제조비용은 국민주택채권 발행비용을 적용함.
 2. 인건비와 같은 간접 발행비용은 생략된 수치임.
 3. 계산식 : 통일유가증권출고량×유가증권별 주(매)당 소요비용

2) 실물관리비용

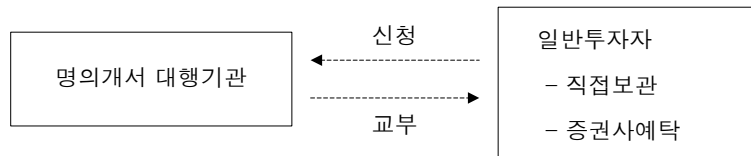
유가증권의 실물이 발행되어 유통되는 경우 발생하는 실물관리비용은 크게 명의개서 대행기관의 실물교부관련 업무, 증권예탁원 및 이의 참가예탁기관의 관리업무 등에서 발생하는 사무관련 인건비 등이다. 먼저, 명의개서 대행기관의 실물관리 관련 업무로는 크게 투자자의 실물반환교부 청구에 의한 실물교부 행위, 투자자의 명의개서 청구에 따른 주주명부 등재와 주권배면에 청구자 명의기재 확인 후 교부행위 등이 있다.⁷¹⁾ <그림 Ⅲ-3>에서 보듯이, 실물을 원하는 일반투자자가 대행기관에 실물교부 신청을 하면, 대행기관은 해당 실물을 신청자에게 교부한다.

71) 이외에도 명의개서 대행기관은 사고증권 처리업무도 수행한다.

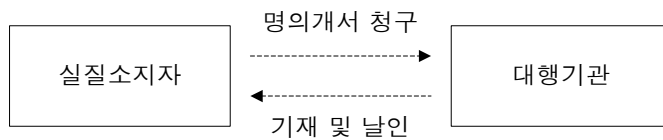
이때 개인투자자는 해당 실물을 직접 소지하거나 증권회사에 실물을 예탁할 수 있다. 증권회사에 예탁된 실물은 결국 중앙예탁기관인 증권예탁원에 재예탁된다.

또한 대행기관은 일반실물 소지자의 명의개서 청구에 따라 주주명부에 실물소지자의 인적사항을 등재한다. 그리고 대행기관은 주권배면에 청구자의 명의기재와 함께 이를 확인 날인한 후에 청구자에게 실물을 다시 돌려준다. 이의 절차는 <그림 III-4>에 나타나 있다.

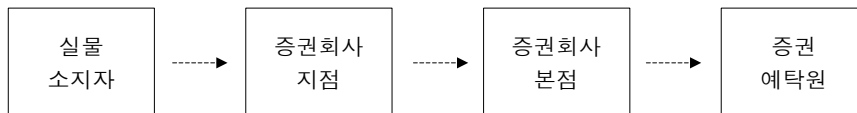
<그림 III-3> 대행기관을 통한 실물교부



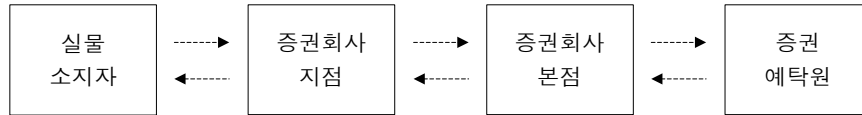
<그림 III-4> 실물소지자의 명의개서 청구절차



<그림 III-5> 유가증권 실물소지자의 예탁과정



<그림 Ⅲ-6> 일반투자자의 실물반환과정



다음으로 중앙예탁기관 참여기관인 증권회사의 실물관리업무를 살펴보기로 한다. 유가증권 실물소지자가 자신이 거래하는 증권회사에 실물 유가증권을 예탁하면, <그림 Ⅲ-5>와 같이 증권회사는 각 지점의 실물예탁분을 본점에서 취합한 후에 이를 증권예탁원에 다시 예탁한다. 이와는 반대로 집중예탁되어 관리되는 유가증권의 소유자가 담보설정 등의 이유로 유가증권의 반환을 요구하는 경우 증권회사는 증권예탁원에 실물 반환청구와 함께 반환된 실물을 거래지점을 통하여 해당 유가증권 소유자에게 반환한다. 이 과정은 <그림 Ⅲ-6>에 나타나 있다.

<표 Ⅲ-5> 증권예탁원 예탁개설법인 현황(2001년 12월 말)

구 분	증권회사		은행		투신	보험	연금 기금	기타	합계
	국내	외국	국내	외국					
기관수	50	18	24	36	46	31	10	279	494
비고	국내 증권회사 지점수는 1,694개임.								

자료: 증권예탁원

실물소지자의 예탁 및 반환과정에서 실물소지자는 개인투자자나 금융기관이 될 수 있다. 개인투자자들은 보통 증권회사를 경유하지만 금융기관들은 증권회사를 경유할 수도 있고 직접 자신들이 증권예탁원에 실물반환을 청구할 수도 있다. <표 Ⅲ-5>는 2001년 12월 말 기준으로 증권예탁원에 예탁계좌를 개설한 증권회사를 포함한 금융기관들의 현황이다.

<표 III-6> 주식의 예탁 및 반환 내역

(단위: 건, 매, 수)

구 분		주 식					
		예 탁			반 환		
		건수	매수	수량	건수	매수	수량
1996	상 장	192,233	2,277,967	1,009,287,452	80,578	494,140	512,449,836
	비상장	26,722	809,714	101,556,327	5,595	83,059	31,597,852
1997	상 장	144,771	1,872,917	1,188,317,455	50,484	360,959	663,586,663
	비상장	19,556	259,301	129,124,628	6,203	67,277	73,532,318
1998	상 장	100,428	1,516,972	1,293,840,000	32,242	310,594	677,401,513
	비상장	20,965	263,700	28,535,752	7,331	211,259	287,444,606
1999	상 장	161,058	2,548,009	5,554,143,146	21,587	313,734	599,944,289
	비상장	49,267	673,895	2,180,970,183	9,499	281,667	428,111,067
2000	상 장	72,929	1,022,790	3,391,136,884	14,279	243,705	1,121,788,194
	비상장	98,327	1,846,109	6,485,644,747	14,509	276,164	879,568,500
2001	상 장	56,368	725,446	4,973,801,326	10,942	175,395	1,446,353,886
	비상장	61,085	868,983	3,843,848,953	16,535	287,075	1,489,517,987
2002.9	상 장	41,583	445,005	4,463,403,706	5,661	96,998	532,200,601
	비상장	40,048	516,620	2,656,068,852	8,879	154,615	815,061,403

자료: 증권예탁원

<표 III-6>과 <표 III-7>은 1996년부터 2002년 9월 기간동안에 증권예탁원이 예탁개설법인들의 실물반환건수와 수량을 집계한 것이다.⁷²⁾ 주식의 경우 예탁반환건수는 1999년을 기점으로 차츰 줄어드는 추세를 나타내고 있으며, 채권의 경우도 주식과 유사한 추세이다. 채권 중에서 국채나 회사채는 발행등록에 의해 실물유통이 거의 없으나 국민주택채권의 경우 실물발행이 이루어진다. 그러므로 상기에 나타난 채권의 예탁 및 반환물량의 대부분은 국민주택채권이라고 생각할 수 있다.

72) 예탁 및 반환 건수의 산정기준은 증권예탁원 입장에서 산정한 것으로 예탁개설법인의 자체적인 건수와는 다를 수 있다.

<표 III-7> 채권의 예탁 및 반환 내역

(단위: 건, 매, 수)

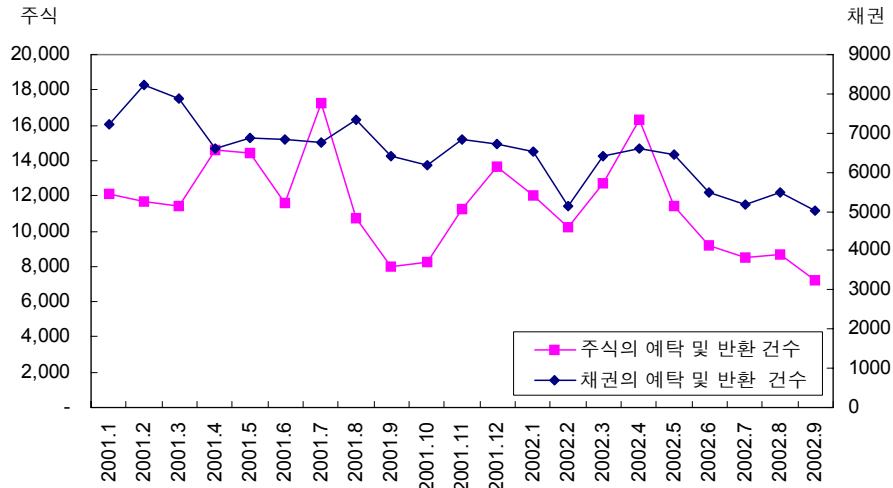
구 분		채 권					
		예 탁			반 환		
		건수	매수	수량	건수	매수	수량
1996	상장	147,847	28,315,945	32,749,261,918	6,127	195,111	6,389,204,220
	비상장	17,714	482,575	46,006,660,042	925	7,711	1,702,497,100
1997	상장	177,780	27,939,188	66,545,336,392	13,452	356,562	9,128,847,516
	비상장	10,502	345,669	43,075,559,909	1,291	50,935	6,151,941,532
1998	상장	133,519	15,174,752	254,724,870,130	20,790	409,639	17,723,079,574
	비상장	8,648	186,990	93,122,234,520	1,304	11,269	3,142,166,575
1999	상장	104,635	15,280,011	139,356,074,063	13,337	155,912	29,338,161,483
	비상장	5,903	143,497	67,610,529,579	710	4,357	4,108,941,334
2000	상장	75,633	11,540,362	171,867,575,498	14,608	242,192	22,281,380,234
	비상장	3,370	5,271	96,913,907,888	383	715	4,514,417,274
2001	상장	64,338	13,157,213	183,098,777,348	8,087	102,791	18,842,254,533
	비상장	4,367	6,135	94,410,951,540	766	977	7,540,701,560
2002.9	상장	43,869	12,488,124	111,296,484,258	4,971	77,452	8,466,989,659
	비상장	2,712	13,370	74,618,387,010	720	962	7,872,067,630

자료: 증권예탁원

이와 같이 증권예탁원과 예탁개설법인들간의 실물반환 및 예탁관련 업무들은 연중 발생하는 번거로운 시간 소비적인 사무이다. 그런데 이런 업무는 금융기관 영업성격상 증권예탁원 예탁개설법인 중 증권회사의 업무부담이 제일 높다고 볼 수 있다. <그림 III-7>은 중앙예탁기관을 통한 주식과 채권의 예탁과 반환건수들의 최근 월별 추이를 나타낸 것이다. 2001년 1월부터 2002년 9월 기간 동안에 월별 상장 및 비상장 주식과 채권에 대한 평균예탁반환건수는 각각 11,481건, 6,486건으로 2002년 들어 감소 추이를 보이고 있다.⁷³⁾

73) 이런 감소추세는 집중예탁비중이 과거보다 높는데 기인하는데, 일괄예탁제도의 활성화가 이에 큰 역할을 하고 있다고 볼 수 있다.

<그림 III-7> 주식과 채권의 월별 예탁반환건수



자료: 증권예탁원

이상에서 살펴본 명의개서 대행기관을 통한 실물교부과정과 증권회사 중심의 실물예탁 및 반환과정은 수작업으로 연중 쉬지 않고 발생하는 업무이다. 따라서 이들 금융기관은 최소한의 인력으로 이들 업무를 수행한다고 하더라도 시장 전체적으로는 무시할 수 없을 정도의 인건비가 발생될 수 있다.⁷⁴⁾ 그런데, 전자증권제도가 도입되는 경우 상기의 시간 소비적 업무는 사라지게 되어 당해 금융기관의 업무효율성은 증가되고 이들 기관들의 관리업무비용이 절감된다. 따라서 이러한 실물관리비용의 축소는 저비용·고효율의 하부구조에 공헌하게 된다.

74) 증권예탁원이 2002년 9월 기준으로 추정된 자료에 따르면 명의개서대행기관 및 자체 처리은행의 실무인원수는 97명(본점기준)이고, 증권사의 실물예탁반환관련 인원수는 본점기준 200명(5개증권사*4명)이다. 본점 이외의 지점수를 고려하는 경우 증권사의 인원수는 본점기준의 두 배 이상으로 늘어날 수도 있다. 만일 실물관련 인원수를 최소 500명으로 추산한다면 이들의 인건비를 무시할 수 없는 수준이다(예, 연3,000만원*150명=150억).

3) 도난분실 등의 증권사고

증권사고란 유가증권의 도난, 분실, 위조, 변조와 같은 경우를 말하는데, 실물 유가증권이 발행 및 유통되는 과정에서 발생된다. 만일 전자증권제도가 도입되는 경우 실물이동상의 도난, 분실은 불가능하며, 더욱이 증권 위조나 변조는 생각할 수 없다. 다만 전자증권이 발행·운용되는 과정에서 전자증권운영시스템의 장부기재에 의해 권리의 발생 및 이전이 이루어지므로 과대 또는 과소 기재와 같은 운영위험(operational risk)이 중앙등록기관이나 계좌관리 금융기관 등에서 발생할 가능성이 있다. 그러나 전자증권 관련장부는 실시간 또는 일정 시점별로 항상 상호대조 확인이 이루어지며 관련장부 또한 이중 삼중의 백업체계가 이루어지므로, 운영위험이 발생할 경우는 극히 드물며, 착오 발생 시에 즉각적인 수정이 가능하다. 비록 이런 운영위험이 발생할 가능성은 거의 없지만 이를 대비하여 중앙등록시스템은 보통 착오기재에 의한 선의취득이 발생한 경우 소각의무나 가입자보호신탁제도 등과 같은 안전장치를 마련하여 운영된다. 따라서 운영위험은 내부 통제장치에 의해 사전관리가 되고 안전장치에 의해 사후관리가 이루어지므로 이에 대한 우려가 전자증권제도의 신뢰성에 영향을 미치지 않는다고 본다.

우리나라에서 사고증권과 관련한 업무처리는 통상 명의개서 대행기관에서 처리하고 있는데, <표 III-8>은 1998년에서 2002년 9월까지의 우리나라에서 발생한 유가증권 중 주식과 채권의 사고증권현황을 나타내고 있다. 여기서 사고신고는 실물소지중이나 실물예탁반환과정에서의 분실과 같은 경우를 말하는데, 이러한 사고 신고매수는 2001년을 기준으로

<표 III-8> 사고증권관리현황

(단위: 건, 매, 주[금액:원])

년도	구분	주 식			채 권		
		사고신고	위·변조	계	사고신고	위·변조	계
1998	종목수	50		50	456	1	457
	매 수	7,768		7,768	34,232	68	34,300
	주식수	5,624,752		5,624,752	10,727,707,000	288,000,000	11,015,707,000
1999	종목수	68		68	431	2	433
	매 수	11,133		11,133	33,987	69	34,056
	주식수	18,079,003		18,079,003	10,772,402,000	288,005,000	11,060,407,000
2000	종목수	60	1	61	455	8	463
	매 수	10,106	8	10,114	33,629	269	33,898
	주식수	16,233,280	20,106	16,253,386	12,209,556,000	2,060,955,000	14,270,511,000
2001	종목수	73	4	77	438	8	446
	매 수	22,023	86	22,109	31,380	331	31,711
	주식수	36,397,838	113,546	36,511,384	11,237,301,000	2,094,095,000	13,331,396,000
2002.9	종목수	82		82	438	8	446
	매 수	13,559	5	13,564	31,278	349	31,627
	주식수	46,602,189	50,000	46,652,189	13,432,826,000	2,103,755,000	15,536,581,000

- 주: 1. 구분란의 주식수에서 채권의 경우에는 금액을 말함.
 2. 종목수란 분실사고 또는 위·변조가 발생한 회사별 유가증권별 발생건수의 전체합계를 말함.
 3. 매수란 사고가 발생한 증권의 권면수를 말함.
 4. 주식수는 사고가 발생한 매수에 해당하는 주식수나 금액(채권의 경우)을 말함.

자료: 증권예탁원

다소 줄어들고 있지만 주식수와 채권금액은 증가하고 있다. 이런 사고증권은 결국 법원의 제권판결을 통해 재발행되는데, 통상 분실신고 이후 제권판결까지 3개월 이상의 기간이 소요된다. 그러므로 분실사고자는 이 기간 중 양도, 담보제공과 같은 경제행위가 중단되어 그 피해는 무시할 수 없다고 본다. 또한 실물증권의 위조와 변조인 경우에도 해마다 증가하고 있어 실물증권을 거래 또는 취급하는 금융기관이나 개인들의 피해도 무시할 수 없다. 전자증권제도가 도입되는 경우 전자증권을 대상으로

한 사고증권의 발생은 원천적으로 불가능해진다. 이는 결국 유가증권거래의 신뢰성과 거래자의 경제적 편의성을 높이는데 기여한다고 말할 수 있다.

나. 시장참가자의 편익제고

현행 유가증권 실물발행제도 하에서는 비록 일괄예탁제도를 통한 주권불소지제도와 채권등록제도 등에 의해 실물불발행이 가능하더라도, 주식이나 일부 채권의 경우 권리소유자는 언제든지 실물증권의 발행을 요구할 수 있다. 그러므로 발행기관, 명의개서 대행기관, 증권회사 및 은행, 그리고 중앙예탁기관은 실물발행 및 유통을 전제로 한 업무절차가 불가피하다.

여기서는 현행의 실물발행에서의 발행소요기간을 살펴보고 시장참가자의 편익제고를 위해 전자증권제도가 도입되어야 하는 환경과 이의 도입효과를 집중적으로 살펴보고자 한다.

1) 발행기관의 발행소요기간 단축

전자증권제도가 도입되는 경우 발행기관의 유가증권 발행소요기간은 현행보다 줄어들게 된다. 그런데 이러한 발행소요기간 단축효과는 유가증권별로 상이하다. 주식의 경우에는 발행기간의 축소에 의한 발행소요기간의 단축효과가 높다. 채권의 경우에는 종류별로 다르게 나타난다. 현행 발행등록제도에 의해 발행되는 국고채, 회사채 등은 거의 차이가 없으나 실물발행이 이루어지는 국민주택채권이나 산업금융채권의 경우에는 그 효과가 매우 크다. 여기서는 주식을 중심으로 한 발행회사의 발행소요기간과 전자증권제도의 도입에 의한 단축효과를 분석하고자 한다.

발행회사가 주식을 발행하는 경우는 크게 코스닥등록법인을 포함한 상장법인과 비상장법인으로 구분될 수 있다.⁷⁵⁾ 상장법인의 주식발행 경우에는 최초공모(Initial Public Offering: IPO)와 유상증자(seasoned offering) 등이 있다.⁷⁶⁾ 먼저 최초공모를 하는 경우 상장예정법인(또는 코스닥등록예정법인)은 유가증권을 거래소상장(또는 코스닥등록)하기 위해서는 유가증권신고서에 대한 증권선물관리위원회의 승인과 거래소의 실질상장심사(또는 코스닥위원회의 등록심사)를 받아야 한다. 발행회사는 상장 또는 등록요건에 의해 명의개서대리인을 선임하여야 하며, 증권예탁원이 정하는 통일규격유가증권용지로 증권을 발행하여 상장하여야 한다.

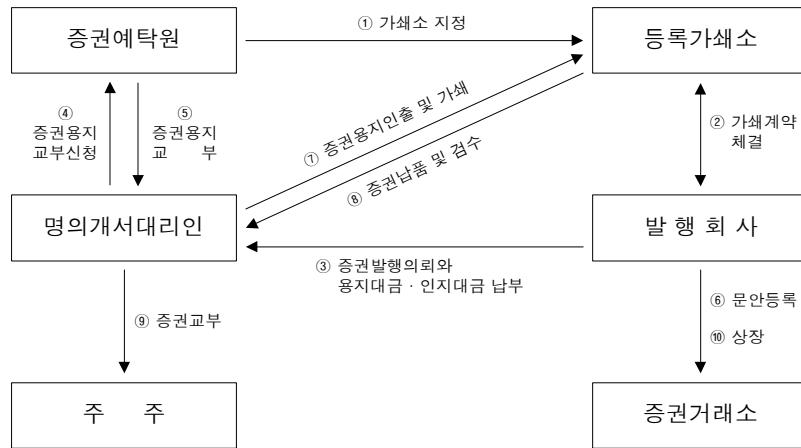
발행회사는 증권예탁원이 지정한 등록가채소와 가채계약 체결 후에 <그림 III-8>에서와 같이 증권납품 및 검수가 완료되면, 발행회사는 주권 교부예정일 2주전까지 증권거래소(또는 코스닥위원회)에 상장신청서를 제출하고 발행주권에 주주명부에 기재된 자를 주주로 기재하여 발행한다. 이 경우 통상 주권의 실물제조기간은 5일 정도의 준비기간이 소요된다.⁷⁷⁾ 그런데, 전자증권이 발행되는 경우 실물발행과 관련된 절차는 생략되므로, 발행회사는 최초공모에 소요되는 시간을 보다 단축할 수 있다.

75) 비상장법인이 주식을 발행하는 경우는 상장 또는 코스닥등록법인의 IPO 경우를 제외하고 나머지는 모두 유사하므로 비상장법인의 주식발행에 대해서는 생략하고자 한다.

76) 이외에도 전환주식, 신주인수권주식, 무상증자 등이 있으나 대부분 최초공모와 유상증자에 의한 절차와 유사하다. 그러므로 이들 발행 유가증권의 발행소요기간단축에 대해서는 생략하기로 한다.

77) 주식의 실물제조기간이 IPO청약 기간과 병행되어 처리될 수 있다고 생각할 수 있으나, 실제의 주권소요량은 청약과 청약대금의 납부 이후에 산정된다. 따라서 실물제조기간은 별도로 발생될 수밖에 없다.

<그림 III-8> 주식실물발행 절차



자료: 증권예탁원, 1995, 『증권예탁결제제도』, p. 729.

다음으로, 상장 또는 코스닥등록기업이 유상증자를 하는 경우 이사회 의 유상증자 결의 후 권리배정 기준일을 설정하고 명의개서 대행 기관에 신주발행계획을 통보한다. 현행 유상증자시의 발행 절차를 설명하면⁷⁸⁾, 명의개서 대행기관은 기준일 기준으로 주주명부를 폐쇄하고 실질 주주확정을 위해 일정기간(예, 10일 정도) 증권회사나 대주주로부터 증권소유내역을 통보 받아서 주주명부를 작성한다. 다음에 명의개서 대행기관은 이들 실질주주에게 유상증자내역을 통보하는데, 통상 2주간이 소요된다. 그리고 유상증자에 참여하는 주주로부터 청약관련 대금납입이 이루어지면 유상주식은 예탁된 주주에게는 예탁원 명의로 계좌이체되며, 실물소지 주주에게는 가채소에서 제조된 해당 실물이 지급된다. 이때 실물제조기간은 기업공개 상장시와 동일하게 통상 5일이 소요된다. 비록 전자증권제도의 설계방법에 따라 배정 기준일의 실질주주 확정기간이 대폭 달라지는 등 유상증자시의 발행기간은 다르게 축소될 수 있다.⁷⁹⁾

78) 이에 관해서는 다음을 참조바람. 증권예탁원, 2002, 『증권대행업무』, pp. 30-31.

그러나 어느 유형의 전자증권제도가 설계되더라도 실물발행에 의한 실물제조기간이 불필요하게 된다. 이에 따라 발행소요기간의 단축기간이 최소 5일 이상 줄어드는데는 차이가 없다.

그러므로 전자증권제도가 도입되는 경우 발행기업의 주식발행소요기간의 단축효과는 IPO나 유상증자 시에 최소 5일 이상이 발생함을 알 수 있다. 그런데 전자증권제도가 어떤 유형으로 설계 운영되느냐에 따라 이러한 발행소요기간의 단축효과는 큰 차이가 난다. 만일 중앙등록기관이 실질소유자명의방식으로 증권등록부를 관리하는 경우 이의 효과는 극대화될 수 있다. 왜냐하면 중앙등록기관이 실질소유자명의방식으로 증권등록부를 관리하는 경우 CP와 같은 유가증권은 당일발행 당일유통이 가능할 수 있기 때문이다. 또한 주식의 유상증자의 경우 동 방식 하에서는 실질주주확정이 특정일의 어느 특정시간대 가능하므로 다른 단축기간을 고려하지 않더라도 현행 실질주주확정에 소요되는 10일 정도가 1일 이내로 단축될 수 있다.

본 연구에서는 전자증권제도라는 자체만⁸⁰⁾을 고려하여 전자증권 도입시의 발행소요기간 단축효과를 최소한으로 제시한 것이다. <표 III-9>는 1995년부터 2002년 9월까지 연간 주식발행에 의한 자금조달액과 이의 발행소요기간이 줄어드는 경우의 금융기회비용 절감액을 나타낸 것이다.⁸¹⁾ 매년 자본조달 금액별로 금융기회비용 절감액은 차이가 있지만

79) 만일 전자증권이 도입되는 경우에는 기준일 이후 실질주주 확정기간은 전자증권제도의 도입유형에 따라 다소 차이가 있지만 전반적으로 축소된다. 예를 들어, 중앙등록기관에서 법적장부를 관리하는 경우, 실질주주확정은 실시간으로 가능하기 때문이다.

80) 이는 실질소유자명의방식 대신에 예탁자명의방식, 그리고 증권등록부의 운영기관에 영향을 받지 않는 일반적인 실물발행과 전자장부의 계좌이체에 의한 권리부여 효과만을 가정한 것이다.

81) 여기서 사용한 금융기회비용의 의미는 발행회사가 발행소요기간 이전에 소요자금을 미리 다른 재원으로부터 충당한 경우에 발생하는 비용 또는

시장 전체적으로는 무시할 수 없는 규모라 생각된다. 이러한 최소한의 금융비용절감은 결국 발행회사의 자금조달비용을 감소시키는 효과를 가져올 것이다.

<표 III-9> 주식발행에 의한 자본조달실적과 금융기회비용

(단위: 억원)

연도	자본조달실적			발행기간 단축일별 금융기회비용		
	기업공개	유상증자	합계	5일	10일	15일
1995	5,801	55,839	61,640	105	209	314
1996	13,914	36,515	50,429	85	170	256
1997	5,796	27,736	33,532	61	122	182
1998	2,992	136,334	139,326	286	572	858
1999	38,314	372,826	411,140	281	562	843
2000	25,507	117,978	143,485	101	202	303
2001	15,205	106,405	121,610	78	156	234
2002. 9	14,578	65,860	80,438	47	94	141

- 주: 1. 1997년부터 코스닥시장에서의 자본조달실적 포함.
 2. 1995-2001 기간에 대해서는 연평균 1일물 콜금리를 사용하고, 2002년은 월말 콜금리를 사용함(이에 관해서는 한국은행 홈페이지 참조).
 3. 금융기회비용의 계산: 조달금액×콜금리×자본조달단축기간/365
 4. 발행기간이 10일 이상 단축되는 효과는 유상증자에서 주로 나타난다. 그러나 최초공모의 자금조달규모가 크지 않으므로, 여기서는 모두 포함하여 계산함.

자료: 재정경제부, 2002. 3/4분기, 『재정금융통계』, p. 43.

조달금액을 발행소요 단축기간만큼 콜금리로 금융기관에 예치하는 경우 발생할 수 있는 기회수익의 손실을 의미한다.

2) 투자자의 투자위험축소와 투자자금의 조기회수

상장 또는 코스닥등록법인이 IPO나 유상증자를 하는 경우 투자자들은 이들 기업에의 청약과정 즉, 청약, 배정, 주금납부를 통해서 해당기업의 주식을 교부받는다. 그런데 개인, 기관, 법인 등의 투자자들이 주금납부에서 해당 주식을 교부받기까지는 보통 17일 정도가 소요된다.⁸²⁾ 투자자가 주식교부와 동시에 시장에서 거래를 통해 투자자금의 회수를 고려한다고 가정하자. 실시간으로 거래가 이루어지는 자본시장에서 17일간은 투자자입장에서 자산가격의 변동과 투자자금의 기회비용이 발생된다. 만일 신주나 IPO의 청약에 의한 투자수익률이 투자자금의 기회비용보다 높다면, 투자자의 청약에 의한 부(wealth)가 증대된다. 그러나 반대의 경우 투자자의 부는 감소하게 되어, 투자자들은 청약 또는 주금납부 당시와 주식교부시점 사이의 주식시장과 해당종목의 가격변동성에 민감한 반응을 보일 수 있다. 왜냐하면 동기간 동안 청약투자자들은 해당주식의 가격변동에 의한 시장위험⁸³⁾에 노출되기 때문이다. 특히, 이러한 반응은 기존주식이 상장되어 있는 유상증자 신주청약의 경우 더욱 그러하다.

<그림 III-9>는 1999년 1월부터 2002년 9월 기간동안에 거래소시장과 코스닥시장에서의 자금조달금액과 두 시장의 주가지수를 나타낸 것이며, <그림 III-10>은 동일기간 두 시장의 주가지수변동성을 월별로 표시한 것이다.⁸⁴⁾ 두 그림에서 나타난 특성을 보면, 첫째, 거래소시장과 코스닥시장에서의 주식을 통한 자금조달은 주식시장의 상황과 어느 정도 밀접

82) 이에 관해서는 다음을 참조바람. 증권예탁원, 2002, 전게서, pp. 30-33.

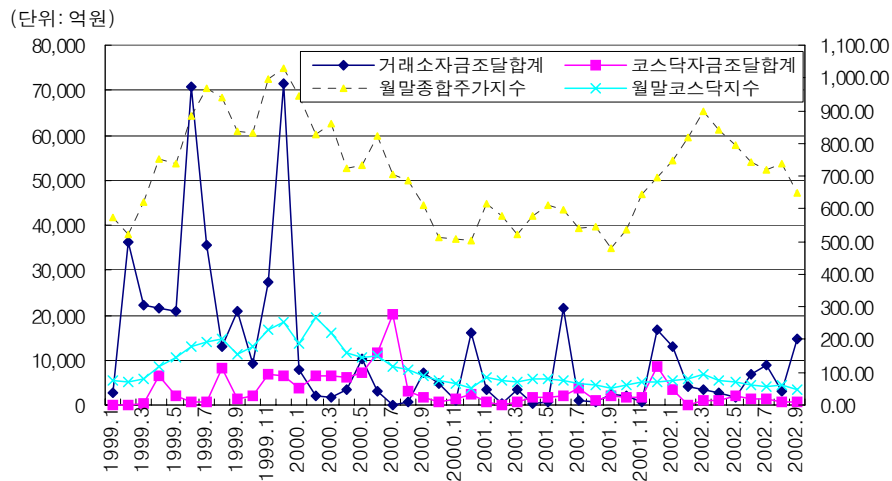
83) 시장위험이란 자산의 시장가격변동성 또는 자산가격수준의 불리한 움직임으로부터 손실을 입을 위험을 말한다.

84) 자금조달기업의 주가지료를 이용하여 이들 기업의 발행소요기간과 주가변동성을 직접 비교하는 것이 바람직하나, 본 연구에서는 이들 자본조달기업에 관한 자료입수 등과 관련된 여러 제약에 의해 대용치로서 주가지수를 사용하였다.

한 관계, 즉 주식시장이 상승하는 경우 대체로 자금조달이 늘어나는 특성을 지니고 있다. 둘째, 표본기간 동안 거래소시장의 변동성은 코스닥 시장보다 낮게 나타나고 있다. 비록 거래소시장의 경우 변동성변화는 크지 않지만 코스닥시장의 경우 조달규모가 많았던 1999년 11월에서 2000년 5월 사이에 변동성은 매우 높은 편이다. 이는 IPO나 유상증자에 참여한 투자자입장에서 볼 때, 청약투자자들이 시장변동성에 노출됨을 의미한다. 만일 청약에 따른 주금납부와 주식교부사이의 기간이 짧아지면 질수록 시장가격변동에 의한 위험은 상대적으로 작을 수 있다.

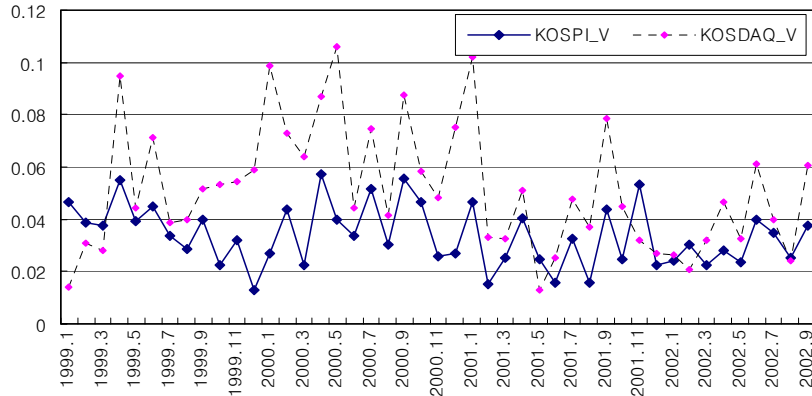
한편 청약투자자 중 일부는 투자자금의 조기회수를 원할 수 있다. 만일 전자증권의 도입으로 현재 주금납부에서 주식교부까지의 소요기간이 줄어드는 경우, 조기회수를 원하는 투자자가 부담하는 금융기회비용은 절

<그림 III-9> 자금조달기간 및 규모별 주식시장 움직임



자료: 1. 증권업협회, 『증권지』, 106-109호.
 2. 시장별지수는 DATASTREAM 자료임.

<그림 III-10> 자본조달기간별 주식시장의 월별 변동성



주: 월별 시장변동성은 해당월의 일별 최고치와 최저치를 이용하여 다음과 같이 정의함. 즉, 변동성 = (최고치-최저치)/[(최고치+최저치)/2]

약될 수 있다. 물론 소요기간의 단축으로 많은 청약투자자들이 현금화를 위한 주식매도가 앞당겨질 수도 있다. 그러나 이것은 어디까지나 해당 기업의 본질가치, 시장상황, 그리고 투자자의 자금투자기간의 선호에 의해서 정해지게 된다. 그러므로, 전자증권을 도입하는 경우 상장 및 등록에 따른 매도물량이 증대할 것이라는 우려는 설득력이 없다고 생각한다.

다. 결제안정성

증권거래에 있어서 결제기간의 단축은 결제위험의 축소를 가져와 결제안정성을 제고시키는 순기능을 한다. 물론 집중예탁제도에 의한 부동화단계에서도 결제기간의 단축이 가능하다. 어느 한 일방의 투자자가 거래시 현물인도 요구가 빈번한 경우, 증권거래이후 매매대조나 확인과정

에서 수작업이 존재하는 경우에 결제기간의 단축은 곤란할 수 있다. 그런데, 전자증권의 도입은 실물의 이동이 완전하게 배제되기 때문에 이들 문제를 근본적으로 제거할 수 있다.

여기서는 결제안정성 즉, 결제기간의 단축, 결제위험의 축소, 그리고 STP확대를 위해서 전자증권제도가 도입되어야 하는 환경과 이의 도입효과를 분석하고자 한다.

1) 결제기간의 단축 가능성의 제고

최근에는 기관투자자 및 국제간 거래량의 증가와 시장가격의 변동성이 커짐에 따라서 보다 짧은 결제기간의 필요성이 대두되고 있다. 왜냐하면 결제기간이 길어질수록 자산가격의 변동성이 커지고 이로 인한 결제불이행 가능성이 증가할 수 있기 때문이다. 더욱이 매매체결 이후 결제일까지의 미결제자금은 결제기간과 거래금액의 곱으로 표현할 수 있듯이, 미결제대금의 증가는 결제불이행의 가능성을 더욱 높이게 된다. 만일 결제기간이 줄어들면 미결제대금은 감소되어 결제불이행의 가능성이 낮아질 수 있다. 따라서 가능한 한 결제위험을 회피하고자 하는 투자자들의 요구를 수용하고 증권거래의 확대를 유도하기 위하여 결제기간의 단축노력이 세계적으로 이루어지고 있다.

G-30(1995), ISSA(2000), 그리고 CPSS와 IOSCO(2001)의 보고서는 결제기간(settlement cycle)을 최소한 T+3이내로 축소할 것을 권고하였다.⁸⁵⁾ 이 기준은 국제 표준으로 정착되어, 1996년 34개 FIBV회원국을 대상으로 한 조사에서 나타났듯이 67%인 23개 회원국이 T+3내의 결제기간을 채택하고 있다.⁸⁶⁾ 현행 우리나라는 T+2 결제기간 운영으로 국제기

85) 예외적으로 다른 국제기구와는 달리 ISSA의 2000년 권고안에서는 운영위험을 증가시키지 않는 형태에서의 T+1 결제기간 단축을 제시하고 있다.

구가 권고하는 결제기간(T+3이내)을 만족하고 있으나, 향후 T+1 결제기간이 국제적 정합성으로 채택될 것을 대비해서 사전 준비와 대처가 필요하다. 이는 세계증권산업의 급속한 환경 변화 속에서 자국 증권시장의 국제경쟁력을 제고하기 위한 경쟁적인 추진에도 알 수 있다.

현재 주요 국가별 결제기간의 단축 노력 현황을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 미국은 증권관리위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)의 주도 하에 SIA와 청산결제지주회사인 DTCC(Depository Trust and Clearing Corporation)가 실무를 담당하고, SIA 산하 증권업계 전문가들로 구성된 7개 소위원회를 설치하여 2005년 6월을 목표로 결제기간 단축을 추진중이다.⁸⁷⁾ 둘째, 일본은 대장성 장관의 자문기구인 금융심의회 산하 '증권결제시스템 개혁 워킹 그룹' 주도 하에 증권산업협회의 '증권결제제도 개혁 간담회'와 중앙예탁기관의 '결제조치 워킹 그룹'이 결제기간단축에 관한 실무를 담당하고 있다. 일본은 2003년 3월을 목표로 결제기간단축을 추진하였고, 미국과 보조를 맞추어 실시시기를 조정할 것으로 예상된다. 셋째, 기타 국가로서 영국은 2005년을 목표로 하고 있으며, 캐나다는 2004년 6월에 T+1 결제기간을 도입할 예정이다.

그런데, 결제기간이 T+1로 단축되기 위해서는 유가증권에 대한 실물 유통이 없는 전자증권제도의 실시가 가장 바람직하다. 물론 현행과 같은 실물발행제도에서 T+1의 결제기간 단축 자체가 불가능한 것은 아니다.

그러나 실물이 존재하는 부동화제도 하에서 결제기간 단축은 불완전하거나 제한적으로 운영될 수밖에 없다. 왜냐하면 비록 부동화에 의한 T+1 결제기간이 구축되었다 하더라도 어느 투자자가 실물인도를 원하는 경우 거래 익일에 증권과 대금의 동시결제(Delivery versus Payment:

86) 이의 자세한 내용은 다음을 참조바람. FIBV, 1996, "Clearing and Settlement Best Practices," p. 14.

87) SIA는 T+1 결제기간 시행시기를 당초 2004년 6월로 하였으나 2001년의 9. 11테러사건으로 1년후로 연장하였다.

DVP)가 불가능해질 수 있기 때문이며, 또한 비록 실물인도를 요구할 수 없도록 하는 결제제도가 구축되었다하더라도 실물을 원하는 투자자는 여전히 결제일의 계좌대체 후에 해당 유가증권의 실물발행을 요구할 수 있기 때문이다. 그러므로 부동화에 의한 결제기간의 단축이 가능하더라도 실물환경 하에서는 여전히 실물발행과 유통이 발생할 수 있는 한계가 존재한다.

따라서 결제기간 단축의 가장 바람직한 형태는 실물발행이 근본적으로 배제되는 전자증권제도의 구축 운영이며, 전자증권제도가 도입되지 못한 상황에서 부동화에 의한 결제기간 단축은 현실적인 대안에 불과하다.

2) 결제위험 축소와 STP의 확대

전자증권제도의 도입으로 결제위험이 감소되는 측면은 직접적인 경우보다 간접적인 경우가 대부분이다. 따라서 결제위험 감소효과는 부동화 상태에서도 구현이 가능할 수 있으나 근원적인 실물불발행에 의한 결제위험이 감소될 수 있는 몇 가지 측면을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 장부간 계좌대체가 아닌 장외시장에서와 같은 현물인수도에 의해 결제가 이루어진 경우이다. 현물인수도 결제에서 현물인수자는 현물인수와 동시에 대금을 지급하는 동시결제방식을 요구하게 된다. 비록 제한적이지만 현물인수자 입장에서는 유가증권의 위조, 변조 또는 도난과 같은 사고증권의 인수위험에 노출될 수도 있다. 그런데, 전자증권제도는 실물불발행에 따라 이런 위험발생은 근원적으로 해결할 수 있다.⁸⁸⁾

둘째, 자산의 가격변동성이 높은 시장에서 다른 모든 조건이 동일한

88) 물론 이러한 거래위험은 부동화에 의한 계좌대체로 해결할 수 있지만, 근원적으로는 실물불발행에 의한 전자증권 도입이 더욱 강력한 효과를 발생시킨다.

경우 결제기간이 짧으면 짧을수록 증권거래자 입장에서 결제불이행을 야기할 가능성은 줄어든다. 왜냐하면 결제기간이 짧아질수록 자산가격의 변동 가능성은 줄어들게 되어 결국 거래당사자들이 거래불이행을 행할 동기는 그렇지 않은 경우보다 감소하게 되기 때문이다. 만일 전자증권제도가 도입된다면 결제기간의 단축에 의한 가격변동성이 축소될 수 있다. 이 경우 전자증권제도는 증권결제위험을 축소시키는 효과를 발생시키게 된다.

한편, STP는 증권거래에 있어서 매매체결부터 결제에 이르기까지의 전 과정이 표준화된 자료형태(message format)를 통해 시스템간에 자동적으로 연결·처리되는 과정이다. 전자증권제도가 도입되면 발행단계부터 유통, 결제에 이르는 전 단계의 STP구축이 용이해진다. 비록 STP가 반드시 전자증권제도를 선결요건으로 하고 있지는 않지만 전자증권제도가 도입되는 경우 유통단계에서의 STP의 적용분야를 발행단계까지 확대시킬 수 있다.

특히, STP화가 앞서 언급한 T+1 결제기간의 단축과 공동으로 추진되는 경우, 결제위험의 감축은 물론 유통성의 증가를 가져오는데 크게 기여할 것으로 기대된다. 왜냐하면 STP는 거래량의 증가에도 불구하고 높은 결제율을 유지할 수 있게 하여 결제위험이 감축될 뿐만 아니라 유통성도 높일 수 있기 때문이다. STP는 또한 국제간 거래 시에도 시의 적절한 결제의 확보를 가능하게 하는 측면도 존재한다.⁸⁹⁾

89) STP에 의한 효율적이고 안전한 인프라 실현 요구는 자국내 시장에서만 그치지 않고 국제간 시장에서 더욱 절실하게 요구되고 있다. 국제증권거래가 매우 빠른 속도로 증가하는 상황에서 세계 각국의 다양한 결제제도와 결제처리과정은 국제간 증권시장 참가자에게 고비용·고위험을 수반시키고 있다. 즉, 국제증권거래에서는 업무절차가 서로 다르기 때문에 증권매매의 확인·결제과정에서 수작업 중심의 업무처리를 할 경우 많은 인력과 시간을 소요하게 되므로, 결국 시장참가자가 부담하는 거래비용을 증가시킨다. 또한, 메시지 전달방법에 있어서도 전화나 팩스 등에 의존하는 방식의 통

신네트워크의 미비는 운영위험(operational risk)을 증가시킬 수도 있다. 그리고 국가간 시차가 존재하는 상황에서 STP에 의한 자동화가 뒷받침되지 못하는 경우 결제시한내 결제처리도 어려워질 수 있다. 이를 반영하여, 현재 국제증권거래가 많은 지역을 중심으로 증권의 매매체결 후 결제에 이르는 전과정을 STP로 처리하려는 시도가 이루어지고 있다.

라. 증권산업의 경쟁력 강화

현행 실물발행을 계속 유지하는 경우 우리나라가 증권산업의 경쟁력을 높이는 데는 한계가 있다. 실물발행과 관련된 기관들의 실물교부, 실물예탁반환과 같은 업무들은 연중 발생하는 수작업으로써 시간 소비적인 성격을 지니고 있다. 만일 전자증권제도가 도입되는 경우 이런 번잡 업무는 사라지게 된다. 그러므로 해당기관은 인력을 보다 생산성이 높은 업무에 집중적으로 투입할 수 있다. 또한 실물발행이 이루어지는 체계에서는 장외거래 시에 현물결제로 인한 계좌간 대체기재가 어렵다. 만일 전자증권제도가 도입되는 경우 장외결제에 대한 계좌대체가 가능해진다. 이는 결국 장내 및 장외거래에 대한 전자거래의 기반을 제공하여 장내 시장과 장외시장간에 경쟁을 촉진할 수도 있다.

여기서는 증권시장의 경쟁력 강화를 위해서 전자증권제도의 도입이 적극 요구되는 환경과 이의 도입효과를 분석하고자 한다.

1) 후선 업무기관들의 업무변화

전자증권제도가 도입되는 경우 후선 업무기관으로서 기존 실물발행 업무관련 명의개서대리인의 역할에 큰 변화가 발생된다. 명의개서대리인의 주된 업무중에 하나인 유가증권에 대한 실물발행관리업무는 사라지게 된다. 그리고 기존 주주명부의 작성이나 배당금 지급과 같은 증권사무업무(corporate action)⁹⁰⁾, 권리행사관련 통지와 같은 대행업무만이 남게 된다. 그러므로, 프랑스, 영국, 스페인과 같은 나라에서는 명의개서대리인이라는 명칭 대신에 등록대행기관(registrar)이라는 용어가 대신 사

90) 명의개서업무도 증권사무업무에 포함될 수 있지만 실물증권이 존재하지 않는 전자증권제도 하에서는 실질적으로 명의개서업무가 불필요해진다.

용된다.

우리나라에서 전자증권제도가 도입되는 경우 현행 실물발행을 근간으로 하는 명의개서 대행기관의 역할 축소는 불가피하다고 말할 수 있다. 그러나 전장의 주요국 전자증권제도의 특성과 전자증권제도 운용시스템에서 살펴보았듯이, 각국의 등록대행기관의 역할은 매우 다양하다. 따라서 명의개서 대행기관 다시 말해 전자증권제도 하의 등록대행기관의 역할은 우리나라가 전자증권제도를 어떤 구조로 설계 운영되는가에 따라 달라지게 된다.

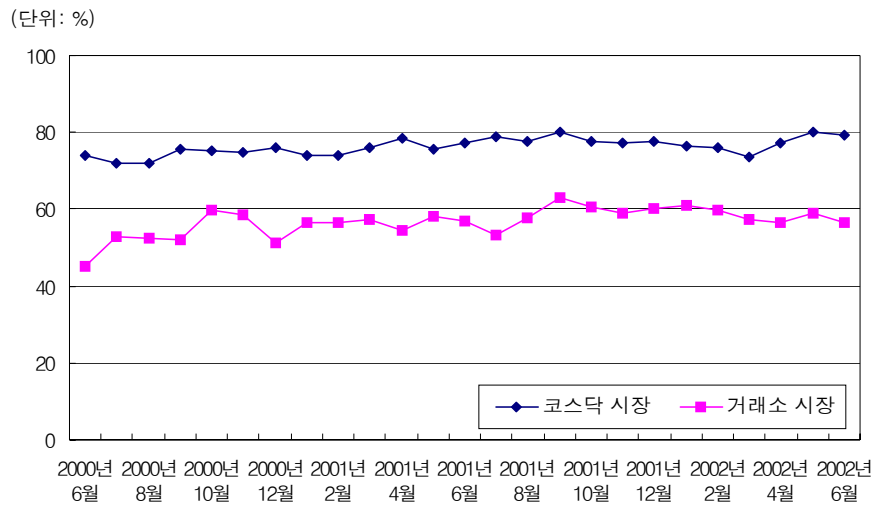
한편 실물소지 또는 실물요구 투자자와 거래하는 증권회사의 경우에도 전자증권제도의 도입에 따라 이들 증권회사의 기존 실물의 예탁반환과 관련된 업무는 불필요해진다. 증권회사 입장에서 실물의 예탁과 반환 업무는 매우 번거로울 뿐만 아니라 실물분실, 도난과 같은 사고위험에도 항상 노출된다. 전자증권제도가 도입되는 경우 증권회사는 이와 같은 증권회사의 실물예탁과 반환업무과정에서의 부담을 근원적으로 해소시킬 수 있다. 따라서 증권회사는 본연의 증권거래와 투자은행업무에만 전념할 수 있게 되어 생산성과 수익성을 제고할 수 있는 기회를 가지게 된다.

2) 전자거래의 기반 제공

온라인(on-line), ECN(Electronic Communications Network), 사설거래시스템(Proprietary Trading System: PTS) 등으로 이루어지는 증권의 전자거래는 직접적으로 정보통신기술의 발달에 기인하지만 간접적으로는 증권결제에 따른 실물이동의 불필요에 의해서도 가능해졌다. 왜냐하면 이들 전자거래에 의한 신속한 거래와 체결확인, 주문처리 비용의 절감과 같은 이점이 오프라인에 비해 상대적 또는 절대적으로 아무리 높다고 하여도 실물이동에 따른 결제위험이 수반된다면, 이들 전자거래의

활성화는 어렵기 때문이다. 증권거래에 있어 실물이동 억제는 부동화에 의해서도 해결이 가능하지만 가장 효율적인 수단은 전자증권제도이다. 만일 모든 유가증권이 전자증권으로 발행된다면, 상장 또는 등록된 유가증권은 물론이고 비상장 유가증권의 전자거래는 더욱 활성화될 수 있다. 왜냐하면 실물 유가증권이 발행되는 경우 상장 또는 등록 유가증권은 일부 부동화에 의해 전자거래를 수행할 수 있지만 비상장 유가증권의 전자거래는 실물이동에 따른 증권결제위험으로 인해 거래의 활성화가 제약받고 있기 때문이다.

<그림 III-11> 우리나라 주식시장에서의 온라인거래 비중



자료: 증권업협회, 2002, 『온라인 증권거래 실적』.

<그림 III-11>은 2000년 6월부터 2002년 6월 기간 동안에 우리나라 거래소시장과 코스닥시장에서의 전체거래에 대한 온라인거래 비중을 각각 나타내고 있다. 동기간 거래소시장의 온라인거래 비중의 평균이 56.6%인 반면 코스닥시장의 평균은 거래소보다도 높은 76.2%이다. 이들 시장에서의 증권결제는 계좌대체방식에 의해 이루어지므로 실물인수도에 의한 결제위험은 존재하지 않는다. 그러나 현재 비상장 유가증권의 거래는 실물인수도방식에 의한 결제가 이루어지고 있어서, 전자거래의 이용은 제약될 수밖에 없는 구조이다. 그런데 전자증권이 도입되는 경우 중앙등록기관의 계좌대체에 의한 증권결제처리가 가능해지므로 전자증권 대상 유가증권의 전자거래는 현행 실물발행제도에서보다 더욱 확대될 수 있다. 따라서 전자증권제도는 유가증권의 전자거래와 이에 따른 결제위험을 최소화시킬 수 있는 기반을 제공함으로써 비상장 유가증권의 전자거래 활성화에 기여할 수 있다. 또한 등록 및 상장 유가증권의 경우에도 증권시장에서 전자거래의 확대는 기존 조직화된 시장과 비조직화된 전자거래시장간에 경쟁을 야기시킬 수 있는 측면이 존재한다. 투자자나 발행회사입장에서 낮은 거래비용과 신속한 거래서비스를 제공하는 시장이나 거래시스템의 선호가 불가피한 추세임을 감안하는 경우 향후 전자증권제도는 증권시장에서의 커다란 변화를 초래할 가능성도 배제할 수 없다.

마. 금융정책 및 감독의 효율화

실물유가증권이 존재하는 체계에서 금융정책이나 금융감독기관은 유가증권에 관한 발행 및 유통정보를 관련기관에 서면요청 또는 실사 등에 의해 획득하는 것이 보통이다. 그러나 이런 체계는 정보수집에서의 오류가 누락이 발생할 가능성이 높으며, 자산가격이 급변하는 상황에서

는 수집정보의 시의성을 상실할 수도 있다. 만일 전자증권제도가 도입되는 경우 정책기관은 서면 또는 실사 없이도 중앙등록기관과의 연계에 의해서 이들 정보를 신속하고 정확하게 파악하여 금융정책, 감독정책 등을 효과적으로 수행할 수 있다.

여기서는 시장참가자 중 정책당국이나 감독당국의 효율적인 업무수행을 위해 전자증권제도가 도입되어야 하는 환경과 이의 도입효과를 살펴보고자 한다.

1) 금융시장의 자금흐름 및 금융자산의 건전성 파악용이

전자증권제도가 도입되는 경우 중앙등록기관은 주식, 채권, CP 등 유가증권의 발행내역은 물론 만기도래 유가증권의 상환물량을 손쉽게 일별 또는 실시간 기준으로 파악할 수 있다.⁹¹⁾ 또한 중앙등록기관은 유가증권 유통시장에서의 거래대금과 결제대금에 대한 일별 또는 실시간 파악도 용이하므로 필요시 금융기관별 유가증권 거래현황에 대한 분석도 가능하다. 이런 정보들은 통화량이나 물가를 관리하는 기관이나 금융기관의 자산건전성을 감독하는 기관에 매우 유용한 정책자료로 이용될 수 있다.

먼저 통화관리당국인 한국은행에의 유용성에 대해 살펴보자. 증권시장에서 주식, 채권 등의 발행을 통해 자금을 조달하려는 발행주체의 자금규모와 시기, 채권이나 CP 등의 만기도래 규모와 일정, 수익증권 발행 규모 등에 관한 정보들이 실시간 또는 일별로 통화관리를 담당하는 한

91) 전자증권제도의 설계모형에 따라 중앙등록기관이 이를 파악하는 시간대는 다르다. 예를 들어 중앙등록기관이 장부를 실질소유자명의로 관리하는 경우 해당 정보는 실시간으로 파악할 수 있다. 그러나 현행과 같이 예탁자명 의방식으로 장부를 관리하는 경우에는 중앙등록기관은 계좌관리자를 통해 해당 정보를 파악해야 하므로 다소 시간이 걸릴 수 있다.

국은행에 전달되는 경우 한국은행은 종래 보다 신속·정확하게 시중의 자금흐름과 기업자금사정을 파악하여 통화정책에 활용할 수 있다. 물론 현재 상기와 유사한 증권관련 정보들은 금융감독원을 통해 파악되고 있지만 자료작성 시기와 정확성, 자료생성의 한계가 존재하고 있다. 특히, IMF위기 이후 기업들이 자금조달을 간접금융보다는 직접금융으로 전환하려는 동기⁹²⁾가 점증하는 추세를 고려할 때, 직접금융시장에 대한 신속한 발행관련 정보들은 통화정책운영에 유용한 역할을 할 수 있다. 또한 유통시장에서 거래되는 결제대금에 대한 정보 또한 한국은행에 매우 중요하다. 왜냐하면 금융시장에서의 최종 대부자(lender of last resort)로서의 역할을 수행하는 한국은행은 간접금융시장뿐만 아니라 직접금융시장의 결제안정성도 유지해야 하는 책임이 부여될 수 있기 때문이다.

다음으로 금융기관에 대한 자산건전성을 감독하는 기관인 금융감독원에의 유용성을 보기로 한다. 금융감독원은 전자증권제도가 도입되는 경우 금융기관별 유가증권 보유내역과 규모, 유가증권 담보현황, 이들 자본자산들의 시가와 가격변동위험 등에 대한 정보들을 중앙등록기관으로부터 시스템적으로 입수할 수 있다.⁹³⁾ 이런 자본자산의 운영현황정보는 금융감독원이 해당 금융기관별 자산건전성을 평가하는데 유용하게 활용될 수 있다.⁹⁴⁾ 그러므로 종래 금융감독원은 금융기관에 대한 이들 정보들의 서면요청 또는 검사로부터 수집한 정보에 기초하여 자산건전성을 평가할 수 있었으나, 전자증권제도가 도입되는 경우 해당 금융기관별이나 금융산업별 자산운용의 건전성 등을 신속하게 평가할 수 있다.

92) IMF이후 기업들은 부채비율의 감소와 차입비용의 축소를 위해 종래 은행의 대출의존 방식에서 주식 등의 발행을 적극 선호하고 있다.

93) 상기 정보들은 한국은행 입장에서도 유용하다. 왜냐하면 자산가격버블은 인플레이션 압력을 증대시키고 버블 붕괴 시에 금융불안정과 실물경제의 불안을 심화시킬 수 있기 때문이다.

94) 자본자산의 가격변동에 따른 시장위험이 적절히 관리되지 못하는 경우 담보가치의 급락시 금융기관의 자산건전성에 심각한 위협요인이 될 수 있다.

그러므로 금융기관별 자본자산과 담보자산의 시장가치 평가정보를 통해서 금융감독원은 해당 금융기관은 물론 금융시장 전체의 자본자산에 대한 건전성을 일목요연하게 파악할 수 있게 된다.

2) 금융시장의 투명성 증대와 투자자 보호

앞서 언급하였듯이, 전자증권제도가 도입되는 경우 정책당국은 중앙등록기관을 통해 신속하게 금융시장간 유가증권을 통한 자금흐름의 총체적인 파악이 가능하다. 이에 따라 은행·증권·투신 등의 기관투자자는 물론이고 기업집단간 유가증권을 통한 자금이동 및 출자관계가 명확히 드러날 수 있다. 그러므로 현행 실물 유가증권 취급체계에서 파악하기 다소 곤란한 유가증권 거래내역에 대한 관리가 전자증권제도의 도입으로 가능해진다. 왜냐하면 비록 전자증권제도의 도입유형별로 이의 효과는 다소 차이가 있지만 이들 금융기관의 유가증권거래가 중앙등록기관 한 곳을 통해서 추적되거나 밝혀질 수 있기 때문이다. 이에 따라 전자증권제도는 금융기관들이 거래하는 유가증권 운영 및 관리에 대한 투명성을 증대시키고 이들 금융기관을 이용하는 고객과 투자자를 보호하는 순기능도 창출할 수 있다.

한편, 금융기관에의 자산운영 투명성에 추가하여, 전자증권제도의 도입은 대주주나 이의 관계인들의 우회적인 편법적 상속이나 증여에 대한 감시와 추적관리도 가능하게 한다. 또한 전자증권제도는 대규모 기업집단에 대해 계열회사간 주식이동과 상호출자, 주식처분 등이 일목요연하게 관리될 수 있도록 하여 계열회사간 불법적인 증권거래를 사전에 예방하는 것을 가능하게 한다. 이처럼 전자증권제도는 주식이동과 처분 등에 관한 체계적인 기록관리를 가능하게 함에 따라 금융시장의 투명성을 높이는 동시에 투자자 보호를 통해 시장의 신뢰도도 제고시킬 수 있다.

3) 공정거래유도와 공평과세기반의 구축

전자증권제도는 증권시장에서의 발행단계는 물론 유통과정에 이르는 전 과정을 신속하고 일목요연하게 발행회사별, 금융기관별로 파악하는 것을 가능하게 한다. 금융정책당국은 이들 정보를 활용함으로써 이들 발행회사나 금융기관들에 부과되는 각종 의무나 규제에 대한 확인 및 검사업무를 효율적으로 수행할 수 있다. 이에 따라 증권시장 참가자에게 부과되는 각종 규제(대주주 지분변동, 지분분산, 상호출자 등)가 시스템적으로 파악됨으로써 규제당국이나 정책당국은 이들 규제의 준수 여부를 신속히 확인할 수 있다. 그러므로 전자증권제도의 도입은 금융시장에서의 공정거래관행의 촉진과 함께 이의 정착을 앞당길 수 있는 기능을 제공한다.

한편, 전자증권제도는 현재 시행중인 금융종합과세제도의 미흡한 점을 보완하는 기능도 제공할 수 있다. 전자증권제도는 유가증권보유자가 수령하는 이자소득이나 배당소득 등에 관한 정보집계를 가능하게 함으로써, 유가증권보유자에 대한 음성적 소득의 사전 차단이 가능하다. 더욱이, 향후 자본이득에 대한 과세가 추진되는 경우, 자본이득에 대한 세원자료로도 효과적으로 이용될 수 있다. 따라서 전자증권제도는 유가증권의 취득, 보유, 처분에 이르는 전과정에 대한 소득원천 자료를 산출할 수 있도록 함으로써 조세정의에 부합되는 유가증권에 대한 공평과세를 가능하게 한다.

IV. 바람직한 전자증권제도의 도입을 위한 제언

1. 적절한 전자증권제도 유형선택
2. 사회적 인식의 제고
3. 중앙등록결제기관의 일원화
4. 등록대행기관의 경쟁화

IV. 바람직한 전자증권제도의 도입을 위한 제언

1. 적절한 전자증권제도 유형선택

우리나라에서 전자증권제도의 성공적인 정착과 바람직한 전자증권제도가 도입되기 위해 정책당국이 해결해야할 정책과제를 몇 가지 제시하면 우리나라 현실적 여건을 고려하여 적절한 전자증권제도 유형의 선택, 전자증권제도의 도입에서 나타날 일부 계층의 실명노출 우려에 의한 사회적 저항감, 유가증권등록기관의 분리 또는 통합문제, 등록대행기관의 단일화여부 문제 등이 바로 그것이다. 본 절에서는 이러한 정책과제 중은 전자증권제도가 도입되는 경우 어떤 전자증권제도의 유형이 우리나라 현실에서 가장 바람직할 것인가를 검토하고자 한다.

가. 적절한 전자증권제도 유형선택의 고려요인

전자증권제도는 각 나라마다 자국의 경제, 사회, 문화환경 등을 반영하여 다양하게 구축되고 있다. 우리나라에 어떤 전자증권제도의 유형이 바람직한가를 분석하기 위해서 고려해야만 할 사항들을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 우리나라의 경제사회가 어느 정도 투명화 되어 있고, 경제주체들의 투명의식이 얼마나 성숙되어 있는가의 관점이다. 스웨덴, 덴마크와 같은 나라들의 실질소유자명의방식의 전자증권제도 유형은 투명한 경제사회의식을 반영하고 있다. 이와 달리 프랑스는 예탁자명의방식의 전자증권제도 유형을 운영하고 있듯이, 프랑스의 경제사회 투명성은 이들 나라보다 다소 낮은 것으로 평가되고 있다. 전자증권제도의 설계에서 경제 사회 투명성은 매우 중요한 고려요인 중의 하나이다. 그런데 실

질소유자명의방식의 전자증권제도 유형은 일종의 ‘증권실명제’를 의미한다. 왜냐하면 상기 방식은 유가증권 소유자별 보유내역이 실시간으로 일목요연하게 파악되는 구조이기 때문이다. 또한 상기 방식은 유가증권을 통한 자금흐름의 파악과 과세도 가능하게 하며, 대주주의 변칙적 증여나 상속회피와 같은 불공정한 거래행위도 근절시킬 수 있다. 경제정의, 공평과세라는 측면에서 볼 때, 실질소유자명의방식의 전자증권제도가 바람직하다. 그러나 투명한 경제 사회기반에 대한 공감대가 없는 경우에는 많은 저항과 반발이 야기될 수 있다.

둘째, 어느 유형의 전자증권제도가 현행 금융거래관행이나 체계, 그리고 제도상 이해관계 상충정도를 최소화할 수 있는가 하는 점이다. 현행 우리나라는 은행, 증권, 보험부분이 전문화된 형태의 분업주의방식을 채택하고 있다. 그러나 스웨덴, 덴마크, 프랑스, 영국과 같은 유럽의 국가들은 겸영주의방식을 채택하고 있다. 이들 국가들의 계좌관리금융기관이 대부분 은행인 것은 바로 이에 기인한다. 그러므로 전자증권제도와 관련한 이들 국가의 계좌관리 금융기관은 우리나라 금융체계의 경우 증권회사로 보는 것이 타당하다. 현행의 금융체계와 관련하여 전자증권제도를 도입하는 경우 이해관계가 상충될 수 있는 부분은 명의개서 대행기관의 역할부여, 등록대행기관의 계좌관리기관 허용 여부, 국채와 주식에 대한 중앙등록기관의 일원화문제 등이다.⁹⁵⁾ 현재 명의개서업무는 증권예탁원, 국민은행, 하나은행(구 서울은행)의 3개 기관들과 자체 명의개서업무수행은행⁹⁶⁾으로 나뉘어 있는데, 전자증권제도 유형별로 이들의 등록관련업무와 권리행사대행업무에 대한 수정이나 조정이 요구된다. 또한 계좌관리기관은 통상 결제회원이나 청산회원을 지칭하는데, 유럽과는 다

95) 이에 관한 상세한 내용과 정책방향에 대해서는 다음절에서 기술하고자 한다.

96) 현행 증권거래소(증권업협회)의 상장(등록)규정에 의하면 발행회사는 명의개서 대행기관을 선임하게 되어 있으며, 예외적으로 은행들은 자체명의개서업무를 수행할 수 있도록 되어 있다.

른 금융체계를 채택하고 있는 우리나라의 경우 등록대행업무나 자체명의개서업무를 행하는 은행이 계좌관리기관으로서의 역할을 수행하는 것은 문제의 소지가 있다.⁹⁷⁾ 그리고 중앙등록기관의 경우 모든 유가증권에 대해서 통합하는 체계를 택할 것인지 국채중앙등록기관과 주식 및 채권 관련 중앙등록기관으로 나눌 것인가 하는 문제이다.⁹⁸⁾ 이처럼 유가증권 시장은 나라마다 금융체계, 관행, 역사 등에 의해 상이한 복잡성을 띠고 있어 이해관계자들의 상충문제는 전자증권설계에도 영향을 미치게 된다. 대표적인 예는 영국과 프랑스이다.

셋째, 어느 유형의 전자증권제도가 등록대행기관에게 발행등록 및 권리행사업무를 수행하도록 하여 등록대행기관간 경쟁성을 제고할 수 있는가 하는 점이다. 다른 요건을 무시하고 등록대행기관의 업무효율성 측면만을 고려한다면 스웨덴과 같이 중앙등록기관이 단일 등록대행기관만으로 존재하는 경우가 바람직할 것이다. 그러나 등록대행기관을 선택하려는 발행회사의 입장에서 볼 때는 등록대행기관이 제공하는 본연의 등록관련 서비스뿐 아니라 기타서비스(예, 경영상담, 여신제공 등)도 중요하다. 왜냐하면 중앙등록기관은 발행회사에 대해 다른 등록대행기관이 제공하는 기타 부가서비스를 할 수 없기 때문이다.

넷째, 어느 유형의 전자증권제도가 증권시장에 미칠지도 모를 부정적

97) 계좌관리기관은 중앙등록시스템에 직접 시스템적으로 연결된 중앙등록기관의 직접참가자이며 조직화된 증권시장에서는 결제회원이나 청산회원이 이에 해당한다. 우리나라 금융관행상 계좌관리자는 증권회사가 되며, 은행과 같은 등록대행기관은 계좌관리자가 될 수 없다.

98) 현재 국채의 중앙등록기관은 국채법 제8조 규정에 의해 한국은행이 담당하고 있다. 공사채등록기관은 공사채등록법시행령 제1조의2에 의해 증권예탁원, 산업은행, 국민은행, 중소기업은행 등 4개 기관으로 되어 있으나, 증권예탁원을 제외한 공사채등록기관은 자기발행채권에 대해서만 등록업무를 수행하고, 자기발행채권이라 하더라도 신규발행 분은 모두 증권예탁원에 등록 위탁하여 국채를 제외한 모든 채권의 등록업무는 사실상 증권예탁원으로 일원화되어 있는 상태이다.

효과를 최소화할 수 있는가의 관점이다. 만일 현행의 집중예탁제도 대신에 전자증권제도가 도입되는 경우 투자자들의 관심은 자신의 보유내역 또는 거래내역이 외부에 들어 나스가에 있다. 특히, 실질소유자명의방식의 전자증권제도가 도입되는 경우 투자자들은 이에 대한 상당한 거부감을 가질 수도 있다. 만일 증권거래의 익명성이 보장되지 않은 전자증권제도 유형을 설계하는 경우 거액투자자들이 증권시장을 이탈할 수 있는 부작용이 우려된다. 채권시장의 경우 부정적 효과는 더욱 클 수도 있다. 왜냐하면 현행 채권거래 관행은 무기명거래가 일반화되어 있고, 채권원부상의 소유자의 실명이 파악되지 않는 구조이기 때문이다. 이에 따라 급격한 채권거래위축이 야기될 수도 있다. 그러므로 투자자들의 증권거래에 대한 익명성 보장여부는 전자증권제도의 도입에서 고려해야할 요인 중에 하나가 될 수 있다. 비록 전자증권제도가 증권시장에 미치는 부정적 효과정도는 우리나라 경제 및 시장상황에 따라 상이할 수 있지만, 이러한 부작용을 사전에 피하는 지혜가 요구된다.

다섯째, 어느 유형의 전자증권제도가 이를 도입하려는 정부나 입법기관의 부담을 최소화할 수 있는가의 관점이다. 현행 금융관행의 존중이나 이해상충의 해소정도, 전자증권제도의 효율성 증대, 경제투명성 촉진 등은 전자증권제도의 도입 시에 고려해야만 하는 중요 정책사항이다. 전자증권제도 유형이 금융관행의 존중과 이해상충 해소에 보다 높은 가치를 부여하는 경우 정책기관의 부담은 낮아진다. 반면 전자증권제도 유형이 전자증권제도의 효율성과 경제투명성에 보다 초점을 둔다면 정책기관의 부담은 가중될 수밖에 없다.

나. 우리나라에 적합한 전자증권제도 유형분석

어떤 전자증권제도 유형이 우리나라에 가장 적절한가에 대한 비교분석은 전자증권제도 유형별로 지니고 있는 제반 환경 등의 요건과 우리나라 여건이 서로 합치되는 정도로 파악할 수 있다. 여기서는 완전한 전자증권제도의 특성을 지닌 스웨덴형, 덴마크형, 프랑스형⁹⁹⁾과 같은 전자증권제도 유형을 대상으로 살펴보고자 한다.¹⁰⁰⁾

첫째, 경제사회의 투명성 관점에서 우리나라의 여건은 매우 낮은 편인데 이와 부합되는 전자증권제도 유형은 프랑스형이다. 이는 프랑스형에서와 같이 예탁자명의방식을 채택하는 경우 중앙등록기관이 실시간으로 증권소유자의 내역을 파악할 수 없는데 기인한다. 중앙등록기관은 발행회사의 권리변동발생 시에만 특정시점의 권리소유자와 소유지분을 계좌금융기관이나 등록대행기관에 의뢰하여 파악하고 이 결과를 발행회사나 발행회사가 위임한 등록대행기관에 전달한다. 그러므로 중앙등록기관에 의한 투자자 소유내역의 실시간 파악과 같은 실명노출의 우려는 없다 하겠다.

둘째, 이해관계의 상충관점에서 우리나라는 스웨덴보다는 복잡성이 더하지만 프랑스와 같은 나라보다는 복잡성이 덜한 중간정도로 파악된다. 우리나라의 현재 여건과 부합되는 전자증권제도 유형은 프랑스형과

99) 혼합형의 전자증권제도 유형은 스웨덴형에서 실질소유자명의방식 적용, 중앙등록기관의 법적장부 관리와 프랑스형에서 등록대행기관간의 경쟁성 부여, 계좌관리기관은 물론 등록대행기관을 통한 중앙등록기관에의 등록등을 절충한 형태이다. 이에 대한 상세한 설명을 위해서는 다음을 참조바람. 한국증권연구원, 2000, 전게서.

100) 영국의 임의적 방식의 전자증권제도 유형은 현행 우리나라에서 채택하고 있는 집중예탁제도를 개선시키는 정도가 미흡하므로 현행 영국의 임의적 전자증권제도 유형은 제외하고자 한다. 왜냐하면 임의적 전자증권제도의 도입 시에는 현행 실물발행체계가 그대로 병존할 수밖에 없기 때문이다.

혼합형이다.

셋째, 등록대행기관의 경쟁성 관점에서 우리나라의 등록대행업무는 현재 3개 등록대행기관중심의 과점체제로 이루어지고 있지만, 자체명의 개서업무를 수행할 수 있는 은행들을 포함하면 숫자상으로 향후에는 보다 경쟁적이 될 수도 있다. 이러한 우리의 환경과 부합하는 전자증권제도 유형은 스웨덴형을 제외한 나머지 모형이지만 등록대행기관의 제 역할 부여를 고려하는 경우에는 프랑스형과 혼합형이 해당된다.

넷째, 증권거래의 익명성 차원에서만 보는 경우 프랑스형은 현행과 유사하여 큰 문제가 없지만, 스웨덴형을 포함한 다른 전자증권제도 유형은 실질소유자명의방식에 기인하여 증권거래의 익명성 보장이 곤란할 수 있다. 이러한 문제점을 피하고 전자증권제도의 효율화를 위한 장치로서 명의대리인제도가 스웨덴과 덴마크에서 선택된 이유중의 하나도 여기에 있다 하겠다.¹⁰¹⁾

다섯째, 우리의 경제 사회적 투명의식, 이해상충 해소정도 등을 고려하는 경우 전자증권 도입에 대한 정책당국의 부담은 프랑스형이 가장 낮다. 왜냐하면 프랑스형은 100% 부동화 단계에서의 실물불발행과 동일한 효과만을 나타내는 전자증권제도의 기본적 특성을 지니기 때문이다.

이상과 같이 전자증권제도 유형을 결정하는 경우 고려해야할 요인과 우리나라 여건을 요약 분석한 결과는 <표 IV-1>에 나타나 있다.

101) 명의대리인제도의 도입에 관해서는 다음절에서 상세히 논하고자 한다.

<표 IV-1> 전자증권제도 유형의 요건과 우리나라 현황

전자증권제도 유형의 고려 요인과 우리나라 현황		전자증권제도 유형			
		스웨덴형	프랑스형	혼합형	덴마크형
경제사회의 투명성	요 건	고	저	고	고
	우리 여건	저			
금융체계에 기인한 이해 상충 해소	요 건	최저(검영)	고(검영)	중(검영)	저(검영)
	우리 여건	중(분업)			
등록대행기관의 경쟁	요 건	없음	고	중	저
	우리 여건	중(과점체계)			
증권거래의 익명성	요 건	최저	고	최저	최저
	우리 여건	고(높은 것을 선호)			
정부 및 입법 기관의 정책적 부담	요 건	최고	저	고	고
	우리 여건	저(낮은 것을 선호)			
평 가		전자증권제도 유형별 고려요인과 우리나라 현황만을 고려하는 경우 프랑스형이 가장 적합함. 투명한 경제사회구조의 정착노력과 이의 부작용 해소방안(예, 명의대리인제도 도입 등)을 함께 추진하는 경우 혼합형도 도입 가능			

다. 본 연구의 제언

전자증권제도의 도입모형과 관련하여 그동안 우리나라 일부에서 제기한 전자증권제도 유형은 스웨덴형 또는 스웨덴형보다도 더욱 이상적인 형태¹⁰²⁾이었다. 모든 조건이 동일하다는 전제 하에서 전자증권제도

102) 스웨덴의 중앙등록기관은 법적으로 복수경쟁체계이다. 그러나 한국증권연구원(2000)과 한국금융연구원(1998)이 제안한 전자증권제도의 설계모형에

유형만의 효율성을 따진다면 스웨덴형의 전자증권제도 유형이 가장 뛰어나다. 그렇지만 스웨덴과는 경제, 사회적 환경, 금융체계 및 금융관행이 판이한 우리나라 현실에서 스웨덴형이 과연 최적으로 적합한지에 대해서는 이론의 여지가 많다. 어느 형태의 전자증권제도 유형이 우리나라에 바람직한가에 대해 판단하려는 경우 간과되어서는 안될 기본원칙이 있다. 이는 어떤 전자증권제도 유형이 전자증권제도의 도입효과를 극대화시킬 수 있다 하더라도 해당 전자증권제도의 설계유형은 우리나라의 제반 고려사항에 부합되어야만 한다.

현재 우리나라의 경제, 사회환경, 금융관행을 함께 고려하는 경우 프랑스형이 우리나라에 가장 적합한 전자증권제도 유형이 될 수 있다. 왜냐하면 프랑스형은 실물발행이 없다는 점을 제외하면 현행 우리나라 예탁자명의방식의 집중예탁제도와 많은 점에서 유사하여 현행 체계를 그대로 유지하면서 손쉽게 도입될 수 있는 전자증권제도 유형이 될 수 있기 때문이다. 그러나 우리나라가 미래지향적인 입장에서 투명한 경제사회의 조기정착은 물론 전자증권제도의 효율성에도 중점을 두는 경우 혼합형과 같은 전자증권제도 유형이 고려될 수 있다. 혼합형이 우리나라에 적합하기 위해서는 실질소유자명의방식의 적용에 따른 실명노출우려와 증권시장에 대한 부작용 해소방안이 사전에 강구되어야 함은 물론이다.

서 중앙등록기관은 법적으로 독점체계를 인정하고 있다. 특히 스웨덴형과는 달리 실질소유자명의방식의 적용에도 불구하고 명의대리인제도가 고려되지 않은 매우 이상적인 형태이다.

2. 사회적 인식의 제고

전자증권제도의 도입 시에 가장 커다란 장벽 중의 하나는 유가증권 소유자들의 실물 선호사상이다. 예를 들어, 미국의 연방정부발행 국채는 전자증권으로 발행되고 있으나 주식과 같은 다른 유가증권은 아직도 관행적으로 실물을 발행하고 있다. 미국 증권산업협회와 DTC의 자료에 따르면, 미국은 전자증권제도 도입의 필요성 인식에도 불구하고 도입을 주저하였으나 최근 기관투자자들의 거래량 폭주가 예상됨에 따라서 T+1 결제일 도입을 위한 준비와 함께 완전한 전자증권제도의 도입을 준비중에 있다.¹⁰³⁾ 전자증권제도를 도입한 대부분의 나라들은 전자증권제도 도입직전 중앙예탁기관에의 집중예탁비율이 90%를 상회하였으나, 2002년 9월 현재 우리나라의 증권예탁원예의 집중예탁은 상장 및 코스닥등록주식이 81% 정도이다. 집중 예탁되지 않은 나머지 부분은 대주주와 일반 개인들이 실물로 직접관리하고 있는데, 현행제도 하에서 더 이상 집중예탁비율을 높이는 데는 한계가 있다. 만일 전자증권제도가 도입되면 이들 실물보유자들의 반발이 있을 수 있다. 무엇보다 실명노출 우려에 대한 보완대책이 병행되지 않고 실질소유자명의방식의 전자증권을 도입하는 경우 일부 계층의 저항과 이로 인한 부작용이 예상될 수 있다. 그러므로 여기서는 어떤 전자증권제도 유형을 채택하더라도 발생할 수 있는 사회적 저항감을 해소함과 동시에 전자증권제도의 성공적인 정착을 위한 정책방안을 제시하고자 한다. 이를 위해 먼저 우리나라 일부 계층의 실물 선호동기와 이의 정당성 여부를 살펴보고 실명노출우려를 방지하는 대책으로 스웨덴, 덴마크, 영국, 미국, 캐나다 등에서 사용되는 명의대리인 제도를 집중적으로 살펴보고자 한다.

103) 이에 관해서는 각각 다음을 참조바람. SIA, Jun. 2000, op. cit.; DTCC, Jul. 2000, "Paving the way to Straight-Through Processing: A White Paper to the Industry on T+1"; DTC, Oct. 2001, op. cit.

가. 일부 계층의 실물 선호동기에 대한 분석

일부 계층의 사회적 저항우려에 의해 전자증권제도의 도입이 지연되는 것은 우리나라 자본시장에 바람직하지 못하다. 왜냐하면 언제까지 전자증권제도가 제공하는 여러 편익과 국내자본시장의 경쟁력 제고효과를 외면할 수 없기 때문이다. 일부 계층의 사회적 저항과 관련된 문제는 이들 실물을 선호하는 계층의 실물보유 이유는 무엇이고 그 이유가 정당화될 수 있는가에 있다. 왜냐하면 이들 이유가 합리적인 경우 이를 해결하는 전자증권제도 유형의 구축이 가능할 수 있기 때문이다. 대주주와 개인들이 실물을 보유하려는 몇 가지 이유를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 이들은 자신의 보유내역이 외부에 노출되는 것을 꺼리는데 있다. 동일한 조건이라면 투자자는 자신의 금융자산 및 거래내역이 외부로 드러날 수 있는 구조보다는 그렇지 않은 것을 선호한다. 현행 집중예탁 방식 하에서 투자자의 유가증권 보유내역은 투자자가 거래하는 증권회사에서만 알 수 있고 중앙예탁기관인 증권예탁원에서는 직접 파악할 수 없는 구조이다. 그럼에도 불구하고 대주주나 일부 개인들은 장내거래 필요시를 제외하고는 중앙예탁기관에의 예탁 대신에 직접 실물을 보관하고 있다.¹⁰⁴⁾

둘째, 실물을 자체 보관하려는 또 다른 이유는 금융기관으로부터 대출을 받는데 요구되는 담보제공에 있다. 현행 은행과 같은 금융기관들은 유가증권을 담보로 여신을 제공할 때 증권회사의 잔고증명이나 증권예탁원의 실질주주등재증명에 대한 질권설정 대신에 차입자에게 실물담보

104) 일정비율(예로, 5%이상) 지분을 보유한 대주주나 최대주주는 증권거래법에 의해서 지분변동을 보고하도록 하고 있다. 그렇지 않은 실물소지 주주의 경우 이들에 대한 유가증권 보유내역은 주주명부 작성 시를 제외하고는 외부기관에서 파악되기가 곤란하다.

를 요구하고 있다. 이는 금융기관들이 증권회사나 증권예탁원의 증명에 대한 질권설정의 복잡성에도 그 원인이 있지만 실물점유에 따른 법적 효력을 더욱 중시¹⁰⁵⁾하는데 기인한다. 그러므로, 금융기관으로부터 대출을 받으려는 예탁자는 담보제공을 위해 중앙예탁기관에 실물반환을 청구하게 된다.

셋째, 실물보관의 이유로서 증권의 양도, 증여의 편리이다. 장외시장에서 유가증권을 양도하는 경우 장외시장 성격상 당일 실물인수 및 현금결제방식이 적용됨에 따라 거래자는 실물을 선호할 수 있다. 그런데, 이런 실물보유동기 중에 일부 대주주들의 변칙증여나 변칙상속을 위한 실물보유도 존재할 수 있다.

이상과 같은 실물보유동기 중에서 담보제공이라든지 장외거래의 편리는 전자증권제도의 도입에 영향을 받지 않고 오히려 그 기능이 확대될 수 있다. 예를 들어, 전자증권제도에서 중앙등록기관이나 증권회사와 같은 계좌관리자가 담보계좌를 설정하여 질권관리를 하는 경우 실물담보동기는 사라진다. 또한 거래당사자가 계약이행사항을 계좌관리자에게 통보하여 이에 기초한 증권소유자의 변경내역을 처리한다면 현행의 실물보유에 의한 장외거래의 편리성이라는 동기는 사라지게 된다. 무엇보다 일부 대주주의 변칙증여나 변칙상속과 같은 실물보유의 부작용, 그리고 실물보관에 따른 분실이나 도난 등에 대한 근원적인 예방이 가능하다.

그러나 실물선호동기 중에서 증권보유자의 실명노출에 대한 우려는 전자증권제도의 도입 시에 더욱 커질 수 있다. 현재 실물발행제도 하에서 이들 대주주가 실명이 아닌 다른 사람의 명의로 주식을 보유하고 본인의 이름으로 명의개서하지 않거나 차명으로 실물을 보유하고 있어도 법적 소유자로서의 인정을 받는데 별로 제한이 없다. 그러나 전자증권제도 하에서 권리소유나 이전이 증권권리자의 명의로 되기 때문에 증권소

105) 이를 “자격수요적 효력”이라 칭하기도 한다.

유자는 반드시 본인의 실명으로 등록해야만 한다. 그러므로 전자증권제도가 도입되는 경우 증권소유자의 실명노출우려에 대한 거부감은 충분히 예상될 수 있다. 우리나라 투자자들의 실물선호 동기와 관련한 현행 집중예탁방식과 전자증권제도와와의 관련성을 요약하면, <표 IV-2>와 같다.

<표 IV-2> 실물선호 동기별 현행 예탁체계와 전자증권제도 비교

구분	실물선호 동기별 증권등록체계		비고
	현행 집중예탁제도	전자증권제도	
실명노출우려	<ul style="list-style-type: none"> - 대주주 등의 실물예탁 참여 거부 - 예탁단계에서 실명노출의 방지효과가 존재하여 대부분 투자자들은 집중예탁에 참여하는 상황임. 	<ul style="list-style-type: none"> - 실질소유자명의방식 적용 시 실명노출로 대주주들이 참여 거부 가능 - 예탁자명의방식 적용 시 집중예탁 투자자의 참여는 불변 	실질소유자명의방식을 채택한 국가들에서도 실명노출방지 제도를 병행하고 있음.
담보제공	<ul style="list-style-type: none"> - 현행 예탁체계에서 질권 설정의 복잡성과 실물점유의 법적 효력에 의해 실물담보 관행이 지속 	<ul style="list-style-type: none"> - 중앙등록기관의 담보계좌 및 처분제한에 의해 실물담보가 불필요해짐 	전자증권제도 도입 시 담보제공과 양도편리에 의한 실물보유 동기는 사라짐.
양도편리	<ul style="list-style-type: none"> - 장외거래 시 실물인수 관행에 기인 - 변칙상속 및 증여 가능 	<ul style="list-style-type: none"> - 장외거래 시 현행 예탁체계보다 오히려 편리 - 변칙증여 및 상속 부작용 근절 가능 	

나. 명의대리인제도의 특성과 필요성

유가증권 소유자의 실명노출우려는 전자증권제도를 어떻게 설계하는가에 따라 매우 상이할 수 있다. 프랑스형과 같은 예탁자명의방식의 전자증권제도 유형에서는 증권보유자의 실명이 중앙등록기관에 나타나지

않는다. 이와 달리 스웨덴형, 덴마크형, 그리고 혼합형과 같은 실질소유자명의방식의 전자증권제도 유형에서는 증권보유자의 보유내역이 실시간으로 중앙등록기관에 나타난다. 그러나 이들 나라에서도 유가증권 소유자가 자기명으로 증권계좌를 개설하는 대신에 명의대리인(nominee)의 이름으로 증권계좌를 개설하는 경우 중앙등록기관은 실시간으로 명의대리인계좌를 선택한 증권소유자의 보유내역을 알 수 없다. 왜냐하면 명의대리인은 증권소유자의 보유내역을 중앙등록시스템에 자신명으로 보유한 수량만 등록하기 때문이다.

명의대리인이란 실질주주인 고객의 유가증권을 중앙등록기관 또는 중앙예탁기관에 자신명으로 등록하는 금융기관을 말하는데, 보통 보관은행이나 증권회사 등이 여기에 해당한다. 만일 증권소유자가 명의대리인계좌를 선택하는 경우 명의대리인은 해당 유가증권의 법적 소유주가 되어 증권소유주명부에도 자신명으로 등재된다. 이에 따라 이자, 배당, 의결권, 그리고 기타 권리행사관련 발생 시에 명의대리인은 고객 대신 이들 권리를 직접 행사하고, 이들 권리사항을 실질주주인 고객에게 배분하는 역할을 수행한다.¹⁰⁶⁾

전자증권제도를 운용하는 국가 중 프랑스를 제외하고 스웨덴, 덴마크, 영국 등과 같은 나라에서는 명의대리인제도를 두고 있다. 흥미로운 사실은 실물발행에 의한 집중예탁제도를 운영하는 미국, 캐나다와 같은 나라들도 명의대리인제도를 두고 있다는 것이다. 이는 예탁자명의방식이 예탁단계에서 명의대리인의 효과를 지니고 있음¹⁰⁷⁾에도 불구하고 명의

106) 실질주주가 주주총회에서 의결권을 행사하고자 하는 경우 국가마다 다소 상이하지만 해당 실질주주는 명의대리인으로부터 위임장을 받아야만 의결권 행사가 가능하다.

107) 예탁자명의방식의 경우 중앙등록기관이나 중앙예탁기관의 계좌에는 실질주주명 대신에 계좌관리기관이나 등록대행기관명이 나타난다. 그러므로 일부에서는 예탁자명의방식이 명의대리인계좌와 동일하다고 말하고 있으나 사실 이들 개념은 분명히 다르다. 이들 방식은 중앙등록기관이나 중앙

대리인제도가 없는 경우 주주명부 상에 증권소유자의 실명노출이 불가피한 점을 배려한 것으로 볼 수 있다. 주요국의 명의대리인제도와 관련된 특성을 몇 가지 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 스웨덴의 경우 명의대리인은 중앙등록기관인 VPC 시스템에 보유증권을 자신명의로 등록하고 자신의 보관시스템에서는 이를 고유계정과 고객계정으로 별도로 분리하여 관리하고 있다. “금융수단계좌법(financial instruments accounts act)”에 따르면, 명의대리인은 실질주주에 관한 정보를 중앙등록기관에 제공하도록 하고 있다.¹⁰⁸⁾ 이에 따라 VPC는 발행회사별로 500주 이상 소유한 실질주주명단을 명의대리인에게 적어도 일년에 두 번 보고하도록 하고 있다.

둘째, 프랑스는 다른 전자증권제도 도입국가와는 달리 명의대리인제도를 허용하고 있지 않다. 이는 프랑스가 예탁자명의방식의 전자증권제도를 운용하는데 따른 것으로 생각할 수 있다. 왜냐하면 프랑스의 경우 중앙등록기관의 예탁계좌에는 계좌관리금융기관명이나 발행회사명외에 수량만이 나타나므로, 이 단계의 예탁계좌는 명의대리인계좌와 동일한 효과를 나타내기 때문이다. 그러나 명의대리인제도가 없는 경우 주주명부 작성과정에서 증권소유자의 실명이 노출된다는 사실을 고려할 때, 프랑스가 명의대리인제도를 허용하지 않는 것은 흥미롭다 하겠다.

셋째, 미국은 실물발행이 이루어지는 나라로서 중앙예탁기관이 예탁자명의방식으로 예탁계좌를 관리함에도 불구하고 명의대리인제도를 허용하고 있다. 미국의 명의대리인제도는 스웨덴과는 달리 두 가지 유형이 있는데, 중앙예탁기관이 정기 또는 필요시 실질주주명을 파악할 수 있는

예탁기관단계에서는 동일한 효과를 지니고 있지만 주주명부작성상에 현격한 차이가 있다. 즉, 예탁자명의방식을 적용하는 경우 주주명부에는 실질소유자명외가 나타나지만, 명의대리인방식을 적용하는 경우에는 주주명부에도 소유자명의 대신에 명의대리인 이름이 나타난다.

108) 이에 관해서는 다음을 참조바람. ISSA, Feb. 2002, op. cit.

NOBO(non-objecting beneficial owners)¹⁰⁹⁾와 실질주주명을 파악할 수 없는 OBO(objecting beneficial owners)가 바로 그것이다. 명의대리인인 보관은행이나 증권회사를 이용하려는 투자자는 이들 유형을 자유롭게 선택할 수 있는데, 명의대리인은 자신이름 대신에 중앙예탁기관의 명의대리인이름(Cede & Co)으로 법적장부에 등재된다.¹¹⁰⁾ 따라서 미국 기업의 주주명부에는 실질주주명의, OBO 및 NOBO에 대한 Cede & Co명의가 나타나게 된다.

<표 IV-3> 스웨덴과 미국의 명의대리인제도 특성 비교

구 분	스웨덴	미 국	비 고
투자자의 법적장부에 등록 또는 등재	중앙등록기관의 등록부에 실명 등록 또는 명의대리인명의 등록방식	주주명부에 실명 또는 Cede & Co 명의로 등재	Cede & Co는 DTC의 명의대리인 이름임
명의대리인의 유형	NOBO	OBO 또는 NOBO	보관은행이나 증권회사가 명의대리인 역할 수행
중앙등록(예탁)기관과 명의대리인과의 정보관계	중앙등록기관은 정기 또는 필요시 명의대리인에 실질주주내역에 관한 정보 요구	NOBO에 대해서만 정보 요구 가능	OBO의 경우 명의대리인만 실질주주내역을 알 수 있음.
명의대리인과 실질주주와의 관계	명의대리인은 실질주주에 대해 각종 증권사무업무(corporate action)를 수행하므로 명의대리인 고객에 대해 일종의 등록대행기관의 역할 수행		발행회사에 대해 명의대리인이 주주로서 행사
동일 유형 적용국가	덴마크, 영국 등	캐나다 등	프랑스는 명의대리인제도 비채택

109) NOBO와 명의대리인과의 관계에 대해서는 SEC rule 14a-101을 참조바람.

110) 스웨덴과 같은 나라들의 명의대리인은 자신이름으로 법적장부인 중앙등록기관의 장부에 등록된다. 그러나 흥미롭게도 미국의 명의대리인은 중앙예탁기관 명의대리인 이름으로 법적장부인 주주명부에 등재된다.

이상에서 살펴본 주요 나라의 명의대리인제도의 특성을 요약하면 <표 IV-3>과 같다. 그런데 실질소유자명의방식의 전자증권제도를 운영하는 스웨덴이 명의대리인제도를 허용하고, 예탁단계에서 명의대리인의 효과를 나타내는 예탁자명의방식의 집중예탁제도를 운영하는 미국이 NOBO는 물론이고 OBO까지 허용하고 있다는 사실은 우리나라에 매우 큰 시사점을 준다고 할 수 있다. 명의대리인제도는 투자자는 물론 명의대리인, 그리고 자본시장 발전에도 도움이 되는데, 이를 몇 가지 관점에서 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 명의대리인제도는 투자자에게 거래의 익명성을 제공한다. 이는 자본거래에서 중요한 의미를 지닐 수 있는데, 스웨덴의 명의대리인 허용이 이를 잘 말해준다고 볼 수 있다. 명의대리인제도에 의한 거래의 익명성은 미국의 OBO가 아닌 한 어느 정도 제한이 된다. 왜냐하면 NOBO의 경우 등록 또는 예탁단계와 주주명부작성에서 익명성이 보장될 수 있지만 중앙등록기관은 필요시 언제든지 명의대리인의 고객계좌에 대한 정보를 요구할 수 있기 때문이다.

둘째, 예탁자명의방식의 전자증권제도에서는 별 차이가 없지만 실질소유자명의방식의 전자증권제도 하에서 보관은행이나 증권회사는 고객들이 자신들의 명의를 선택하는 경우에 대고객서비스가 더욱 용이할 수 있다. 명의대리인 고객에 대한 소유권 변동은 명의대리인 자신들의 내부보관시스템에서 일어나므로 소유권 변동절차가 간편하다. 권리행사 또한 고객을 대신해서 명의대리인이 행사하고 이를 자신의 명의대리인 고객에게 재배분한다. 그러므로 명의대리인은 비록 자신들이 등록대행기관이 아니더라도 이들 고객에 대해서 일종의 등록대행기관으로의 역할을 수행한다고 말할 수 있다. 이와는 달리 명의대리인을 선택하지 않은 일반고객인 경우 이들 금융기관은 소유권 변동 내역을 일일이 중앙등록기관에 보고하고 이를 기초로 고객계좌를 관리해야 하며 권리행사는 등록대

행기관이 전적으로 수행한다. 따라서 보관은행이나 증권회사는 일반 고객보다 명의대리인 고객에 대해서 보다 강화된 서비스를 제공할 수 있게 된다.

셋째, 명의대리인제도는 자본시장에서의 M&A거래를 활성화시켜 자본시장의 발전에도 큰 기여를 할 수 있다. 자본시장에서 M&A가 일어날 때, 명의대리인은 자체의 정보분석능력에 기초하여 실질주주입장에서 유리한 권리행사를 하는 것이 보통이다.¹¹¹⁾ 그러므로 주주입장에서 유리한 M&A는 명의대리인들로부터 지지를 얻어내는 것이 용이해질 수 있다. 이는 M&A의 성사에 매우 중요한 역할 중의 하나가 될 수 있다. 이러한 M&A의 활성화는 시장의 힘에 의한 자율적인 구조조정을 야기 시키므로 자본시장의 경쟁력 제고에도 도움이 될 수 있다.

다. 본 연구의 제언

실물선호사상이 높은 우리나라의 경우 명의대리인제도는 전자증권제도의 도입과정에서 실명노출우려로 발생하는 사회적 저항감과 증권시장에 미치는 부작용의 많은 부분을 해소시킬 수 있다고 본다. 그렇지만 우리나라의 법과 제도는 명의대리인제도의 도입과 상충되고 있다. 현행 “금융실명법”에 의하면 명의개서는 실질주주에 의해서만 가능하도록 하고 있다. 그러므로 명의대리인제도가 원천적으로 금지되어 있다¹¹²⁾고 볼 수 있다. 현행 우리나라는 예탁자명의방식으로 집중예탁제도를 운영하고

111) 명의대리인은 보통 주주명부상의 주주로서 행동한다. 다만 실질주주가 별도의 의결권을 행사하려는 경우 명의대리인으로부터 위임장을 받아서 의결권을 행사할 수 있다.

112) 이에 관해서는 금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률 제2조 1항 및 제3조 1항 참조

있다. 앞에서 살펴보았듯이, 이 방식은 예탁단계에서는 일정부분 명의대리인의 효과를 나타낼 수 있다. 이에 근거하여 명의대리인제도가 불필요하다는 주장이 일부에서 제기될 수도 있다. 그런데 이런 반대론은 현행 방식이 명의대리인제도가 줄 수 있는 주주명부상의 익명성을 보장하지 못한다는 사실과 명의대리인제도가 주는 경제적 측면을 간과하고 있다. 또한 미국의 OBO와 같은 형태를 제외하고는 NOBO형태의 명의대리인제도가 일반적이며, 이런 제도 하에서는 중앙등록(예탁)기관이 언제든지 명의대리인의 실질주주에 대한 정보를 접할 수 있다는 사실도 고려되지 못하고 있는 듯하다. 주요나라들의 명의대리인제도 특성에서 살펴보았듯이, 경제 사회적으로 투명한 스웨덴이 실질소유자명의방식의 전자증권제도를 채택하고 있음에도 불구하고 명의대리인제도가 허용되고 있음을 주목할 필요가 있다.

우리나라에도 거래비용절감을 통한 투자자들의 편익증대, 자본시장의 경쟁력 제고와 발전을 위해서 전자증권제도의 도입은 꼭 필요하다. 지금까지 우리나라가 전자증권제도의 도입을 주저했던 이유 중의 하나로 실물선호 및 실명노출에 대한 사회적 저항감이 지적되어 왔다. 만일 프랑스식의 예탁자명의방식의 전자증권제도를 도입한다면 현행 집중예탁방식이 전자증권제도에 의한 집중등록방식으로만 바뀌는 것에 불과하므로 사회적인 저항감은 실질소유자명의방식의 전자증권제도보다 상대적으로 다소 낮을 수 있다. 그러나, 우리나라 대주주나 일부 개인투자자들의 실물보유동기 중의 하나가 증권보유의 실명노출 우려에 있기 때문에 어느 형태의 전자증권제도를 도입하더라도 실명노출우려에 따른 불안감 해소는 필요하다.

이를 위한 가장 바람직한 방법으로 본 연구에서는 전자증권제도의 도입 시에 “NOBO형태의 명의대리인제도”의 도입을 제안하고자 한다. 현행 금융실명제의 취지와 목적을 확대하여 해석하는 경우 NOBO형태의 명의대리인제도는 금융실명제와 상충되는 부분이 크지 않을 수 있다. 왜

냐하면 비록 주주명부상에 실질주주가 나타나지 않더라도 투자자는 명의 대리인에게 실명으로 등록하며, 명의대리인은 중앙등록기관에 정기적으로 또는 필요시 요청에 의해 언제든지 명의대리인의 실질주주 내역을 통보해야 하기 때문이다. 본 연구에서 제안하는 명의대리인제도의 도입은 전자증권제도의 성공적인 정착 즉, 실물선호의 근본 배경인 실명노출우려를 방지하고, 거래의 익명성 제고에 의한 전자증권 도입의 저항 명분을 원천적으로 배제하는데 도움이 될 것이다. 또한 명의대리인제도는 자본시장에서 증권회사의 대고객서비스와 업무역할을 제고시키고, M&A 활성화에 의한 자본시장의 발전을 도모하는데도 기여할 수 있다고 본다.

3. 중앙등록결제기관의 일원화

실물발행체계는 물론 전자증권제도에서 공통적으로 제기되는 문제점의 하나는 유가증권 발행시점에서 유가증권별 발행등록기관과 유통시점에서의 중앙등록(예탁)결제기관¹¹³⁾을 서로 분리하는 것이 좋은가 아니면 통합하는 것이 좋은가 하는 점이다. 대부분의 나라들은 관행적으로 국채의 경우와 주식관련 유가증권은 크게 발행등록기관을 이원화하여 국채의 경우에는 중앙은행, 주식관련 유가증권의 경우에는 중앙등록(예탁)기관이 그 역할을 담당하여 왔다. 중앙결제기관도 같은 맥락에서 중앙은행이 국채관련 결제업무를 수행하고 주식관련 유가증권의 경우에는 중앙등록(예탁)기관이 예탁결제업무를 수행하여 왔다. 그러나 이러한 유가증권별 중앙등록기관과 중앙결제기관의 이원화는 자본시장에 참여하는 투

113) 중앙등록(예탁)결제기관이란 제2장 제1절에서 언급했듯이 중앙등록기관 또는 중앙예탁기관이 보통 현물시장의 계좌간 대체기재업무를 수행하는데 따른 표현이다.

자자의 거래비용은 물론 거래중개금융기관에의 결제비용의 절감을 어렵게 하는 비효율성이 지적될 수 있다.¹¹⁴⁾ 특히, 금융의 세계화 추세 속에서 자국 금융시장의 국제경쟁력 제고를 위해서 고효율·저비용의 발행등록 및 예탁결제인프라의 개혁이 중요한 과제로 대두되고 있기 때문에, 중앙등록결제기관의 일원화 문제는 큰 의미를 지닌다 하겠다.

가. 중앙등록기관의 일원화에 대한 외국의 조류

본 연구에서 유가증권에 대한 중앙등록결제기관의 일원화 여부를 설명하기 위해 앞서 다른 나라들 즉, 전자증권 도입국가와 실물발행에 의한 집중예탁국가로 나누어 이들 국가들의 중앙등록기관 또는 중앙예탁기관의 조류를 살펴보고자 한다. 먼저, 전자증권제도를 선택하고 있는 나라들은 크게 두 가지로 구분하여 살펴볼 수 있다. 하나는 전자증권제도 도입과 동시에 국채와 주식관련 유가증권의 모든 발행등록업무가 주식관련 중앙등록결제기관으로 일원화된 것이다. 대표적인 국가의 예는 프랑스, 스웨덴, 덴마크를 들 수 있다. 이들 나라 중에서 스웨덴과 덴마크의 중앙등록기관은 현물 유가증권관련 발행등록과 청산결제업무를 모두 수행한다. 그러나 프랑스에서 유가증권발행등록, 증권결제, 장외결제관련 업무는 Euroclear France가 담당하며 장내거래의 청산업무를 Clearnet이 담당하고 있다.¹¹⁵⁾

전자증권제도 도입국가 조류 중 다른 하나는 국채와 주식관련 중앙등록결제기관이 이원적으로 운영되다가 국채와 주식관련 유가증권의 모

114) 왜냐하면 유가증권별 중앙등록기관과 중앙결제기관의 이원화는 일원화보다 투자자입장에서 교차담보나 통합결제, 그리고 금융중개기관입장에서 보면 결제비용과 운영비용의 축소를 어렵게 하기 때문이다.

115) 이에 관한 다음을 참조바람. 송치승, 2001, 전제서, pp. 104-105.

든 발행등록 및 결제업무가 종래 주식관련 중앙등록기관으로 일원화되는 형태이다. 이의 대표적인 나라는 영국과 이탈리아이다.

첫째, 영국은 종래 현물 국채, 단기금융상품의 등록결제기관은 중앙은행(Bank of England)의 한 부서인 CGO(Central Gilts Office: CGO), CMO(Central Money Markets Office: CMO)이었고, 주식과 채권의 중앙등록결제기관은 CREST로 나뉘어져 있었다.¹¹⁶⁾ 그런데 영국은 자국 자본시장의 경쟁력 제고 차원에서 등록결제인프라의 수평적 통합을 추진하여 국채 등록결제기관인 CGO는 2000년 7월에 CREST에 합병되었고, 단기금융상품 등록결제기관인 CMO도 2002년에 CREST에 합병하였다. 이로 인해 종래의 주식관련 중앙등록결제기관이던 CREST는 현물시장의 모든 유가증권에 대한 발행등록과 예탁결제업무를 수행하는 단일 중앙등록결제기관으로 변모하였다.¹¹⁷⁾

둘째, 이탈리아는 중앙은행(Banca d'Italia)이 국채에 관한 등록결제업무를 담당하고, 중앙등록결제기관인 Monte Titoli가 주식과 회사의 등록결제업무를 담당하고 있었다. 영국과 유사하게 이탈리아도 2000년 8월에 재무부장관령과 동년 9월에 중앙은행의 인가를 받아서 중앙은행이 관리하던 국채관련 발행등록과 결제업무를 중앙등록기관으로 이관하였다.¹¹⁸⁾ 이로 인해 중앙등록기관인 Monte Titoli는 명실공히 주식, 회사채, 국채

116) 영국은 임의적 전자증권제도의 실시에 따라 실물증권과 전자증권이 함께 존재하는 구조로서 중앙예탁기관 또는 중앙등록기관이라는 용어가 혼용되어 사용될 수 있다. 본 연구에서는 편의상 CGO와 CMO는 등록결제기관, 그리고 CREST는 중앙등록기관이라는 표현을 사용하고자 한다.

117) CREST를 중앙등록기관으로 볼 것인가 아니면 중앙예탁기관으로 볼 것인가는 다소 논란이 있을 수 있다. 영국은 임의적 형태의 전자증권제도를 실시 중에 있으나 향후 완전한 전자증권제도로 전환할 것이므로 본 연구에서는 편의상 중앙등록기관으로 분류하였다.

118) 이에 관해서는 Monte Titoli의 웹사이트(<http://www.montetitoli.it/english/press.htm>)를 참조바람.

등을 전자증권형태로 발행등록하고 이의 결제업무를 수행하는 기관이 되었다.

다음으로, 전면적인 전자증권제도 대신에 유가증권의 집중예탁에 의한 부동산화를 선택하고 있는 나라들의 조류도 두 가지 유형으로 구분할 수 있다. 하나는 일부 유가증권의 경우에는 전자증권제도를 채택하고 있는 나라와 그렇지 않은 나라이다. 일부 유가증권에 대해 전자증권제도를 채택하고 있는 국가의 예를 들면 미국, 일본 등이다.

첫째, 미국은 영국, 이탈리아와는 상이하게 유가증권별 중앙등록(예탁) 기관이 이원화되어 있으며, 국채는 전자증권형태로 발행되며 나머지 유가증권은 실물로 발행되는 특성을 지니고 있다. 국채관련 발행등록은 연방준비위원회(Federal Reserve Board: FRB)가 담당하고 이의 청산결제업무는 GSCC(Government Securities Clearing Corporation)가 담당하고 있다. 다른 유가증권은 실물발행에 따라 청산기관은 유가증권별로 존재하는데 주식의 경우에는 NSCC(National Securities Clearing Corporation)가 존재하며¹¹⁹⁾, 그리고 이들 실물증권의 예탁결제업무는 DTC가 담당하는 체계이다. 그런데, 1999년에는 NSCC와 DTC가 지주회사인 DTCC로 통합되었고, 유가증권별 청산결제기관들 또한 2002년 1월에 DTCC의 자회사로 통합·운영되고 있다. 이에 따라 미국의 경우 국채등록업무는 연방은행인 FRB가 담당하며, 실물 유가증권과 전자증권 형태인 국채의 청산, 결제, 예탁업무는 DTCC가 담당하는 체계라 말할 수 있다.

둘째, 일본의 경우 2003년 3월 현재 일본의 중앙은행(Bank of Japan)은 국채등록, 청산결제, 예탁관련업무를 담당하며, 일본의 증권예탁기관인 JASDEC (Japan Securities Depository Center)은 주식관련 유가증권

119) 나머지 유가증권 청산결제기관으로 MBSCC(Mortgage Backed Securities Clearing Corporation), EMCC(Emerging Markets Clearing Corporation) 등이 있다.

의 예탁업무를 담당하고, 증권청산회사인 JSCC(Japan Securities Clearing Corporation)는 증권거래소 및 JASDAQ시장에서 거래되는 주권의 청산업무를 담당하고 있다. 따라서 일본은 국채와 주식에 대해 별도의 중앙예탁기관이 존재하며, 청산결제기관도 유가증권별로 중앙은행과 청산결제회사로 양분되어 있는 형태이다. 그러므로 등록, 청산결제, 예탁이 국채와 주식으로 양분되어 운영됨에 따라서 참가자가 부담하는 거래비용은 여전히 개선되지 못하는 한계가 있다. 따라서 전자증권 도입으로 자본시장의 경쟁력을 높이려는 일본 정부의 정책방향과 유가증권의 등록결제관련 시장구조는 다소 상충되는 구조라 말할 수 있다.

유가증권의 집중예탁에 의한 부동화를 선택하고 있는 나라들에 대한 조류의 다른 형태는 한국이나 홍콩을 들 수 있다. 첫째, 한국의 현재 국채등록기관은 한국은행이 담당하고 실질적인 공사채등록기관은 증권예탁원이 담당하고 있고, 모든 유가증권의 예탁 및 증권결제는 증권예탁원이 담당하고 있다.¹²⁰⁾ 둘째, 홍콩은 주식관련 유가증권, 그리고 국채와 단기금융별로 다른 중앙예탁결제기관이 존재한다. 홍콩 중앙은행의 한 부서인 CMU(Hong Kong Central Moneymarkets Unit)는 국채 및 단기금융의 중앙예탁결제기관이며, HKSCC(Hong Kong Securities Clearing Company)는 주식관련 중앙예탁결제기관이다.¹²¹⁾ 그런데, 이들 중앙예탁기관은 각 유가증권별 청산업무도 담당하는 특성도 지니고 있다.

이상과 같은 전자증권 도입국가와 실물발행에 의한 집중예탁국가별 중앙등록기관 또는 중앙예탁기관의 조류와 담당기관을 요약하면 <표 IV

120) 주식의 청산과 결제는 거래소시장과 코스닥시장별로 다르게 이루어지고 있다. 증권거래소 거래분의 경우 청산은 증권거래소가 담당하고 대금결제는 증권거래소의 위임을 받은 증권예탁원이 처리한다. 코스닥시장의 경우 청산과 대금결제를 모두 증권예탁원이 수행한다. 장외채권의 대금결제도 증권예탁원이 수행한다.

121) 이에 관해서는 다음을 참조바람. Thomas Murray, Jun. 2001, 『Depository Review and Risk Evaluation Service』.

-4>와 <표 IV-5>와 같다.

<표 IV-4> 중앙등록기관의 조류와 특성

구 분		국채 및 주식관련 중앙등록기관의 조류와 특성	
		조 류	특 성
전자 증권 도입 국가	프랑스	중앙등록기관 의 일원화	예탁결제업무 수행 전자증권 도입과 동시에 일원화
	스웨덴	상 동	상 동 별도의 청산기관과 청산기능수행기관이 없음.
	덴마크	상 동	상 동
	이탈 리아	상 동	2000. 8월부터 일원화 중앙등록기관에서 청산, 결제, 예탁업무 모두 수행
	영 국	상 동	2002년부터 단일화 예탁결제업무 수행
일부 전자 증권 도입 국가	미국	중앙등록 이원화 및 청산예탁기관 의 지주회사로 일원화	청산 및 예탁결제기관이 독립법인 형태로 이원화 되었지만 지주회사 형태로는 단일화 됨. 국채의 경우 전자증권형태이나 주식관련 유가 증권은 부동화 상태임.
	일본	중앙등록 및 청산예탁기관 의 이원화	국채중앙등록기관에서 국채관련 청산, 예탁결제 업무 수행 CP의 전자증권 도입 및 사채권 등의 전자증권 입법 완료 주식의 경우 청산결제기관과 예탁기관이 분리
실물 발행 국가	한국	중앙등록 이원화 및 예탁기관의 일원화	일부 업무의 위임 등에 의해 청산 및 예탁결제 업무가 증권예탁원에서 수행 (법적 기반이 없음) 주식이나 채권의 부동화율은 일본보다 높으나 전자증권 도입이 늦어지고 있음.
	홍콩	중앙등록 및 예탁기관의 이원화	국채와 주식의 경우 각각 별도의 중앙예탁결제 기관이 존재

<표 IV-5> 주요 국가별 중앙등록, 청산, 예탁결제기관 비교표

구 분		중앙등록기관		청산기관		예탁결제기관	
		주식 등	국채	주식 등	국채	주식 등	국채
전자증권 도입국가	프랑스	Euroclear France		Clearnet		Euroclear France	
	스웨덴	VPC		-		VPC	
	덴마크	VP		-		VP	
	이탈리아	Monte Titoli		Monte Titoli		Monte Titoli	
	영국	CREST		LCH	-	CREST	
일부 전자증권 도입국가	미국	-	FRB	DTCC*		DTCC*	
	일본	-	BOJ	JSCC	BOJ	JASDEC	BOJ
실물발행 국가	한국	-	-	KSE KSD	KSD	KSD	
	홍콩	-	-	HKSCC	CMU	HKSCC	CMU

- 주: 1. 스웨덴과 덴마크와 같이 현물시장의 결제가 실시간 총액결제(RTGS)방식으로 이루어지는 경우 청산기관의 의미는 불필요해진다. 상세한 사항은 다음을 참조바람. 송치승, 2001, 전개서, pp. 11-12.
2. 일본, 한국, 홍콩의 경우 주식관련 유가증권은 2003년 2월 현재 실물발행에 의한 집중예탁방식을 사용하고 있다.
3. *표시에서 주식의 청산기관은 NSCC, 국채의 청산기관은 GSCC이며, 중앙예탁기관은 DTC인데, 이들 회사들은 지주회사인 DTCC로 통합되어 있다.
4. 한국과 홍콩에서처럼 실물발행체제인 경우 해당 유가증권의 중앙등록기관은 부재

나. 본 연구의 제언

우리나라가 전자증권제도를 도입하는 경우 발생하는 여러 정책상의 문제 중의 하나는 바로 현행 국채와 주식의 발행등록기관을 어떤 형태로 운영할 것인가의 여부이다. 유럽의 전자도입국가들의 최근 추세를 보면 단일 중앙등록기관형태가 주류를 이루고 있다. 이런 체계는 투자자나

금융중개기관의 입장에서 보면 일원화된 형태보다 발행등록에서 유통등록에 이르는 전 과정이 하나의 중앙등록기관에서 이루어지는 경우(이하 “단일체계“라 칭함) 비용절감이나 편의제고의 효과가 높다. 이러한 단일 체계 하에서 시장참가자는 기존 중앙등록기관의 네트워크를 통해서 국채 발행시장에 보다 용이하게 접근할 수 있다. 이는 국채시장 전반에 발행 등록 및 유통등록관련 비용의 절감과 신속한 거래에 따른 유동성의 제고를 가능하게 할 수 있다. 또한 시장참가자들은 주식 및 국채 거래에 따른 결제 시에 중앙등록기관으로부터 통합결제¹²²⁾ 서비스를 받을 수도 있다. 이는 시장참가자인 결제회원에게 결제준비자금의 축소를 가능하게 하여 이들의 결제비용을 줄이는 효과를 가질 수 있다. 따라서 시장 전체적으로 보면 결제준비자금만큼 시장의 유동성이 높아질 수 있는 기반이 조성될 수도 있다.¹²³⁾ 이와는 달리 별도의 중앙등록기관이 존재하는 전자증권제도를 설계하는 경우에는 투자자나 금융중개기관의 입장에서 보면 비효율적일 수 있고, 결국 자본시장 전체적인 경쟁력 제고에도 한계가 있을 수 있다. 문제해결의 초점은 한국 자본시장의 경쟁력 제고와 투자자나 금융중개기관의 편의 증대라는 목적을 달성하는데 있다.

이를 위해서 본 연구에서는 어떤 유형의 전자증권제도를 도입하더라도 국채와 주식에 대한 단일 중앙등록기관으로 일원화가 경제적으로는

122) 일부 나라를 제외하고 보통 주식에 대한 장내거래는 청산기관에서 차감 결제방식으로 청산이 이루어지고 있고, 국채에 대한 장외거래는 중앙등록(예탁)기간에서 청산과정이 불필요한 실시간 총량결제방식으로 결제가 이루어지고 있다. 이처럼 주식과 국채간 결제방식이 상이하고 이를 수행하는 기관이 서로 다른 경우 통합청산은 원칙적으로 곤란하다. 그러나 통합청산 대신에 결제대금의 합산에 의한 통한결제가 관련기관간의 협조로 이루어질 수 있다. 이러한 통합결제서비스는 유통시장만이 아니라 어느 결제회원이 국채발행시장과 주식시장에 참여한 경우에도 가능할 수 있다.

123) 이의 구체적인 내용은 다음의 연구를 참조바람. 송치승, 김광수, 전홍렬, 2001, “증권결제제도의 발전방향: 우리나라에서의 통합결제제도 도입에 따른 효과분석 및 효율적 시스템 구축방안”, 한국증권학회, 학술용역보고서.

가장 바람직함을 제시하고자 한다. 다만, 현행 관행을 일부 존중한다면 국채의 발행등록은 현행 취급기관인 중앙은행이 발행등록과 함께 중앙등록기관에 재등록하는 체계가 제한적으로 고려될 수 있다. 중앙은행이 발행등록한 국채를 중앙등록기관에 재등록하는 경우 중앙은행은 일종의 유일한 국채관련 등록대행기관(registrar)으로서의 역할을 수행할 수 있다. 이는 현행의 관행존중에 의한 이해관계의 상충문제를 다소 해소할 수 있는 측면이 있다. 또한 이러한 재등록체계는 단일체계보다 경제적 효율성이 다소 낮지만 이원화 체계로 분리 운영하는 것보다는 효율적이다. 왜냐하면 이러한 체계는 유통단계에서 투자자들의 유통 원활화와 재산권 행사의 효율화, 그리고 앞서 언급한 투자자나 금융중개기관의 비용 절감과 자본시장의 유동성 증대와 같은 경제적 효율성이 어느 정도 발생될 수 있기 때문이다. 그러나 일본과 같은 발행등록과 청산결제업무 각각에 대한 이원화체계는 전자증권의 도입효과를 퇴색시킬 뿐만 아니라 현행보다 오히려 투자자나 금융중개기관의 거래비용과 결제비용을 증대시킨다는 점을 명심할 필요가 있다.

4. 등록대행기관의 경쟁화

전자증권제도를 도입하는 경우 해결해야 할 과제 중의 또 다른 하나는 현행 명의개서 대행기관의 역할 조정이다. 명의개서 대행기관이 수행하는 명의개서 대행업무는 발행회사의 위임을 받아 주주명부 또는 사채원부의 작성 및 관리, 유가증권에 대한 명의개서 및 통지와 같은 증권사무업무, 질권등록 및 말소, 신탁자산의 표시 및 말소 등이 있다. 그런데 우리나라가 어떤 전자증권제도를 설계하느냐에 따라 이와 같은 명의개서 대행업무 중 일부에 대한 역할 수정은 불가피하다.

현행 우리나라 명의개서 대행기관은 실질적으로는 과점체제로 운영되고 있지만, 법적으로는 경쟁체제를 구비하고 있다고 말할 수 있다. 1999년 증권거래법 변경 전에는 증권예탁원, 하나은행(구 서울은행), 국민은행 등의 3개 기관이 발행회사의 주식 및 사채에 관한 대행업무를 수행하였다. 또한 은행업에 의한 금융기관¹²⁴⁾은 다른 발행회사에 대해서는 명의개서대행업무를 할 수 없었지만 자체 발행 유가증권에 대해서는 명의개서업무를 수행할 수 있었다(이하 “자체 명의개서업무 수행은행”이라 칭함). 그런데 제도변경 이후에는 기존 3개 명의개서 대행기관, 자체 명의개서업무 수행은행¹²⁵⁾, 그리고 일정 요건을 충족하는 은행들도 명의개서업무를 수행할 수 있게 되어, 법적으로는 명의개서업무가 경쟁화되어 있다. 그러므로 전자증권제도의 도입 시에 이들 명의개서 대행기관에 등록대행기관의 역할을 부여하여 서로 경쟁하도록 할 것인지 아니면 공급자중심의 비용대비 효율성의 논리를 앞세워 스웨덴형과 같이 중앙등록기관으로 등록대행기관을 일원화할 것인지도 관건이 된다.

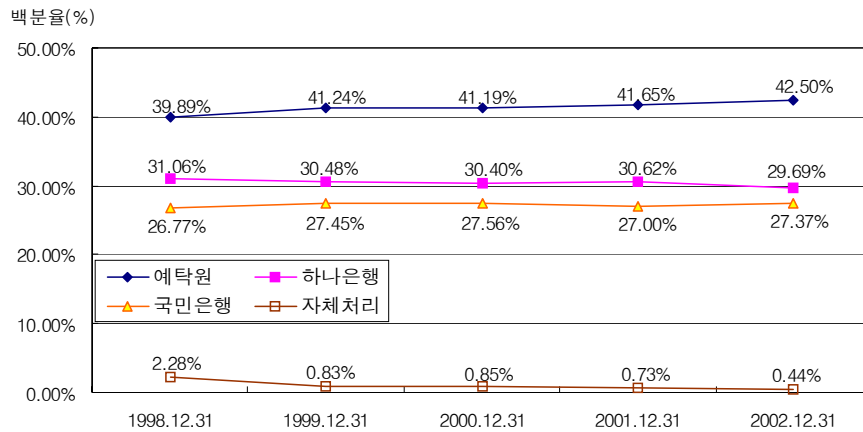
가. 현행 명의개서 대행기관의 업무비중

<그림 IV-1>과 <그림 IV-2>는 1999년부터 2002년까지의 연말기준의 거래소시장의 상장기업과 코스닥시장의 등록기업에 대한 명의개서 대행기관의 명의개서 대행업무의 서비스수행 비중을 나타낸 것으로, 몇 가지 특성을 살펴보면 다음과 같다.

124) 이에 관해서는 증권거래소 상장규정 제4조와 제15조, 그리고 협회중개시장 운영규정 제4조를 참조바람.

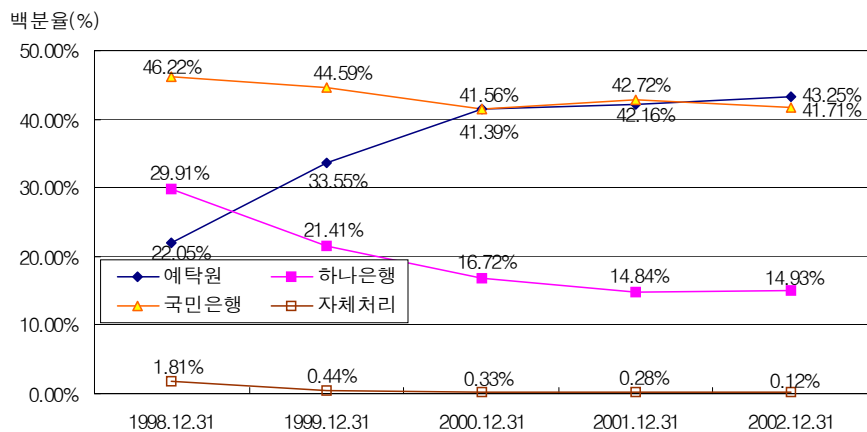
125) 자체 명의개서업무 수행은행의 대표적인 예를 들면, 조흥, 우리, 제일, 대구, 제주, 중소기업은행 등이다.

<그림 IV-1> 거래소 상장기업들에 대한 명의개서 대행기관의 서비스수행 비중



자료: 증권예탁원

<그림 IV-2> 코스닥 등록기업들에 대한 명의개서 대행기관의 서비스수행 비중



자료: 증권예탁원

첫째, 증권예탁원의 비중은 거래소상장기업의 경우 소폭 증가하였으나 코스닥등록기업의 경우에는 큰 폭으로 증가하고 있다. 그리고 국민은행의 명의개서대행 서비스비중은 거래소와 코스닥에서 별로 차이가 없으나 하나은행의 비중은 코스닥에서 큰 폭으로 하락하고 있다.

둘째, 자체명의개서업무은행의 비중은 거래소와 코스닥 양쪽에서 계속 감소하는 추세를 나타나고 있다. 그리고 국민은행과 하나은행의 거래소상장기업과 코스닥등록기업에 대한 명의개서대행업무의 비중은 각각 57.1%, 56.6%로 절반 이상을 차지하고 있다. 이와 같이 국민은행과 하나은행 두 금융기관의 합계가 상장기업과 코스닥등록기업에 대해 과반수 이상의 높은 명의개서대행업무를 수행한다는 사실은 이들 금융기관이 제공하는 명의개서대행업무 이외의 부가서비스 즉, 여신제공과 같은 서비스와도 무관하지 않다고 본다.

나. 본 연구의 제언

만일 우리나라가 스웨덴형과 같은 전자증권제도 유형을 도입하려는 경우 단일 등록대행기관의 문제가 발생한다. 반면 프랑스형이나 혼합형과 같이 등록대행기관간의 경쟁화를 유도하는 전자증권제도를 도입하는 경우 등록대행기관의 단일화 문제는 발생하지 않는다. 우리나라가 전자증권제도를 설계하는 경우 문제 해결의 출발점은 중앙등록시스템의 효율성, 투자자와 발행회사의 편익, 그리고 관련기관의 이해상충의 최소화 등에 두어야 한다고 본다. 이를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 중앙등록시스템의 효율성 입장에서 보면, 모든 조건이 동일하다는 가정에서 중앙등록기관이 단일화된 등록대행업무를 수행하는 경우가 그렇지 않은 경우보다 서비스제공비용, 업무처리의 신속성 등이 앞서

게 된다. 그러나 경쟁화된 등록대행기관 체계와 단일화된 등록대행기관 체계간의 효율성 비교는 내부업무처리시스템의 설계 및 운영, 그리고 등록대행기관과 중앙등록기관간의 시스템처리 등에 따라 달라질 수도 있다. 발행회사가 등록대행서비스 이외에 다른 서비스를 원하는 경우 단일 등록대행기관에 의한 서비스의 효율성 개념은 달라지게 된다.

둘째, 투자자와 발행회사 입장에서 보면, 등록대행서비스는 가능한 적은 비용, 다양한 서비스제공의 혜택(예를 들어, 대출, 신용평가, 경영컨설팅 등), 그리고 서비스제공기관의 선택자유성 등이 요구될 수 있다. 모든 조건이 동일한 전제에서, 이와 같은 발행회사나 투자자의 요구는 단일 등록대행기관보다는 경쟁화된 등록대행기관이 보다 효과적으로 충족시킬 수 있다. 이는 현행 국민은행과 하나은행 두 금융기관의 명의개서대행업무 합계비중에도 나타나 있듯이, 명의개서업무 이외의 여신서비스를 요구하는 발행회사가 다수 있음을 함축한다고 말할 수 있다.

셋째, 등록대행관련 업무기관의 이해상충에서 보면, 중앙등록기관으로의 일원화된 등록대행서비스는 현행 명의개서업무를 수행하는 국민은행과 하나은행은 물론 자체명의개서업무를 수행하는 은행, 그리고 증권거래법 상에서 명의개서대행업무를 수행할 수 있는 잠재적인 은행들의 반발을 야기할 수도 있다.

전자증권제도의 도입이라는 역사적인 사건이 관련기관들의 이해상충으로 연기 또는 지연된다면 그 피해는 투자자와 발행회사는 물론 나아가 자본시장 전체로 확대될 수 있다. 그리고 그 결과는 다시 관련기관의 피해로 전가되는 악순환이 발생될 수도 있다. 따라서 전자증권제도라는 본연의 실물발행제도가 원활하게 작동하고, 이를 통한 참가자의 편익을 더욱 증대시키기 위해서 본 보고서는 시장참가자 위주의 경쟁적 등록대행기관체계를 제시하고자 한다.

V. 결론

V. 결론

본 보고서는 자본시장 구조개혁 전반이나 금융(보다 협의개념인 증권)하부구조 개선의 전반을 다루기보다는 하부구조의 한 부문인 발행 및 유통등록인프라인 전자증권제도를 대상으로 이의 도입환경을 심층적으로 연구하였다. 전자증권제도는 하부구조의 한 축으로서 한 국가의 자본시장 경쟁력과 직결될 수 있는 매우 효율적인 발행 및 유통등록시스템이다. 현재 우리나라의 전자증권제도 도입을 위한 환경은 충분한 상태이며, 무엇보다 자본시장의 경쟁력 제고를 위해서 전자증권제도의 도입은 시급하다.

본 연구의 자본시장 경쟁력 제고를 위한 전자증권제도의 도입환경과 효과분석에서 제시된 특정부문별 기대효과는 우리나라가 어떤 전자증권제도 유형을 설계하는가에 따라 다소 차이가 있다.

각 나라의 전자증권제도의 유형은 자국의 경제, 사회환경, 금융관행 등을 반영하여 다양한 형태로 존재하고 있듯이, 우리나라가 전자증권을 도입하는 경우 다음과 같은 문제들과 연결이 된다. 어떤 전자증권제도 유형이 우리나라에 바람직할 것인가? 또한 일부계층의 실물선호사상에 기인한 전자증권제도 도입의 사회적 저항감과 부정적 효과는 어떻게 해소할 것인가? 유가증권별 중앙등록기관과 중앙결제기관에 대해 시장참가자 편의 제고 차원에서 유럽의 추세와 같이 하나로 단일화할 것인가? 전자증권제도의 도입 시에 현행 명의개서 대행기관의 역할은 어떻게 조정할 것인가? 이들 문제에 대한 해결은 결국 우리나라의 현행 여건 하에서 전자증권제도의 성공적인 정착도입은 물론 전자증권제도의 효율성을 가능한 높일 수 있는 중요한 사안이 된다. 본 연구의 정책제언은 바로 이러한 의도에서 분석 제시되었다.

전자증권제도의 도입이라는 중요한 등록인프라의 개혁을 앞두고 이루어진 본 연구는 다음의 세 가지 관점에서 공헌하였다고 말할 수 있다.

첫째, 본 연구는 그동안 우리나라에서 이루어진 전자증권제도관련 연구에서 심층적으로 다루지 않았던 전자증권제도의 도입환경과 도입효과를 상세히 분석하였다. 이는 전자증권제도를 도입하려는 정책당국과 이해관계자에게 전자증권제도가 자본시장 전반에 미치는 영향을 인식하는데 도움을 줄 수 있다. 또한 전자증권제도의 도입효과분석은 이들이 어느 형태의 전자증권제도의 도입에 초점을 둘 지와 어떤 유형의 전자증권제도를 도입할 것인가에 대한 판단자료를 제공한다 하겠다.

둘째, 본 연구는 그동안 전자증권제도관련 용어상의 혼동을 피하고 전자증권등록체계를 보다 명확히 다루고자 하였다. 예를 들어, 전자증권의 정의에서 전자장부와 등록의 개념정의, 발행등록기관의 정의와 판단기준, 법적장부와 중앙등록기관의 장부명칭과의 관련성 제기 등이다. 이는 전자증권제도에 대한 올바른 이해도모와 함께 전자증권관련 입법사항이나 전자증권제도 유형의 설계 상 혼란을 방지하는데 도움이 된다.

셋째, 본 연구는 외국 전자증권제도의 특성과 우리나라의 경제사회여건, 금융체계, 정책당국의 입법부담 등을 토대로 우리나라에 바람직한 전자증권제도의 도입을 위한 정책제안을 제시하였다. 이는 서구 유럽과 다른 금융체계와 경제 사회적 투명성이 떨어지는 우리여건 하에서, 전자증권제도 도입의 성공적인 정착과 자본시장의 경쟁력제고 차원에서 어떤 전자증권제도 유형으로 나가야 할 지에 대한 방안 제시이기도 하다.

끝으로 본 연구의 한계점을 몇 가지 제시하면 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서 실물발행 및 실물관리에 발생하는 사회적 비용은 실물제조관련 직접비용만을 산출하였고 이와 관련된 인건비 등은 객관적인 자료 확보의 곤란으로 계산하지 않았다. 향후에는 객관적인 자료의 확보를 통해서 실물발행 및 관리에 소요되는 인건비 추정이 필요하다

하겠다. 왜냐하면 본 연구에서 계산하지 않은 실물관련 인건비가 실물관련 사회적 비용에서 차지하는 비중이 매우 높다면, 전자증권제도의 도입 효과는 그 만큼 더 크기 때문이다.

둘째, 우리나라에 바람직한 전자증권제도 유형의 분석에서 외국의 전자증권제도 유형관련 법체계에 대한 직접적인 분석이 이루어지지 않았다. 물론 외국의 전자증권제도 유형관련 법체계는 각국의 경제, 사회, 문화적 환경을 반영하여 이들 나라의 전자증권제도의 특성에 나타나 있다. 그러나 본 연구의 법적장부의 의미분석에서 보듯이 전자증권제도관련 법체계의 비교는 이러한 의미와 차이점을 보다 명확히 해줄 수 있는 측면이 존재한다. 향후의 연구에서는 각국의 전자증권제도 운용관련 법체계의 상호비교 분석이 요구된다.

셋째, 본 연구에서는 전자증권제도의 도입이 결국 자본시장의 거래비용 절감과 결제의 안정성을 제고시킬 수 있다고 보았다. 향후의 연구에서는 우리나라의 경우 전자증권제도의 도입이 자본시장의 거래비용을 어느 정도 낮출 수 있는지, 그리고 전자증권제도 실시국가의 경우 전자증권제도의 도입이 자본시장의 거래비용을 얼마나 감소시켰는지에 대한 종합적인 실증분석이 요구된다 하겠다.

넷째, 본 연구에서는 전자증권제도의 도입에 따른 사회적 저항감해소 차원은 물론 자본시장의 경쟁력제고차원에서 명의대리인제도의 도입을 제시하였다. 그러나 주요국의 명의대리인제도 운용관련 중앙등록기관의 수수료, 명의대리인이 고객에게 부과하는 수수료 등에 대해서는 조사분석이 이루어지지 못했다. 또한 우리나라에서 명의대리인제도가 도입되는 경우 현행 금융실명법과의 상충부문에 대해서는 법적 분석이 미흡하다. 향후 연구에서는 이의 보완이 요구된다 하겠다.

참고문헌

참고문헌

- 김형태외 4인, 2003, 『거래소 주식회사화: 한국주식시장에의 적용』, 한국증권연구원, 연구 03-03.
- 송치승, 2001. 12, 『청산결제시스템의 신조류 분석과 대응방안』, 한국증권연구원, 연구 01-06.
- _____, 2001. 10, “증권시장 경쟁력 제고를 위한 전자증권제도 도입방향 : 우리나라의 전자증권 도입방향”, 전자증권 도입방향 세미나, 증권예탁원 및 한국증권연구원 주최.
- _____, 2001, “CPSS와 IOSCO의 지급결제제도 권고안”, 세계증권산업브리프 28호, 한국증권연구원.
- _____, 김광수, 전홍렬, 2001. 9, “증권결제제도의 발전방향: 우리나라에서의 통합결제제도 도입에 따른 효과분석 및 효율적 시스템 구축방안”, 한국증권학회, 학술용역보고서.
- 재정경제부, 2002. 3/4분기, 『재정금융통계』.
- 증권업협회, 2002, 『온라인 증권거래 실적』.
- _____, 『증권지』, 106-109호.
- 증권예탁원, 2002, 『증권대행업무』.
- 증권예탁원, 1995, 『증권예탁결제제도』.
- 한국금융연구원, 1998. 12, 『21세기 증권예탁결제제도의 과제와 발전방향』.
- 한국증권연구원, 2001. 6, 『증권시장 구조 연구』.
- 한국증권연구원, 2000, 『전자증권제도 도입에 관한 연구』.

- 神作 裕支, 2002. 11, “日本における 証券決済システム 改革の 現状と 題”, 한국증권법학회 국제심포지엄.
- 中島眞志, 宿輪純一, 2002. 2. 21, 『証券決済システムのすべて』, 東洋 經濟新報社.
- BIS and IOSCO, 1997(updated Oct. 2002), “a world wide survey on securities settlement systems”.
- Commission Maurice Perouse, Sep. 1980, 『La modernisation des methodes de cotation, d’échange et de conservation du marche des valeurs mobilières』, Rapport de la Commission Maurice Perouse.
- CPSS, May 2000, “The Contribution of Payment Systems to Financial Stability”.
- _____, Mar. 1996, “Settlement Risk in Foreign Exchange Transaction”.
- CPSS/ISOCO, Nov. 2001, “Recommendation for Securities Settlement Systems”.
- CREST, Jan. 2003, “CREST Glossary of Terms”.
- _____, Oct. 2001, “What is CREST ?”.
- _____, Jul. 2001, “Moving towards a Dematerialised Securities Market”.
- DTC, Oct. 2001, “2001 BDUG Conference: Immobilization and Dematerialization”.
- DTCC, Jul. 28, 2000, “Paving the way to Straight-Through Processing : A White paper to the Industry on T+1”.

- FIBV, 1996, "Clearing and Settlement Best Practices".
- General American Investors Company, Inc., Dec. 2002, "Direct Registration".
- Group of Thirty, 1989, "Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets".
- HM Treasury, July 1999, "The Uncertified Securities Regulations 1995: A Proposal for consultation".
- Inukai Shigehito, Mar. 2002, "Electronic CP: The Cutting Edge of Japanese Securities," LookJapan.
- ISSA, 2002, 『HandBook』 8th ed.
- _____, Jun. 2001, "Compliance to the ISSA Recommendations 2000".
- _____, 1999, 『HandBook』 7th ed.
- _____, 1988, "ISSA 4 Symposium Report".
- JSDA, Mar. 31, 2000, "Interim Report of the Committee for Reform of the Securities Clearing and Settlement System(Memorandum)".
- Murray, A., 2001, 『The Future of European Stock Markets』, The Centre for European Reform, London.
- Securities Industry News, 2003, "SIA's New STP Goal: No more Certificate".
- SIA, Jun. 5, 2000, "Securities Dematerialization White Paper".
- Thomas Murray, Jun. 2001, 『Depository Review and Risk Evaluation Service』 .
- _____, 1999, 『CSD guidebook』 .

Viviano, C. Michael, Nov. 2002, "Operation Update Conference: Activities of the Operation Committee," SIA Operation Committee, CEO, BNY Clearing Chairman.

Findlaw, <http://contracts.corporate.findlaw.com>

CREST, <http://www.crest.or.uk>

DTCC, <http://www.dtcc.com/>

Euroclear, <http://euroclear.com>

FICC, <http://www.ficc.com>

IOSCO, <http://www.iosco.org/iosco.html>

JADEC, <http://www.jasdec.com>

JADA, <http://www.jsda.or.jp>

Marketsselect, <http://www.marketsselect.com>

MOF, <http://www.mof.go.jp/english/index.htm>

MOFE, <http://www.mofe.go.kr/>

Montetitoli, <http://www.montetitoli.it>

KSE, <http://www.kse.or.kr/>

Fidelity Investments, <http://personal.fidelity.com>

SIA, <http://www.sia.com/>

VP, <http://www.vp.dk>

VPC, <http://www.vpc.se>

Securities Industry News, <http://www.securitiesindustry.com>

부 록

<부록> 전자증권제도 유형별 도입효과 비교분석

<부록> 전자증권제도 유형별 도입효과 비교분석

본문 제Ⅲ장의 자본시장 경쟁력 제고를 위한 전자증권제도의 도입환경과 도입효과분석은 전자증권제도가 도입되는 경우 우리나라 자본시장 전반에 나타나는 효과와 같다. 그런데 이러한 전자증권제도의 전반적인 도입효과는 어느 유형의 전자증권제도를 운영하는가에 따라 특정부문별 효과는 상이할 수 있다. 본 부록에서는 제Ⅱ장에서 설명한 스웨덴형, 프랑스형, 덴마크형과 기존 한국증권연구원(2000)의 연구에서 제시된 혼합형 전자증권제도 유형을 대상으로 전자증권제도의 전반적인 도입효과가 전자증권제도 유형별로 어떻게 차이가 있는지, 그리고 이러한 차이는 무엇에 기인하는지에 대해서 상세히 분석하고자 한다. 이러한 전자증권제도 유형별 전자증권도입효과에 관한 분석은 향후 우리나라가 전자증권제도를 도입하는 경우 정책당국이 전자증권제도의 도입효과 중 어느 효과에 정책적 비중을 높게 둘 것인지, 전자증권제도의 효율성과 우리 환경을 어떻게 조화시킬 것인지, 그리고 전자증권제도의 성공적인 정착과 자본시장의 효율성을 위해 전자증권제도를 어떻게 설계할 것인지에 대한 정책적 판단을 하는데 도움이 될 수 있다.

가. 실물발행관련 사회적 비용

유가증권의 실물발행과 관련된 사회적 비용은 유가증권실물이 발행에서 유통단계에 이르는 전 과정에서 발행되지 않는 즉, 완전한 전자증권제도가 도입되는 경우 유가증권실물과 관련된 사회적 비용은 근원적으로 사라지게 된다. 전자증권제도 유형별 4개의 전자증권제도 유형이 완전한 전자증권제도의 도입을 전제로 설계되었음을 상기하면, 실물관련

사회적 비용의 절감효과는 전자증권제도 유형별로 모두 동일하다. 전자증권제도 유형별로 사회적 비용의 절감차이를 비교 설명하면, <표 부록-1>과 같다.

<표 부록-1> 전자증권제도 유형별 사회적 비용효과

실물발행 사회적 비용의 절감효과	전자증권제도 유형			
	스웨덴형 (I)	프랑스형 (II)	혼합형 (III)	덴마크형 (IV)
실물발행제조비용	동 일			
실물관리비용	동 일			
분실, 도난, 위조 등의 사고비용	동 일			
비 고	완전한 전자증권의 특성에 기인			

나. 시장참가자의 편익증대

전자증권제도의 도입에 의한 시장참가자의 편익증대 부분은 주로 발행기관입장에서의 발행소요기간의 단축에 의한 기회비용 절감효과, 유상증자나 IPO의 청약관련 주금납부로부터 주식교부기간의 단축 등에 의한 투자위험축소 및 투자자금의 조기회수이다.

발행회사의 발행소요기간 단축효과는 스웨덴형이 가장 높고, 혼합형과 덴마크형이 그 다음으로 높게 나타나고 프랑스형이 가장 낮게 나타난다. 이런 차이는 크게 두 가지 요인에 기인하는데, 첫째는 중앙등록기관이 발행등록기관으로서 실질소유자명의방식으로 장부를 관리하는데 있다. 이런 방식의 전자증권제도는 발행회사의 권리확정과 소유자의 권

리행사 등이 신속하게 이루어진다. 반면 예탁자명의방식의 전자증권제도가 운영되는 경우 실질주주 확정절차상에 시간소요와 번거로움이 발생한다. 둘째, 중앙등록기관이 유일한 등록대행기관인 경우 모든 발행 및 등록업무가 중앙등록기관 한 곳에서 일괄적으로 처리될 수 있다는 것이다. 그러나 별도의 등록대행기관이 있다하더라도 모든 발행 및 등록업무가 컴퓨터와 통신을 매개로 이루어지므로 그 차이는 크지 않으리라 생각된다.

한편, 투자위험축소 및 투자자금의 조기회수효과는 투자자입장에서 보면 주금납부·주식교부에 이르는 기간동안 발생 가능한 시장가격변동과 기회비용을 줄이는 것이다. 이는 IPO나 유상증자에 참여한 투자자들이 새로 주식을 교부받아 거래할 수 있는 기간단축을 의미한다. 투자자입장에서의 기간단축효과는 실물제조 및 주식교부에 소요되는 기간만큼 줄어드는 것이다. 그런데, 이러한 기간단축효과는 다음과 같은 전자증권제도 유형별 특성에 영향을 받는다.

첫째, 발행등록기관이 누구인가에 따라 차이가 있을 수 있다. 만일 발행회사나 등록대행기관이 발행등록기관인 경우 증권소유자는 이들 발행등록기관에 등록되어야만 권리자로서 인정된다. 그러므로, 증권소유자에 대한 교부는 발행등록기관에 등록 후 중앙등록기관의 장부상의 계좌에 배분되는 것으로 생각할 수 있다. 이외는 달리 발행등록기관이 중앙등록기관인 경우 중앙등록기관이 발행등록을 함과 동시에 중앙등록기관의 장부에서 증권이 교부되게 된다. 그러나 비록 주식교부상 단축효과는 중앙등록기관이 발행등록기관인 경우가 다소 시간적으로 짧다고 하더라도, 그 시간 차이는 중앙등록기관과 등록대행기관간의 연계시스템을 어떻게 구성하는가에 따라 무시될 수도 있다.

둘째, 중앙등록기관이 유일한 등록대행기관인가에 따라 차이가 있을 수 있다는 것이다. 일반적으로 주식교부상의 단축효과는 중앙등록기관이

면서 단일의 등록대행기관인 쪽에서 일괄적으로 처리하는 경우가 그렇지 않은 경우보다 높을 수 있다. 그러나 이 경우에도 그 차이는 등록대행기관과 중앙등록대행기관과의 업무시스템을 어떻게 설계 운영하느냐에 따라 달라질 수 있지만, 그 차이가 심각할 정도의 것이라고는 생각되지 않는다.

이상에서와 같이 전자증권제도 유형별로 시장참가자의 편익에 미치는 영향차이를 비교 설명하면, <표 부록-2>와 같다.

<표 부록-2> 전자증권제도 유형별 시장참가자 편익효과

시장참가자의 편익	전자증권제도 유형			
	스웨덴형 (I)	프랑스형 (II)	혼합형 (III)	덴마크형 (IV)
발행소요기간의 단축효과	I ≥ IV와 III > II			
투자위험 및 투자자금의 조기회수	I ≥ IV와 III > II			
비 고	프랑스형을 제외하고 등록대행기관과 중앙등록기관과의 연결시스템 설계방식에 따라 시장참가자의 편익효과는 큰 차이가 없을 수도 있음.			

다. 결제안정성 제고

전자증권제도의 도입은 증권시장에서의 결제기간의 T+1단축을 근원적으로 제공한다. 그리고 전자증권제도에 의한 결제기간단축은 결제불이행위험의 축소와 현행 장외시장거래 시 위조나 변조와 같은 사고증권에 노출되는 결제위험도 제거할 수 있다. 또한 전자증권제도의 도입은 매매

에서 결제에 이르는 전 과정의 STP를 보다 일반화시킬 수 있는 측면을 제공한다. 증권시장에서 STP가 결제기간단축과 함께 실시되는 경우 결제위험의 축소와 결제처리비용의 절감에 일부 공헌할 수 있다. 이러한 증권시장의 결제안정성 제고효과는 실물불발행이라는 완전한 전자증권제도의 특성에 의해서 발생하므로, <표 부록-3>에서 보듯이 전자증권제도 유형별로 차이가 없다.

<표 부록-3> 전자증권제도 유형별 결제안정성에 대한 효과

결제안정성	전자증권제도 유형			
	스웨덴형 (I)	프랑스형 (II)	혼합형 (III)	덴마크형 (IV)
결제기간 T+1단축	동 일			
결제위험축소(결제불이행 및 사고증권)	동 일			
STP화 촉진 및 결제처리비용 감소	동 일			
비 고	상기와 같은 증권시장의 결제안정성이 전자증권 설계모형별로 차이가 없는 것은 이들 모형이 완전한 전자증권제도의 특성에 기인함.			

라. 증권산업의 경쟁력 강화

전자증권제도의 도입은 증권산업의 경쟁력 강화는 물론 증권산업에 커다란 변화를 촉진할 수 있다. 전자증권제도의 도입은 증권회사의 실물예탁반환업무를 근원적으로 제거시킴으로써 기존 인력을 증권회사 본연의 업무에 집중 투입할 수 있게 한다. 또한 전자증권제도의 도입에 의한 이들 업무의 축소는 결국 투자자에게는 거래비용 절감으로 보상이 될

수 있다. 이러한 실물의 예탁반환업무는 완전한 전자증권제도의 특성에 의해 전자증권제도 유형별로 차이가 없다.

한편 전자증권제도의 도입은 기존 명의개서 대행기관의 실물발행관련 업무가 사라지면서 이들 명의개서대행기관의 역할 조정이 발생된다. 스웨덴의 전자증권제도 유형이 적용되는 경우 증권예탁원을 제외한 다른 명의개서 대행기관이나 명의개서업무를 수행하는 은행들의 역할은 불필요해지게 된다. 반면 프랑스형은 등록대행기관이 주주명부의 작성과 증권사무업무를 주도적으로 담당하듯이 비교모형 중에서 등록대행기관의 역할이 가장 크다. 혼합형은 프랑스형보다는 다소 역할이 작지만 증권사무업무 중심의 등록대행업무 역할을 수행한다. 그리고 덴마크형은 의결권행사차원의 주주명부 작성으로 한정된 제한적인 등록대행기관의 역할이 부여되어 있다.

<표 부록-4> 전자증권제도 유형별 증권산업의 경쟁력 강화

증권산업의 경쟁력 강화와 변혁 촉진	전자증권제도 유형			
	스웨덴형 (I)	프랑스형 (II)	혼합형 (III)	덴마크형 (IV)
증권회사의 경쟁력 제고와 예탁반환처리의 거래비용 절감효과	동 일			
등록대행(명의개서대행)기관의 역할축소	I ≥ IV > III > II			
전자장외거래의 활성화효과	III과 II > I과 IV			
비 고	전자장외거래 성격상 유통의 다양성이 중요한 고려변수가 되는 바 투자자들이 계좌관리금융기관이나 등록대행기관을 통해서 자유롭게 증권을 유통시킬 수 있는 체계 필요			

또 한편으로, 전자증권제도의 도입은 장외시장의 전자거래를 촉진하게 된다. 장외시장의 전자거래는 발행시장보다는 유통시장에서 더욱 강력한 효과를 나타낼 수 있다. 또한 비상장유가증권의 일부가 전자증권으로 발행되는 경우 전자증권제도는 전자거래의 대상유가증권을 상장유가증권에서 일부 비상장유가증권으로까지 확대시킬 수 있다. 우리나라에서 전자증권제도의 도입에 의한 전자장외거래의 활성화효과는 전자증권제도 유형별로 다소 차이가 존재할 수 있는데¹²⁶⁾, 이는 투자자들이 정외시장에 서의 거래에 따른 유통등록의 다양성에 기인한다. 왜냐하면 투자자들이 계좌관리기관은 물론 등록대행기관을 통해서 유가증권에 대한 권리이전이 가능한 경우가 계좌관리기관만을 통한 권리이전의 경우보다 장외거래의 속성에 부합되기 때문이다. 전자증권제도 유형만이 다르고 기타 다른 조건이 모두 동일한 경우 전자장외거래의 활성화는 혼합형과 프랑스형에서 높게 나타나며, 스웨덴형과 덴마크형에서는 이들 모형보다 낮게 나타날 것이다. <표 부록-4>는 이상의 내용을 요약한 것이다.

마. 금융정책 및 감독의 효율화

전자증권제도는 중앙은행의 통화관리, 금융감독기관의 금융기관에 대한 건전성감독, 금융시장의 투명성 증대와 투자자 보호, 금융정책당국의 공정거래와 공평과세기반구축 등에 도움이 될 수 있다. 중앙은행의 통화관리에서 본 전자증권제도 유형별 도입효과는 프랑스형을 제외하고 나머지 3가지 전자증권제도 유형에서 중앙은행의 통화관리 효율성이 극대화될 수 있다. 이는 중앙은행이 발행등록기관인 중앙등록기관과의 시스

126) 그러나 전자장내거래의 경우에는 전자증권제도 유형별로 차이가 없다. 왜냐하면 장내거래 속성상 투자자는 계좌관리기관을 통해서만 거래를 할 수 있기 때문이다.

템적인 연결을 통해 발행 및 유통시장의 자금흐름정보를 손쉽게 입수할 수 있는데 기인한다. 만일 프랑스형의 전자증권제도가 적용되는 경우 중앙은행이 중앙등록기관으로부터 입수하는 관련정보는 다소 시간이 걸릴 뿐만 아니라 입수하는 정보의 질에도 차이가 있을 수 있다. 왜냐하면 이 체계에서는 중앙등록기관이 발행등록기관인 계좌관리금융기관과 등록대행기관에 필요정보를 요청하고 이의 정보를 다시 중앙은행에 제공하는 체계이기 때문이다.

전자증권제도가 도입되는 경우, 금융감독기관은 금융기관에 대한 필요정보를 종래의 서면입수에서 중앙등록기관으로부터 시스템적으로 입수할 수 있게 된다. 그러므로 금융감독기관은 금융기관별 자산건전성에 대한 평가와 감독을 실시간 또는 일정기간별로 신속하게 할 수 있게 된다. 금융감독기관의 건전성감독에서 본 전자증권제도 유형별 도입효과는

<표 부록-5> 전자증권제도 유형별 금융정책 및 감독의 효율화

금융정책, 금융감독, 그리고 금융시장의 투명성 증대	전자증권제도 설계유형			
	스웨덴형 (I)	프랑스형 (II)	혼합형 (III)	덴마크형 (IV)
중앙은행의 통화관리 유용성	I, IV, III > II			
금융감독원의 자본자산 건전성감독	I, IV, III > II			
금융시장의 투명성과 투자자 보호	I, IV, III > II			
공정거래유도와 공평과세기반구축	I, IV, III > II			
비 고	중앙등록기관이 발행등록기관인 경우 중앙등록기관과 관련정책기관간의 정보전달이 보다 신속하게 이루어짐.			

프랑스형을 제외하고 나머지 3가지 전자증권제도 유형에서 가장 높게 나타난다. 왜냐하면 프랑스형은 중앙은행의 경우에서와 동일하게 중앙등록기관이 실시간으로 필요정보를 직접 생성할 수 없고 발행등록기관으로부터 정보를 간접적으로 입수해야하는 구조이기 때문이다.

전자증권제도의 도입에 의한 금융시장의 투명성 증대와 투자자보호, 공정거래의 관행과 유가증권에 대한 공평과세의 기반구축 등의 효과 또한 프랑스형을 제외하고 나머지 3가지 전자증권제도 유형에서 가장 높게 나타난다. 이는 앞서서와 같이 중앙등록기관이 발행등록기관인 경우가 그렇지 않은 경우보다 정책당국과 중앙등록기관간 정보전달을 효율적으로 할 수 있는데 기인하다. <표 부록-5>는 이상의 내용을 요약한 것이다.