

# 우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향

2005. 1

한국증권연구원 연구위원 신보성  
고려대학교 교수 박경서

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute



## 序 言

우리나라는 낙후된 자본시장을 가지고 있어 금융의 주된 기능을 은행이 담당하고 있는 은행중심국가(bank-based economy)이다. 그러나 균형이 잡히지 않은 금융구조는 실물경제에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 특히 혁신산업이 차지하는 비중이 높은 우리나라에서 모험자본(risk capital)을 공급하는 통로인 자본시장이 낙후될 경우에는 장기적인 경제성장을 기대하기 어렵다. 이러한 점에서 자본시장을 발전시키기 위한 정책적 배려가 어느 때보다 중요해지고 있다고 하겠다.

본 보고서는 우리나라 자본시장 낙후성을 자본시장 규제 of 선진화를 통해 극복해보고자 하는 시도에서 작성되었다. 즉, 우리나라에서 자본시장이 제 기능을 못하고 있는 원인 중의 하나가 불합리한 규제에서 비롯된 것은 아닌지를 점검해 보고자 한 것이다.

자본시장 발전을 위한 바람직한 규제 방향을 설정하려면 자본시장이 갖는 고유의 특성이 무엇인지를 찾아내는 일이 선행되어야 한다. 따라서 본 보고서에서는 우선 자본시장의 특성을 은행과의 비교를 중심으로 살펴본다. 또한 잘 발달된 자본시장을 가진 미국과 그렇지 못한 독일의 규제 차이를 비교해 봄으로써, 규제측면의 시사점을 도출한다. 그리고 끝으로 자본시장 고유의 특성 및 해외 규제의 사례로부터, 우리나라 자본시장 규제의 개선방안을 구체적으로 제시하고 있다.

본 보고서는 고려대학교의 박경서 교수와 본 연구원의 신보성 연구위원이 공동으로 집필하였다. 이들에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서 작성과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 김형태 부원장, 정윤모, 선정훈, 한상범 연구위원, 자료 정리에 도움을 준 박계린 연구원, 편집을 담당한 이수연 연구조원에게도 깊은 감사의 마음을 전한다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자들의 견해이며 한국증권  
연구원의 공식 입장이 아님을 밝혀 둔다.

2005년 1월  
한국증권연구원  
원장 박 상 용

# 목 차

---

---

Executive Summary .....	vi
I. 서론 .....	3
II. 자본시장의 특성 .....	9
1. 시장의 특성 .....	9
가. 정보생산기능 .....	9
나. 상품의 혁신성 및 다양성 .....	18
다. 위험부담능력상의 차이 .....	21
라. 정보비대칭과 대리인 문제 .....	26
마. 비반복적/단기적 거래의 특성 .....	41
2. 중개기관의 특성 .....	43
가. 자본규모 .....	43
나. 사업의 구조 .....	44
다. 규제측면의 시사점 .....	46
III. 미국과 독일의 자본시장 규제 비교 .....	53
1. 미국과 독일의 자본시장 현황 .....	53

가. GDP 대비 시가총액 .....	53
나. 자본시장과 은행의 상대적 비중 .....	54
다. 기관투자자의 비중 .....	55
라. 주식시장의 변동성 .....	56
2. 미국과 독일의 자본시장 관련 규제 비교 .....	57
가. 개관 .....	58
나. 은행업과 증권업의 경영 규제 .....	58
다. 정보공시 .....	62
라. 불공정거래 행위 규제 .....	64
마. 자본시장 감독기구 .....	69
바. 회계제도 .....	71
<b>IV. 우리나라 자본시장 규제의 개선방향 .....</b>	<b>75</b>
1. 자본시장 규제의 바람직한 방향 .....	75
2. 우리나라 자본시장 규제의 개선방향 .....	76
가. 혁신 및 경쟁촉진을 위한 규제 개선 .....	76
나. 불공정거래 행위 근절 .....	94
<b>참고문헌 .....</b>	<b>107</b>

## 표 목 차

---

<표 II-1> 국내 및 외국주식시장의 주가변동성(price volatility)과 시장충격비용(market impact cost) .....	38
<표 II-2> 한국의 은행과 투자은행 규모 .....	46
<표 II-3> 미국의 은행과 투자은행 규모 .....	46
<표 III-1> 1993년 은행법의 겸업금지 내용 .....	59
<표 III-2> 독일의 은행업무 .....	60

## 그 립 목 차

---

<그림 III-1> 주식시장 시가총액/GDP .....	54
<그림 III-2> Market Capitalization/Bank Credit .....	55
<그림 III-3> 기관투자자의 주식보유 비중 .....	56
<그림 III-4> 주가지수 수익률의 변동성 .....	57
<그림 IV-1> 바람직한 자본시장 규제의 방향 .....	76
<그림 IV-2> 혁신 및 경쟁촉진을 위한 주요 과제 .....	77
<그림 IV-3> 불공정거래 행위의 근절을 위한 주요 과제 .....	94

## <Executive Summary>

본 보고서에서는 상대적으로 낙후되어 있는 것으로 평가되는 한국 자본시장의 규제체계를 선진화하기 위한 방안을 검토하고 있다. 이를 위해 금융시장의 가장 주된 역할을 자금공급과 정보의 생산기능으로 파악하고, 이에 있어 자본시장과 간접금융기관을 비교분석함으로써 자본시장에 대한 규제의 성격을 규명한다. 다음으로 국내자본시장과 산업의 현황을 금융선진국과 비교함으로써 이의 문제점을 파악하며 자본시장으로서의 기능에 장애가 되는 규제요인을 파악하여 개선대상이 되는 규제요인들을 찾아낸다.

우선 자본시장과 간접금융시장에 대한 분석은 다음과 같은 시사점을 제공한다.

첫째로, 자본시장은 자금공급형태의 특성상 은행 등 여신금융기관에 비해 훨씬 많은 정보를 생산한다. 즉, 자본시장은 여신금융기관에 비해 투자수익을 극대화하고 투자위험을 줄이기 위해서 투자대상기업과 관련하여 보다 많은 정보를 생산할 유인을 갖게 된다. 특히 자본시장의 경우 투자자산에 대한 유통시장이 존재하기 때문에 투자자는 투자대상자산의 가치에 대한 판단에 변화가 있을 경우 즉시적인 거래를 통해 수익을 실현하거나 손실을 회피할 수 있으며, 이는 투자자들로 하여금 지속적으로 투자대상자산에 대한 정보를 생산하도록 유도하는 긍정적 유인을 제공한다. 이에 따라 자본시장에서 관찰되는 가격은 다수의 참가자가 보유한 정보를 반영하게 되므로 자본의 효율적 배분기능을 극대화한다.

둘째로, 자본시장은 미래의 상황에 따라 투자수익이 달라지는 매우 많은 종류의 상품을 만들어냄으로써 금융거래를 이용하는 경제주체의 효용을 극대화하며 이러한 점에서 간접금융기관보다 우월한 위치에 있다. 이의 배경으로 은행과 같은 여신금융기관의 경우 결제기능과 무위험 예금상품의 제공이라는 특수성으로 인해 과도한 위험을 부담하는 자금공급이나 서비스의 제공이 불가능하다. 특히 자본시장의 경우 자금공급에 따른 위험을 다수의 투자자가 분산하여 부담하지만 간접금융기관의 경우는 위험이 이들 기관에 집중된다. 또한 외부충격 등으로 시장이 위축되었을 때 자본시장은 유통시장에서의 가격조절이 신속히 발생하여 균형가격을 회복하고 자금의 수급이 재개되는 특성을 가진다. 또한 유통시장을 통해 가장 위험을 잘 부담할 수 있는 주체가 위험을 부담하도록 자본시장 참가자간에 활발한 거래가 일어나는 것도 자본시장의 위험 부담기능이 우수한 배경이 되고 있다.

반면에 자본시장은 자금공급과 위험의 부담자가 궁극적으로 다수의 소매투자자라는 점에서 기업과 투자자간 정보비대칭 문제가 심각할 경우 자금이 공급되지 못하는 약점을 갖는다. 특히 기업 내부자 등에 의한 분식회계와 내부자거래, 중개기관에 의한 자기이익의 우선적 추구, 투자자 등에 의한 주가조작 등이 만연할 경우 자본시장은 성장할 수 없게 된다. 또한 비용이 수반되는 정보생산에 모든 투자자들이 무임승차(*free riding*)를 하려고 할 경우 자본시장의 정보생산기능은 치명적으로 약화될 수 있다.

한편, 자본시장의 주요 중개기관인 증권산업을 살펴보면 국내 증권산업은 상대적으로 과도한 경쟁구조와 규제하에서 수익성과 경쟁력을 상실하고 있는 것으로 평가된다. 특히 전업주의의 원조 국가인 미국의 증권사들보다도 협소한 업무영역과 과도한 규제는

국내 증권산업을 사양 산업화하는 지경에 이르게 한 것으로 평가된다.

결론적으로 자본시장은 그 기능의 특성상 금융시장이 필요로 하는 다양한 상품과 서비스를 제공할 수 있도록 업무영역 및 상품 개발 등과 관련된 규제의 최소화가 필요하며, 반면에 다양한 이해관계자간의 이해상충의 문제 및 투자자 보호와 관련된 규제는 보다 강화될 필요가 있다. 이러한 점에 비추어 본 보고서에서는 자본시장 규제 선진화를 위한 정책방향으로 1) 혁신 및 경쟁의 촉진을 위한 규제 완화, 2) 불공정거래 행위 근절을 위한 규제 강화의 두 가지를 제시하고 있다.

먼저 혁신 및 경쟁 촉진을 위해 은행업과 증권업의 사내 겸영 불허, 유가증권 개념의 확대, 증권회사의 선물업 겸영 허용, 증권회사의 신용파생상품 취급 허용, 예금보험제도의 증권업 적용 배제, 증권회사의 재무건전성 비율 규제 완화의 6가지를 제안한다.

첫째, 은행업과 증권업 각각의 고유업무에 대해서는 사내 겸영을 불허하는 것이 바람직하다. 은행의 증권업 겸영은 은행의 영향력을 한층 강화시키는 결과를 가져올 수 있다. 그리고 이러한 은행의 영향력 증대는 시장(market)과 기관(institution) 간의 건전한 경쟁을 저해함으로써 은행과 자본시장 모두의 발달을 지연시킬 가능성이 크다. 따라서 이미 도입되어 있는 지주회사나 자회사 방식을 통한 겸영은 허용하되, 은행업과 증권업의 사내 겸영은 엄격히 제한하는 것이 바람직하다.

둘째, 유가증권에 대한 포괄적 정의방식을 도입할 필요가 있다. 유가증권 정의에 대한 열거주의 방식은 혁신을 통한 신상품 등장을 어렵게 만들 뿐만 아니라 증권산업의 경쟁력을 약화시키는 부정적인 영향을 주고 있다. 따라서 유가증권 개념의 확대를 통해 자

본시장 고유의 독창성과 역동성이 발휘될 수 있도록 해야 한다.

셋째, 증권회사에 선물업 겸영을 허용해야 한다. 현행 법규에서 증권업과 선물업을 분리해서 규제하고 있는 이유는 선물업의 규제 대상인 장내파생상품이 유가증권과 다른 특성을 지니고 있다고 보기 때문일 것이다. 그러나 파생상품을 통해 모든 종류의 현금흐름 (payoff)을 모사해 낼 수 있다는 점에서 파생상품과 유가증권의 경제적 실질은 동일하다. 이러한 점에서 증권회사에 대해 선물업 겸영을 불허하는 것은 합리적이지 못하다.

넷째, 현재 은행에만 허용되어 있는 신용파생상품 취급을 증권회사에도 허용해야 한다. 신용파생상품 취급을 은행에만 허용한 이면에는 여신행위가 은행 고유업무라는 인식이 자리하고 있는 것으로 보인다. 그러나 은행의 고유업무는 여신행위 자체가 아니라 예금수취를 전제로 하는 여신행위이다. 따라서 예금수취 업무를 하지 않는 증권회사가 신용파생상품을 취급하더라도 아무런 문제가 없다.

다섯째, 증권회사를 예금보험제도에 편입시키고 있는 것은 잘못된 것이다. 예금보험제도는뱅크런(bank run)의 확산을 효과적으로 차단함으로써 은행산업 고유의 시스템리스크를 방지하는데 있다. 따라서 시스템리스크와 무관한 증권회사에 대해서는 예금보험제도의 적용대상에서 제외시켜야 한다. 만약 예금보험제도에서 배제하는 것이 현실적으로 어렵다면, 현재 은행의 2배 수준인 보험료를 낮추어야 한다.

여섯째, 증권회사에 적용되고 있는 재무건전성 비율을 낮출 필요가 있다. 증권회사에 요구되고 있는 영업용순자본비율 150%는 은행의 BIS자기자본비율 12%에 해당하는 것으로 추산된다. 그러나

시스템리스크를 초래할 가능성이 극히 낮은 증권회사에 은행보다 과도한 수준의 자기자본비율 규제를 부과하는 것은 형평성을 잃은 조치이므로 시정되어야 한다.

자본시장 규제 선진화를 위한 두 번째 정책방향은 불공정거래 행위 근절을 위한 규제 강화이다. 이와 관련해서는 시세조종 행위의 적발확률 증대, 내부자거래 행위의 적발확률 증대, 감독자책임 제도 도입, 불공정거래 행위의 제재수준 강화의 네 가지를 제안한다.

첫째, 현·선연계에 의한 시세조종 행위 금지 조항을 증권거래법에 포함시킬 필요가 있다. 최근 들어 현·선연계에 의한 시세조종 행위의 개연성이 크게 증가하고 있음에도 불구하고, 증권거래법상의 처벌근거 부재로 인해 이를 효과적으로 억제하지 못하고 있다. 그러나 이러한 범규미비는 불공정거래 행위가 제재될 확률을 낮춘다는 점에서 바람직하지 않다.

둘째, 내부자거래가 적발될 수 있는 확률을 높여야 한다. 이를 위해서는 내부자거래의 규제대상 범위를 확대할 필요가 있다. 예를 들어 기업 및 해당 기업의 임직원 등과 법률상 계약관계에 있지 아니하더라도 현재 계약교섭 중인 자, 그리고 모회사의 정보에 접근가능한 자회사 및 자회사의 임직원 등도 내부자 범위에 포함시키는 것이 바람직하다.

셋째, 증권회사 직원의 불법행위시 감독자에 대해서도 책임을 부과하는 것이 바람직하다. 금융기관 종사자의 위법행위는 조직내부에서 가장 효과적으로 통제할 수 있다. 이러한 점에서 직원의 위법행위시 위법행위의 당사자뿐만 아니라 감독자도 제재될 수 있도록 함으로써 위법행위의 사전적 억지력을 확보할 필요가 있다.

끝으로, 불공정거래 행위에 대한 처벌수단을 다양화함으로써 실질적인 제재수준을 높여야 한다. 불공정거래 행위에 대한 제재를 형사처벌에만 의존할 경우, 불공정거래 행위가 적발되더라도 형사처벌 수준에 이르지 않는 한 폐기될 수밖에 없다. 이로 인해 실질적인 제재수준이 오히려 약화되는 결과가 초래되는 것이다. 따라서 감독당국에 의한 민사제재금 부과 등 다양한 수준의 처벌장치를 마련함으로써 불공정거래 행위의 제재수준을 실질적으로 강화할 필요가 있다.

## I . 서론

---



## I. 서론

한 경제 내에서 상품과 서비스가 거래되는 시장은 흔히 불완전하다고 평가된다. 아담스미스는 그의 저서 국부론(The Wealth of Nation)에서 외부자의 개입 없이도 보이지 않는 손(invisible hand)에 의해서 상품에 대한 한계효용을 반영하는 수요곡선과 한계비용을 반영하는 공급곡선이 만나는 점을 통해 거래와 가격이 형성되고, 이를 통해 수요자와 공급자가 각각 혜택을 누린다고 설명하고 있다. 하지만 현실에서는 특정 상품과 서비스에 대한 수요와 공급이 있음에도 불구하고 원활한 거래가 일어나지 않는 시장실패(market failure)의 현상이 빈번하게 관찰된다. 이러한 시장실패의 원인으로는 외부효과(externality), 공공재(public goods)의 문제, 독과점(monopoly or oligopoly)의 문제, 정보비대칭의 문제(information asymmetry) 등이 지적되곤 하는데 특히 금융시장은 실물시장에 비해 시장실패의 문제가 보다 심각한 분야로 알려져 있다.

금융시장은 거래대상이 금융자산이라는 점에서 실물거래에 비해 거래의 유동성이 매우 높은 특성을 가지며, 거래주체간 또는 시장간 자산의 급격한 이동은 시장을 불안정하게 만드는 외부효과가 큰 시장으로 알려져 있다. 또한 빈번한 수요가 발생하는 상품과 서비스라는 거래의 특성상 고객에게 가까이 접근하기 위한 네트워크가 중요한 경쟁력 요소가 되므로 자연스럽게 금융기관은 규모의 경제성이 큰 산업이고 규모의 거대화는 일종의 진입장벽으로 작용하여 독과점의 여지가 커지기도 한다.

무엇보다도 금융거래는 일반상품거래와 달리 그 거래가 단기간 내에 완결되는 것이 아니라 신용 등의 제공과 이의 회수가 장기간에 걸쳐 완결되는 특성을 갖는다. 따라서 금융거래에 있어서는 거래상대방의 신용이 매우 중요한 변수인데 이를 파악하기가 쉽지 않아, 정보비대칭의 문제가 발생하고 이에 따라 거래가 이루어지지 않는 문제가 발생한다.<sup>1)</sup>

#### 4 자본시장 규제의 선진화 방향

따라서 시장의 불완전성을 보완하기 위한 수단으로 국가는 다양한 형태의 제도적 장치를 마련하고 있으며, 금융분야의 경우 산업분야에는 없는 다양한 규제장치와 감독기구가 설치되어 있다. 물론 금융시장과 산업에 있어서도 최적 규제에 대한 논의는 항상 논란의 소지를 안고 있다. 일반적으로 규제란 시장에서 자율적 기능에 의해서는 해결되지 않는 문제점을 최소화하기 위해 부과되며, 규제의 부과에 따른 사회적 비용보다는 이로부터 발생하는 혜택이 보다 큰 경우에만 정당화될 수 있다. 하지만 규제행위의 성격상 그 비용과 혜택을 정량적으로 평가할 수는 없다는 한계 때문에 항상 최적의 규제란 무엇인가에 대한 논쟁이 발생한다.

본 보고서에서는 상대적으로 낙후되어 있는 것으로 평가되는 한국 자본시장에 있어서 규제체계를 선진화하기 위한 방안을 검토한다. 이를 위해 방법론적으로 금융중개시장으로서 자본시장이 갖는 특성을 간접금융시장과 비교하고, 자본시장 규제와 관련한 외국의 제도현황을 파악함으로써 국내 자본시장의 규제체제를 선진화할 수 있는 방안을 모색한다. 구체적인 논의에 있어서는 금융시장의 가장 주된 역할을 자금공급과 이에 요구되는 정보생산기능으로 파악하고, 이에 있어 양 시장간의 차이를 비교분석함으로써 자본시장에 대한 규제의 성격을 설정한다. 다음으로 국내자본시장과 산업의 현황을 선진금융국과 비교함으로써 자본시장으로서의 기능에 장애가 되어 개선할 필요가 있는 규제요인을 파악한다. 물론 한국의 경제현황과 외국의 경제현황이 다르다는 점에서 외국에서의 규제관행을 그대로 한국의 자본시장에 적용하는 데는 한계가 있을 것이다. 따라서 가능한 다양한 형태의 금융구조를 갖고 있는 국가간 비교분석을 시도하며, 외국의 자본시장과 제도에 대한 분석은 국내자본시장의 규제 선진화

---

1) Akerlof(1970)는 그에게 노벨상을 안겨준 논문에서 중고자동차시장(market for lemon)에서 정보비대칭으로 인해 거래가 이루어지기 어렵다는 시장실패의 문제를 명쾌히 보여주고 있는데 사실상 금융거래에 있어서 정보비대칭의 문제는 보다 심각하다.

를 위한 시사점을 도출하는 참고자료로써 활용된다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 본 서론에 이어 II장에서는 자본시장의 특성을 분석하고, 이에 기초한 국내자본시장의 현황 및 문제점을 파악함으로서 규제적 측면에서의 시사점을 도출하며, III장에서는 외국의 선진 금융시장에서의 규제현황과 특징을 살펴보고, IV장에서 국내자본시장의 규제를 선진화할 수 있는 방안을 제시한다.



## II. 자본시장의 특성

---

1. 시장의 특성
2. 중개기관의 특성



## II. 자본시장의 특성

자본시장의 특성은 크게 자금의 수급이 이루어지는 시장이 갖는 특성과 이에 참여하는 중개기관이 갖는 특성들로 파악할 수 있다. 본 절에서는 자본시장과 이의 경쟁시장이자 보완시장인 간접금융시장간의 비교분석을 통해 자본시장의 특성을 파악하고 이를 통해 규제측면의 시사점을 도출한다.

### 1. 시장의 특성

#### 가. 정보생산기능

금융시장의 주된 기능은 자금잉여자로부터 자금부족자로의 자금이동을 중개하는 것이지만 이를 효율적으로 수행하기 위한 과정으로서 금융시장의 가장 중요한 존재의의는 자금공급과 관련된 정보의 생산기능이다. 금융거래란 일반적인 상품이나 서비스의 거래와는 달리 그 행위의 결과가 일정기간 동안 종결되지 않는다. 즉, 자금조달자가 일정 기간이 지난 후 조달된 돈을 자금공급자에게 돌려주므로 자금공급자의 입장에서는 원금과 수익의 회수에 대해 지속적인 불확실성에 직면하게 된다. 이러한 점에서 금융업의 가장 중요한 특징 중의 하나로 거래자간의 “정보비대칭 (information asymmetry)”의 문제를 지적할 수 있다.<sup>2)</sup>

금융기관 또는 시장이란 정보비대칭의 문제를 해결하기 위해 다양한

---

2) 물론 식료품이나 자동차의 구입, 이발이나 교육서비스 등의 구입에 있어서도 제품과 서비스의 품질에 대한 불확실성은 존재하나 품질보증 등과 같은 별도의 계약사항이 없는 한 상품(서비스)의 인도 및 대금의 지불과 함께 거래자간의 거래관계가 종결된다.

정보생산이 이루어지는 곳이다. 정보생산기능의 측면에서 주식이나 채권과 같이 유가증권에 기초한 금융거래가 이루어지는 자본시장이 갖는 가장 중요한 특성중의 한 가지는 경쟁기관인 간접금융기관(은행 등 여신금융기관)과는 성격이 다른 정보생산활동이 이루어지는 시장이라는 점이다. 다음에서는 이러한 자본시장의 정보생산기능을 여신금융기관과 비교하여 논한다.

### 1) 투자위험과 정보생산

자본시장과 간접금융기관간 정보생산기능의 차이는 무엇보다도 이들이 자금을 공급하는 계약의 형태에 의해 발생한다. 자본시장은 바로 자금공급형태의 특성상 은행 등 여신금융기관에 비해 훨씬 많은 정보를 생산하는 특성을 가진다.

예를 들어, 주식은 가장 대표적인 자본시장 상품으로서 자금공급자의 입장에서는 채권매입이나 여신금융기관의 대출에 수반되는 위험보다 훨씬 높은 위험을 수반하게 된다. 이때, 투자가치를 판단하기 위한 과정으로서 투자대상상품에 대한 분석을 하게 되는데, 이는 일정한 인적 및 물적 자원이 투하되는 행위이므로 이로부터 충분한 보상이 이루어질 경우에만 정보생산 활동이 이루어질 것이다. 자신의 투자가치가 변할 수 있는 위험자산의 형태로 자금을 투자하는 경우 정보의 정확도에 따라 투자의 성과가 달라질 것이므로 투자자는 결국 투자수익을 극대화하고 투자위험을 줄이기 위해서 투자대상기업과 관련하여 보다 많은 정보를 생산할 유인을 갖게 된다. 예를 들어 주식투자자의 경우 기업가치의 변화는 바로 자신의 투자가치의 변화로 연결되기 때문에 기업의 경영상태에 대해 항상 예의주시할 유인을 갖는다.

반면에 은행 등 고정적 수익형 투자기관은 기업의 재무적 건전성이 어느 정도 유지되는 한 (즉, 자기자본을 통해 경영부실의 충격을 흡수할 능

력이 있는 한) 기업가치의 변화가 자신의 채권가치의 변화에 미치는 영향은 거의 없기 때문에 일상적 경영에 대한 감시기능은 적극적이지 못하다. 극단적인 예로 은행 등의 여신금융기관의 경우 채무기업의 자산규모가 부채규모를 일정수준 초과한다는 매우 단순한 정보만으로도 자금공급의사 결정이 이루어질 수 있다.

물론 금융기관도 채무기업이 보유한 자산의 질에 따라 채무불이행의 확률이 달라질 수 있으므로 자금공급의 단계에서는 대출위험에 상응하는 차별적 이자율의 부과를 위해 보다 정확히 채무기업의 경영상태를 파악하는 정보생산행위가 필요하다. 특히 기업의 경영성과가 지속적인 문제를 나타내어 자신의 채권투자가치가 위협받을 상황이 되면 채권 회수 등의 조치를 취하기 위해 정보생산 활동에 자원을 투입할 유인을 가질 것이나, 흔히 대출만기 이전에는 채권회수가 가능하지 않는 유통시장의 부재 문제로 인해 정보의 가치성은 크게 떨어질 수밖에 없으며 이는 사전적으로 여신금융기관의 정보생산유인을 감소시킨다.<sup>3)</sup>

## 2) 유통시장의 존재와 정보생산

자본시장이 여신금융기관보다 많은 정보를 생산하는 또 다른 이유는 투자자산에 대한 2차 거래시장(유통시장)이 존재하기 때문이다. 자본시장의 자금공급은 흔히 유가증권을 통해 이루어지는데, 여신금융기관의 계약형 거래에 비해 유가증권형 거래는 상품의 표준화를 통해 다수의 투자자가 참여할 수 있는 유통시장의 형성을 가능케 한다.

3) 고정적 수익을 제공하는 형태의 자금공급시에는 위험수익을 제공하는 형태의 자금공급시보다 훨씬 적은 양의 정보가 필요하기 때문에, 기업과 자금공급자간 정보비대칭문제가 있을 경우 기업은 보다 안전한 자금조달 수단을 선호한다는 자금조달우선순위 이론(pecking order theory)이 실증적으로도 확인되고 있다.

## 12 자본시장 규제의 선진화 방향

특정 금융상품에 대한 거래소나 장외시장 등의 유통시장이 존재할 경우 투자자는 투자대상자산의 가치에 대한 판단에 변화가 있을 때 즉각적인 거래를 통해 수익을 실현하거나 손실을 회피할 수 있게 된다. 특히 많은 거래가 이루어지는 유통시장이 존재한다는 것은 수요공급을 통해 결정된 가격이 제시되고 이러한 가격은 다수 참가자가 보유한 정보를 반영하므로 가장 효율적인 거래지표를 제공한다는 점에서 자본시장의 우월성의 원천이 된다.<sup>4)</sup>

반면에 은행의 대출과 같은 계약형 자금공급기관의 경우 대출채권에 대한 유통시장은 거의 존재하지 않기 때문에 설사 대출기업의 신용등급 하락 등으로 대출채권의 가치에 부정적 영향이 예상된다 하더라도 이를 여타 투자자에게 매각하기가 어려울 것이며, 이는 사전적으로 대출기업에 대한 정보를 지속적으로 파악할 유인을 줄이게 된다. 또한 대출자가 사후 관리를 통해 생산한 정보가 있다 하더라도 이를 거래를 통해 대출자산의 가격에 반영할 수 있는 유통시장이 없으므로 대출자산의 가격은 흔히 그 진실된 가치에서 벗어나 있는 왜곡상태가 지속되곤 한다. 예를 들어 특정 기업이나 고객의 신용능력이 악화되어 대출금을 갚기 어려운 상황이 되더라도 이에 관한 정보를 특정은행만 보유하고 있을 경우 다른 은행이 계속 자금을 공급하는 행위가 반복된다. 이는 바로 유통시장의 부재로 인해 특정 은행이 보유하고 있는 정보가 시장에 즉각적으로 공급되지 않는 현상에 기인하며 결국 사회적으로는 비효율적 자원배분의 원인이 된다.

---

4) 투자자가 투자대상 자산의 위험과 수익률간의 최적조합을 달성하는 과정을 기초로 도출된 모형이 바로 자본자산가격결정모형(CAPM)이다. 이 모형에 따르면 투자자는 투자대상자산에 대해 파악한 자신의 정보내용에 변화가 있을 경우 매수 또는 매도를 통해 새로운 포트폴리오를 구성하게 되며 이는 자산가격에 변화를 발생시킨다. 이러한 점에서 자본시장에서 관찰되는 가격은 이에 참여하는 다수 투자자가 보유하고 있는 정보의 집합체라는 해석이 가능하며 이는 다수의 거래자가 참여하는 시장에서 가격이 결정되는 시장메카니즘의 우월성을 보여주는 논리를 제공한다.

한편, 자본시장 참가자가 보다 많은 정보를 생산하는 행위는 기업경영을 효율화하는데 도움이 된다. 주식시장은 기업의 가치에 대한 정보를 제공함으로써 자연스럽게 경영진에 대한 규율기능을 제공한다. 주가는 경영 성과를 반영하는 가장 중요한 지표로서 현 경영진의 능력을 반영함과 동시에 현재 기업이 보유하고 있는 자원이 얼마나 효율적으로 활용되고 있는가를 제시해준다.<sup>5)</sup> 따라서 주가가 상대적으로 낮으면 이는 현 경영진의 능력이 떨어진다고거나 현재 기업의 자산이 효율적으로 활용되지 못하고 있다는 중요한 정보를 제공하며 이는 다른 기업이나 자본가에 의한 기업 인수합병의 가능성을 높인다. 또한, 비교적 큰 금액의 주식을 보유하고 있는 기관투자자는 자신이 생산한 정보에 기초하여 무능한 경영진을 교체하거나 경영진이 주주이익과는 배치되는 사적이익을 추구하는 행위 등을 통제하는데 도움이 되는 것으로 알려져 있다.<sup>6)</sup> 이러한 점에서 자본시장은 일단 기업에 투자자본이 제공된 후 이의 효율적 사용을 유도하는 역할에 있어서 은행보다 뛰어나다고 할 수 있다.

### 3) 규제측면의 시사점

자본시장의 발달을 위한 가장 중요한 전제조건은 시장참가자가 정보생산을 할 유인이 있도록 만들거나 이들이 필요로 하는 정보를 충분히 제공하는 것이다. 예를 들어 기업과 관련한 가장 기본적인 정보는 기업에 의해

5) 예를 들면 토빈큐(Tobin's Q)값은 기업의 시장가치와 장부가치간의 비율을 나타내는데 이는 기업의 자원이 얼마나 효율적으로 활용되고 있는가와 향후의 성장성 등을 반영하는 지표로 알려져 있다.

6) 주주구성과 기업가치간의 관계에 대한 연구에 있어 기관투자자의 주식보유지분율이 증가할 경우 토빈큐 등으로 측정된 기업가치가 상승하고(박경서·백재승(2001)) 경제위기 등의 상황하에서는 기업가치하락의 정도가 적은 것으로 나타난다(Baek et al.(2004)). 반면에 은행의 대출금 등 간접금융에 의한 자금조달비중은 기업가치에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난다.

우선적으로 생산된다. 정기적으로 제공되는 회계관련 정보와 공시 등을 통해 수시로 제공되는 경영관련 정보 등이 얼마나 정확하고 시의적절하게 제공의 여부는 자본시장을 발달시키는 데 있어서 매우 중요하다. 물론 기업의 경영진은 수익성과 성장성 등에 의해 평가되기 때문에 근본적으로 기업과 관련된 정보를 자기에게 유리하게 왜곡시킬 유인을 가지며 이를 견제하기 위한 1차적 기관은 감사와 준법감시인 등으로 대변되는 내부통제체제이다. 또한 정기적인 외부감사 기능을 제공하는 회계법인, 기업과 회계법인간의 담합을 견제하기 위한 감독기관의 감독기능, 분식회계정보를 제공하거나 이를 묵인한 행위를 처벌하는 사법제도 등도 기업이 제공하는 정보의 정확성을 확보하는 사회적 장치들이다.

한편, 기업이 제공한 정보 등을 기초로 자본시장에서 정보를 생산하는 기능은 직접적으로 투자를 하는 개인과 이를 대리하는 전문적 기관투자자, 그리고 자신의 자본을 직접 투자하는 금융기관 등에 의해서 수행된다. 자본시장의 원활한 발전을 위해서는 이들의 정보생산유인이 극대화될 필요가 있는데 만약 투자대상자산의 가치가 이들이 통제할 수 없는 정보에 의해 움직이거나 이러한 정보를 파악하는데 상대적으로 열세에 있다고 판단되면 이들의 정보생산유인은 감소할 것이다.

이의 대표적인 예로 내부정보를 이용한 내부자거래, 주가조작의 목적을 가진 투기적 거래와 이로 인한 가격의 왜곡현상 등은 자본시장을 효율적으로 만드는 정보생산기능을 위축시킨다. 주가가치에 대한 충분한 정보가 제공되지 않을 경우 다른 투자자들을 현혹하는 주문과 거래행태가 발생할 수 있는데 이의 대표적인 것으로 허수주문을 꼽을 수 있다.<sup>7)</sup> 허수주문이 존재할 경우 주가가 기업의 가치를 반영하지 못하는 성향을 가지며

7) 박경서 외(2003)는 일중거래자료를 이용하여 주가조작을 목적으로 실제 매수 의사가 없이 매수주문을 내는 허수주문의 비중이 높을수록 해당 종목의 가격효율성(가격이 실제 가치를 찾아가는 속도로 측정)이 떨어지는 것을 확인하고 있다.

일반투자자는 보다 비싼 가격에 주식을 매입하거나 보다 싼 가격에 자신의 주식을 매도하는 손해를 보게 되므로 주식시장을 기피하게 만드는 원인이 된다.

유통시장에서의 가장 주된 정보생산자는 바로 증권사의 애널리스트이다. 이들은 정보생산능력이 없거나 그럴 경제적 유인이 약한 다수의 소액 투자자에게 주식의 가치에 대한 의견을 제시함으로써 주식시장의 성장을 가능케 하는 가장 중요한 집단이기도 하다. 하지만 이들도 때로는 자기가 속한 금융기관의 이익에 보다 충실하게 행동하는 경우가 발생한다는 점에서 내부통제시스템과 외부감독시스템에 의한 엄격한 감시를 필요로 한다.

따라서 기업내부의 정보를 획득할 유리한 위치에 있는 경영진 등 내부자에 의한 정보의 사전적 이용을 엄격히 금지하는 것, 주가조작을 통해 이익을 얻으려는 행위를 처벌하는 것, 고객을 위한 중개기능을 수행하는 중개인이 정보를 이용하여 자신의 이익을 먼저 추구하는 행위를 처벌하는 것 등도 기업외부자의 정보생산유인을 높일 수 있는 전제조건이다.

자본시장이 가장 발달되어 있는 미국의 경우 정보생산 및 유통과 관련된 불법적 행위에 대해서 가장 강력한 처벌을 부과하는 국가로 잘 알려져 있다. 엔론(Enron)사태가 발생하자 미 법무부의 강력한 조사가 이루어졌고, 이 과정에서 엔론(Enron)의 회계감사를 담당했던 아더앤더슨(Arthur Andersen)은 평판 훼손과 고객이탈을 견디지 못하고 문을 닫고 말았다. 이러한 점에서 엔론사태는 미국식 자본주의의 문제점을 드러낸 사건이라기보다는 오히려 이의 강점을 재확인시켜준 사례로 이해하는 것이 맞을 것이다.

1980년대 중반 내부정보를 이용한 주식거래 및 사기혐의로 Ivan Boesky와 Michael Milken 사건이 터졌을 때에도 미 법무성은 이를 마피아와 같은 조직범죄(organized crime)를 다루는 부서를 통해 조사한 바 있다. 또한 동 사건이 자본시장에 미칠 단기적 충격에 대한 우려에도 불구하고

고 이들에 대한 체포와 실형이 집행되었고 당시 미국내 5위 수준이었던 Drexel Burnham Lambert 증권사도 문을 닫고 말았다.<sup>8)</sup>

우리나라의 경우 과거 분식회계 행위에 대한 처벌은 아예 이루어지지 않았거나 지극히 미온적이었으며 경제위기로 대우그룹이 망했을 때 이와 관련된 회계법인이 처음으로 문을 닫게 되었을 뿐이다.<sup>9)</sup> 국내 금융시장 기업이 정보를 제공하지 않거나 왜곡된 정보를 제공하는 문제뿐만 아니라 자금공급자에 의한 정보생산기능도 매우 취약한 것으로 평가된다. 경제위기 이전 대다수 기업들이 심각한 부실상태에 있었음에도 불구하고 이들에 대한 자금공급이 지속적으로 이루어져 왔으며 최근의 소비자금융의 실패나 카드사 사태는 아직도 투자위험에 대한 적절한 평가가 이루어지고 있지 않음을 보여주고 있다. 투자자에 대한 정보제공에 있어 중요한 역할을 하는 신용평가기관도 신용평가능력에 한계가 있거나 금융시장 안정이라는 미명하에 정부의 외압 등에 의해 적시에 적절한 정보를 제공하지 못하거나 신용등급을 조정하지 못하는 사태가 발생한다. 특히 자금공급자가 자금공급에 따른 위험을 충분히 파악하지 못하는 이유는 이들의 정보생산능력이 취약하기 때문인 부분도 있지만, 정부에 의한 기업과 금융기관의 퇴출보호도 정보생산능력과 위험관리능력을 제고하려는 중개기관의 유인을 위축시킨다는 것도 중요한 사실이다.

8) 80년대 미국주식시장의 주가를 높인 주요한 배경 중의 한가지는 왕성한 기업간 인수합병활동이었으며 이를 뒷받침한 것이 소위 비적격투자채권(junk bond)발행에 의해 조달된 부채자금이었다. Michael Milken은 정크본드시장을 활성화시킨 주역이었는데 이 과정에서의 불법적 행위에 대한 조사가 시작되자 정크본드시장에 타격을 미쳤고 이는 궁극적으로 M&A관련 주식들의 폭락을 가져오면서 1989년 10월 13일의 주가폭락으로 이어졌다. 1992년 Michael Milken은 11억불의 벌금과 함께 10년의 실형을 선고받았다.

9) 현대그룹 계열사와 지배주주 등이 관련된 현대전자 주가조작 사건과 관련하여 책임자가 조사를 받자 이에 대해 증권업협회는 과거 업적을 고려하여 처벌을 완화해 줄 것을 요청하기도 하였다. 이는 자율규제기관이 갖는 문제점을 극명하게 보여준 사건이라고도 할 수 있다.

한편 정보생산활동에 소요되는 기본적 비용을 회수하기 위해서는 일정한 규모 이상의 수익을 확보할 수 있어야 하므로 주된 정보생산자는 대규모 자금을 투자하거나 이러한 행위를 통해 수익을 얻을 수 있는 중개기관과 거액투자자의 경우로 한정될 것이다. 결국 기업에 대한 자금공급행위에 있어 자본시장이 간접금융시장에 비해 경쟁적 우위에 있는 경우는 대규모 자금을 투자할 용의가 있는 투자자가 존재하거나, 또는 정보생산능력이 취약한 소규모 투자자들에게 정보를 제공하고 수익을 획득할 수 있는 간접투자기관이나 기업관련 정보제공기관이 존재하는 경우로 한정된다.

자본시장의 가장 중요한 특징이자 존재요건 중의 한 가지는 소규모 개인투자자가 직접적인 투자위험을 부담하면서 자금을 공급한다는 것이다. 이들이 상대적으로 정보생산능력에 있어 비교열위에 있음에도 불구하고 위험자산에 투자하는 이유는 투자대상기업에 대한 정보가 비교적 저렴한 비용으로 획득될 수 있거나 현재에 시장에서 제시되는 가격이 투자대상 유가증권의 가치를 어느 정도 반영한다고 믿기 때문이다.

한편, 직접금융시장의 가장 중요한 매개수단인 주식의 경우 투자에 따른 위험의 성격상 이를 가능한 분산할 수 있도록 많은 기업의 주식이 투자자에게 제공될 필요가 있다. Markowitz 등의 위험분산이론에 따르면 투자자들은 포트폴리오 구성을 통해 기업고유의 위험(또는 비체계적 위험, individual risk)을 없앨 수 있는데, 이것을 가능케 하는 것은 다수 주식의 존재이다.

이러한 위험분산이론은 거래소에 주식이 상장되는 것은 일종의 선순환(positive feedback)효과를 만들어낸다는 점을 시사한다. 즉, 투자대상주식의 수가 증가함에 따라 주식투자위험의 보다 많은 부분이 비체계적 위험으로 구성되는 성격을 가지며, 이는 주식투자에 있어 수익 대비 분산불능 위험인 체계적 위험(systematic risk)의 비율을 낮춤으로써 주식투자기반을 확대하고 그 결과 추가적인 상장과 자금조달을 가능케 하는 선순환을 가

저온다.<sup>10)</sup> 따라서 자본시장이 성장하기 위해서는 일정규모 뿐만 아니라 일정 수 이상의 기업들의 주식이 유통시장에서 거래될 필요가 있음을 시사하는데 이러한 사실은 각국의 증권거래소들에 상장된 기업의 수가 최소 수백 개에 달하고 있음을 통해서도 간접적으로 확인된다.

## 나. 상품의 혁신성 및 다양성

금융시장은 자금중개의 과정에서 다양한 상품과 서비스를 창출해낸다. 특히 금융상품과 서비스의 특징은 투자자의 자산 보유정도와 위험선호도에 따라 현재와 미래간 소비와 저축의 재배분을 가능케 하고 위험을 분산함으로써 경제주체들의 복지를 증가시키는 기능을 갖는다. 다음에는 이러한 기능측면에서 자본시장과 여신금융기관을 비교한다.

### 1) 상황(contingency)별 상품의 제공 기능

자본시장이 갖는 두 번째 특징이자 장점은 미래의 상황(contingency, 또는 상태 state)에 따라 투자수익이 달라지는 매우 많은 종류의 상품을 만들어냄으로써 금융거래를 이용하는 경제주체의 효용을 극대화한다는 것이다. 이러한 점에서 자본시장은 간접금융기관보다 우월한 위치에 있다.

자본시장의 대표적 금융상품인 주식은 미래의 기업가치에 따라 투자자에게 수익을 제공하는 상품이며, 전환사채는 일정한 조건을 만족시켰을 때 주식으로 전환할 수 있는 채권이다. 또한 특정한 기초자산의 움직임에 근거하여 다양한 상품이 만들어질 수 있는 선물, 옵션 등 장내파생상품 외에도 거래자간 상호계약에 의해 만들어 낼 수 있는 장외파생상품의 종류

10) Morck et al.(2000)은 자본시장이 발달된 국가일수록 기업에 관한 보다 많은 정보가 생산되고 이는 개별주식들의 주가움직임을 보다 상호 독립적으로 만든다고 주장하고 있다.

는 거의 무한하다. 최근에는 날씨, 온도 등에 기초하여 수익을 제공하는 장외상품들도 나타나고 있으며 신용위험에 기초한 파생상품 등도 활용도가 늘고 있다. 반면에 은행은 수익성이 거의 확정되어 상품간 차별이 거의 없는 예금상품을 주된 금융상품으로 제공할 뿐이다.<sup>11)</sup>

이들 자본시장에서 만들어지는 상품들의 특징을 한마디로 요약하면 미래의 상황에 따라 수익을 제공할 수 있는 것으로 미래의 상황은 무한할 수 있기 때문에 이에 기초하여 만들어 낼 수 있는 상품의 수도 무한하다. 이러한 상품의 다양성은 소위 금융상품의 수가 상태의 수에 같아질 경우 나타날 수 있는 완전시장(complete market)을 가능케 하고 이는 다양한 금융수요를 충족시킬 수 있으므로 시장참여자의 효용을 극대화할 수 있다.

반면에 은행과 같은 간접금융기관은 안전한 예금상품을 제공함으로써 조달된 자금을 고객에게 제공한다는 점에서 과도한 위험의 부담에는 한계가 있다. 흔히 많은 국가에서 은행에게 엄격한 건전성 요건을 부과하고 보다 직접적으로 주식투자제한, 대규모 여신제한 등의 자산운용규제를 부과하고 있는 것도 바로 은행의 자본조달구조상의 특수성을 반영하고 있는 것이다.

## 2) 중개기관의 특성과 위험부담능력

자본시장의 주요 중개기관인 증권사나 투자은행의 경우 은행 등에 비

11) 은행은 근본적으로 안전한 저축수단과 결제기능을 제공하는 금융기관으로 정의됨으로써 과도한 위험을 유발하는 자금운용이나 조달형태가 제한되어 왔다. 최근에는 은행도 주가지수 등과 연계된 예금상품(equity linked deposit)을 제공하고, 자산운용에 있어서도 위험관리 등을 목적으로 다양한 파생상품에 투자하거나 고객간의 거래를 중개하는 업무로 그 영역을 확장하고 있다. 향후 금융의 겸업화가 더욱 진전될 경우 금융시장의 구조를 파악하는데 있어 현재와 같은 금융기관중심의 시장구분보다는 상품중심의 시장구분이 더욱 의미를 가질 것이다.

해 외부효과(externality)가 작다는 점이 상품과 서비스의 다양성과 혁신성을 가능케 하는 중요한 요인이다. 은행의 가장 중요한 기능중의 한 가지는 바로 결제기능이며 이 기능이 제대로 수행되지 못할 경우 금융시장뿐만 아니라 경제전체의 안정성이 크게 위협받는다. 따라서 은행은 흔히 매우 특별한(special) 기관으로 정의되며 이러한 은행의 안정성을 확보하기 위해 건전성 규제가 부과된다.<sup>12)</sup> 하지만 결제기능의 수행과 이에 따른 다양한 보호장치는 은행에게 예금이라는 저비용 자금조달수단을 제공하는 동시에 은행이 다양한 금융상품을 제공하지 못하도록 규제받는 배경이 되기도 한다.

반면에 자본시장의 주요 중개기관인 증권사는 자금중개의 특성상 대규모 자금이 필요치 않아 다수 고객으로부터의 수신기능이 필요 없으며 결제기능을 수행하지 않음으로써 보다 위험한 금융서비스를 제공할 수 있는 여지가 발생한다. 물론 증권사도 발행시장업무를 수행하는 가운데 일시적으로 유가증권 인수나 투자 등에 필요한 자금이 필요하나 이는 단기간 내에 회수되는 성격을 가진다.

### 3) 규제측면의 시사점

결국 자본시장의 주요한 특성은 다양한 금융상품과 서비스를 제공하는 혁신성에 있다는 것을 고려하여 이에 대한 규제체제는 은행산업의 경우에 비해 보다 포괄적이고 추상적일 필요가 있다는 점에서 “원칙허용-예외금지(negative system)”의 규제체제가 보다 타당하다. 반면에 “원칙금지-예

12) 물론 자본시장의 중개기관도 예금과 유사한 상품을 제공할 수는 있으나 명시적인 예금보험제도와 중앙은행의 최후 지원기능(lender of last resort), 정부의 암묵적 보호망(implicit safety net) 등 비명시적인 보호기능을 통해 은행의 예금상품은 가장 안전한 투자대상이 되고 있다. 특히 금융수요측면에서 결제기능의 제공은 보통예금과 같이 이자율이 매우 낮은 자금조달을 가능케 함으로써 은행수익의 원천이 된다.

외허용(positive system)의 규제체제 또는 제도적으로는 포괄주의 규제체제의 형식을 가지고 있으나 내용적으로는 새로운 신상품을 만들어낼 때마다 규제감독기관의 실질적 “승인”을 받아야 하는 규제체제는 사전적으로 금융기관이 만들어낼 수 있는 금융상품이나 서비스의 종류를 제한하는 특성을 갖는다.

현재 국내 증권산업의 규제체제는 외형적으로 다분히 원칙허용-예외금지 체제로 전환되고 있으나 실질적 내용측면에서는 여전히 감독당국의 사전승인이나 협조를 통해서 상품개발이 이루어지고 있는 실정이다. 또한 유가증권개념의 협소한 운용 등으로 국내 증권사는 외국의 증권사에 비해 업무영역측면에서 상당한 제약을 받고 있다.

## 다. 위험부담능력상의 차이

### 1) 위험의 부담주체

#### 가) 위험의 분산부담

자본시장과 간접금융기관과의 또 다른 차이는 자금공급에 따른 위험을 부담하는 능력간의 차이이다. 자본시장의 경우 다수의 투자자가 자금공급의 위험을 부담하지만 은행 등은 자금공급자에게 고정적 수익을 제공하고 자신의 위험 하에 자금을 공급하는 특성을 갖는다. 투자의 위험이 다수의 자금공급자에게 분산되어 있다는 것은 금융시장의 상황이 악화될 경우 그 충격이 다수의 투자자에게 분산되어 중개기관의 재무적 건전성이 악화되지 않는 반면 중개기능도 유지될 수 있다.

반면에 은행의 경우는 대출자산의 부실화시 그 손실을 고스란히 은행이 부담하게 되며 조기사정조치(prompt corrective action) 등을 포함한 건전성 규제 하에서 자신의 생존을 위한 보수적 자산운용행태로 인해 은행

의 자금공급기능은 급속히 악화된다.<sup>13)</sup> 은행이 자산운용에 따른 위험을 스스로 부담하는 것은 무위험 예금이라는 저축수단을 제공하는데 따른 불가피한 결과이다. 물론 은행은 무위험 투자수단을 제공하는 대가로 매우 낮은 비용으로 자금조달을 할 수 있는 특권을 가지기도 하며, 이는 은행 수익과 경쟁력의 원천이기도 하다. 하지만 이러한 조달과 운용구조는 은행에게 위험이 집중되는 구조를 낳는다.

#### 나) 시장의 자율적 회복기능

한편 자본시장과 간접금융기관은 투자대상자산의 가치하락으로 인한 충격으로부터 벗어나는 과정에 있어서도 차이를 나타낸다. 특히 금융위기와 같이 경제전반에 걸친 시장충격이 발생할 경우 부실화된 은행이 자금공급기능을 회복하기 위해서는 흔히 부실채권의 정리와 이에 따른 공적자금의 투입을 통해 재무적 건전성을 회복하는 방법 밖에 없는데 이는 흔히 정부의 개입을 요한다는 점에서 자생적인 회복능력이 약한 중개기관으로 해석될 수 있다. 결국 위기시 중개기능의 유지를 위한 전제조건으로서 공적자금의 투입이 전제되어 있는 은행 등의 여신금융기관은 사전적으로 정부의 직간접 개입과 규제가 상대적으로 많이 부과될 수밖에 없는 사업구조를 가지고 있으며 이는 궁극적으로 이들 간접금융기관이 수행할 수 있는 업무의 성격에 제한을 가져온다.<sup>14)</sup>

물론 자본시장의 경우도 주식이나 채권가치의 급격한 하락시 유통시장의 거래가 줄어들고, 이는 다시 발행시장기능을 위축시키는 악순환이 발

13) Kim et al.(2002)에 따르면 은행의 재무건전성 악화시 엄격한 건전성 규제의 적용은 은행으로 하여금 위험자산에 대한 대출을 기피하게 만드는 것으로 확인되고 있다.

14) 최근 국민은행의 분식회계여부에 대한 논쟁 끝에 최고경영자가 퇴임하는 결과가 시사하는 바는 여전히 국내은행은 정부의 정책수단으로서 중요한 의미를 가지는 동시에 이의 영향력 하에 있다는 것이다.

생활 수 있다. 하지만 투자대상자산에 대해 충분한 정보가 제공되고 유가증권의 가격이 불확실성을 충분히 반영하여 적정가격에 도달한 것으로 판단되면 유통시장과 발행시장은 다시 회복되어 자금공급기능을 회복하는 성격을 갖는다.<sup>15)</sup> 물론 자본시장이 갖는 자기회복력은 활발한 유통시장의 존재에 근거한다. 즉, 다수 투자자들의 정보와 판단이 거래를 통해 가격에 반영됨으로써 시장은 신속하게 균형가격을 찾아갈 수 있는 것이다. 흔히 불안한 경제전망 등으로 자본시장이 위축될 경우 사태의 악화를 우려한 정부의 인위적인 개입 등으로 투자대상자산의 가격이 균형가격을 찾아가지 못하는 것이 오히려 불확실성을 확대하여 문제를 장기화시키는 문제점을 낳는다.

반면에 여신금융기관의 경우 보유자산에 대한 유통시장이 없다는 것은 신속한 구조조정을 지연시키는 주요한 원인이 된다. 대출매매(loan sales) 시장의 부재는 물론 구조조정 등의 필요로 대출자산을 부득이 매각할 경우 상당히 할인된 가격에서만 가능하며 그 피해는 궁극적으로 국민의 부담으로 돌아간다.

## 2) 위험배분기능상의 우위

자본시장이 보다 우수한 위험부담능력을 갖는 또 다른 이유는 가장 위험을 잘 부담할 수 있는 주체가 위험을 부담하도록 자본시장 참가자간에 활발한 거래가 일어난다는 것이다. 이에 있어서도 또한 유통시장의 존재가 중요한 역할을 하는데, 유통시장에서의 거래는 투자자간 정보를 교환하는 역할을 수행할 뿐 아니라 투자자간 최적의 위험분담(risk sharing)을 모색할 수 있는 기능을 제공한다. 투자자들은 투자에 있어 자신의 위험선

15) 최근의 카드사 사태, 대통령탄핵안 통과 이후 시장이 별다른 충격을 받지 않거나 일시적인 충격후 바로 회복하는 등 과거에 비해 국내주식시장의 자기회복력이 증가하고 있다는 간접적 증거들이 많이 나타나고 있다.

호도를 반영하여 포트폴리오를 구성하게 되는데, 경제나 투자기업의 상황 변화에 따라 투자자들은 자신의 위험선호도(risk preference)에 맞는 최적의 위험자산 투자비중을 유지함으로써 자연스럽게 경제전체 위험의 일부를 부담한다.

반면에 은행과 같은 간접금융기관은 보유하고 있는 위험대출자산의 위험요소(risk profile)가 변하여도 이를 보다 용이하게 부담할 수 있는 다른 금융기관에게 전가하기가 쉽지 않고 이는 결국 금융주체간 위험의 최적 부담을 어렵게 만든다. 대출매각(loan sale)이 가능한 하나 이는 흔히 해당 은행의 부실화나 유동성 문제가 심각한 상황에서 감독당국의 압력 등에 의해 발생한다. 부실기업에 대한 여신만을 묶어 별도의 회사(bad bank)를 만들어 부실여신을 털어내는 등의 기업구조조정시장도 존재하나 자본시장의 기능에 비하면 유동성과 효율성 측면에서 훨씬 뒤떨어진다. 특히 이러한 부실채권의 규모가 매우 크기 때문에 유동성은 더욱 떨어지는 특성을 갖는다.

### 3) 규제측면의 시사점

자본시장은 외부자에 의한 개입 없이도 자금공급기능을 회복하는 능력이 매우 강한 시장으로 이해될 수 있으며 이의 전제조건은 투자자들이 인식하는 위험에 상응하는 적절한 기대수익을 제공할 수 있도록 가격이 자율적으로 조절되어야 한다는 것이다. 따라서 은행의 경우 거시경제나 금융시장 안정화 등의 목적을 위해 예금과 대출금리에 대한 직간접적인 규제가 부분적인 타당성을 가지나 자본시장의 상품가격에 대한 규제는 불필요하다.

그럼에도 불구하고 자본시장의 대표적 상품인 유가증권의 가격에 영향을 미치는 정책적 개입의 사례는 자주 관찰된다. 연기금이나 기관투자자를 동원하여 주가를 떠받치는 경우라든가 채권시장의 붕괴를 우려하여 감

독당국 등이 신용평가기관에게 채권의 신용등급을 과대평가하도록 압력을 가하는 경우가 그것이다.<sup>16)</sup>

물론 이러한 압력은 자본시장의 투자자에 의해서도 발생한다. 예를 들면 시가평가제도 하에서 부실화된 채권을 보유하고 있는 기관투자자는 장부상 손실의 실현을 미래로 이연시키기 위해 거래상의 관계를 이용하여 채권평가기관에게 압력을 가할 수 있다. 이러한 문제점은 부실 등을 은폐하기 위해 외부감사인에게 분식회계의 압력을 가하는 기업의 상황과 유사하다.

결론적으로 자본시장의 장점인 위험부담능력을 극대화하기 위해서는 시장에 정확한 정보가 충분히 제공될 수 있도록 정보생산기능을 촉진하고 이에 장애가 되는 요인들을 제거해야 한다. 예를 들면 기업에 의해 생산되는 재무제표의 신뢰성을 높이기 위한 경영진의 재무제표 인증제도, 외부감사법인의 기업경영진으로부터의 독립성 강화 방안, 정부나 기업 및 금융기관 등으로부터 신용평가기관의 독립성을 보장하는 방안, 내부자거래를 엄격히 처벌하는 방안 등이 그것이다. 이러한 내용들의 상당부분은 자본시장이 가장 선진화되어 있는 미국의 경우도 엔론(Enron)사태 후 사베인옥슬리(Sarbanes Oxley)법 등에서 새로이 채택되고 있는 것들이다.

한편, 증권사의 업무적 특성은 이에 대한 규제를 가능한 사후적 규제로 단순화할 필요가 있음을 시사한다. 은행의 경우 부실화가 가져올 상당한 외부효과로 인해 사전적 규제가 필수적이다. 반면에 증권사의 경우는 부실화를 예방하기 위한 사전적 규제의 폐해가 부실화로 인한 문제보다 더 클 것으로 판단할 수 있다. 따라서 증권사가 취급할 수 있는 상품과 업무영역 상의 규제는 최소화될 필요가 있다. 증권사는 결제기능을 수행하지도 않으며 다수의 투자자로부터의 수신기능도 갖고 있지 않다. 또한 업무

16) 최근 카드사의 부실화와 관련하여 신용대란을 우려한 감독당국이 카드채의 신용등급을 급격히 낮추지 말도록 압력을 가했다는 의혹이 제기된 바 있다.

의 성격상 위험부담은 발행시장 업무와 관련한 일시적 위험인 경우가 대부분이다. 따라서 일정기간의 영업상 손실을 감내할 수 있는 정도의 자기 자본충실도를 유지하는 한 증권사의 경영에 대한 사전적 규제는 비효율적이라고 할 수 있다.

## 라. 정보비대칭과 대리인 문제

### 1) 기업과 자금공급자간의 정보비대칭

자본시장의 주된 자금공급자는 다수의 일반투자자인 가계와 개인이 될 것이다. 이들은 여신금융기관과는 달리 기업의 재무상태에 대한 전문가적 분석능력을 갖추지 못한 경우가 대부분이며 이로 인해 자본시장을 통해 자금을 조달하는 주체는 주로 대규모 기업으로 한정될 수밖에 없다. 즉, 일정 수준 이상의 신뢰성을 제공할 수 있는 주체만이 자본시장에 참여하여 자금을 조달할 수 있는 것이다.

반면에 신생 벤처기업과 같이 기업에 대한 정보가 잘 알려져 있지 않고 미래가치의 불확실성이 큰 경우에는 이에 대한 자금조달은 다수의 일반투자자에 의한 자금공급보다는 정보분석능력과 위험부담 능력이 보다 좋은 벤처캐피탈이나 여신금융기관에 의해 자금이 공급된다.

이는 자본시장과 여신금융기관이 자금공급기능에 있어 일정 수준의 배타적 영역을 확보하고 있음을 시사한다. 다음에서는 자금조달자와 자금공급자간의 정보비대칭문제가 자금수급행태에 어떠한 영향을 미치는가를 살펴본다.

## 가) 자금공급단계에서의 정보비대칭

자본시장에서 정보비대칭의 문제는 2단계에 걸쳐서 발생하게 된다. 정보비대칭의 첫 번째 단계는 기업이 투자자들로부터 자금을 조달하려는 시점이다. 이때 기업의 진정한 가치평가에 있어 기업 내부자와 투자자간에 정보비대칭이 존재하며 이는 원활한 자금조달을 저해하는 배경이 된다. 예를 들어, 주식발행을 통해 자금을 조달하려는 기업은 자신의 우월한 정보력을 기초로 계산된 주식의 가치보다도 높은 가격을 받을 경우에만 주식을 매각하려 할 것이며 이를 매입하는 주식투자자는 근본적으로 손해를 보는 거래만 하게 된다는 전형적인 역선택(adverse selection)의 문제에 직면하게 된다.<sup>17)</sup> Loughran and Ritter(1995)는 기업공개와 유상증자 후 3년간의 주가수익률비교를 통해 이들 기업의 수익률이 그렇지 않은 기업에 비해 20~40%가량 작다는 것을 각국의 거래소 상장기업을 통해 확인하고 있다.

자본의 공급단계에서 은행 등의 여신금융기관은 직접금융시장의 투자자보다 이러한 역선택의 문제를 해결하는데 보다 우월한 능력을 가지고 있는 것으로 평가된다. 근본적으로 전문적 자금공급기관으로서 여신금융기관은 직접금융시장의 투자자보다 정보수집과 분석능력에 있어 우월하다.

17) 역선택(adverse selection)은 정보비대칭 하에서 주어진 거래조건에 주로 나쁜 유형의 상대방이나 물건이 거래에 합의하는 상황을 나타낸다. 대표적으로 고정금리 대출상품에 신용이 나쁜 고객이 주로 대출을 원하는 현상, 고정된 건강보험료 하에서 상대적으로 건강이 나쁜 사람들이 보험에 가입할 유인이 보다 큰 현상 등을 꼽을 수 있다. 역선택 현상 하에서는 부실가능성이 높은 신용대출위험을 보상하기 위해 금리를 인상시킬 경우 이는 점점 더 대출자의 평균적 위험을 증가시킨다. 차입자에 대한 정보생산 없이 높은 금리만으로 신용위험문제를 해결하려 할 경우 부실이 발생할 수 있다는 좋은 예로 최근의 카드사 사태를 꼽을 수 있다.

## 나) 자금공급 이후의 정보비대칭 문제

두 번째 단계의 정보비대칭 문제는 일단 자금공급이 이루어지고 난 후 기업의 경영활동과 그 성과에 대한 내부자와 외부자간의 정보비대칭문제이다. 이는 흔히 도덕적 해이(moral hazard)라고 정의되는 부분으로서 기업의 경영진이 자금조달시의 약속과는 다르게 때때로 채권자의 이익보다는 주주, 특히 경영자 자신이나 특정주주의 이익을 위해 경영의사결정을 내리고 이를 은폐하는 경우를 지칭한다.

물론 기업은 지속적인 자금조달의 필요성 때문에 내부적으로 많은 양의 정보를 직접 생산하여 공급하나 동시에 그 정보를 왜곡할 유인을 갖는다. 대표적으로 분식회계를 통한 수익의 과대 또는 과소계상, 지배주주나 경영진에 의한 회사자산의 사적 유용 등을 감추기 위한 불법적 회계처리 등이 그것이다.<sup>18)</sup>

자금공급이 발생한 이후 기업에 대한 사후감시기능에 있어서는 앞에서 언급한 바와 같이 여신금융기관보다는 자본시장이 보다 많은 정보를 생산해 내는 것으로 평가된다. 흔히 여신금융기관은 고정된 이자와 만기시의 원금을 받는 특성으로 인해 기업이 부실화되지 않는 한 공급된 자금의 회수에 별다른 문제가 없기 때문에 사후적 정보생산의 유인이 적은 편이다. 따라서 간접금융기관의 경우 재무적으로 건전한 기업에 대한 감시기능은 거의 이루어지지 않는 특성을 갖고 이는 잠재적으로 부실화에 따른 시장 충격이 갑작스럽게 발생하는 문제점을 유발한다.

반면에 자본시장의 경우는 이미 언급한 바와 같이 주식이 갖는 위험투

18) 2002년 미국의 최대에너지 회사인 엔론사가 누적적자로 부실화된 것으로 판명되었을 때 외부감사법인인 앤더슨컨설팅은 회계감사업무와 함께 경영컨설팅 업무를 동시에 수행하고 있었다. 회계법인들이 경영컨설팅 업무로부터의 수익을 확보하기 위해 감사업무에 있어 엄격하지 못하게 된다는 것은 익히 알려져 있는 사실이었는데 최근에는 양 업무를 동시에 수행할 수 없도록 제한하는 추세이다.

자수단이라는 특성과 유통시장의 존재로 인해 시장참가자들에 의해 기업에 대한 지속적인 감시와 정보생산이 이루어지는 특징을 갖는다. 이에 따라 기업의 성과변동은 즉각적으로 동 기업의 주가 및 채권의 가격에 반영되며 활발한 거래를 통해 형성된 가격은 시장참여자들에게 기업가치에 대한 가장 중요한 정보를 제공한다.<sup>19)</sup>

#### 다) 정보비대칭의 비용

정보비대칭의 문제는 근본적으로 자금조달자인 기업이 자금공급자에 비해 보다 많은 정보를 갖고 있다는 것인데 이는 기업에게 유리하기보다는 불리한 결과를 가져온다. 정보비대칭은 투자자의 입장에서 투자가치를 적절히 평가할 수 없게 만드는 문제를 야기시키며, 이는 투자의 불확실성과 위험을 증가시켜 궁극적으로 기업의 자금조달비용을 높이게 된다.

세계적 회계컨설팅 회사인 PwC(Pricewaterhouse Coopers)에 따르면 2001년을 기준으로 기업투명성이 가장 높은 싱가포르나 미국에 비해 투명성이 낮은 한국의 기업은 자기자본조달에 있어 9.67%의 추가적 비용을 지불하고 있다. 이처럼 기업의 지배구조가 나쁘거나 경영투명성이 낮으면 주식시장에서 형성되는 기업의 주가도 저평가된다는 것은 익히 알려져 있는 사실이다.<sup>20)</sup>

19) 자본시장이 제공하는 정보생산기능의 재미있는 사례로 은행의 “후순위채권” 발행을 꼽을 수 있다. 은행은 대부분의 자금이 무위험 예금을 통해 조달되므로 자금공급자에 의한 경영감시기능이 떨어진다는 특성을 갖는다. 반면에 후순위채권은 은행의 부실화시 원금과 채권의 회수에 우선권이 떨어지므로 이를 매입한 투자자들은 은행의 경영상태에 대해 상당한 관심을 쏟게 된다. 이에 따라 금융감독당국은 은행에게 시장가격이 형성됨으로써 은행의 재무적 상태에 대한 정보를 제공하는 후순위채권을 발행하도록 권고하고 있다.

20) 기업의 소유지배구조에 따라 기업가치가 달라질 수 있음을 보여주는 연구로 외국기업에 관한 연구로는 Morck et. al(1988), La Porta et al.(1999), Mitton

투자자는 불확실성을 싫어하기 때문에 자금공급자와 자금수요자간에 정보비대칭문제가 존재할 경우 사실상 그 피해는 자금공급자 뿐만 아니라 자금수요자인 기업에게도 돌아간다는 특징을 갖는다. 이는 기업 스스로 경영투명성을 높여야 하는 중요한 근거를 제공하고 있다.

하지만 기존 연구결과에 따르면 현실적으로 기업들은 지배구조를 개선하고 경영투명성을 높이는데 있어 매우 수동적이다. 박경서 외(2004)에 따르면 지배주주가 존재하는 기업의 경우 사외이사의 선임비율이 낮고 이사회 산하의 전문위원회 수가 적으며 집중투표제와 서면투표제를 도입하지 않는 등 전체적인 지배구조 수준이 떨어지는 현상이 관찰되고 있다. 이는 기업의 지배주주나 경영자가 자신의 이익을 여타 주주의 이익에 우선하고 있다는 대리인 문제의 좋은 증거로서 결국 정보비대칭하에서 일어나는 전형적인 시장실패(market failure)의 문제이기도 하다.

결론적으로 정보비대칭의 궁극적 비용은 기업과 주주에게 부과됨에도 불구하고 기업이 보다 적극적으로 투자자에게 정보를 제공하지 않는다면 이는 바로 정보제공에 대한 의사결정을 하는 경영진의 도덕적 해이 문제로 해석될 수 있다. 경영자가 기업의 정보를 정확하고 시의적절하게 제공하지 않는 주된 이유는 자신의 성과를 과대포장하거나, 주식에 대한 내부자거래를 통해서 초과수익을 얻고자하거나, 기업의 자원을 사적인 목적으로 유용하고자 하는 경우 등이다. 따라서 규제적인 측면에서 자금수요자인 기업으로 하여금 정확하고 충분한 정보를 시의적절하게 투자자에게 공급하도록 다양한 제도적 장치를 강제하고 이것이 지켜지지 않았을 경우 그에 상응하는 엄격한 제재를 가할 필요가 있다.

---

(2002), Claessens et al.(2002), 국내기업에 관한 연구로는 Joh(2003), Baek et al. (2004) 등을 참조

## 2) 중개기관과 투자자간의 정보비대칭

### 가) 중개기관의 도덕적 해이

자본시장상품에 대한 투자는 기업과 투자자간의 정보비대칭 문제로 인해 많은 위험을 내포하고 있어 자본시장에서는 후자에 대한 정보제공서비스를 전문으로 하는 기관이나 기능들이 나타난다. 대표적인 예로 주식가치를 평가하여 목표주가를 제공하는 증권사의 애널리스트와 기업 및 발행채권의 신용등급을 제공하는 신용평가기관 등이 있다.

하지만 이들의 정보생산 및 유통과정은 때때로 투자자의 이익과는 상충되는 형태로 이루어지기도 한다.<sup>21)</sup> 예를 들면 증권사의 주된 수익원이 주식중개수수료이기 때문에 보다 많은 주식거래를 유도하기 위해 주식분석리포트는 흔히 낙관적인 가격전망을 제공하는 경우가 많다.<sup>22)</sup> 주식중개업무와 발행업무를 동시에 수행하는 증권사의 경우 발행시장업무와 관련하여 유가증권발행을 보다 용이하게 하기 위하여 해당기업에 대한 보고서를 긍정적으로 작성하라는 내부적 압력이 애널리스트에게 가해지기도 한다.<sup>23)</sup> 심지어 증권사나 애널리스트는 자신이나 소속기관이 보유하고 있는

21) 이와 관련한 자세한 논의로 증권사의 조사분석상의 이해상충에 관한 연구는 조성훈 외(2003), 증권사 발행업무상의 이해상충에 관한 연구는 정윤모 외(2003)을 참조

22) 최근 금융감독원이 발표한 자료(2004.3.29, 매일경제신문)에 의하면 2003년도에 발표된 9,499건의 분석보고서에서 제시된 목표주가에 한번이라도 실제 주가가 도달한 경우는 54.8%였으며 30.1%의 보고서는 목표수익률의 50%에 못 미친 것으로 나타났다. 박경서(2003)는 2002년 이전기간에 대한 애널리스트 보고서에 대한 분석결과 긍정적 의견이 71.7%, 중립의견이 26.9%인 반면 부정적 의견을 제시한 보고서는 1.4%에 불과함을 보여주고 있다. 한 가지 흥미로운 사실은 계열사 소속의 증권사는 동일계열소속 기업에 대한 보고서에 있어 단 한건도 부정적 의견을 제시한 경우가 없다는 것이다.

23) Citicorp의 CEO인 샌포드 웨일은 2000년 살로먼스미스바니(SSB)와 골드만삭스, 메릴린치 등이 관련된 AT&T의 106억2,000만 달러 규모의 주식인수딜을

주식을 보다 비싼 가격에 매도하기 위해 목표주가를 높이고 긍정적 의견을 제시하는 행위(*scalping*)를 하기도 하며, 자신이 취득한 정보에 근거하여 투자자들보다 우선적으로 주식을 매매(*front-running*)함으로써 초과수익을 얻기도 한다. 이는 발행시장 및 유통시장업무와 유가증권 가치분석업무를 동시에 수행하면서 발생하는 이해상충의 문제에 해당한다.

정보생산의 관점에서 애널리스트가 나타내는 또 다른 문제점으로서 군집행동(*herding*)의 문제점을 꼽을 수 있다.<sup>24)</sup> 애널리스트는 흔히 기업주가에 대한 자신의 예측능력에 따라 평가되는데 시장의 움직임을 따라가는 의견을 제시함으로써 자신의 의견이 틀린 경우에도 다른 애널리스트들과 동시에 실수함으로써 자신의 명성을 유지하려는 유인을 갖는다. 애널리스트란 기업의 가치에 대한 가장 기본적인 정보를 생산하는 집단이라는 점에서 이들 간 상호모방의 유인은 자본시장의 정보생산기능을 약화시키는 결과를 가져올 수 있다.

### 3) 투자자간의 정보비대칭 문제

자본시장에서는 매우 다양한 투자자들이 참여하고 이들의 정보수집 및 분석능력은 서로 상이하기 때문에 이들 간에도 정보비대칭 문제가 존재하고 이는 기업의 조달비용을 높이는 결과를 가져오기도 한다. 예금이나 채권과 달리 주식 등의 위험증권은 기업과 투자자간의 정보비대칭문제가 크다는 것에 추가하여 투자자간의 정보비대칭도 크다는 특징을 갖는 것이다.

흔히 기업의 최초공개(IPO)시 발행주식의 가격은 자신의 가치보다 할인되어 발행되는 할인발행현상(IPO underpricing)이 관찰되는데, Rock(1986)

---

수행하기 위해서 SSB의 애널리스트인 잭 그룹먼에게 AT&T에 대한 '매수(BUY)'의견을 제시하도록 압력을 가한 것으로 알려졌다.(WSJ 2002.8.22)

24) Rajan and Zingales(2003)

은 이를 발행시장에 참여하는 투자자간 정보비대칭에 기인하는 것으로 설명하고 있다. 주식발행시 이의 가치에 대해 잘 알고 있는 투자자(informed investor)와 그렇지 않은 투자자(uninformed investor)가 존재할 경우 정보가 없는 투자자는 주로 과대평가된 주식을 많이 인수하게 될 것이고 이는 궁극적으로 이들 투자자를 발행시장에서 몰아냄으로써 발행시장을 위축시키는 결과를 가져온다. 이러한 문제를 해결하기 위해 기업은 주식의 가치보다 다소 낮은 가격에 주식을 발행함으로써 다수의 투자자 참여를 유도한다는 설명이다.

투자자간의 정보비대칭 문제는 기업의 차별적 정보제공으로 인해 발생하기도 한다. 기업은 흔히 보다 큰 수익원인 기관투자자들에게 우선적으로 정보를 제공하는 것이 관행이었고, 이는 대규모 투자자와 소액투자자간의 정보비대칭 문제를 확대하는 주요 원인이 되기도 하였다. 이러한 문제를 해결하기 위해 도입된 제도가 모든 투자자에게 공정한 정보제공을 요구하는 공정공시제도(fair disclosure)이다.

투자자간의 정보비대칭문제가 가장 위협이 되는 경우는 정보획득에 있어 우월한 위치에 있는 기업의 내부자가 이러한 정보에 기초하여 다른 투자자들에 선행하여 투자를 함으로써 초과수익률을 획득하는 경우일 것이다. 내부자거래는 매우 엄격히 정의되고 이에 대해 처벌을 가하고 있지만 국내주식시장의 경우 그 처벌의 정도가 미약하여 내부자거래가 빈발하고 있는 것으로 평가된다.

내부자가 아닌 외부자이면서도 다른 투자자에게 해를 끼치는 투자행태를 보이는 투자자들도 있다. 대표적인 것으로 허수주문(phantom order 또는 manipulative order)의 경우 자신이 보유하고 있는 주식을 비싼 가격에 매도하고자 실제 체결의사가 없는 매수주문을 냄으로써 해당 주식에 대한 좋은 정보가 있는 것처럼 다른 투자자들을 현혹한 후 자신의 보유주식을 매도한다. 이러한 허수주문은 투자자들에게 손해를 끼치고 시장질서를 어

지럽힌다는 점에서 금지되고 있는 사항이나 그 수법이 교묘하여 쉽게 근절되지 않고 있다.<sup>25)</sup>

#### 4) 정보생산에서의 무임승차(free riding)문제

##### 가) 정보의 외부효과(externality)

정보란 사적인 성격을 가지기도 하지만 이를 통해 수익을 획득하는 과정에서 자신만이 보유하고 있는 정보가 자연스럽게 다른 투자자에게도 노출되거나 이로부터 다른 투자자도 혜택을 받는 경우가 발생한다. 특히 주식시장에서와 같이 가격을 통해 특정인의 정보가 다른 투자자들에게 쉽게 제공될 경우 모든 사적정보는 일종의 공공재(public good)적인 성격을 가진다는 점에서 다른 경제주체에게도 영향을 미치는 외부효과를 갖는다.

자본시장이 갖는 상대적 약점의 한 가지는 이러한 정보의 외부효과에 기인한다. 즉, 시장참가자가 다른 참가자들이 생산하는 정보에 무임승차하려는 유인을 가짐으로써 과소한 정보만이 생산되는 현상이다. 은행과 같은 여신금융기관의 경우는 자신의 자금공급액이 매우 큰 규모이기 때문에 스스로 대출기업에 대한 정보분석의 유인을 충분히 갖는 반면, 자본시장의 투자자들은 상당수가 소액투자자로 구성되어 있다. 이러한 소액투자자가 전체 투자자의 주된 부분을 구성하는 가운데 유통시장의 존재는 소액투자자로 하여금 굳이 스스로 정보를 생산해 내지 않고 가격이나 거래량 등에 반영된 정보를 통해 투자를 하려는 무임승차(free riding)의 유인을 제공한다. 이러한 무임승차자의 존재에 따라 자본시장에서는 충분한 정보가 생산되지 않는 경향이 있고 이는 자본시장을 비효율적으로 만드는 원인이 될 수 있으며 이는 기업에게 일정한 수준의 정보를 제공하도록 요구하는 규제의 배경이 되기도 한다.

25) 박경서 등(2003)에 따르면 한국증권거래소의 전체 거래중 0.8%내외의 주문이 허수성 주문으로 그 비중과 효과는 별로 높지 않은 것으로 평가되고 있다.

## 나) 정보생산의 균형

물론 너무 많은 정보가 투자자에게 제공될 경우 우월한 정보에 기초하여 초과수익을 달성하려는 유인을 제거함으로써 오히려 자본시장의 정보생산기능을 약화시킨다는 주장이 제기될 수 있다. 하지만 투자자간 정보수집과 분석능력이 상이하고 이에 기초하여 일부의 투자자들은 정보를 생산하고 다른 투자자들은 이들의 정보가 가격에 반영된 정도로 만족하면서 거래에 참여하는 상태가 하나의 균형상태로 유지될 수 있을 것이다. 따라서 기업 등에 의한 정보의 과소공급시에는 정보를 생산하려는 시장기능이 증가하고 반대로 정보의 과대공급시에는 다른 투자자들이 만들어낸 정보에 무임승차하는 투자자가 증가함으로써 시장내에서는 일정한 양의 정보가 생산되고 공급되는 균형이 유지될 수 있는 것으로 평가된다.<sup>26)</sup>

## 5) 규제측면의 시사점

국내주식시장에서의 불공정거래 현황은 외국에 비해 보다 심각한 것으로 평가되고 있다. 스위스 IMD(Institute of Management Development)가 매년 발간하고 있는 세계경쟁력보고서(World Competitiveness Report)에 따르면 우리나라 증권시장의 신뢰도지수는 조사대상국 49개국 중 39위에 불과하다. 국내주식시장의 시가총액이나 거래규모가 전세계 10위권 수준에 속하는 것을 고려할 때 질적 측면에서 국내주식시장의 수준은 뒤떨어진다고 할 수 있다. 금융감독원 자료에 따르면 1998년 이후 국내주식시장에서 적발된 불공정거래행위는 연 평균 약 250건에 달하여 하루에 한건 이상 불공정거래가 적발되고 있는 상황이다. 불공정행위의 주요유형으로는 시세조종과 내부자거래가 있는데 불공정거래행위로 적발되지 않은 거래가 적발된 거래보다 훨씬 많을 것으로 추정되는 점을 고려하면 이는 매우 심각한 수준임을 알 수 있다.

26) 투자자의 정보생산과 균형 등에 관해서는 Kyle(1985) 등을 참조

주식시장에서 불공정행위가 만연하는 이유는 기업경영과 관련하여 제공되는 정보의 시의성과 정확성이 떨어지는 것에도 기인하지만 불공정거래를 행하는 투자자의 적발과 이에 대한 처벌수준이 외국에 비해 현격히 떨어지는 것에 기인하는 바도 크다. 원천적으로 내부자거래의 경우 내부자로 정의된 투자자의 범위가 너무 협소한 실정이다. 물론 증권거래법 제 207조2에 따르면 시세조종이나 내부자거래를 행한 자는 10년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금을 부과할 수 있고, 위반행위로 얻은 이익이나 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액까지 벌금을 부과할 수 있도록 되어 있다. 그럼에도 불구하고 국내 주식시장을 뒤흔든 일부 대형주가조작 사건에 대해 국내 사법부가 내려온 처벌의 수준은 매우 경미한 것으로 평가되고 있다.<sup>27)</sup> 80년대 미국은 Junk Bond시장 활성화의 공로에도 불구하고 내부자거래의 혐의를 가진 Michael Milken에 대해 10년의 실형을 선고하였다.

주식시장에서 발생하는 불공정거래행위에 따른 직접적 피해자와 피해 금액은 비교적 한정적일 수 있다. 하지만 이러한 불공정거래행위의 존재는 다수 투자자의 신뢰를 저하시키고 불확실성을 높여 궁극적으로 기업의 자본조달비용을 높이는 외부효과(externality)를 갖는다. 때문에 외국에서는 관련된 피해액 이상의 징벌적 제재(punitive penalty)를 부과함으로써 미래에 발생할 불공정행위를 사전적으로 예방하는 조치를 취하고 있다. 특히 경제행위 중 금융시장에서의 금융거래행위는 그 내용과 성격이 급변하고 복잡다기화되는 반면에 국내의 증권관련 법체제는 개인의 인권 보호에 보다 초점을 맞추므로써 새로이 발생하는 금융관련 범죄행위에 대

27) 1999년 현대증권은 계열사인 현대중공업과 현대상선 등을 통해 동원된 2,134억원 등을 기초로 수십 개의 주식계좌를 통한 약 6개월의 기간중 현대전자의 주가를 14,800원에서 34,000원까지 끌어올린 불공정행위로 1,500억 원 이상의 이익을 실현한 것으로 확인되었으나, 이에 대해 70억원의 벌금만이 부과되었고 주가조작의 책임자에 대해서도 집행유예를 선고한 바 있다. 국내 증권관련 불공정행위에 대한 최근 보고서로 김정수(2004)를 참조

해 적절히 대응하지 못하는 문제점을 갖고 있다. 예를 들면 미국의 경우 1934년 증권거래법에 “포괄적 사기금지 조항”을 도입함으로써 증권관련 범죄에 대해 보다 포괄적인 유죄판결적용이 용이해진 바 있다.<sup>28)</sup> 심지어 우리와 같은 대륙법 국가인 일본도 이와 유사한 조항을 도입하고 있다는 점을 고려하면 증권관련범죄에 대한 우리의 법인식이 너무 안이하다는 평가를 내리지 않을 수 없다.

자본시장에서 관찰되는 정보비대칭의 문제와 이로 인한 이해상충과 도덕적 해이의 문제들에 대해 규제당국이 적절히 대응하는가는 자본시장의 성장에 매우 중요한 요인으로 지적된다. 이와 관련된 좋은 사례로 민주화 이후 동유럽국가에 있어서의 주식시장 발달에 관한 Glaeser, Johnson and Shleifer(2001)의 보고서에 따르면, 90년대 중반 독립적인 증권감독기관의 설립 등 미국식 증권시장규제체제를 도입함으로써 주식시장의 투자행태에 대한 규제와 규율을 제도화한 폴란드의 경우 주식시장의 규모가 급속도로 성장한 바 있으나, 기업내부자에 의한 사적이익의 추구(tunnelling)를 눈감아 주는 등 별다른 투자자 보호장치를 도입하지 않은 체코의 경우 주식시장의 규모가 오히려 위축되고 있다.

자본시장은 근본적으로 다수의 비전문적 투자자의 잉여자금을 조달함으로써 성장할 수 있는 시장인데 이들은 상대적으로 정보수집과 분석능력상의 열위로 인해 아주 작은 사건이나 충격에도 쉽사리 시장을 떠나버리는 특성을 가지고 있다. 자신이 잘 보호받지 못한다고 판단할 경우 불공정한 경쟁의 장인 주식시장에서 무모한 위험을 부담하고 싶지는 않을 것이다. 특히 경제성장률이 둔화되어 한자리 숫자의 성장이 불가피한 상황에서 투자자보호장치가 대폭 강화되지 않는 한, 더 이상 무조건 투자만 하면 돈을 벌 수 있는 곳이 아닌 주식시장으로의 자금유입을 기대하는 것은 무리일 것이다.

---

28) 김정수(2003)

한편, 기업의 가치에 대한 정확한 정보가 제공되지 못할 경우 주가는 그 성격상 과도한 상승과 하락을 반복할 수밖에 없을 것이다.<sup>29)</sup> 국내주식시장의 경우 주식투자자들은 지난 수십 년간 주가의 폭등과 폭락을 반복하여 경험함으로써 이제는 주식투자에 따른 위험을 극도로 회피하는 상황이 되어 버렸다. 지난 30년간의 주가움직임에 대한 분석에 따르면 국내주식시장 주가의 변동성은 미국 등 선진국에 비해 약 2배 가량 높은 것으로 나타나는 반면 수익률은 별로 높지 않아 국내기업에 대한 주식투자는 별 매력을 제공하지 못한다. 또한 시장의 심도(depth) 측면에서도 국내주식시장은 외국에 비해 상당히 떨어져 주식의 매입 또는 매도 거래시 일정량을 소화하기 위해 추가로 지불해야 하는 비용(시장충격비용)이 외국의 2배에 달하는 것으로 나타난다.

<표 II-1> 국내 및 외국주식시장의 주가변동성(price volatility)과 시장충격비용(market impact cost)

구 분	한국	미국	영국	일본	홍콩
주가변동성 (%)	7.7	2.8	2.4	3.7	15.1
시장충격비용(bp)	20.5	10.6	12.8	8.6	13.1

a) 주가변동성은 MSCI 각국별지수(US\$ 기준)의 주별수익률 표준편차로 측정하였으며 (한국증권거래소), 시장충격비용(market impact cost)은 일정 주문량을 체결시키기 위해 추가로 지불해야 하는 비용으로 정의(Institutional Investor誌 '03. 11월)

29) 극단적인 경우 주식의 가치가 정확히 알려져 있으면 가치의 변화가 없는 한 주가는 변동하지 않는다. 반면에 주식의 가치에 대한 불확실성이 있는 경우 기업가치의 변화가 없어도 주가는 움직일 수 있다. 물론 기업의 가치가 변하는 방향과 투자자의 불확실한 판단의 방향이 반대로 움직이는 성향이 있을 경우 관찰되는 주가의 변동성은 낮아질 수 있으나 투자자의 판단이 지속적으로 틀리다는 가정은 별로 타당성이 없다.

잉여자금을 보유한 투자자가 보유자산을 예금이나 국공채와 같은 안전 자산과 주식과 같은 위험자산에 배분할 경우 후자에 대한 투자비중은 위험자산의 예상초과수익률(위험자산 기대수익률 - 안전자산 기대수익률)에 비례하고 위험에 반비례하는 것으로 알려져 있다. 결국 국내 주식의 변동성이 외국과 유사한 수준으로만 낮추어져도 주식시장으로 유입될 자금의 규모는 2배 가까이로 증가할 수 있다는 단순계산도 가능하다.<sup>30)</sup>

기업과 투자자간 정보비대칭의 문제는 궁극적으로 기업에게 그 피해가 돌아간다. 즉, 정보비대칭이 클수록 불확실성을 싫어하는 투자자는 높은 수익률을 요구하고, 이에 따라 기업은 유가증권의 발행시점에 있어 낮은 가격에 유가증권을 매각함으로써 동일한 주식을 발행하더라도 보다 적은 자금을 조달할 수밖에 없기 때문이다. 따라서 기업은 스스로 최대한 정확하고 신속한 정보를 다수의 투자자에게 공정하게 제공할 유인을 가져야 하나, 기업내부에 있어서 경영자와 주주간의 대리인 문제가 장애요인이 된다.<sup>31)</sup> 기업과 투자자간 정보중개자의 역할을 하는 중개기관 또한 다양한 이해상충의 상황으로 인해 신뢰성 있는 정보생산자로서의 역할을 다 하지 못하는 경우도 발생한다.

정보의 과소공급 또는 왜곡된 공급 문제에 대한 한 가지 대응방안은 법과 규제를 통해 최대한 많은 정보를 정확하고 공정하게 투자자에게 제공하도록 하는 것이다. 이와 관련하여 이미 상장기업에 관한 공시관련 규

30) 고광수(2004)에 따르면 지난 20년간 표준편차로 측정된 한국주식시장의 변동성은 40.94%로서 미국의 16.58%, 영국의 15.75%, 일본의 26.05%보다 월등히 높은 것으로 나타난다. 평균분산기준(mean-variance criteria)에 기초한 주식투자모형 하에서 위험자산에 대한 투자비중  $w$ 는  $\frac{E(R_m) - R_f}{A^* \delta_m}$ 에 비례하는 것으로 나타난다. 이는 만약 국내 주가수익률의 변동성이 1/2로 줄어들 수 있다면 주식시장의 규모는 2배 정도로 증가함을 시사한다.

31) Park et al.(2004)은 기업의 지배주주가 자신의 사적이익추구를 위해 기업에 대한 경영감시체계를 약화시키고 있음을 보여주고 있다.

정 등 다양한 제도적 장치들이 있으나 미국의 엔론(Enron)사태에서도 나타난 것처럼 제도를 우회하거나 악용할 유인은 상존한다. 따라서 사전적으로 최선의 정보제공을 요구하는 제도적 장치와 함께 정보를 왜곡하거나 악용하는 행위에 대해 사후적으로 엄격한 처벌을 부과하는 것이 매우 중요하다.

사실상 자본시장을 중심으로 한 직접금융체제의 가장 큰 취약점은 바로 비전문적인 투자자에게 의존한 자금공급시스템이며, 이는 시스템 측면에서 상당한 불안정성을 낳는다. 이러한 문제점을 해결할 수 있는 한 가지 방안은 개인투자자에 의한 직접투자비중을 낮추고 이들의 자금을 대신 운용하여 주는 자산관리산업을 발달시키는 것이다. 개인의 입장에서는 소액의 수수료를 지불하고 효율적인 포트폴리오 구성을 통해 투자위험의 상당한 감소가 가능하다는 점에서 선진국에서는 이미 투자의 간접화가 상당부분 진행되고 있다.

또한 연기금과 같이 장기적 투자가 가능한 기관의 주식투자비중 확대도 효과적인 대응방안이 될 수 있다. 연기금의 성격상 보수적으로 운용되는 것이 절대적으로 필요하기는 하나, 이들의 주식시장 참여가 금융시장 전체의 안정성을 높임으로써 오히려 보다 낮은 위험으로 보다 높은 수익률을 달성할 수 있는 선순환의 기회를 창출할 수도 있다. 특히 Myners (2001) 등에 따르면 투자기간의 장기화는 주식투자의 위험을 감소시켜 채권투자에 비해 위험대비 상당한 초과수익률을 제공하는 것으로 나타난다. 이는 그 성격상 자금조달기간이 장기인 국내 연기금의 경우 장기적 주식투자비중의 확대가 포트폴리오 운영측면에서 합리적 선택이 될 수 있음을 시사한다.

마지막으로 정보비대칭 문제가 제공하는 또 다른 시사점은 자본시장의 중개기관에 대한 규제의 성격은 건전성 규제보다는 투자자보호에 치중되어야 한다는 것이다. 업무의 성격상 자본시장의 중개기관은 은행과 같은

여신금융기관이라기 보다는 고객에게 상품과 서비스를 제공하는 일반 기업에 보다 가깝다. 자금의 조달측면에서도 다수의 투자자보다는 여신금융기관으로부터의 차입이나 대규모 채권발행을 통해 자금을 조달하며, 자금의 운용에 있어서는 시장성 유가증권에 대한 투자가 대부분으로 유동성 측면의 대응능력이 있어서는 일반기업보다 더 유리하다. 특히 은행의 경우 자금의 조달원이 예금보험대상인 소액예금이라는 점에서 예금자들에게 의한 경영감시기능이 거의 작동하지 않는다는 약점이 있으나, 증권사의 경우 자금을 공급한 금융기관과 기관투자자로부터의 경영감시와 견제라는 시장규율이 작동한다는 점에서 최소한의 규제가 부과되는 것이 타당하다.

#### 마. 비반복적/단기적 거래의 특성

자본시장 거래의 또 하나의 특징은 유통시장의 존재로 인하여 자금공급자와 자금수요자간의 관계가 상대적으로 단기적/비반복적이라는 것이다. 예를 들어, 주식투자자는 투자기업의 경영상태가 마음에 들지 않을 경우 주식을 매도함으로써 자금공급자로서의 역할을 중단한다. 이는 대규모 투자를 하는 기관투자자의 경우도 마찬가지로서 미국의 경우 80년대 초까지만 해도 기업경영에 대한 전망이 불투명할 경우 기관투자자는 주식시장에서 주식을 매도하는 Wall Street Rule이 관행화되어 있었다.

반면에 간접금융기관의 경우 유통시장의 부재로 인해 한번 자금공급계약을 맺게 되면 금융기관과 기업간의 관계가 일정기간 고착되어 소위 “관계금융”의 성격을 가지게 된다. 이는 금융기관이 장기간의 자금공급계약을 통해 기업의 경영에 일정수준 개입하게 되는 형태로서, 기업에 대한 정보를 획득하는데 보다 유리하기 때문에 간접금융체제의 장점으로 지적되기도 한다. 반면에 금융기관과 기업간 관계의 고착화는 상호안주현상(entrenchment)을 일으켜 기업이 부실화된 경우에도 지속적으로 자금을

공급하는 문제를 야기하는 것으로 지적되기도 한다.<sup>32)</sup>

물론 단기적 투자행태가 갖는 문제점이 인식되면서 미국에서도 기관투자자들을 중심으로 장기적 관계투자(*relationship investment*)행태가 증가하여 왔다. 즉, 경영에 불만족한 기관투자자들이 주식을 단순히 시장에서 매도함에 따른 시장충격과 그에 따른 가격하락의 문제를 극복하기 위해 경영성과가 좋지 않은 기업을 선정하여 경영진에게 다양한 요구조건을 제시하고, 이것이 받아들여지지 않을 경우 주주총회 등에서 표 대결을 통해 경영진을 축출하거나 주주제안을 받아들일도록 요구하는 행위가 그것이다. 자본시장의 약점이 다수의 투자자가 다른 투자자의 정보생산 활동에 무임승차한다는 점에서 이와 같은 기관투자자간의 전략적 협조는 무임승차의 문제를 어느 정도 극복하면서 기업에 대한 경영감시기능을 수행한다는 장점을 갖는다.

단기적 관계의 성격을 갖는 자본시장의 거래행태는 한편으로 기업에 관한 정보를 충분히 생산하지 못하는 단점을 갖는 반면, 기업의 입장에서는 정보비대칭으로 인해 갑자기 발생할 수 있는 자금조달의 중단 문제를 우려하여 항상 기업경영을 효율화하고 유동성을 확보하려는 노력을 경주케 만드는 장점도 있다. 기관투자자들을 중심으로 한 관계투자는 이러한 장점을 살리면서 기업경영에 대한 감시와 견제기능을 강화한다는 점에서 긍정적 측면을 가지며 결국 증시의 기관화는 자본시장의 성장을 위해 필요한 또 다른 전제조건이 된다.

---

32) 은행과 기업간 관계금융과 주거은행의 장단점에 관한 논의는 Fazzari et al.(1988), Hoshi et al.(1990), Hubbard(1998), Kang et al.(1997)을 참조

## 2. 중개기관의 특성

자본시장의 주요 중개기관은 증권사와 자산운용사이다.<sup>33)</sup> 우선 증권사와 간접금융기관의 대표적 기관인 은행은 사업구조상 매우 다른 특성을 지니고 있다. 즉 양 기관은 업무영역상의 차이로 인해 이에 부응한 자산규모, 자금조달 및 운용구조를 가지고 있다. 다음에서는 이러한 사업특성이 제공하는 규제측면의 시사점에 대해 논한다.

### 가. 자본규모

일반적으로 증권사의 규모는 은행에 비해 상대적으로 작은 편이다. 국내 상위 4대증권사의 평균 자산규모는 2003년말 현재 4조5천억원으로서 4대 일반은행의 평균자산규모(109조5천억원)의 1/20수준에도 못미친다. 양 기관간 사업규모의 차이는 자금중개기관으로서 양자의 기능차이에 기인한다. 은행의 경우 수신된 자금을 모두 자기의 계정으로 인식한 후 이를 자기의 손실 책임하에 기업 등에 제공하는 대출업무를 수행하고 있으므로 자산규모가 바로 사업의 규모를 결정하게 된다. 반면에 증권사의 경우는 최근 들어 규모의 중요성이 증가하고 있기는 하나 기업금융에 있어 주로 자금수급을 중개해주는 기관에 불과하다. 일시적으로 고객기업의 유가증권을 자기 자금으로 인수하기도 하나 이를 곧 시장에 매각하는 특성으로 인해 업무에 있어 자본의 중요성은 은행에 비해 훨씬 떨어진다.

사업규모가 작다는 증권사의 특성은 동 업무에 규모의 경제성이 별로 작동하지 않는다는 추정을 가능케 한다. 흔히 규모의 경제성은 대형화를

33) 미국의 경우 우리의 증권사에 해당하는 기관으로 기업금융업무를 주로 담당하는 투자은행과 주식중개업무를 주로 수행하는 'brokerage house'가 있다.

가져오고 이는 자연스러운 진입장벽으로 작동한다는 점에서 국내증권산업에 있어 규모의 경제성 부재는 동 산업내에 보다 많은 증권사가 진입하여 경쟁하는 결과를 낳았다. 특히 지난 수년간 급증하고 있는 온라인 주식거래로 인해 주식중개만 전문적으로 수행하는 온라인 증권사들이 출현하면서 진입장벽은 더욱 낮아지고 증권산업내 경쟁도는 더욱 증가하고 있다.<sup>34)</sup>

하지만 이러한 규모의 경제성 부재는 국내증권사가 자금공급의 일차적 기능인 기업금융업무에 있어 극히 취약한 성과를 보이고 있는 반면 대부분의 수익을 주식중개업무에 의존하고 있는 것과 밀접한 관계가 있다. 후자는 국내증권사 수수료 수입의 85% 내외를 차지하고 있는데 기업금융부문의 약세는 주식시장 미발달로 인한 발행시장업무의 제약, 과도한 증권사간 경쟁으로 인한 낮은 인수관련업무 수수료, 국내기업의 해외금융에 있어서의 미미한 역할 등에 기인한다.<sup>35)</sup>

## 나. 사업의 구조

은행과 증권사의 보다 중요한 차이점은 규모보다는 자본의 조달측면이 될 것이다. 우량은행의 경우도 부채비율이 2,000% 내외에 달하고 대부분의 부채를 무위험 예금에 의해 조달하지만 증권사의 경우 자본조달의 주요원천은 CP나 회사채 발행, 기타 단기금융 등이다. 물론 증권사의 부채비율은 앞에서의 국내 4대 증권사의 경우 215% 내외로 자기자본에 의한

34) 미국의 경우 주식중개업무와 기업금융업무가 분리되어 있는 현상은 이들 업무간 시너지와 규모의 경제성을 추구하기보다는 전문화를 통한 경쟁력 강화가 보다 중요한 경영요소임을 시사하기도 한다.

35) 미국의 경우, 1975년 5월 1일 수수료 자율화가 이루어진 이후 브로커리지 부문의 수익 비중은 약 50%에서 최근 15% 정도로 감소한 것으로 나타난다 (최운열(2002)).

조달비중이 은행에 비해 훨씬 높은 편이며 이는 일반기업의 부채비율에 비해서도 별로 높지 않은 수준이다. 또한 증권사의 부채성 자본의 경우 상당액이 시장성 유가증권의 발행을 통해 조달된다는 점에서 은행에 비해 시장규율에 보다 노출되어 있으며 자기자본비율도 높음에 따라 주주와 여타 이해관계자간 이해상충의 정도가 낮다. 이러한 간접금융기관과 증권사간의 자본구조상의 차이는 후자에 대한 규제와 감독에 있어 그 초점이 자본의 건전성이나 금융시스템에 미치는 위험보다는 다수의 고객을 보호하는 측면에 맞추어져야 함을 시사하고 있다.

한편, 증권사 등 직접금융기관의 경우 대부분의 자산은 시장성 있는 유가증권에 투자되고 있다는 점에서 계약형의 대출채권을 보유하고 있는 간접금융기관과 차이를 보인다. 앞에서 논의된 바와 같이 시장성 유가증권은 그 가치가 상시적으로 평가될 수 있기 때문에 증권사의 자산가치는 비교적 투명하고 정확하게 외부에 노출되는 성격을 갖는다. 이는 증권사가 부실화될 경우 즉시 자금조달에 어려움을 겪는 등 시장규율이 작동하는 경영환경을 가지고 있음을 시사한다. 따라서 은행의 경우와 같이 대출자산의 부실화 정도가 외부기관에 의해 쉽게 평가되지 못하는 문제점에서 어느 정도 벗어나 있다는 점에서 건전성 감독에 대한 필요성도 낮아진다.

업무의 성격측면에서도 직접중개기관은 간접금융기관과 많은 차이를 보인다. 은행은 다수의 예금자에게 무위험 저축수단을 제공하고 한 경제내에서 궁극적인 결제기능을 제공하는 유일한 기관이다. 특히 결제기능의 보유는 은행의 공공성을 다른 어떤 금융기관보다도 높이는 요인으로서 증권사의 경우 이러한 기능의 부재는 결국 직접금융기관의 경영에 대한 외부규제와 감독의 필요성이 시스템 안정보다는 다른 요인에 의해 결정됨을 시사한다. 물론 금융중개기관으로서 증권사는 다수의 고객을 상대하고, 다루는 상품과 서비스가 유동성이 높다는 점에서 고객과의 이해상충문제, 불공정거래의 문제 등에 노출될 가능성이 일반기업보다 크며, 이는 일정 수준의 규제와 감독이 필요함을 시사하고 있다.

### 다. 규제측면의 시사점

국내 증권산업의 미발달 정도는 국내증권사와 은행간 상대적 규모의 차이가 미국의 투자은행과 은행간 상대적 규모의 차이에 비해 훨씬 큰 것에서도 확인된다. 국내증권사의 자산규모는 은행의 1/20 수준인 반면 미국의 대형 투자은행은 대형 은행과 거의 유사한 자산규모를 갖고 있다. 이러한 현상은 자본시장의 미발달, 증권사의 업무영역상의 제약 등에 기인한다.

**<표 II-2> 한국의 은행과 투자은행 규모**

(단위: 백만원)

	은행 평균	증권회사 평균	은행/증권사
총자산	109,499,967	4,530,647	24.2배
부채	104,289,582	3,116,029	33.5배
자기자본	5,210,385	1,414,619	3.7배
부채/자본	2,021%	215%	

a) 상위 4개사 평균, 2004년 3월말 기준

**<표 II-3> 미국의 은행과 투자은행 규모**

(단위: million \$)

	은행 평균	투자은행 평균	은행/투자은행
총자산	568,739	500,986	1.1배
부채	528,535	475,836	1.1배
자기자본	40,204	25,150	1.6배
부채/자본	1,286%	1,902%	

a) 상위 3개 투자은행 평균, 2003년말 기준

상대적으로 국내증권사의 규모가 작은 것은 증권사의 업무영역에 대한 과도한 규제 때문이다. 특히 국내 증권사와 같이 주된 수입원이 주식중개

위탁수수료에 치중되어 있는 경우 주식시장의 상황변동에 따라 수익성이 심하게 변동하는 수익구조를 나타내게 되는데, 이의 주된 원인으로는 과도하게 엄격한 업무영역상의 제한을 꼽을 수 있다. 예를 들면, 미국의 전업주의 업무규제체제를 도입한 우리나라 증권업의 경우 미국보다 훨씬 엄격한 업무영역규제가 부과되고 있다. 우리나라에서는 소위 “원칙금지-예외 허용”이라는 열거주의 방식(positive system)에 의해 금융기관들의 업무영역을 규제하고 있다. 이는 증권관련업무에 있어서 증권업, 선물업, 자산운용업(판매사와 운용사의 분리), 자산관리업, 구조조정관련업 등으로 보다 세분화되어 있어, 미국의 증권회사(투자은행)들이 이들 업무를 포괄적으로 수행할 수 있도록 허용되어 있는 것과 비교할 때 매우 세분화된 업무영역 규제를 부과하고 있다 (증권거래법 51조 1항, 동법 시행령 36조의2, 선물거래법, 자산운용업법(안) 19조 등).

보다 엄격한 명시적 업무규제와 암묵적인 업무규제가 국내 증권사의 경영에 큰 부담이 되고 있다는 것은 부채비율이 미국투자은행보다 훨씬 낮은 것에서도 확인된다. 국내 4대 증권사의 부채비율은 215%인 반면 미국 4대 투자은행의 부채비율은 무려 1,900%로(<표 II-2>, <표 II-3> 참조) 거의 은행에 버금가는 레버리지 효과를 나타내고 있다. 결국 국내증권사의 경우 업무영역상의 제약이 자기자본을 효율적으로 사용하는데 커다란 제약이 되고 있음을 시사한다.

미국에서는 1929년 대공황 이후 이의 원인으로 금융과 산업, 은행과 증권의 연계 문제가 지목되었으며, 그 결과 1933년 글래스스티걸법(Glass-Steagall Act)에 의해 은행업과 증권업간 겸업이 금지되었다. 한편 일본에서는 제2차 세계대전 이후 미군정지배 과정에서 미국의 금융시스템을 도입한 것이 전업주의의 배경이 되었다. 그리고 우리나라에서는 일본의 영향이 강하게 작용하여 전업주의 체제가 도입된 것이다. 하지만 전업주의란 특정의 제한된 업무만을 수행하고서도 해당 금융기관이 경쟁력을 유지할 수 있는 정도의 시장규모를 가진 국가에게 적합한 시스템으로서, 우리

와 같이 소규모 후발 경제국가에서 이를 도입한 것은 금융구조의 선택에 있어 문제점을 내포한 것으로 볼 수 있다.

물론 국내 금융제도의 틀을 설정하는 초기에 있어서는 겸업주의와 전업주의간의 선택에 있어 별다른 선택의 여지를 갖지 못했을 것으로 추정된다. 이는 겸업을 위한 다양한 금융업이 존재하지도 않았기 때문이다. 증권업이나 보험업은 60년대 후반에 가서야 어느 정도 그 모습을 갖춰가기 시작하였다.

하지만 이러한 제도 도입 초기의 제약조건 이외에 국내금융산업에서 전업주의를 계속 유지하게 만든 이유로 규제자의 규제인센티브를 지적할 수 있다. 전업주의 시스템은 무엇보다 규제자의 입장에서 규제의 용이성을 제공한다. 한 금융기관이 수개의 관련 업무만을 수행하기 때문에 업무의 성격이 단순하고 경영의 성과 등을 파악하기가 보다 용이하기 때문이다. 금융업이 상대적으로 진화가 빨리 일어나는 가운데 공적 조직에 속한 규제자가 금융업무의 내용을 신속하고 올바르게 파악하는 일은 상당한 부담일 수 있다.

규제자의 입장에서 전업주의체제의 또 다른 장점은 금융기관의 소규모화를 통해 단기적으로 시스템 안정성을 높일 수 있다는 것이다. 특정한 금융기관 또는 금융산업이 부실화되더라도 정부에 의한 각종 지원에 의해 부실화의 위험이 시스템 위험으로 확산될 가능성을 줄일 수 있다. 특히 공직자로서 규제자에 대한 평가시스템은 규제 대상 산업의 성장이나 수익성 등의 긍정적 측면에 의해 평가되기보다는, 이것이 부실화되지 않는 정도에 의해 평가되는 네거티브 시스템(negative system)의 특징을 가지므로 개인적인 경력관리의 관점에서 금융기관 부실화의 충격을 최소화할 수 있는 전업주의 구조를 보다 선호하게 된다. 그밖에 전업주의를 선호할 보다 적극적 요인으로 금융기관에 대한 인허가 및 업무영역 관련 승인권 등 산하금융기관의 수가 늘어날수록 증가하는 각종의 권한과 그로부터 발생할

수 있는 다양한 혜택(해당 금융기관의 임직원 부임 등)도 전업주의를 유지하도록 만든 배경이 되고 있다.<sup>36)</sup>

외국과 비교할 때 국내 금융산업에 있어 증권업에 대한 업무규제가 여타 금융업에 비해 상대적으로 까다로운 또 다른 이유로 증권사의 소유구조, 즉 산업자본에 의한 증권사 지배의 문제를 지적할 수 있다. 외국의 경우 일반적으로 비은행금융기관에 대해서는 별다른 소유규제가 없으나 금융기관투자 시 모기업에 대한 건전성 규제의 확대 등 피규제비용으로 인해 산업자본의 비은행금융기관 소유는 거의 관찰되지 않으며, 주요주주는 대부분이 금융전업가 또는 금융관련 기관투자자들로서 이들은 산업의 금융지배라는 문제점으로부터 자유롭다(박경서(2001)). 반면에 국내 금융산업에 있어서는 은행을 제외한 비은행금융기관에 대한 소유규제가 없고 금융자본의 축적이 미흡한 경제구조 하에서 산업자본이 대거 비은행금융기관을 소유하게 되었다.

결국 정책당국의 입장에서 겸업화 정책을 추진함에 있어 그나마 산업자본의 영향력으로부터 자유로운 은행을 중심으로 겸업화를 허용하게 되었고, 이는 은행업이 원칙적으로 유가증권관련업무(유가증권 투자 및 대여, 국공채 인수 및 매매, 수익증권 판매, 국내외 선물거래소 투자, 기업합병 및 매수의 단순중개, 신용정보서비스 등)를 부수업무로서(은행법 27조 및 동법 시행령 18조의2, 동법 시행규칙, 은행감독규정 30조 등 참조), 그리고 자산운용과 신용카드업을 겸영업무로서(은행법 28조, 동법 시행령 18조의3 등 참조) 수행할 수 있는 배경을 제공하고 있다.

36) 신인석 외(2003)는 국내금융산업에 전업주의가 도입된 배경으로 일본식 금융제도를 우리나라가 답습한 것과 함께 증권관련업무가 순차적으로 도입되면서 관련법이 제정되는 열거주의와 원세트 규제방식이 국내 금융산업에 있어 보다 세분화된 전업주의의 배경이 되고 있다고 지적하고 있다. 하지만 왜 증권업내에 있어서도 투신업, 선물업, 자산운용업 등을 기존의 증권사에게 허용하지 않았는가에 대해서는 설명하고 있지 못하다.

결론적으로 증권사의 업무성격과 사업구조 등을 고려할 때 증권사에 대한 규제는 건전성 규제보다는 고객과의 이해상충문제 및 고객이익의 보호문제에 보다 초점이 맞추어져야 한다. 또한 규제의 구조에 있어서도 규제기관에 의한 직접적 규제보다는 거래소나 협회 등에 의한 자율규제기능이 확대될 필요가 있다. 현재는 감독기구에 의한 규제와 자율규제기능이 중복적인 측면이 있어 후자가 유명무실화되는 문제를 낳은 것으로 평가된다.

### III. 미국과 독일의 자본시장 규제 비교

---

1. 미국과 독일의 자본시장 현황
2. 미국과 독일의 자본시장 관련 규제 비교



### III. 미국과 독일의 자본시장 규제 비교

미국은 전 세계에서 가장 발달된 자본시장을 가지고 있는 반면, 독일의 자본시장은 경제규모에 비해 극히 낙후된 것으로 알려지고 있다. 두 국가 모두 높은 국민소득수준을 지니고 있음에도 불구하고 자본시장 발달 정도에서는 왜 커다란 차이를 보이는 것인가. 두 국가의 자본시장 발달 정도의 차이가 혹시 규제의 효율성에서 비롯된 것은 아닌가. 이 장에서는 이러한 점을 염두에 두고 양 국의 자본시장 규제의 차이점을 살펴보기로 한다.

#### 1. 미국과 독일의 자본시장 현황

미국과 독일의 자본시장 규제의 차이점을 살펴보기에 앞서, 이들 두 국가의 자본시장 발달 정도를 간략히 비교한다.

##### 가. GDP 대비 시가총액

2001년 기준 독일의 GDP 대비 시가총액 비율은 58%로, 미국의 절반에도 미치지 못하고 있다. 일반적으로 소득수준이 높아질수록 부의 효과(wealth effect)로 인해 주식시장 참여에 대한 욕구는 높아지는 것으로 알려져 있다.<sup>37)</sup> 즉, 소득이 높아질수록 가계의 위험기피도(relative risk aversion)가 감소하면서 안전성 위주의 예금보다는 주식을 선호하게 된다는 것이다.

이러한 점에서 독일은 매우 예외적인 나라 중의 하나라고 할 수 있다.

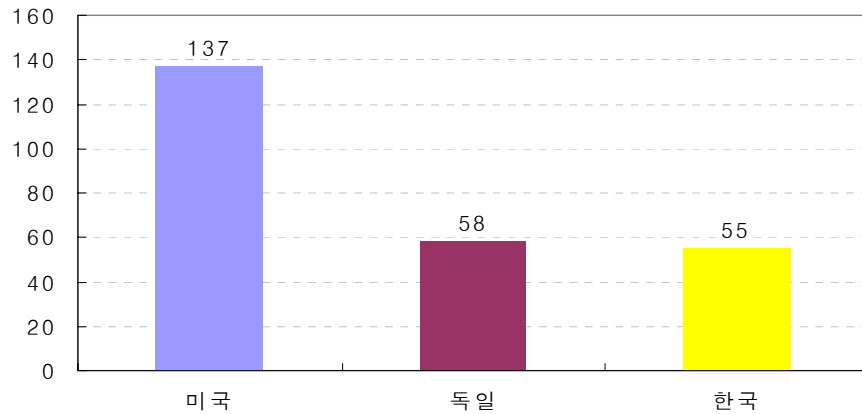
---

37) Guiso et al.(2001)

독일의 GDP는 미국, 일본 다음으로 높은 수준이지만, GDP 대비 시가총액의 비율은 그렇지 못하다. 독일의 자본시장이 낙후된 데는 소득 이외의 요인이 작용하고 있음을 짐작케 하는 대목이다.

<그림 III-1> 주식시장 시가총액/GDP

(단위: %)



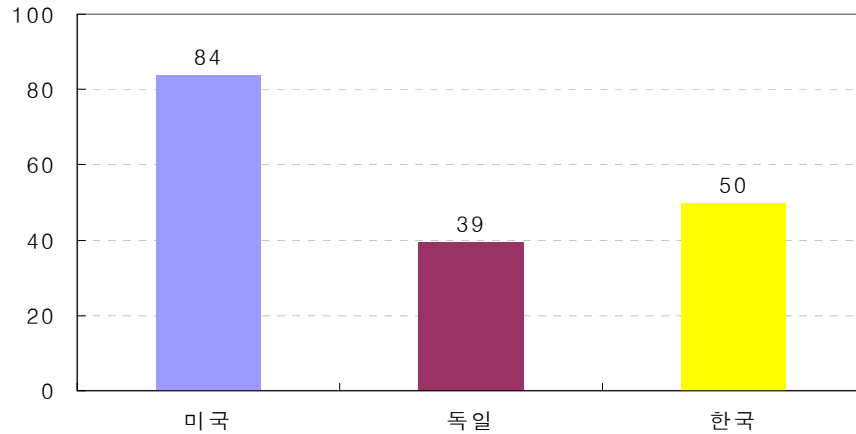
a) 2001년 기준

### 나. 자본시장과 은행의 상대적 비중

미국의 경우 대민간 은행총여신(Bank Credit to Private Sector) 대비 주식시장의 시가총액 비율은 84%에 달하고 있으나, 독일은 39%에 불과하여 우리나라보다도 낮은 수준이다. 독일의 금융구조가 은행위주의 극히 불균형적인 형태를 띠고 있음을 알 수 있다. 그러나 이러한 균형 잡히지 못한 금융구조는 실물경제에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 즉, 자본시장이 위축된 상태에서 은행부문이 비대해질 경우, 혁신산업의 성장이 제약을 받고 금융시스템의 불안정이 야기될 수 있다는 것이다.<sup>38)</sup>

<그림 III-2> Market Capitalization/Bank Credit

(단위: %)



a) 2001년 기준, Bank Credit은 은행의 대출금과 지급보증의 합  
 자료 : OECD, 각국 증권거래소

#### 다. 기관투자자의 비중

기관투자자의 역할은 주식시장 발달에 중요한 역할을 하는 것으로 알려져 있다.<sup>39)</sup> 우선 기관투자자는 가계의 소액투자로는 불가능한 분산투자를 행할 수 있게 만들어 준다. 이를 통해 가계의 주식투자 참여를 확대시키고 그 결과 주식시장 발전을 이끌어 내는 것이다. 뿐만 아니라 기관투자자의 발달은 개별 투자자의 정보생산비용을 낮추는 역할을 수행한다. 모든 투자자들이 개별적으로 주식투자에 필요한 정보를 수집하는 데는 과도한 비용이 소요되는데, 이처럼 높은 비용은 주식투자를 꺼리게 하는 중요한 요인이 될 수 있다. 기관투자자의 존재는 이러한 정보생산비용을 줄여 진입장벽을 낮추는 역할을 수행하며, 그 결과 주식투자를 위한 수요기반

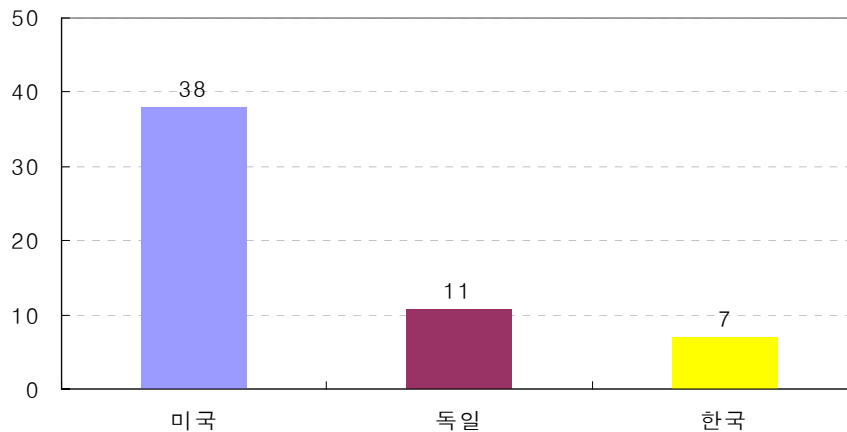
38) 신보성·빈기범·김재철(2004)

39) Ando et al.(1994)을 참조

을 확대시킬 수 있다.

두 나라 기관투자자의 발달정도를 살펴보면, 주식시장 시가총액 가운데 기관투자자의 보유주식이 차지하는 비중은 미국이 38%인 반면, 독일은 11%에 불과하다. 미국과 달리 독일에서는 기관투자자가 제 몫을 하지 못하고 있는 것이다. 따라서 독일의 자본시장이 낙후된 데는 기관투자자의 역할 미비가 하나의 원인으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

**<그림 III-3> 기관투자자의 주식보유 비중**  
(단위: %)



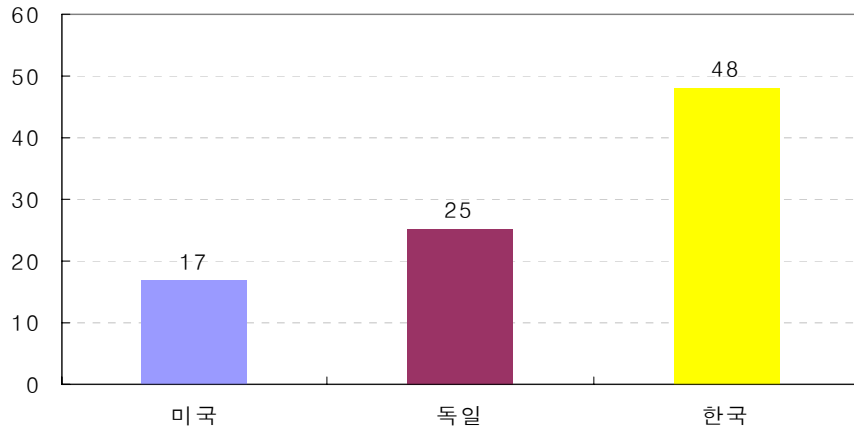
a) 2001년 기준  
자료 : OECD, 2003

### 라. 주식시장의 변동성

독일의 주가지수 수익률의 변동성은 25%로 미국의 17%에 비해 높게 나타나고 있다. 주식시장의 변동성이 높다는 것은 매입시점과 매도시점에 따라 이익을 볼지 손실을 입을지가 결정될 가능성이 매우 크다는 것을 의

미한다. 그러나 이처럼 주가가 널뛰기처럼 변동해서는 가계가 주식을 장기저축수단으로 활용하기에는 무리가 있다. 그리고 그 결과 주식시장의 수요기반이 취약해짐으로써 주식시장 발전을 지연시키게 되는 것이다.

**<그림 III-4> 주가지수 수익률의 변동성**  
(단위 : %)



a) 1987년부터 2003년까지 월별 주가지수 수익률(연율)의 표준편차

## 2. 미국과 독일의 자본시장 관련 규제 비교

전술한 바와 같이 독일의 자본시장은 미국에 비해 크게 낙후되어 있다. 여기에서는 이러한 주식시장의 낙후성이 비효율적인 규제에서 비롯된 측면은 없는지를 미국과의 비교를 통해 살펴보기로 한다.

## 가. 개관

한동안 크게 낙후되어 있던 독일의 자본시장 규제는 최근 들어 많이 개선되었는데, 이는 다음과 같은 요인에 따른 것이다. 첫째, 세계화 진전에 따른 자본시장 간 경쟁은 독일에도 적지 않은 영향을 미침에 따라 상당한 수준의 규제 개선이 뒤따랐다. 둘째, EU발족을 계기로 독일을 포함한 유럽 국가들은 자본시장 규제를 글로벌 스탠더드에 맞추어 상호 수렴시키고자 노력 중이다. 셋째, 1990년대 들어 독일경제의 활력이 감소된 이유가 자본시장이 낙후된데 따른 것이라는 반성이 제기되면서, 독일 내에서 자본시장 발전에 대한 정책적 관심이 한층 증폭되고 있는 상태이다.

이러한 요인에 힘입어 일련의 개선작업이 이루어졌으며, 그 결과 현재 독일의 자본시장 규제는 일부 영역을 제외하고는 미국과 큰 차이를 보이고 있지 않다. 따라서 여기에서는 미국과 독일의 자본시장 발달에 차이를 가져온 규제의 역사적 변천과정을 주로 살펴보기로 한다.

## 나. 은행업과 증권업의 겸영 규제

### 1) 미국

1933년 글래스스티걸법(Glass-Steagall Act) 제정 이전까지 미국의 은행들은 증권업을 사내(in-house)에서 겸영하는 것이 일반적이었다. 실제로 주법은행(State Chartered Bank)의 경우, 증권업 겸영에 대한 아무런 규제가 존재하지 않았으며 따라서 증권업을 광범위하게 겸영하고 있었다. 한편 국법은행(National Bank)에 대해서는 증권업의 겸영이 금지되고 있었으나, 느슨한 감독을 바탕으로 사실상 증권업을 겸영하고 있는 사례가 적지 않았다.

그러나 1930년대 초의 대공황을 계기로 수많은 은행들이 도산하자, 증권업 겸영에 따른 위험 증대가 은행도산을 확대시킨 주요 원인의 하나로 지목되었다. 뿐만 아니라 증권업 겸영은행들이 파산직전의 거래기업으로 하여금 회사채를 발행하게 하여, 그 돈으로 은행대출금을 상환하도록 하는 이해상충 행위가 빈번했다는 비판도 제기되고 있었다. 이를 계기로 1933년 개정 은행법(Banking Act of 1933, 일명 Glass-Steagall Act)에서는 은행업과 증권업의 사내 겸영은 물론, 자회사나 지주회사 방식을 통한 겸업도 금지하게 된 것이다. 1933년 개정 은행법의 내용 중 은행업과 증권업 겸업을 금지하는 조항은, 다음과 같다.

**<표 III-1> 1933년 은행법의 겸업금지 내용**

- 은행의 증권업무 금지. 단, 국채관련 업무는 제외(제16조)
- 은행이 증권 인수 등을 주업무로 하는 회사와 계열관계를 유지하는 것을 금지(제20조)
- 증권회사의 예금수취 금지(제21조)
- 은행과 증권의 인수 등을 주업무로 하는 회사 간에 이사 등을 겸임하는 것을 금지(제32조)

이후 은행업과 증권업 겸업을 불허하는 전업주의 정책은 오랫동안 지속되었다. 그러나 1980년대 이후, 미국 금융기관의 경쟁력 강화를 위해 규제철폐가 필요하다는 주장이 업계로부터 강하게 제기되면서 전업주의 정책에 변화의 조짐이 보이기 시작하였다. 그리고 마침내 1999년 금융서비스현대화법(Financial Service Modernization Act, 일명 Gramm-Leach-Bliley Act)의 통과를 계기로, 은행업과 증권업의 업무영역을 제한하는 글래스스티걸법(Glass-Steagall Act)의 내용은 66년 만에 폐지된다. 그러나

Gramm-Leach-Bliley Act로 폐지된 것은 1933년 법의 제20조와 제32조이며, 제16조 및 21조는 여전히 유효한 상태이다. 따라서 은행의 증권업무 사내 겸영 및 증권회사의 예금수취는 여전히 엄격히 규제되고 있다.

## 2) 독일

독일에서는 은행업과 증권업을 사내에서 겸영하는 유니버설 뱅킹 제도가 19세기에 이미 보편화되어 있었는데, 이는 산업혁명에서 뒤진 독일 정부가 기업의 자금욕구에 부응할 수 있도록 하기 위해 대규모 은행을 집중적으로 육성한 데 따른 것이다. 이러한 오랜 전통을 바탕으로 오늘날에도 독일의 은행들은 증권업을 사내에서 광범위하게 겸영하고 있다. 현재 독일 은행법(Banking Act)상 은행이 영위할 수 있는 은행업무(banking business)에는 일반 상업은행업무는 물론 투자은행업무도 포함되어 있는데, 구체적인 업무내용은 다음과 같다.

### <표 III-2> 독일의 은행업무 (Banking Act, Part I, Division1, Section1)

- 예금수취
- 대출, 할인, 지급보증
- 수탁(safe custody)
- 중개업무(principal broking service : 고객계정의 금융자산을 은행 명의로 중개)
- 자산운용(investment fund activity)
- 유가증권인수(underwriting business)
- 외환, 지로업무, 카드업무, 전자화폐업무

### 3) 규제측면의 시사점

1933년, 미국이 전업주의 규제를 도입할 당시에는 은행의 증권업 겸영이 폐해를 가져온다는 뚜렷한 증거가 없다는 비판도 있었다. 그러나 전업주의 규제는 결과적으로 자본시장을 발전시키는 계기로 작용하였다는 견해가 많다. 예를 들어 은행에 증권업 겸영이 허용될 경우, 증권부문에서의 혁신으로 인해 기존 은행업무의 수익이 악화될 것을 염려한 은행은 자본시장 발전을 꺼릴 수 있다(Boot and Thakor(1997)). 이러한 주장은 은행에 의한 증권업 사내 겸영이 금융혁신 유인을 약화시키고 경쟁을 저해하며, 그 결과 자본시장 발전을 지연시킬 수 있다는 것을 의미한다.

실제로 미국의 은행과 증권회사들은 엄격한 전업주의 규제 하에서 양권역의 고객을 유치하기 위해 경쟁적으로 금융혁신을 단행하였고, 그 결과 MMF나 MMDA 같은 신상품이 등장하게 된 것으로 평가받고 있다. 이러한 점에 비추어 일부에서는 글래스스티걸법(Glass-Steagall Act)의 도입은 현재의 미국 금융제도가 갖는 다양성과 경쟁을 낳는 최초의 동력을 제공하였다고 주장한다(Rajan and Zingales(1999)).

한편 은행에 대한 의존도가 지나치게 높을 경우에는 자본시장 발달에 필수적인 제도적 인프라 구축이 지연될 가능성이 있다. 은행은 시장을 대체하는 성격을 일부 지니고 있는데, 따라서 만약 강력한 은행이 존재할 경우에는 시장을 대체하는 효과가 더욱 크게 나타나며 그 결과 시장발달에 필요한 인프라 구축이 지연될 개연성 또한 커지게 되는 것이다. 대규모 은행에 의한 증권업 사내 겸영이 광범위하게 이루어지고 있는 독일에서 자본시장이 특히 낙후되어 있다는 사실은 이러한 가능성에 무게를 실어주고 있다.

## 다. 정보공시

### 1) 미국

미국의 경우 대공황 이전까지는 정부가 민간의 경제행위에 간섭하지 않는다는 것이 확고한 원칙으로 자리하고 있었으며, 이로 인해 연방정부 차원의 공시규제가 따로 존재하지 않았다. 그러나 1920년대 들어 증권발행사기, 시세조종, 내부자거래의 만연 등으로 인한 증권시장 혼란과 주가 대폭락 과정을 거치면서 공시제도의 필요성이 공식적으로 제기되었다. 그 결과 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에서 각각 발행시장 및 유통시장 공시제도의 기틀이 마련되었다.

이후 1967년에는, 1934년 증권거래법에 따라 계속공시의무를 이행하는 회사에 대해서는 공모시의 공시요구를 완화시켜 줌으로써 계속공시를 중시하는 방향으로 정책을 전환하였다. 또한 1970년에는 분기보고서(Form 10-Q)를 새로 채택하였으며, 연차보고서(Form 10-K)를 통해 사업부문별 정보공시를 요구하는 등 1934년 증권거래법의 공시요건을 강화하게 된다. 그리고 1982년에는 발행시장의 공시요건과 유통시장의 공시요건을 망라하는 하나의 통합공시제도(integrated disclosure system)를 확립하기에 이르렀다.

### 2) 독일

독일의 경우 1995년 이전까지는 재무제표를 연간 두 차례 제출하는 것 이외에는 상장기업에 대한 공시의무는 실질적으로 존재하지 않았다. 그러나 존재하는 공시사항에 대하여서도, 이를 강제할 미국의 SEC와 같은 강력한 중앙 규제당국이 존재하지 않아 아무런 효과를 발휘하지 못하고 있

었다. 실제로 과거 독일 증권거래법에서는 주가가격에 중요한 영향을 미칠 수 있는 사실에 대하여 수시로 공시할 것을 규정하고 있었으나, 수시공시가 실제로 일어난 적은 단 한 번도 없었으며, 따라서 해당규정은 사실상 사문화(dead law)된 상태였다(Andrew et al.(2001)). 이러한 법규미비로 인해 경영자들은 기업경영상 중요한 정보나 인수·합병 정보에 대해서 공시해야 할 필요성을 전혀 느끼지 못하였다.

그러나 1995년의 증권거래법 개정을 통해 정기공시와 관련한 내용을 강화하는 한편으로 수시공시(ad hoc publicity) 의무를 보다 구체적으로 규정하게 되었다. 동 개정 내용에서는 "상장기업은 재무상태 혹은 경영상의 주요한 변화로 인해 자신이 발행한 증권의 가격에 중대한 영향이 초래될 가능성이 있는 경우, 이를 즉시 공시해야 한다"고 규정하고 있다(증권거래법 제15장 제1절).

### 3) 규제측면의 시사점

독일은 오랜 자본시장의 역사를 가지고 있음에도 불구하고, 극히 최근에 와서야 정보공시에 대한 실질적인 규제가 이루어지게 되었다. 그 결과 주가에 영향을 줄 수 있는 중대한 정보에 대한 공시의무가 존재하지 않아 내부정보를 이용한 부당거래가 오랜 기간 횡행하게 된 것이다. 그런데 이러한 내부자거래는 외부투자자의 정보생산 유인을 저하시킴으로써 주식투자의 수요기반 약화를 가져왔다.

또한 정보공시 부족은 정보피드백(information feedback)이라는 자본시장 특유의 기능을 저하시키는 결과를 초래하였다. 투자자들은 자본시장에서 공시되는 기업정보에 근거하여 자신들의 견해를 기업에게 피드백하게 되고, 이러한 과정에서 기업경영에 필요한 가치 있는 정보가 생산된다(Allen(1992), Allen and Gale(1999)). 따라서 시장에 공시되는 정보량이 부

족할 경우, 외부투자자들의 피드백 기능이 저하될 수밖에 없는 것이다.

## 라. 불공정 거래 행위 규제

미국의 경우 1933년의 증권법(Securities Act) 및 1934년의 증권거래법(Securities Exchange Act) 제정을 계기로 불공정 거래 행위를 적극적으로 규제하기 시작하였다. 반면 독일의 불공정거래 행위에 대한 실질적인 규제는 1990년대 중반 이후이며, 2002년 제4차 자본시장육성법 제정과 함께 불공정거래 행위에 대한 감독과 규제를 대폭 강화하게 되었다.

### ① 시세조종 행위 규제

#### 1) 미국

1933년 이전까지는 자본시장을 규율하는 연방법규가 별도로 존재하지 않았으며, 대부분의 자본시장 규제는 각 주(州)별 증권법에 의존하고 있었다. 그런데 당시 개별 주의 증권법은 다양한 시세조종 행위를 규율하기에는 크게 미흡한 수준이었다. 이러한 와중에 1929년의 주식시장 붕괴를 계기로 1934년에 증권거래법이 제정되었으며, 이와 함께 연방정부 차원의 시세조종 행위 규제가 본격화되었다.

1934년 증권거래법의 특징은 포괄적 사기금지 조항을 통해 시세조종 행위를 금지한다는 것이다. 동법 Section 10(b)에서는 “누구든지...증권의 매수 또는 매도와 관련하여 시세조종 또는 사기적 수단 또는 책략을 행사하거나 이용하는 것은 위법”이라고 규정하고 있다. 한편 시세조종 행위가 적발될 경우에는 형사처벌 외에도 행정적 제재나 민사상의 손해배상청구가 가해지고 있는데, 이를 통해 위반행위의 경중에 따라 다양한 제재가 이

루어질 수 있게 함으로써 제재의 실효성을 높이고 있다.

## 2) 독일

일찍이 1884년의 증권거래법(제88조)에 의해 시세조종 행위(price and market manipulation)는 명백한 범죄행위로 규정되고 있었다(Khoudja(2003)). 문제는 시세조종 행위를 잘 관찰할 수 있는 증권감독국에는 아무런 처벌 권한이 없었다는 것인데, 이로 인해 시세조종 행위가 처벌될 수 있는 경로는 검찰에 의한 형사처벌 뿐이었다. 그러나 검찰은 경미한 사안에 대해서는 공공의 이익을 해치지 않는 한 기소하지 않는 태도를 견지하였으며, 그 결과 시세조종 행위에 대한 처벌은 사실상 유명무실해지고 말았다.

최근 들어 독일정부는 낙후된 자본시장을 육성하기 위해 일련의 법안을 통과시키게 되는데, 2002년 제정된 제4차 자본시장육성법(Financial Market Promotion Act)을 통해 비로소 시세조종 행위를 실질적으로 규제할 수 있는 내용이 포함되었다. 동법 제20조 a항에서는 시세조종 행위를 비교적 포괄적으로 정의하고, 구체적인 내용은 재무부장관이 정할 수 있도록 하고 있다. 이처럼 재무부장관에게 많은 재량권을 부여함으로써 다양한 시세조종 행위에 적시적으로 대응할 수 있는 기틀을 마련한 것이다.

한편 과거 연방증권감독국(BAWe)에는 시세조종 행위를 처벌할 권한이 없었던 것과는 달리, 2002년 새로 출범한 연방금융감독청(BaFin)에는 다양한 종류의 행정적 제재수단이 부여되었다. 이는 미국처럼 형사처벌과 행정처분을 조합함으로써 시세조종 행위 규제의 실효성을 높이기 위한 것이다.

### 3) 규제측면의 시사점

시세조종 행위에 대한 독일의 미온적 대응은 건전한 투자자의 이탈, 가격정보의 실효성 상실을 야기함으로써 자본시장 발전이 지체되는 결과를 가져왔다. 그리고 과거 독일의 사례는 형사처벌 일변도의 규제가 그다지 효과적이지 아닐 수 있음을 시사하고 있다. 우선 형사처벌의 경우 제재기관(법원, 검찰)의 전문성이 낮으며, 엄격한 절차를 요구하는 관계로 제재의 신축성이 떨어지는 문제를 갖고 있다. 뿐만 아니라 다양한 제재수단을 갖추고 있지 못한 채 형사처벌에만 의존하는 경우에는, 경미한 사안에 대한 처벌이 불가능해짐으로써 오히려 처벌수위를 낮추는 결과를 초래할 수 있다는 것이다. 따라서 규제 효과를 실질적으로 높이기 위해서는 사안의 경중에 맞추어 형사처벌과 행정적 제재수단을 병행할 필요가 있다고 하겠다. 특히, 시세조종 행위를 가장 잘 포착할 수 있는 감독당국에게 다양한 처벌수단을 부여하는 것이 바람직하다.

## ② 내부자거래 행위 규제

### 1) 미국

미국에서 내부자거래 행위가 규제되기 시작한 것은 1934년 증권거래법 및 이에 근거한 SEC의 Rule 10b-5에 의해서이다. 그런데 1934년 증권거래법 Section 10(b)에서는 내부자거래 행위에 대한 명시적 처벌규정을 두고 있지 않으며, 단지 “증권의 매수 또는 매도와 관련하여 SEC가 정한 규칙을 위반하여 사기적 방법을 사용하는 것은 위법”이라고 규정하고 있을 뿐이다. 그리고 이에 대응한 SEC Rule 10b-5 역시 사기적 행위가 위법이라고 규정할 뿐, 사기적 행위가 구체적으로 어떤 것인지에 대해서는 언급하지 않고 있다. 그러나 내부자거래 행위가 SEC Rule 10b-5에 저촉된다는 SEC

의 주장을 사법부가 수용함으로써, 동 조항은 내부자거래 규제의 중심에 자리하게 되었다.

이후 내부자거래 규제 내용에는 한동안 변화가 없었으나, 1980년대 들어 규제를 강화하는 일련의 조치가 단행되었다. 이는 1980년대 기업 인수 합병 붐과 함께 내부자거래가 크게 늘어났으나, 법원이 SEC Rule 10b-5의 포괄적인 사기금지 규정을 제한적으로 해석한데 대응하기 위한 것이었다. 그 결과 SEC는 내부자거래에 대해 직접 민사제재금(civil penalty)을 부과할 수 있는 권한을 부여받게 되었다(1984, Insider Trading Sanctions Act). 이어 1988년에는 내부자거래 및 증권사기 규제법(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act)을 제정하여, 내부자거래에 대한 처벌을 한층 강화하였다. 이에 따르면 내부자거래가 발각될 경우 동거래로 인한 이익은 물론, 추가적으로 매매차익의 최고 3배까지 반환해야 한다. 그리고 직원이 내부자거래를 했을 경우에는 최고경영자도 책임을 져야 하며, 내부자거래에 관한 정보를 제공한 제보자에게는 보상금(bounty)을 지급하도록 규정하고 있다.

미국 내부자거래 규제의 특징적인 점은 포괄적 사기금지 조항을 통해 내부자거래를 규율함에 따라 실질적인 처벌 가능성이 크게 제고될 수 있다는 것이다. 실제로 직무관련성이나 법률상 계약관계 여부를 떠나 정보원(기업 및 해당 기업의 임직원 등)에 대해 충실의무(fiduciary duty)를 가진 자가 미공개정보를 이용해 부당이득을 취한 경우에는 누구든지 처벌될 수 있다(fiduciary duty theory). 또한 우리나라와는 달리 내부자거래 규제 대상은 1차 정보수령자에만 국한되지 않는다. 즉, 해당 정보에 대한 충실의무를 위반·유용하여 부당이득을 취한 경우에는 1차 정보수령자가 아니라도 처벌될 수 있다(부정유용이론, the misappropriation theory).

## 2) 독일

독일에서는 1970년에 내부자거래에 대한 자율적인 지침(Voluntary Insider Trading Guidelines and the Broker and Investment Advisor Rules)이 마련되었으며, 이후 1971, 1976, 1986년에 걸쳐 내용이 차례로 보완되었다(Estrada et al.(2002)). 그런데 이 지침은 주로 기업이 최고 경영진 및 잠재적 내부자와 맺는 일종의 자율협약에 해당한다는 점에서, 외부투자자의 이해를 염두에 둔 것은 아니었다. 이후 1994년 제2차 자본시장육성법에서 내부자거래에 대한 규제가 비로소 입법화되었는데, 이러한 점에서 독일에서는 극히 최근까지 내부자거래 규제가 사실상 부재했다고 할 수 있다.

1994년 개정된 증권거래법 제13조 및 14조에서는 내부자 및 내부정보를 알고 있는 제3자(준내부자로 정의)가 이를 이용하여 증권을 매매하는 행위를 금지하고 있으며, 내부자거래 위반 시 최고 5년 징역 또는 벌금이 부과된다. 이후 2002년에 제정된 제4차 자본시장육성법에서는 연방금융감독청(BaFin)으로 하여금 내부자거래 위반 행위에 대해 제재금을 부과할 수 있도록 하였다. 이를 통해 형사처벌에만 의존한 규제에서 벗어나 범죄수위에 따른 다양한 처벌수단이 마련됨으로써 규제의 실효성을 높일 수 있게 된 것이다.

## 3) 규제측면의 시사점

독일의 경우 오랜 기간 동안 내부자거래에 대한 법규를 마련하지 않음으로써, 내부정보를 이용한 부당이득 추구행위를 만연시키는 결과를 가져왔다. 그러나 내부정보를 이용한 거래는 외부투자자에게 내부자와 외부자간에 정보접근성의 차등이 존재한다는 인식을 제공하게 되며, 따라서 외

부투자자들은 주식투자를 기피하는 동시에 건전한 정보획득 노력을 기울이지 않게 된다. 그리고 그 결과 독일의 자본시장은 낙후성을 면하지 못하게 된 것이다.

## 마. 자본시장 감독기구

### 1) 미국

미국에서는 1934년 증권거래법 제정을 통해 자본시장 감독을 전담하는 증권거래위원회(SEC) 설립의 법적 근거가 마련되었다. 이를 통해 미국의 증권거래위원회는 증권회사에 대한 감독, 검사 등 증권행정에 대한 포괄적인 규제·감독 권한을 보유하게 된다. 이러한 점에서 SEC는 증권규제에 있어서 입법, 행정, 사법의 기능을 모두 행사하는 막강한 기관이라고 할 수 있다.

실제로 SEC는 1933년 증권법(Securities Act) 및 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act)의 집행 및 해석, 시행규칙(Rule)의 제정권한 및 등록신고서나 보고서 양식의 결정권을 보유하고 있다. 뿐만 아니라 SEC는 증권거래법 상 증권을 취급하는 모든 증권업자 및 증권관련회사와 증권거래소, 증권업협회 등 자율규제기관에 대한 규제 및 감독 권한을 행사할 수 있다. SEC는 법규상 행정위원회로서의 성격을 가지나, 증권거래법에 규정된 업무를 재무부 등 중앙 행정부서의 간섭이나 감독을 받지 않고 독립적으로 수행하며, 업무수행 결과와 관련하여 의회에 대해 책임을 진다.

### 2) 독일

1995년 이전까지 독일의 자본시장 감독은 1962년 설립된 연방은행감독

국(BAKred)에 의해 수행되고 있었다. 이는 은행들이 은행업과 증권업을 겸영함에 따라, 연방은행감독국이 증권업무를 감독할 유일한 공적 규제기관이었기 때문이다. 문제는 은행에 대한 감독이 전통적으로 기관(institution) 감독 중심의 경향을 띠게 된다는 것인데, 이로 인해 불공정거래행위 등 시장(market)을 전문적으로 감독할 능력이 저하되는 결과를 야기하였다. 결국 이러한 문제를 해결하려는 시도의 일환으로 1994년에 제정된 제2차 자본시장육성법에 근거하여, 1995년에는 연방증권감독국(BAWe)이 설립된다.

이를 계기로 금융기관 인허가 및 건전성 감독기능은 연방은행감독국(BAKred)에 잔류하는 대신, 불공정거래 행위를 비롯한 증권시장 전반에 대한 감독은 연방증권감독국(BAWe)으로 이관되었다. 그리고 연방증권감독국(BAWe)은 내부자거래와 정보공시에 대한 감독 등의 행정감독권, 증권위원회의 비준을 거쳐 증권관련 규정을 제정할 수 있는 준입법권, 제재권 발동 등의 준사법권을 보유하게 되었다.

한편 2002년 5월, 독일은 세계적인 추세에 맞추어 각 금융부문별 감독기구를 통합하게 되는데, 그 결과 연방은행감독국(BAKred), 연방증권감독국(BAWe), 연방보험감독국(BAV)이 단일 감독기구인 연방금융감독청(BaFin)으로 통합되었다. 연방금융감독청(BaFin)은 연방기관으로서 행정부 내 독립기관이나, 법적으로는 재무부의 감독을 받는다는 점에서 미국에 비해 독립성이 약하다고 볼 수 있다.

증권과 금융선물에 대한 감독은 연방금융감독청(BaFin)의 제3과인 증권감독 및 자산관리부(Securities Supervision and Asset Management)에서 담당하는데, 최근 감독기관의 위상이 강화되었음에도 불구하고 미국에 비해 감독권한이 적으며 감독능력 또한 떨어진다는 지적이 제기되고 있다. 일례로 연방금융감독청(BaFin)이 자금추적권이나 출석요구권을 행사할 수 없어, 불공정거래 등 자본시장발달을 저해하는 행위를 제대로 적발해낼 수 없다는 것이다(Khoudja(2003)).

### 3) 규제측면의 시사점

증권업의 경우 시스템리스크가 크지 않다는 점에서 기관에 대한 건전성 감독보다는 시장에 대한 감독이 중요하다. 그러나 독일에서는 은행에 의한 증권업 겸영이 이루어지면서 시장 대신 기관의 지배력이 확장되었으며, 이로 인해 자본시장이 위축되는 결과가 야기되었다. 그리고 이러한 시장 미발달은 감독당국으로 하여금 시장감독 기능을 배양할 유인과 능력을 약화시켰으며, 이는 다시 시장발달을 저해하는 악순환을 초래하였다.

## 바. 회계제도

### 1) 미국

미국에서는 일찍이 주주중시 관행이 정착됨으로써 적시성과 투명성에 초점을 맞춘 회계제도가 만들어졌다. 이를 통해 손실이 발생할 경우 재무제표에 즉각 반영하여 투명성을 제고시키게 되었고, 그 결과 재무제표가 기업의 경제적 가치, 즉 주주가치를 잘 나타내고 있는 것으로 평가받고 있다(Ball et al.(2000)).

### 2) 독일

전통적으로 근로자, 채권자의 권리를 중시한 독일에서는 보수주의적인 회계처리 방식이 대세를 이루면서 재무제표의 적시성과 투명성이 크게 저하되는 결과를 가져왔다. 실제로 영업실적이 좋은 해에는 이익을 축소하는 대신 영업실적이 나쁜 해에는 이익을 부풀려 보고하는, 회계처리상 기업의 재량권이 광범위하게 허용되고 있다(Elston et al.(2003), Nobes(2003)). 그런데 이처럼 회계처리를 보수적으로 함으로써 자산규모와 이익을 안정

화(smoothing)시키는 관행은 주주보다는 근로자, 채권자 등의 이익을 우선시한데서 비롯된 것이다.

위험기피자(risk averter)인 근로자들은 안정적인 급여를 선호한다는 점에서 기업이 이익 역시 안정적이기를 바란다. 채권자인 은행 입장에서든 채권회수의 확실성을 위해 안정적인 이익 실현을 선호하게 된다. 그리고 바로 이러한 근로자와 채권자의 이해가 반영되어 독일에서는 재량적인 회계처리 관행이 자리잡게 된다. 근로자와 채권자의 권리가 지나치게 강조됨으로써, 외부주주에게 기업정보를 정확히 제공해야 하는 회계의 기본정신이 훼손되고 만 것이다.

그러나 이러한 불투명한 회계정보에 대한 불신이 문제가 되어 해외투자자들이 독일기업에 자금제공을 기피하는 경우가 빈번하게 발생하게 된다. 이를 계기로 1998년에 자본조달촉진법(Law on Facilitation of Capital Acquisition)이 제정되었는데, 이에 따라 독일의 상장기업은 독일회계기준 대신 국제적으로 인정된 회계기준(IAS, US GAAP)에 의해 재무제표를 작성하는 것이 허용되었다.

### 3) 시사점

재무제표는 외부투자자의 이해에 부합하여 작성되어야 하며, 따라서 기업의 경제적 가치를 가장 잘 반영하고 있어야 한다. 더불어 회계제도는 외부투자자들이 기업간 경영실적과 재무상태를 개관적으로 비교할 수 있는 근거라는 점에서 표준화되어야 한다. 회계정보를 제공하는데 기업의 재량권이 과다하게 부여되어서는 안 된다는 것이다. 그러나 독일은 자의적인 회계처리 관행을 용인함으로써 투자자에게 제공되는 정보의 정확성을 떨어뜨리고 주주의 권한을 훼손시켰다. 그 결과 독일의 자본시장은 낙후성을 면하지 못하게 된 것이다.

## IV. 우리나라 자본시장 규제 개선방향

---

1. 자본시장 규제의 바람직한 방향
2. 우리나라 자본시장 규제 개선방향



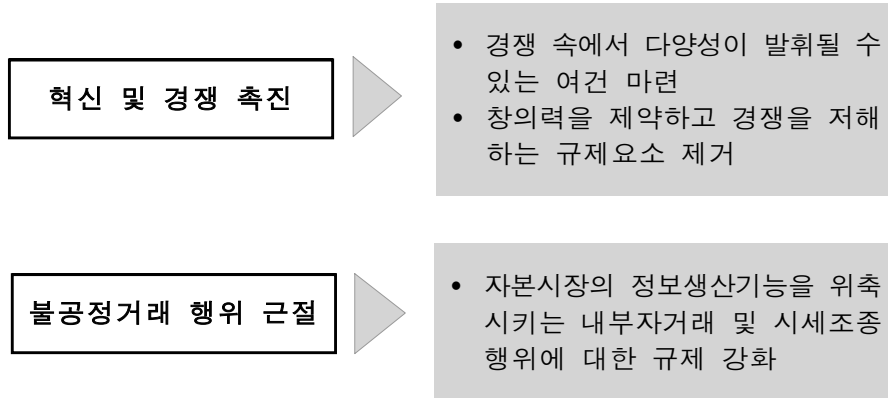
## IV. 우리나라 자본시장 규제의 개선방향

### 1. 자본시장 규제의 바람직한 방향

제II장에서 논의한 바와 같이 자본시장의 핵심적인 특징은 첫째 다양성과 역동성이다. 자본시장에서는 창의력을 통해 상황에 따라 현금흐름 (payoff)이 달라지는 상품들을 사실상 무한대로 만들어낼 수 있다. 그런데 이러한 창의력에 바탕한 혁신은 다양성을 인정하고 경쟁을 장려하는 환경에서만 제대로 이루어질 수 있다. 따라서 자본시장에 대한 첫 번째 규제방향은 혁신과 경쟁을 촉진하는 것이어야 한다.

자본시장의 두 번째 특징은 불특정 다수가 모여 비반복적 거래를 한다는 것인데, 이로 인해 자본시장에서는 불공정거래의 유인이 강하게 작용하게 된다. 대표적인 사례가 바로 내부자거래나 시세조종 등을 통한 부당 이득 추구 행위이다. 그러나 내부자거래는 외부 투자자의 정보생산 유인을 약화시킴으로써 자본시장의 기능을 저하시킨다. 시세조종 행위 또한 가격정보의 정확성을 떨어뜨려 자본시장의 정보생산 기능을 방해하게 된다. 그리고 이러한 자본시장의 기능 저하는 일반투자자를 시장에서 몰아냄으로써 자본시장을 더욱 위축시키는 악순환을 불러오게 되는 것이다. 이러한 점에서 자본시장에 대한 두 번째 규제방향은 불공정거래에 대한 규제를 한층 강화하는 것이 되어야 한다.

<그림 IV-1> 바람직한 자본시장 규제의 방향

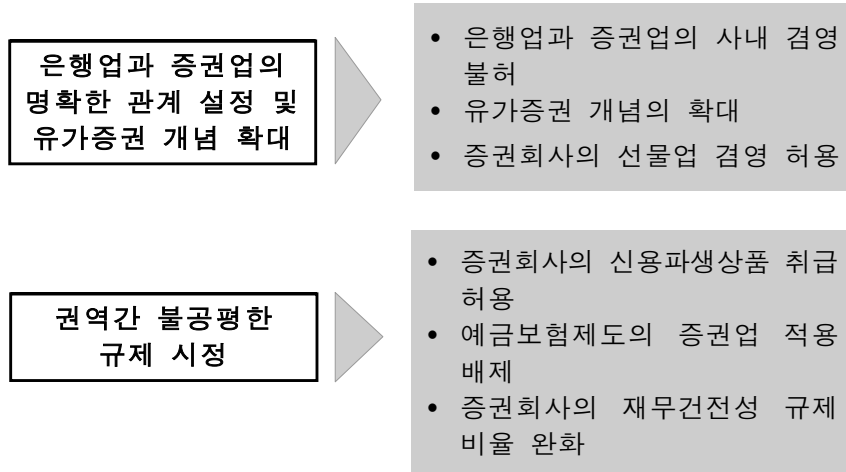


## 2. 우리나라 자본시장 규제의 개선방향

### 가. 혁신 및 경쟁촉진을 위한 규제 개선

여기에서는 혁신 및 경쟁촉진을 위한 주요 과제로 은행업과 증권업의 명확한 관계 설정 및 유가증권 개념의 확대, 권역간 불공평한 규제 시정의 두 가지를 제시한다.

<그림 IV-2> 혁신 및 경쟁촉진을 위한 주요 과제



1) 은행업과 증권업의 명확한 관계설정 및 유가증권 개념의 확대

가) 은행업과 증권업 사내 겸영 불허

(1) 현황

현재 증권회사의 업무영역은 유가증권의 매매(dealing), 위탁매매(brokerage), 인수(underwriting) 등 유가증권 관련업무로 국한된다(증권거래법 제2조 8항). 반면 은행의 경우에는 예금수입, 대출, 외환 등 전통적인 은행업무 이외에 유가증권의 인수, 매출, 모집 등의 증권거래법상의 업무도 영위 가능하도록 되어 있다.

이를 보다 구체적으로 살펴보면, 은행법 제27조 2항에서는 은행업의 업무영역을 은행법시행령으로 정하도록 하고 있으며, 시행령 제18조의2에

서는 은행업무를 예금, 대출, 외환, 그리고 재경부장관이 고시하는 업무로 규정하고 있다. 그런데 재경부장관고시에 의하면, 은행은 증권거래법에 의한 인·허가를 받은 범위 내에서 증권거래법에서 정하는 증권업무 중 유가증권의 인수·매출, 유가증권의 모집 또는 매출의 주선, 국공채 및 회사채의 매매를 영위할 수 있다. 물론 그동안 증권거래법에 의해 은행에게 증권업무 영위를 인허가 해준 사례는 없지만, 현행법령상 은행이 증권업무를 겸영할 가능성은 열려 있는 것이다.

## (2) 문제점

은행의 증권업 겸영에 따른 첫 번째 문제점은 권역간 경쟁을 저해할 수 있다는 것이다. 우리나라는 자본시장에 비해 은행이 비대칭적으로 비대한 은행중심국가인데, 이러한 상태에서 은행에 증권업 겸영을 허용할 경우 증권산업과 은행산업 간 불균형은 더욱 심화될 수 있다. 그리고 권역간 불균형 심화는 시장(market)과 기관(institution) 간의 건전한 경쟁을 저해함으로써 은행과 자본시장 모두의 발달을 지연시킬 가능성이 크다. 제Ⅲ장에서 살펴 본 독일의 사례가 대표적인 경우이다.

은행업과 증권업 겸영의 두 번째 문제점은 금융혁신을 어렵게 만든다는 것이다. 혁신과 다양성에 바탕한 증권업은 본질적으로 위험을 추구하는 속성을 지니는 반면, 은행은 시스템리스크와 밀접히 관련되어 있기 때문에 과도한 위험을 추구해서는 안 된다. 다른 어떤 권역에 비해 은행에 강력한 건전성 규제가 부과되는 것은 바로 이 때문이다. 그런데 이처럼 은행에 대해 강도 높은 규제가 가해지는 상황에서, 은행이 증권업을 사내 겸영할 경우에는 금융혁신에 필수적인 위험추구가 사실상 어려워지게 된다.

## (3) 해외사례

미국에서는 1999년 금융서비스 현대화법(Financial Service Modernization Act, 일명 Gramm-Leach-Bliley Act)의 통과를 계기로, 은행업과 증권업의 업무영역을 제한하는 글래스스티걸법(Glass-Steagall Act 또는 Banking Act of 1933)의 내용이 66년 만에 폐지되었다. 그러나 금융서비스 현대화법(Gramm-Leach-Bliley Act)으로 폐지된 것은, 은행이 지주회사나 자회사 방식을 통해 증권회사와 계열관계를 맺거나, 혹은 은행과 증권회사 간 이사를 겸직하는 것을 금지하는 조항이며(Banking Act of 1933의 제20조 및 제32조), 은행의 증권업무 사내 겸영 및 증권회사의 예금수취업무는 여전히 엄격히 규제되고 있다.

반면 독일의 경우에는 19세기에 이미 보편화된 유니버설 बैं킹 제도 하에서 은행들이 증권업을 사내 겸영하고 있다. 이에 따라 현재 독일 은행법(Banking Act)상 은행이 영위할 수 있는 은행업무(banking business)에는 예금수취, 대출 등 일반 상업은행업무는 물론 유가증권 인수, 유가증권 중개, 자산운용 등의 투자은행업무까지 망라되어 있다. 그러나 결과적으로 은행의 증권업 겸영은 자본시장의 낙후를 가져왔고, 이는 다시 독일 경제의 장기침체를 가져온 빌미를 제공했다는 주장이 제기되고 있다.

과거 일본은 2차대전 이후 미국의 글래스스티걸법(Glass-Steagall Act)의 영향으로 은행업과 증권업의 사내 겸영은 물론 지주회사나 자회사 방식에 의한 출자도 금지하고 있었다. 그러나 1990년대 들어 규제가 완화되어 자회사나 지주회사 방식에 의한 겸업이 허용되었다. 이에 따라 현재 지주회사나 자회사방식에 의한 겸업은 가능한 상태이나, 은행업과 증권업의 사내 겸영은 여전히 엄격히 규제되고 있다.

## (4) 개선방향

은행업과 증권업의 업무영역 규제와 관련해서는, 이미 도입되어 있는 지주회사나 자회사 방식을 통한 겸업은 허용하되, 사내 겸영은 엄격히 제한하는 것이 바람직하다. 은행의 증권업 겸영은 은행의 비대화로 권역간 경쟁과 혁신을 저해하며, 그 결과 자본시장 발전을 지연시킬 수 있기 때문이다. 그리고 이미 많은 은행들이 지주회사나 자회사 방식을 통해 증권업을 겸업하고 있다는 점에서, 굳이 사내 겸영을 허용할 필요성도 크지 않다고 판단된다.

한편, 은행과 증권의 업무영역을 규정하는 법령의 수준에 차이가 나는 점을 시정할 필요가 있다. 현재 증권업의 경우에는 업무영역을 증권거래법상에 구체적으로 명시하고 있어 업무영역에 변화를 주기가 매우 어려운 상태이다. 반면, 은행의 경우 은행법상에는 구체적인 업무영역을 규정하지 않는 대신, 시행령과 재정경제부장관고시에서 정하도록 위임함으로써 업무영역의 탄력적인 확대가 보다 쉽게 이루어질 수 있도록 되어 있다.

그러나 이는 은행업과 증권업의 본질적 기능에 배치되는 것으로 형평을 잃은 규제라고 할 수 있다. 활발한 혁신이 이루어져야 하는 증권사에 대해서는 업무영역이 경직적으로 정의되고 있는 반면, 안정적 운영의 필요성이 큰 은행업의 업무영역은 오히려 포괄적이고 탄력적으로 정의되어 있다는 것이다. 따라서 권역간 업무영역에 대한 법령의 수준 차이는 시급히 해소되는 것이 바람직하다.

나) 유가증권 개념의 확대<sup>40)</sup>

## (1) 현황

현행 증권거래법은 유가증권을 명시적으로 규정하고 있다는 점에서 열거주의적 방식(positive system)을 채택하고 있는데, 이로 인해 법에서 명시하지 않은 상품은 유가증권이 될 수 없다. 구체적으로 살펴보면, 증권거래법 제2조 1항에 의한 8가지 유형의 유가증권에는 채권(국채, 지방채, 특별법에 의한 법인 발행채, 회사채), 특별법에 의한 법인이 발행한 출자증권, 주권, 외국법인이 발행한 채권과 주식, 증서 그리고 이를 기초로 증권예탁원이 발행한 유가증권예탁증서가 포함된다.

증권거래법 제2조 1항에서는 8가지 열거된 증권 외에 “이와 유사하거나 관련된 것으로서 대통령령이 정하는 것”을 유가증권으로 정의하고 있는데, “유사하거나 관련된 것”이라는 포괄적 개념에도 불구하고 시행령에 열거될 것을 요구하고 있기 때문에 열거주의의 틀을 벗어나지 못하고 있다. 한편 증권거래법시행령 제2조의3에 열거된 유가증권에는 수익증권, 유동화전문회사가 발행한 출자증권, 주택저당채권유동화회사가 발행한 주택저당증권, 기업어음, 한국증권거래소에서 거래되는 개별주식옵션 또는 유가증권지수선물거래옵션 등이 있다.

## (2) 문제점

유가증권 정의에 대한 열거주의 방식은 다양성과 혁신에 기초하고 있는 자본시장과는 어울리지 않는 속성을 지니고 있다. 자본시장에서는 혁신을 통해 다양한 상품조합을 만들어낼 유인이 강하게 작용하는데, 열거주의 방식을 택할 경우 기존 법규에서 언급되지 않은 신상품 등장이 어려

40) 이 부분은 김형태(2001)를 주로 참고한 것이다.

위험으로써 금융혁신이 저해되는 것이다.

유가증권 정의에 대한 열거주의 방식은 우리나라 증권산업의 경쟁력을 약화시키는 원인이 되기도 한다. 국내 증권회사들이 선진 투자은행과 경쟁하기 위해서는 투자자 욕구를 충족시킬 수 있는 신상품개발 능력이 긴요한데, 현행 유가증권에 대한 열거주의적 정의방식은 국내 증권사의 창의력에 근거한 신상품개발 여지를 차단하고 있다.

끝으로 열거주의 방식은 투자자 보호 측면에서도 문제를 야기할 수 있다. 예를 들어 현행 법규에서 열거되지 않은 상품이 등장할 경우, 동 상품은 유가증권에 해당하지 않으므로 현행 법규에 의한 규제를 받지 않는다. 대표적인 사례가 2001년에 논란의 대상이 되었던 네티즌펀드로, 당시 증권거래법상 유가증권에 해당되지 않는다는 점에서 투자자보호의 사각지대가 발생하는 결과가 초래되었다.

### (3) 해외사례

미국의 경우, 외견상으로는 열거주의에 입각하고 있으나 유가증권에 대한 포괄적 개념도 함께 제시하고 있어 사실상 포괄주의에 해당한다. 미국의 1933년 증권법 제2조 제1항, 1934년 증권거래법 제3조(a)(10)에서는 주식, 채권 이외에 “투자계약(investment contract)” 및 “통상적으로 증권으로 인식되는 금융상품(instrument commonly known as security)”이란 포괄적 개념규정을 통해 유가증권의 적용범위를 탄력적으로 확대할 수 있도록 하고 있다. 한편 미국 연방대법원은 증권법에서 의도하는 투자계약(investment contract)이란 “특정인이 자신의 자금을 공동사업에 투자하고 자금모집자(혹은 제3자)의 경영실적에 따른 이익을 기대하는 계약”을 의미한다고 판시하고 있다. 이러한 점에서 미국에서 유가증권성의 판단은 형식이나 법률적 형태 보다 경제적 실질(economic substance)에 근거한다.

영국의 금융서비스시장법(FSMA, Schedule2, Part II)에서 명시하고 있는 유가증권은 주식(securities), 부채증서(instruments creating or acknowledging indebtedness), 공채(government and public securities), 워런트(instruments giving entitlement to investments), 예탁증서(certificates representing securities), 수익증권(units in collective investment schemes)의 여섯 가지로 대별된다. 그런데 이들 여섯 가지 유가증권 각각에 대해서 추상적인 개념을 제시하고 있어, 사실상 거의 모든 종류의 발생 가능한 상품을 포괄하고 있다.

일본의 경우, 증권법 자체에서는 유가증권을 포괄적으로 정의하고 있지 않지만 유통성과 경제적 성격을 고려하여 시행령에서 추가 지정이 가능하도록 규정하고 있다. 즉, 기본적으로 열거주의를 택하되, 증권법 제2조 2항 3호에서는 “전 각 호에 열거된 것 외에 유통성 기타의 사정을 고려하여 공익 또는 투자자 보호를 확보할 필요가 인정되는 것으로 시행령이 정하는 증권 또는 증서”를 유가증권에 포함시킬 수 있도록 함으로써 탄력성을 부여하고 있다.

#### (4) 개선방향

장기적으로는 유가증권에 대한 포괄적 정의 도입을 적극적으로 검토할 필요가 있다. 미국과 같은 투자계약(investment contract) 개념 도입을 통해 유가증권의 개념이 탄력적으로 확대될 수 있는 여지를 마련해야 한다는 것이다. 이는 새로운 금융상품의 출현을 사전에 예상하기란 불가능하며, 따라서 금융혁신을 촉진하고 투자자를 보호하기 위해서는 유가증권에 대한 포괄적 개념 정의가 필요하기 때문이다.

그러나 우리나라의 법체계상 미국의 투자계약 개념을 단기간 내 도입하는 것이 현실적으로 어렵다면, 기본적인 유가증권을 열거한 후 해당 유가

증권의 수평적 확대(horizontal spanning) 및 수직적 확대(vertical spanning)도 유가증권에 포함시키는 방안을 강구할 필요가 있다. 여기서 유가증권 개념의 수평적 확대란, 기본적으로 열거된 유가증권들의 집합(group) 또는 이에 근거한 지수(index)를 유가증권의 개념에 포함시키는 것을 말한다. 반면, 유가증권 개념의 수직적 확대는 기본적으로 열거된 유가증권을 기초자산으로 하는 옵션과 선물 등을 유가증권의 개념에 포함시키는 경우이다. 유가증권 개념을 수직적으로 확대할 경우 옵션에 대한 옵션, 옵션에 대한 옵션에 대한 옵션 등도 유가증권에 해당될 수 있다.

#### 다) 증권회사의 선물업 경영 허용

##### (1) 현황

우리나라 증권회사가 경영 가능한 장내파생상품 업무는 주권 및 주가지수를 기초자산으로 하는 경우뿐이다. 증권거래법(제51조 1항 2호)에서는 증권회사가 경영할 수 있는 업무를 시행령에서 정하도록 위임하고 있는데, 증권거래법 시행령(제36조의2)에서는 증권회사가 경영 가능한 장내파생상품 업무로 “선물거래법에 의한 선물업(주권 및 주가지수를 대상으로 하는 선물에 국한)”을 규정하고 있다.<sup>41)</sup> 결국, 현행 법규상 증권회사는 제한적인 범위 내에서만 장내파생상품 업무를 경영할 수 있는 것이다.

##### (2) 문제점

현행 법규의 문제점은 장내파생상품을 유가증권과 구분하여 취급하는데 따른 실익이 없다는 것이다. 파생상품을 통해 모든 종류의 현금흐름

41) 우리나라에서는 장내파생상품을 선물로 지칭하고 있으며, 따라서 장내파생상품은 선물거래법에 의해 규제된다.

(payoff)을 모사해 낼 수 있다는 점에서 파생상품과 유가증권의 경제적 실질은 동일하다. 이러한 점에서 유가증권을 주된 사업으로 영위하는 증권회사에 대해, 장내파생상품업무의 취급을 제한적으로만 허용할 근거를 찾기는 어렵다.

### (3) 해외사례

미국의 경우 증권업과 선물업 겸영에 대한 법률상 제약은 존재하지 않는다. 미국 상품선물거래법(Commodity Exchange Act)에 의하면, 선물거래소의 선물업자가 되기 위해서는, 장내파생상품 규제기관인 상품선물거래위원회(Commodity Exchange Commission)에 등록하고, 기타 재무요건과 인적요건을 충족해야 한다. 따라서 등록요건만 충족하면 증권회사를 포함하여 누구나 선물업을 영위할 수 있다. 결국 증권회사의 장내파생상품 업무 취급에 아무런 제약이 존재하지 않는 것이다.<sup>42)</sup>

영국에서도 금융감독청(Financial Supervisory Authority)이 요구하는 자본금 및 내부통제 요건만 갖추면 증권회사는 장내파생상품 업무를 제한 없이 영위할 수 있다.

일본의 경우 유가증권지수선물, 유가증권옵션 등은 증권업의 고유업무로 증권회사가 당연히 영위할 수 있으며(증권거래법 제2조), 여타 금융선물 및 상품선물은 내각총리대신에 대한 신고를 통해 겸영 가능하다(증권거래법 제34조). 따라서 증권회사는 종류에 관계없이 파생상품 업무를 사실상 자유롭게 영위할 수 있다.

---

42) 신인석 외(2003)

(4) 개선방향

증권업에 대해 금융자산을 기초로 하는 모든 종류의 장외파생상품 업무를 겸영할 수 있도록 허용할 필요가 있다. 파생상품이 현재 법에서 정의된 유가증권의 수직적 확대(vertical spanning)에 지나지 않는다는 점에서 증권회사가 이를 취급할 수 있어야 한다는 것이다. 이와 함께 중장기적으로는 증권거래법과 선물거래법의 통합을 추진하는 것이 바람직한데, 이는 기능적으로 동일한 상품에 대해 이중적인 규제체계가 존재할 필요가 없기 때문이다.

2) 권역간 불공평 규제 시정

현행 법규상에는 특별한 근거 없이 권역간 형평에 어긋나는 규제가 다수 존재하고 있다. 그런데 이러한 불공평한 규제는 공정한 경쟁의 장이 마련되는 것을 저해함으로써 권역간 비대칭적 발달을 가져올 수 있다. 그리고 이에 따른 권역간 경쟁 약화는 금융혁신과 금융발전 저하를 초래하게 된다. 금융제도의 안정성이나 투자자 보호 측면에서 문제가 없는 한, 형평에 어긋나는 규제는 신속히 철폐함으로써 혁신과 경쟁이 촉진될 수 있어야 한다.

가) 증권회사의 장외파생상품 취급규제 완화

(1) 현황

2003년 7월 개정된 「은행업무중부수업무의범위에관한지침」(재정경제부장관고시)에 의거, 은행의 부수업무에는 금융상품을 기초로 하는 장외파생상품 업무가 포함되었다. 반면 증권회사의 경우에는 유가증권, 통화, 금

리 등 금융상품을 기초로 하는 장외파생상품은 취급 가능하나 신용위험파생상품은 취급할 수 없다(증권거래법시행규칙 제13조 1항). 은행은 금융자산을 기초자산으로 하는 모든 종류의 장외파생상품 업무를 취급할 수 있는 반면, 증권회사는 신용파생상품을 취급할 수 없는 것이다.

한편 증권회사가 장외파생상품을 취급할 수 있는 요건 또한 은행에 비해 까다롭게 설정되어 있다. 먼저 은행의 경우를 살펴보면, 장외파생상품이 외국환업무의 일부로 취급되고 있어 외국환은행으로 등록된 은행은 장외파생상품 업무를 자동적으로 취급할 수 있다(외국환거래법 제3조, 제8조, 동시행령 제14조). 그런데 외국환은행으로 등록되기 위한 기준은 위험가중자산에 대한 자기자본비율 8% 이상, 자본금 1천억원 이상이다. 따라서 부실은행이 아닌 이상 장외파생상품 업무 취급에 아무런 제한이 없는 것이다. 반면, 증권회사가 장외 파생상품업무를 수행할 수 있는 요건은 종합증권사로서 영업용순자본비율 300% 이상, 자기자본 3천억원 이상으로 은행에 비해 과중한 상태이다(증권거래법시행령 36조의2 제2항, 시행규칙 13조 제2항).

## (2) 문제점

장외파생상품 관련 법규의 첫 번째 문제점은 증권회사가 신용파생상품을 취급할 수 없다는 것이다. 증권회사에 신용파생상품을 불허한 이면에는, 여신행위가 은행의 고유업무라는 판단이 자리하고 있는 것으로 보인다. 그러나 은행의 고유업무는 여신행위 자체가 아니라, 예금수취를 전제로 하는 여신행위이다.<sup>43)</sup> 따라서 예금수취를 전제로 하지 않는 여신행위

43) 은행의 특별한 기능은 비유동적인 대출자산을 고도의 유동성을 띠는 예금으로 전환시킴으로써 유동성을 창출하는 것이다(Diamond and Dybvig(1983)). 이러한 점에서 은행의 고유업무는 대출행위 자체가 아니라 예금수취와 결합된 대출행위이다.

에 대해서는 별도의 제한이 가해져서는 안 된다.

증권사가 장외파생상품을 취급하는데 요구되는 조건이 은행보다 까다로운 점 역시 합리적인 근거가 없다. 시스템리스크에서 자유로운 증권회사에 대해 은행보다 높은 수준의 진입장벽을 요구하는 것은 불합리하다는 것이다. 그리고 장외파생상품에는 위험의 크기 면에서 실로 다양한 종류가 존재하며, 따라서 모든 장외파생상품이 대규모 위험을 초래하는 것은 아니다. 그럼에도 불구하고 장외파생상품 취급 시 획일적으로 높은 진입장벽을 요구할 경우, 고객욕구에 부응한 다양한 상품 공급이 저해될 수 있다는 점에서 바람직하지 않다.

### (3) 해외사례

미국의 경우 장외파생상품은 증권 및 선물규제의 대상이 아니다(2000년 상품선물현대화법, Commodity Futures Modernization Act). 단, 상품선물현대화법(CFMA)에서는 장외파생상품의 거래 상대방이 적격계약당사자(eligible contract participant)일 것을 요구하고 있는데, 여기에서 적격계약당사자란 금융기관, 대기업, 정부기관, 그리고 보유자산이 USD1,000만을 초과하는 개인이다. 적격계약당사자 간의 거래는 규제대상이 아니라는 점에서 이들은 아무런 제약 없이 장외파생상품을 거래할 수 있다. 그런데 금융기관은 모두 적격계약당사자에 해당하므로 영역구분 없이 장외파생상품을 자유롭게 취급 가능할 수 있는 것이다.

영국의 경우에도 적격투자자 간의 장외파생상품거래는 규제의 대상이 아니다. 금융서비스시장법(2000년 Financial Services and Markets Act)에서는 금융거래의 대상을 시장고객(market counterparty), 비개인고객(non-private customer), 개인고객(private customer)으로 분류하고 있는데, 시장고객 간 금융거래는 규제대상에서 제외된다. 따라서 모든 금융기관은 상

대방이 시장고객인 한, 종류 불문하고 장외파생상품 거래를 자유롭게 영위할 수 있는 것이다. 그러나 개인고객이 장외파생상품 거래의 상대방이 되는 것은 엄격히 금지하고 있다.

일본의 증권회사는 유가증권을 기초자산으로 하는 장외파생상품 업무는 인가를 통해, 그리고 유가증권 이외의 금융자산을 기초자산으로 하는 경우에는 신고를 통해 겸영할 수 있다. 결국 증권회사는 금융상품을 기초로 하는 장외파생상품 업무를 종류 불문하고 취급할 수 있는 것이다.

#### (4) 개선방향

개선방향으로는 첫째, 현재 은행에만 허용되고 있는 신용파생상품을 증권회사에서도 취급할 수 있도록 해야 한다. 그리고 장기적으로는 모든 금융권역에 장외파생상품을 종류 불문하고 허용하는 것이 바람직하다. 불특정 다수가 아닌 소수의 적격투자자(qualified investors)와만 거래할 수 있는 장외파생상품에 대해서는 특별한 규제를 가할 이유가 없다는 것이다. 단, 거래이행성을 높이기 위해 취급 금융기관에 일정수준의 자기자본 규제를 부과할 필요가 있다.

둘째, 증권사가 장외파생상품을 취급할 수 있는 기준인 자본금 3,000억원 요건을 하향 조정해야 한다. 시스템리스크가 없는 증권회사에 보다 엄격한 진입기준이 존재하는 것은 합리적이지 않으므로, 최소한 은행에 요구되는 1,000억원 수준으로 인하할 필요가 있다.

나) 예금보험제도의 증권업 적용 배제

(1) 현황

현행 예금자보호법에서는 부보대상 예금의 종류에 증권사가 '고객으로부터 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 예탁받은 금전'을 포함시키고 있다(예금자보호법 제2조 2호 나목). 이로 인해 증권사의 고객예탁금도 은행예금과 마찬가지로 부보대상에 해당되며, 증권회사는 예금보험공사에 예금보험료를 납부해야 한다. 한편, 증권회사가 고객예탁금을 기준으로 지불해야 하는 예금보험료는 20/10,000으로 은행의 2배 수준(예금평균잔액의 10/10,000)이다.

(2) 문제점

은행예금이 갖는 선착순(first-come first-served) 원칙 및 원본보전이라는 독특한 속성은 은행대출의 불투명성 및 비유동성과 결합됨으로써, 외부충격 발생시 뱅크런(bank run)을 초래하게 된다. 그리고 어떤 한 은행에서 발생한 뱅크런은 은행자산의 불투명성으로 인해 다른 은행으로 쉽게 전이(contagion)되면서, 금융시스템 전체의 위기를 야기할 수 있다. 예금보험제도의 가장 큰 목적은 이러한 뱅크런의 확산을 효과적으로 차단함으로써 은행산업 고유의 시스템리스크를 방지하는데 있는 것이다. 이러한 점에서 예금보험제도는 시스템리스크를 초래하는 권역에만 적용되어야 한다. 그런데 증권업은 시스템리스크와는 무관한 것으로 알려져 있으며 (Goodhart et al.(1998)), 따라서 증권회사에 대해서는 예금보험제도의 적용대상에서 제외하는 것이 바람직하다.

한편 증권회사의 고객예탁금은 은행예금과는 달리 전액 증권회사의 외부(증권금융회사)에 예치된다. 그리고 증권회사는 예치한 고객예탁금을 양

도하거나 담보로 제공할 수 없으며, 이를 상계하거나 압류(가압류 포함)할 수 없도록 되어 있다(증권거래법 제44조의3 제3항). 따라서 증권회사를 예금보험제도에서 배제하더라도 투자자보호 측면에서 별다른 문제가 발생하지 않는다. 그럼에도 불구하고 현행 예금보험제도는 증권회사의 고객예탁금을 부보대상으로 하고 있을 뿐 아니라, 보험료율도 은행의 2배 수준으로 책정하고 있는 것이다.

### (3) 해외사례

미국의 경우 고객예탁금은 증권회사 명의로 은행의 특별적립계정(Special Reserve Bank Account)에 별도 예치되는데, 동 고객예탁금은 고객을 위해서만 존재하며 어떠한 담보권의 대상도 될 수 없다(SEC rule 15c3-3). 더불어 증권회사의 고객예탁금은 증권투자자보호기구(Securities Investor Protection Corporation)에 의해 추가적인 보호를 받고 있다. 그러나 이러한 증권투자자보호제도는 은행예금에 대한 보험제도를 관장하는 연방예금보험공사(FDIC)와는 완전히 분리되어 별도로 운용된다.

일본의 경우, 고객예탁금을 증권회사 외부의 신탁회사 등에 신탁하도록 의무화하고 있다. 그리고 이러한 별도예치제도에 추가하여 투자자보호기금을 통한 추가보호 장치도 마련되어 있다.

### (4) 개선방향

증권회사의 고객예탁금이 예금자보호법상의 부보대상에서 제외되더라도 외부예치제도가 존재하므로 투자자보호에 문제가 초래될 가능성이 크지 않다. 따라서 증권회사의 고객예탁금을 부보대상에서 제외시킴으로써 증권회사의 부담을 경감시키는 것이 바람직하다. 그러나 투자자보호측면

에서 외부예치제도만으로는 충분하지 않다고 판단된다면, 현행 예금보험제도와는 별도의 투자자보호제도를 통해 위험수준에 맞는 보험료를 지불하는 방안을 강구하면 된다.

만약 여러 가지 현실적인 문제로 인해 현행 예금보험제도에 잔류하는 것이 불가피하다면, 대안으로 증권회사에 적용되는 보험료율을 은행보다 낮은 수준으로 조정할 필요가 있다. 이를 통해 권역간 실질적인 형평을 회복하고 공정한 경쟁의 장을 마련해야 한다.

#### 다) 재무건전성 규제 비율 완화

##### (1) 현황

은행의 재무적 건전성을 확보하기 위한 노력의 일환으로, 은행권에는 국제결제은행(BIS)이 정한 세계 공통의 단일 자기자본비율규제가 적용되고 있다. 반면, 증권회사에 대한 자기자본비율규제는 통일된 기준이 없으며 국가별로 달리 규정되어 있다. 우리나라의 경우를 살펴보면, 증권회사는 150%이상의 영업용순자본비율을 유지해야 한다(증권거래법 제54조의2 제3항, 증권업감독규정 제2-32조~34조). 만약 증권회사의 영업용순자본비율이 150%, 120%, 100%미만이 되면 각각 경영개선권고, 경영개선요구, 경영개선명령의 적기시정조치가 발동된다.

##### (2) 문제점

증권회사의 경우 시스템리스크를 초래할 가능성이 은행에 비해 현격히 낮다(Goodhart et.al.(1998)). 이러한 점에서 증권회사에 대한 자기자본비율규제는 시스템리스크 방지를 위한 것이라기보다는 거래 이행성 제고를 통해 효율성(trade efficiency)을 높이려는 것으로 볼 수 있다(Dewatripont

and Tirole(1995)).

이처럼 증권회사의 건전성 여부가 시스템리스크로 이어질 가능성이 높지 않음에도 불구하고, 현재 증권회사에 대해서는 은행에 비해 더 높은 수준의 자기자본유지 의무가 부과되고 있다. 실제로 증권회사의 영업용순자본비율 150%는 은행의 BIS자기자본비율 12%에 해당하는 것으로 추산된다.<sup>44)</sup>

### (3) 해외사례

증권회사에 대한 자기자본비율규제는 세계적으로 통일되어 있지 않으며, 따라서 이를 단순 비교하는 것은 의미가 없다. 단, 일본의 경우 우리나라가 증권회사 자기자본비율 규제를 도입할 당시 일본의 제도를 차용하였다는 점에서 비교가 가능하다.

과거 일본정부가 자기자본비율규제를 도입할 당시에는 증권회사에게 150%이상의 영업용순자본비율을 요구하였다. 그러나 이후 시산을 통해 동비율이 과도한 것으로 밝혀지자 규제비율을 120%로 하향 조정한 것으로 알려지고 있다.

### (4) 개선방향

시스템리스크에서 비교적 자유로운 증권회사에 과도한 자기자본비율 규제를 가할 경우, 자본의 효율성 저하와 수익 악화를 초래할 수 있다. 따라서 규제당국은 증권회사의 위험수준에 상응한 규제비율을 합리적으로 책정, 적용해야 한다.

---

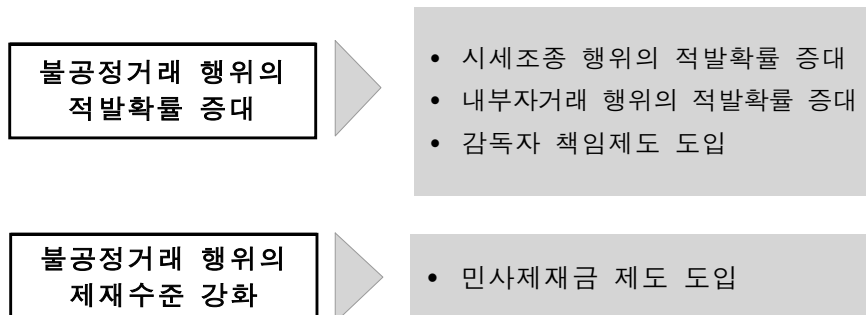
44) 한상범 외(2000)

이를 위해서는 우선적으로 국내 은행이나 외국 증권회사에 비해 우리나라 증권회사들이 과도한 자기자본비율 적립 부담을 안고 있지 않은지 시산할 필요가 있다. 그리고 분석 결과 국내 증권사에 적용되는 자기자본비율 규제 수준이 과도한 것으로 나타난다면 이를 조정해야 한다.

## 나. 불공정거래 행위 근절

여기에서는 불공정거래 행위를 근절하기 위한 주요 과제로 불공정거래 행위의 적발확률 증대 및 불공정거래 행위의 제재수준 강화의 두 가지를 제시한다.

<그림 IV-3> 불공정거래 행위의 근절을 위한 주요 과제



### 1) 불공정거래 규제의 방향

불공정거래에 대한 규제가 효과를 거두기 위해서는, 불공정거래 행위로 인한 경제적 이익보다 해당행위로 인한 비용을 더 크게 만들어야 한다. 한편, 불공정거래 행위에 수반되는 비용을 높이는 것은 제재확률과 제재

수준을 함께 높임으로써 달성될 수 있다.

$$\text{불공정거래 행위의 비용} = \text{제재 확률} \times \text{제재 수준}$$

## 2) 불공정거래 행위의 제재확률 제고

### 가) 시세조종 행위의 제재확률 제고

#### (1) 현황

현재 선물거래법에서는 “선물거래에서 부당한 이득을 취할 목적으로 현물가격의 시세를 변동시키는 행위”를 규제하고 있다(선물거래법 제31조 1항 5의2). 그러나 증권거래를 규율하는 핵심 법률인 증권거래법상에는 현·선연계에 의한 시세조종 행위를 금지하는 규정이 없다.

#### (2) 문제점

최근 들어 현·선연계에 의한 시세조종 행위의 개연성이 크게 증가하고 있음에도 불구하고, 증권거래법상 처벌근거 부재로 인해 현·선연계에 의한 시세조종 행위를 효과적으로 억제하지 못하고 있다. 또한 선물거래법의 경우에도 “선물거래에서 부당한 이득을 취할 목적으로 현물가격의 시세를 변동시키는 행위”에 대해서만 규정하고 있어, “현물거래에서 부당한 이득을 얻기 위해 선물가격의 시세를 변동시키는 행위”는 처벌이 불가능하다. 그러나 이러한 법규미비는 현·선연계에 의한 시세조종 행위가 제재될 확률이 낮아지는 결과를 초래할 수 있다는 점에서 바람직하지 않다.

(3) 해외사례

미국에서는, "증권의 매수 또는 매도와 관련하여 시세조종 또는 사기적 수단 또는 책략을 행사하거나 이용하는 것은 위법" (1934년 증권거래법 Section10(b))이라는 '포괄적 사기금지조항'에 의해 일체의 시세조종 행위를 규제하고 있다. 이로 인해 시세조종 행위에는 현·선연계에 의한 시세조종 행위도 규제된다.

한편 일본의 증권거래법은 현물시장과 선물시장처럼 별도의 시장에 걸친 시세조종 행위도 규제대상으로 하고 있다(증권거래법 제159조). 이외에도 증권거래법 제157조는 미국의 1934년법 Section10(b)와 유사한 포괄적 증권사기 금지 조항에 해당한다는 점에서, 제159조에 열거되지 않은 시세조종 행위에 대해서도 처벌이 가능하다.

(4) 개선방향

포괄적 사기금지 조항을 마련함으로써 다양한 방식에 의한 일체의 시세조종 행위를 처벌할 필요가 있다. 이를 통해 시세조종 행위가 제재될 확률을 높이게 되며, 그 결과 시세조종의 경제적 유인을 줄이는 효과를 거둘 수 있다.

나) 내부자거래 행위의 제재확률 제고

(1) 현황

현행 증권거래법상 '내부자'는 해당 법인의 임직원과 대리인, 주요주주, 인허가 및 기타 감독권을 가지는 자 등으로 규정되어 있다(증권거래법 제188조의2 1항).

## (2) 문제점

현행 법규의 문제점은 첫째, 내부자거래 규제의 처벌대상이 협소하다는 것이다. 예를 들어, 계열관계에 있는 모회사와 자회사를 상정해 보자. 이 때 모회사 및 모회사의 임직원 등이 자회사의 내부정보를 유용하는 경우는 처벌이 가능하지만, 자회사 및 자회사의 임직원 등이 모회사 관련 정보를 유용하여 부당이득을 취하는 경우는 처벌이 되지 않는다. 이로 인해 계열관계를 맺고 있는 기업집단 차원에서의 내부정보 유용에 대해서는 효과적인 규제가 이루어지지 않고 있는 것이다.

두 번째 문제점은, 내부자거래에 대한 처벌 범위가 1차 정보수령자에만 국한되어 있어 제제의 실효성이 저하된다는 점이다. 이로 인해 해당 정보에 대해 충실의무를 지니고 있는 경우라도 2차 정보수령자부터는 처벌이 불가능하다.

## (3) 해외사례

미국의 경우, 내부자거래는 시세조종 행위와 마찬가지로 1934년 증권거래법 및 이에 근거한 SEC의 Rule 10b-5에 의해 규제된다. 1934년 증권거래법 Section 10(b)에서는 내부자거래 행위에 대한 명시적 처벌규정을 두고 있지 않으며, 단지 “증권의 매수 또는 매도와 관련하여 SEC가 정한 규칙을 위반하여 사기적 방법을 사용하는 것은 위법”이라고 규정하고 있다. 이에 대응한 SEC Rule 10b-5 역시 사기적 행위가 위법이라고 규정할 뿐, 사기적 행위가 구체적으로 어떤 것인지에 대해서는 언급하고 있지 않다. 그러나 내부자거래 행위가 SEC Rule 10b-5에 저촉된다는 SEC의 주장을 사법부가 수용함으로써, 동 조항은 내부자거래 규제의 중심에 자리하게 된 것이다.

이처럼 내부자거래를 포괄적 사기금지 조항을 통해 규율함에 따라 실

질적인 처벌 가능성이 크게 제고되는 효과를 얻고 있다. 일례로 직무관련성 및 법률상 계약관계에 상관없이 기업 및 해당 기업의 임직원 등에 대한 충실의무(fiduciary duty)를 가지고 있는 자가 미공개정보를 유용한 경우에는 모두 처벌이 가능하다(충실의무이론, the fiduciary duty theory). 한편 1차 정보수령자 이외의 외부자에 대해서도 해당 정보에 대한 충실의무를 위반·유용하여 부당이득을 취한 경우에는 처벌할 수 있다(부정유용이론, the misappropriation theory).

일본의 경우, 미국과는 달리 증권거래법상 내부자거래를 금지하는 명시적인 규정이 존재한다(증권거래법 제163조~167조). 그리고 여기에서 포괄하지 못하는 유형의 내부자거래에 대해서는 일반적인 사기금지조항(제157조)에 의해 처벌할 수 있다. 특히 일본은 내부자의 범위에 있어 정보원(기업 및 해당 기업의 임직원 등) 뿐만 아니라 정보원인 기업과 계열관계에 있는 모회사 또는 자회사도 내부자의 범위에 포함시킴으로써 기업집단 차원의 내부정보 유용에 대해서도 처벌하고 있다. 또한 규제대상에 포함되는 준내부자의 범위에는 해당 정보원과의 법률상 계약관계에 있는 자 뿐만 아니라 계약 교섭 중인 자도 포함된다.

#### (4) 개선방향

첫째, 내부자거래 규제의 대상범위를 확대해야 한다. 예를 들어 내부자거래 규제 대상범위에 모회사 정보에 접근 가능한 자회사 및 자회사의 임직원 등도 포함시켜야 한다. 이를 통해 기업집단 차원의 내부정보 유용을 보다 효과적으로 규제할 필요가 있다. 한편 우리나라의 증권거래법에는 정보원(기업 및 해당기업의 임직원 등)과 계약관계에 있는 자는 내부자거래 규제대상이나, 계약교섭중인 자에 대해서는 처벌할 근거규정이 존재하지 않는다. 그러나 계약교섭중인 자도 일반인에 비해 내부정보에 대해서 우위에 있으므로 해당 미공개정보를 유용한 경우에는 내부자거래로 간주

하여 처벌하는 것이 타당하다.

둘째, 내부자로부터 정보를 수령·유용하여 부당이득을 취한 경우에는 1차 정보수령자 뿐만 아니라 정보에 충실의무를 가진 자는 누구든지 처벌 가능하도록 하는 것이 바람직하다. 이를 통해 형식적인 측면에 얽매이지 않고 경제적 실질에 바탕하여 내부자를 규제할 수 있을 것으로 기대된다.

#### 다) 감독자 책임제도 도입

##### (1) 현황

현행 증권거래법에서는 증권회사의 직원이 위법행위를 저질렀을 경우, 해당 직원 및 직원이 속한 법인에 대해서만 처벌할 뿐 감독자에 대해서는 책임을 부과하지 않는다(증권거래법 제215조). 단, 「금융기관 검사 및 제재에 관한 규정」에서는 감독자로서 감독의무를 제대로 하지 못한 경우를 제재대상 위법·부당행위로 보아 제재할 수 있도록 정하고 있으나(동규정 제5조 6호), 법률적인 근거가 없어 향후 문제의 소지가 있다.

##### (2) 문제점

현재 감독기관에 의한 행정적 제재는 대부분 행위자인 개인을 대상으로 이루어지고 있으며, 사용자인 증권회사에 대한 제재는 미약하거나 거의 행해지지 않고 있다. 그러나 금융기관 종사자의 위법행위는 조직내부에서 보다 효과적으로 통제할 수 있다는 점에서 이러한 상황은 바람직하지 않다.

(3) 해외사례

미국의 경우 1934년 증권거래법에 의거, 증권회사의 감독자에게 책임을 물을 수 있다. 구체적으로 관리책임자가 범위반 행위의 발생을 방지하는데 필요한 감독을 소홀히 한 경우, 범위반자와 함께 책임자(supervisor)도 처벌을 받게 된다(1934년 증권거래법 제15조). 단, 감독소홀로 인한 감독자의 책임은 일정한 경우에 면책이 가능하다. 즉, 범위반을 저지하고 적발하는 절차와 시스템이 확립되어 있고, 그러한 시스템 하에서 감독자가 합리적으로 의무를 다하였다고 볼 수 있는 경우 감독자는 면책될 수 있는 것이다(1934년 증권거래법 15조 (b)항 (4)호 (E)).

(4) 개선방향

감독자책임제도의 도입을 통해, 행위자 위주의 제재로 위법행위의 억지력이 제대로 발휘되지 않고 있는 상황을 개선할 필요가 있다. 구체적으로 증권거래법에 감독책임에 대한 근거규정을 둠으로써, 증권회사의 직원이 업무집행상 위법한 행위를 한 때에는 증권회사와 당해 직원의 상급자에 대해서도 대통령령 등으로 정하는 바에 따라 행정적인 제재 조치를 하는 것이 바람직하다. 이를 통해 위법행위시 위법행위의 당사자뿐만 아니라 감독자도 제재될 확률을 높일 수 있으며, 그 결과 위법행위의 사전적 억지력 확보가 가능해지는 것이다. 단, 문제된 위법행위를 방지하기 위해 내부통제절차를 갖추는 등의 노력을 기울인 경우에는 책임을 면제할 필요가 있다.

### 3) 불공정거래 행위에 대한 제재수준 강화

#### (1) 현황

증권거래법에서는 불공정거래 및 시세조종 행위에 대해서 이로 인해 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 50억원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처하고 있다(제207조2의 2항). 형사처벌과는 별도로 금감위에 의한 행정적 제재도 일부 활용되고 있는데, 예를 들어 증권회사의 불법행위에 대해 허가취소, 영업정지, 임원 해임 요구, 기관경고, 임원의 직무정지 등의 제재가 부과될 수 있다. 그러나 금감위의 행정적 제재 대상은 주로 증권회사 및 당해 증권회사 임직원에 국한되며, 따라서 일반인은 제재 대상에서 제외된다. 한편, 금감위의 과징금 부과는 정보공시나 증권회사의 자산운용 부분에만 적용되며 불공정거래 행위에 대해서는 적용되지 않는다(증권거래법 제206조의 11).

#### (2) 문제점

불공정거래 행위는 불특정다수를 대상으로 하는 사기에 해당한다는 점에서 형사처벌 등 강력한 제재가 필요하다. 실제로 우리나라의 불공정거래 행위는 주로 형사처벌에 의존하고 있으며, 따라서 적어도 형식적인 측면에서는 불공정거래에 대한 제재수준은 매우 높은 상태이다. 그러나 문제는 불공정거래 행위에 대한 제재를 형사처벌로 일관할 경우 실질적인 제재수준이 오히려 저하될 수 있다는 점이다.

예를 들어 금감위의 행정적 제재는 주로 증권회사 및 임직원을 대상으로 하고 있는데, 이로 인해 일반인의 불공정거래 행위가 적발되더라도 형사처벌 수준에 이르지 않는 사안일 경우에는 폐기될 수밖에 없다. 그리고 그 결과 실질적 제재수준은 오히려 저하되는 결과가 초래되는 것이다.

(3) 해외사례

미국의 경우, 형사처벌 수준에 미치지 못하는 불공정거래 행위에 대해서는 SEC에 의해 민사제재금(civil penalty)이 부과된다. 민사제재금 제도는 1984년 도입되어 내부자거래에 대해서만 적용되다가, 효율성이 매우 높은 것으로 평가되면서 1990년부터는 모든 증권범죄에 확대 적용되고 있다. 일반적으로 형사처벌에는 증거수집 등 규제비용과 시간이 과다하게 소요되기 마련이다. 따라서 중대하지 않은 사안에 대해서는 금전적으로 신속히 제재함으로써 제재의 실효성을 높일 수 있는 것이다. 한편 증권산업 종사자에 대해서는 SEC가 직접 민사제재금을 부과할 수 있으며, 일반인의 불공정거래 행위에 대해서는 SEC가 법원에 신청하여 법원의 결정을 근거로 민사제재금을 부과하게 된다.

영국은 과거 불공정거래 행위 규제를 형사적 제재에만 의존하고 있었으나, 2000년 금융서비스시장법(FSMA) 제정을 계기로 영국에서도 민사제재금 제도가 도입되었다. 이는 불공정거래 행위를 형사적 규제로만 대응할 경우 효과를 거두기 어렵다는 인식에서 비롯된 것이다. 한편, 영국에서는 미국과는 달리 증권사든 일반인이든 구분 없이 금융감독청(FSA)이 직접 민사제재금을 부과할 수 있다.

(4) 개선방향

불공정거래 행위라고 하더라도 피해의 정도가 상대적으로 미약한 기술적 위반행위(mini-manipulation)까지 형사처벌로 일관하는 것은 비현실적이다. 따라서 형사처벌 이외에도, 다양한 수준의 처벌장치를 마련함으로써 불공정거래행위의 제재수준을 실질적으로 강화할 필요가 있다.

일반적으로 불공정거래의 주된 동기가 경제적 이득이라는 점을 감안할

때, 금전적 제재를 통해서도 불공정거래 유인을 상당수준 억제할 수 있을 것으로 기대된다. 이러한 점에서 미국 및 영국에서 높은 효과를 거두고 있는 민사제재금(civil penalty) 제도 도입을 적극적으로 검토하는 것이 바람직하다. 그리고 동제도 도입 시 증권회사는 물론 일반인도 규제대상에 포함시킴으로써, 규제 효과를 한층 제고시킬 필요가 있다.



## 참고 문헌

---



## 참고문헌

- 고광수, 2004, 『기관투자자의 건전한 육성과 바람직한 자산 운용의 방향』, 국내 기관투자가 육성 방안 세미나 발표자료.
- 김정수, 2003, “증권집단소송법상 입증책임과 시장사기이론”, 『주식』, 한국증권거래소.
- 김정수, 2004, “증권범죄에 대한 형사처벌의 정치경제학적 의미와 한계”, 『주식』, 한국증권거래소.
- 김형태, 2001, 『구조설계채권(structured note) 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원 이슈페이퍼 01-07.
- 박경서, 2001, “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구”, 재무연구 제 14권 2호.
- \_\_\_\_\_, 2003a, “기업지배체제에 있어 기관투자자의 역할”, 『한국기업지배구조의 현재와 미래』, 엮은이 이선 외, 미래경영개발연구원.
- \_\_\_\_\_, 2003b, “애널리스트 보고서의 공정성에 관한 연구”, Working Paper, 고려대학교.
- 박경서·신보성, 2004, 『한국 자본시장 규제의 선진화 방안』, 한국증권연구원 개원 7주년 기념 심포지엄: 한국경제의 재도약을 위한 새로운 금융패러다임.
- 박경서·이은정·장하성, 2004a, “한국주식시장의 허수주문에 관한 연구”, 재무연구 제 17권 제 1호.
- \_\_\_\_\_, 2004b, “대주주의 존재가 기업지배구조에 미치는 영향”, 재무연구 제 17권 2호 (발간 예정).

- 신보성·빈기범·김재철, 2004, 『우리나라 자본시장과 은행의 균형적 발전 필요성』, 한국증권연구원 개원 7주년 기념 심포지엄: 한국경제의 제도약을 위한 새로운 금융패러다임.
- 신인석 외 4명, 2003, 『자본시장의 질적 발전을 위한 증권관련산업 규제 개선방안』, 한국개발연구원 증권업협회 용역보고서.
- 조성훈·정윤모·박현수, 2003, 『증권산업에서의 이행상충에 관한연구 I: 증권회사 조사분석』, 한국증권연구원 연구보고서 03-05.
- 정윤모·조성훈·한상범·박현수·이종은·강대일, 2003, 『증권산업에서의 이행상충에 관한연구 II: 주식발행업무』, 한국증권연구원 연구보고서 03-08.
- 최운열, 2002, 『증권산업의 구조변화와 대응과제』, 한국증권연구원.
- 한상범 외 5명, 2000, 『증권회사의 자기자본관리 제도 개선(안)』, 금융감독원 용역보고서.
- 한국증권법학회, 2002, 『불공정거래제 제재수단의 강화방안』, 연구용역보고서.
- 한국증권연구원, 2003, 『금융상품별금융거래제도 구축방안』, 용역보고서.
- 近藤光男, 吉原和志, 1999, 黒沼悦限, 『證券取引法 入門』, 社團法人 商事法務研究會.
- Akerlof, George, 1970, "Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, 84, 3, pp. 488-500.
- Allen, Franklin, 1992, "Stock Markets and Resource Allocation", *Capital Markets and Financial Intermediation*, edited by Colin Mayer and Xavier Vives, Cambridge University Press.

- Allen, Franklin and Douglas Gale, 1999, "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies", Center for Financial Institutions Working Papers 98-30, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
- Ando, Albert, Luigi Guiso and Ignazio Visco, 1994, *Saving and the Accumulation of Wealth- Essays on Italian Household and Government Savings Behavior*, Cambridge University Press.
- Baek, J., J. Kang and Kyung S. Park, 2004, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 71.
- Ball, R., S. Kothari, and A. Robin. 2000, "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics* 29, pp. 1-52.
- Bond S., Elston J., Mairesse J. and Mulkey B., 2003, "Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the UK: A Comparison Using Company Panel Data", *Review of Economics and Statistics* 85, pp. 153-177.
- Boot, Arnoud and Anjan Thakor, 1997 "Banking Scope and Financial Innovation", *Review of Financial Studies* 10, pp. 1099-1131.
- Christie, William G. and Paul H. Schultz, 1994, "Why Do Nasdaq Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?", *Journal of Finance* 49, pp. 1813-1840.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan and Larry Lang, 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance* 57, pp. 2741-2771.

- Dewatripont M. and J. Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.
- Diamond, D. W. and P. H. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", *Journal of Political Economy* 91, pp. 401 - 419.
- Estrada, Javier et. al., 2002, "Empirical Evidence on the Impact of European Insider Trading Regulations", *Studies in Economics and Finance*.
- Fazzari, S., R. Hubbard, and B. Peterson, 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1988, Vol.1.
- Gertler, M. and S. Gilchrist, 1994, "Monetary Policy, Business Cycle, and the Behavior of Small Manufacturing Firms", *Quarterly Journal of Economics*, March 1994, pp. 309-340.
- Glaeser, E., S. Johnson and A. Shleifer, "Coase vs. the Coasians," *Quarterly Journal of Economics* 116, No. 3, pp. 853-899.
- Goodhart, Charles, Philipp Hartmann, David Llewellyn, Loliana Rojas-Suarez, and Steven Weisbrod, 1998, *Financial Regulation- Why, Hhow and Where Now?*, Bank of England.
- Guiso, Luigi, Michael Haliassos, and Tullio Jappelli, 2001, *Householde Portfolios*, The MIT Press.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Sharfstein, 1990, "The Role of Banks in Reducing the Cost of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics*.

- Hoshi, T. and A. Kashyap, 1990, "Evidence on Q and Investment for Japanese Firm", *Journal of the Japanese and International Economics*, 1990. 4, pp. 371-400.
- Hubbard, R. G., 1998, "Capital-Market Imperfection and Investment", *Journal of Economic Literature* 36, pp. 193-225.
- Joh, Sung Wook, 2003, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis", *Journal of Financial Economics* 68, pp. 287-322.
- Kang, Jun-Koo and Rene M. Stulz, 1997, "Is Bank-Centered Corporate Governance Worth It? A Cross-Sectional Analysis of the Performance of Japanese Firms during the Asset Price Deflation", Working Paper 6238 (National Bureau of Economic Research), Cambridge, MA.
- Khoudja, Sonia, 2003, "Corporate Governance in Germany - The Recent Changes", Libera Università Internazionale degli Studi Sociali.
- Kim, D., Kyung S. Park, and Y.S. Lee, 2002, "Credit Crunch and Shocks to Firms: Korean Experience under the Asian Financial Crisis" (co-authored with D.W. Kim and Y.S. Lee), *Emerging Market Review* 3.
- Kyle, Albert, 1985, "Continuous Auctions and Insider Trading", *Econometrica* 53, pp. 1315-1335.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1999, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance* 54, pp. 471-517.

- Loughran, Tim, and Jay R. Ritter, 1995, "The New Issue Puzzle", *Journal of Finance* 50(1), pp. 23-51.
- Mitton, Todd., 2002, "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asia Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 64, pp. 215-241.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, 1988, "Alternative Mechanisms for Corporate Control", University of Chicago - George G. Stigler Center for Study of Economy and State 52, Chicago - Center for Study of Economy and State.
- Morck, R., B. Yeung, and W. Yu, 2000, "The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock movements?", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 21-260.
- Myners, Paul, 2001, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, March 2001, London: HM Treasury.
- Nobes, Christopher, 2003, "On the Myth of "Anglo-Saxon" Financial Accounting: a Comment", *International Journal of Accounting* 38(1).
- Park, Kyung Suh, 2003, "Bank-led Corporate Restructuring", *Economic Crisis and Corporate Restructuring in Korea* edited by Stephen Haggard et al., Cambridge Press.
- Park, Kyung Suh, Eunjung Lee and Hasung Jang, 2004, "Why Managerial Misconducts Persist? The Role of Controlling Shareholders in Corporate Governance", KDI International Seminar on Group Companies.
- Parnell, Andrew et al., 2001, "When No Comment Is Not Enough", Legal & Commercial Publishing Limited.

Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales, 1999, "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis", *Journal of Applied Corporate Finance* 11.

Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales, 2003, *Saving Capitalism from the Capitalists*, Crown Business, New York.

Rock, K., 1986, "Why New Issues Are Underpriced?", *Journal of Financial Economics* 15, pp. 187-212.