

자율규제기관의 제재 효율화 방안

- 미국 NASD를 중심으로 -

2006. 5

연구위원 정 윤 모

연구원 박 기 령

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

일반적으로 증권업협회나 증권거래소의 자율규제는 공적규제에 비해 신뢰성·실효성·강제성은 떨어지지만 그 반면에, 전문성·신속성·경제성·윤리성이 앞선다는 특징이 있다. 그 때문에 증권선진국에서는 효율적인 증권규제를 위하여 자율규제를 전체 규제시스템의 일부분으로 수용하여 공적규제와 자율규제간의 협조적인 공조를 도모하고 있다.

그러나 우리나라의 경우에는 비교적 짧은 증권시장의 역사, 외국시장에 비해 단순한 시장구조, 그리고 소수의 시장참가자로 인해 자율규제가 제대로 그 기능을 발휘할 수 있는 기회를 가져보지 못한 채 주로 공적규제를 중심으로 증권규제 체제가 형성되었다.

증권업협회의 경우에는 2005년초 증권시장의 대대적인 통합으로 인하여 기존에 증권업협회가 관장하고 있던 코스닥시장에 대한 자율규제 권한이 통합거래소로 이관되면서 자율규제기능에 중대한 변화를 겪게 되었다.

이처럼 증권업협회의 전반적인 자율규제기능이 미약하고 더구나 시장 통합으로 인한 자율규제기능의 변동에도 불구하고, 여전히 증권업협회는 증권거래소와 함께 자율규제의 중심적인 역할을 담당하도록 요구받고 있다. 따라서 증권업협회는 종래의 미약했던 자율규제기능을 회복한다는 차원에서는 물론이고 최근의 새로운 증시환경변화에 적극 대처한다는 차원에서도 증권산업과 장외시장에 대한 자율규제기관으로서의 위상을 재정립하고 새로운 구조변화를 모색해야 하는 과제에 직면하게 되었다.

이와 관련하여 본 보고서에서는 증권업협회가 자율규제기능을 효율적으로 수행하고 있다는 평가를 받고 있는 미국의 사례를 SEC와 SRO의 역할 분담, NASD의 자율규제의 법적 근거, NASD의 제재부과, 그리고

NASD의 제재절차라는 4가지 측면에서 살펴보았다.

미국의 경우, SEC에 의한 공적규제와 NASD·NYSE에 의한 자율규제가 상호협조적인 관계를 유지하면서 증권규제가 비교적 원활히 운영되고 있다. 또한 NASD는 1934년 증권거래법에 자율규제의 법적근거를 두고 있다. 제재부과와 관련하여서는, 1934년 증권거래법과 NASD 부속정관은 NASD가 다양한 제재수단을 부과할 수 있도록 하였다. 그리고 NASD는 제재권한을 행사함에 있어 적법절차를 확립함으로써, 제재의 공정성과 객관성을 확보하고 있다.

이러한 미국 NASD의 사례에 대한 분석을 통하여, 아직까지 공적규제와 자율규제간의 적절한 역할분담에 대한 공감대가 제대로 형성되어 있지 않은 우리 증권규제 체제에도 공적규제와 자율규제간의 협조적인 공조체제를 구축하려는 논의가 활발히 이루어지기를 바란다.

본 보고서는 한국증권연구원의 정윤모 연구위원과 박기령 연구원에 의하여 작성되었다. 저자들의 노고에 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서 작성과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 엄경식 연구위원에게도 깊은 감사의 마음을 전한다. 원고 정리와 편집을 담당한 김선옥 연구조원의 수고에도 감사드린다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자들의 개인적인 견해이며 한국증권연구원의 공식적인 입장이 아님을 밝혀 둔다.

2006년 5월
한국증권연구원
원장 최도성

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	xiii
I. 서론	3
II. 한국증권업협회의 현황	9
1. 개관	9
2. 증권업협회와 공적규제기관의 역할 분담	11
3. 자율규제의 법적 근거	13
4. 제재수단 및 제재절차	14
III. SEC와 SRO의 역할 분담	19
1. 개관	19
2. 미국 증권시장에서의 자율규제의 발전과정	20
3. SEC와 SRO의 역할 분담	26
4. 자율규제체제에 대한 새로운 과제	32

IV. NASD의 자율규제의 법적 근거	43
1. NASD의 설립 및 발전과정	43
2. NASD의 자율규제의 근거 : 1934년 증권거래법	47
3. NASD의 자율규제의 근거 : 부속정관(By-Laws)	55
V. NASD의 제재부과	65
1. 제재부과에 관한 NASD Rule	65
2. 제재부과의 지침 : NASD Sanction Guidelines	70
3. NASD의 제재부과 실태	87
VI. NASD의 제재절차	91
1. 개관	91
2. 조사절차(Investigation Process)	92
3. 제재절차(Disciplinary Proceedings)	93
4. 항고 또는 재심 절차	100
VII. 시사점	105
1. 공적규제와 자율규제의 역할분담 강화	106
2. 자율규제기관으로서의 법적 근거 명확화	109
3. 제재수단의 법적 근거 강화	110
4. 제재절차의 적법성 확립	111
참고 문헌	117

표 목 차

<표 IV-1> NASD 부속정관(By-Laws)의 내용	56
<표 V-1> NASD 제재지침의 위반행위 유형	82
<표 V-2> 최근 NASD의 회원 현황 및 제재실적	88
<표 VII-1> 공적규제와 자율규제의 장단점 비교	109

약 어 표

AMEX	American Stock Exchange LLC
CRD	Central Registration Depository
ECN	Electronic Communications Network
GAO	General Accounting Office
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LLC	Limited Liability Company
NAC	National Adjudicatory Council
NASD	National Association of Securities Dealers, Inc.
NASDR	NASD Regulation, Inc.
NFA	National Futures Association
NMS	National Market System
NYSE	New York Stock Exchange
OTC Market	Over-The-Counter Market
PDP	Public Disclosure Program
SEC	Securities and Exchange Commission
SRO	Self-Regulatory Organization

Executive Summary

증권시장 및 증권업자에 대한 규제는 일반적으로 정부감독당국에 의한 공적규제와 증권업협회나 증권거래소에 의한 자율규제로 구분된다. 증권업협회나 증권거래소가 자신이 운영하는 시장이나 소속 회원들을 대상으로 하는 자율규제는 공적규제에 비해 그 신뢰성·실효성·강제성은 떨어지지만, 전문성·신속성·경제성·윤리성은 앞선다. 그 때문에 증권선진국에서는 효율적인 증권규제를 위하여 자율규제를 전체 규제시스템의 일부분으로 수용하여 공적규제와 자율규제간의 협조적인 공조를 도모하고 있다.

우리나라의 경우에는 비교적 짧은 증권시장의 역사, 외국시장에 비해 단순한 시장구조, 그리고 소수의 시장참가자로 인해 자율규제가 제대로 그 기능을 발휘할 수 있는 기회를 가져보지 못한 채 주로 공적규제를 중심으로 증권규제체제가 형성되었다. 그 결과 자율규제가 가지고 있는 장점들이 전반적인 규제체제 속에 제대로 수용되어 있지 못하다. 게다가, 증권업협회의 경우에는 지난 2005년 1월 증권시장의 대대적인 통합으로 증권업협회가 관장하고 있던 코스닥시장에 대한 자율규제 권한이 통합거래소로 이관되면서 자율규제기능에 중대한 변화를 겪게 되었다.

이처럼 전반적인 자율규제기능이 미약하고 더구나 시장통합으로 인한 자율규제기능의 변동에도 불구하고, 증권업협회가 증권거래소와 함께 자율규제의 중심적인 역할을 담당하도록 요구받고 있다는 점에는 변함이 없다. 현재 증권거래소는 거래소시장과 소속

회원들을 대상으로, 증권업협회는 장외시장과 소속회원들을 대상으로 자율규제기능을 수행하도록 요구받고 있기 때문이다. 따라서 증권업협회는 종래의 공적규제와 자율규제간의 역할분담을 강화하는 차원에서는 물론이고 최근의 새로운 증시환경 변화에 적극 대처한다는 차원에서도 증권산업과 장외시장에 대한 자율규제기관으로서의 위상을 재정립하고 새로운 구조변화를 모색해야 하는 과제에 직면하게 되었다.

이를 위해 증권업협회가 자율규제기능을 효율적으로 수행하고 있는 미국의 사례를 살펴보았다. 미국에서는 1938년에 자율규제체제가 확립된 이후, SEC를 중심으로 하는 공적규제와 NASD·NYSE를 중심으로 하는 자율규제가 상호협조적인 관계를 유지하면서 증권규제가 비교적 원활히 운영되고 있다. 즉 증권시장 및 증권업자와 그 임직원에 대한 1차적인 규제는 자율규제기관이 담당하고, 이들 자율규제기관에 대한 감독은 SEC가 담당하는 형태로 증권규제체제가 형성되었다. 이러한 규제시스템을 통하여 NASD나 NYSE는 자신과 관련된 시장이나 소속회원에 적합한 규제체제를 구축하고, SEC는 시장이나 증권업자에 대한 직접적인 규제로 인한 부담을 줄이면서도 보다 광범위하고 효율적인 규제를 할 수 있게 되었다. 특히 1934년 증권거래법 제정 당시에 간과하였던 장외시장(OTC market)에 대한 규제를 담당할 자율규제기관을 설립하기 위해 SEC가 1938년 Maloney Act 제정에 적극적이었던 사실은 자율규제에 대한 SEC의 입장을 대변하고 있다.

한편, NASD는 Maloney Act인 1934년 증권거래법 제15A조에 자율규제의 법적 근거를 두고 있다. 전국증권업협회로서 SEC에 등록하기 위해서는 1934년 증권거래법에서 규정하는 등록요건을 충

족해야 한다. 이를 위해 증권업협회는 증권거래법의 목적을 수행할 수 있는 능력과 조직·규칙을 준수할 수 있는 능력을 구비하고, 적법절차에 따라 회원을 제재할 수 있어야 한다. 또한 자율규제기관의 등록, 책임 및 감독에 관한 제19조에 의하여, 자율규제기관은 특별한 사유가 없는 한 회원 및 그 임직원에 대해 증권법규를 준수하도록 강제해야 한다는 규제자(regulator)로서의 권한과 의무를 부여받고 있다.

제재부과와 관련하여서는, 1934년 증권거래법과 NASD의 부속 정관은 NASD가 회원 및 그 임직원에 대한 제재처분으로 자격의 정지 및 박탈, 활동 또는 기능 및 영업의 제한, 벌과금, 견책 및 기타 적절한 제재수단을 부과할 수 있도록 하고 있다. 또한 NASD 이사회는 회원에 대하여 일정한 제재에 관한 규칙을 제정하고 이를 시행할 권한을 보유하고 있다. 이에 따라 NASD는 회원 및 그 임직원에 대한 조사와 제재수단, 제재부과절차 등에 관한 절차규칙(Procedural Rules)을 제정하였으며, 그 운용의 적절성을 도모하기 위해 제재지침(NASD Sanction Guidelines)을 작성하였다.

NASD의 제재절차는 예비절차로서의 사전조사(investigation), 공식적인 제재절차로의 이송여부 결정, 공식적인 제재절차(formal disciplinary proceedings)의 진행 및 제재처분의 결정, 항고·재심 절차(appeal and review proceedings)라는 4단계로 구성되어 있다. 제재대상자가 항고결정에 대하여도 불복할 경우 SEC에 재심을 청구하고, SEC의 재심결정에 대하여도 불복하는 경우에는 최종적으로 법원에 제소할 수 있다. NASD가 제재절차를 중시하는 것은 1934년 증권거래법에 따라 부여된 회원에 대한 제재권한을 행사함에 있어 적법절차를 확립함으로써, 제재의 공정성과 객관성을 확보

하기 위한 것이다. 그리고 이것은 NASD의 제재처분에 대한 신뢰도 제고와 직결되고, 궁극적으로 1934년 증권거래법에서 정한 자율규제기능이 NASD에 의해 효율적으로 수행되도록 담보하려는 것이기도 하다.

이러한 미국 NASD의 사례는 아직까지 공적규제와 자율규제간의 적절한 역할분담에 대한 공감대가 형성되어 있지 않아 자율규제기능 수행이 미흡한 우리 증권업협회에게 다음과 같은 시사점을 제시해 주고 있다.

첫째, 공적규제와 자율규제간의 역할분담이 효율적으로 조정되어야 한다. 미국의 경우 공적규제기관과 자율규제기관은 상호협조적인 규제(cooperative regulation)체제를 유지하면서 미국 증권시장을 세계에서 가장 신뢰성 있는 시장으로 발전시켜 나가고 있다. 이에 비해 우리의 경우에는 공적규제기관과 자율규제기관간의 역할 분담이 매우 제한적이다. 증권업협회는 회원사간의 건전한 영업질서 유지 및 투자자보호를 목적으로 자율규제를 실시하고 있지만, 사실상 증권업협회에 의한 자율규제는 그 의미가 매우 제한되어 있는 실정이다.

자율규제는 업계의 내부자가 문제에 관해 전문가라는 점, 고도의 도덕적인 거래관행을 확립할 수 있다는 점, 그리고 정부의 규제비용을 절감할 수 있다는 점에서 정당화되고 있다. IOSCO 역시 1998년에 자율규제기관을 적절히 활용할 것을 권고한 바 있다. 따라서 증권회사에 대한 규제에 있어 공적규제기관은 건전성 규제에 집중하는 대신에 영업행위 규제는 증권업협회가 담당하도록 하는 것이 바람직하다고 본다. 한편 자율규제기관의 역할이 증대되는 경우, 다수의 협회에 의한 중복규제로 인해 증권회사들에게 불필

요한 부담을 줄 우려가 있으므로 각종 증권관련 협회간의 기능조정도 적극 검토되어야 할 것이다.

둘째, 증권업협회의 자율규제기관으로서의 법적 근거를 명확히 하여야 한다. 미국의 1934년 증권거래법은 자율규제기관이 시장이나 회원에 대하여 자율규제기능을 원활히 수행할 수 있도록 하려면, 명시적인 법적 근거에 의한 뒷받침이 필요하다는 전제에서, 자율규제기관의 등록요건 등에 관한 규정을 통해 NASD의 자율규제 권한과 책임을 명확히 하고 있다. 이에 비하여 우리 증권거래법에서는 증권업협회의 자율규제기관으로서의 권한과 책임에 관한 내용이 상대적으로 불명확하고 미약하다.

증권규제의 근간이 되는 증권거래법에서 증권회사와 장외시장에 대한 자율규제기관으로 활동하는 증권업협회의 자율규제 권한과 책임, 의무에 관해 명확하게 규정하지 않는다면, 증권업협회의 자율규제기관으로서의 역할은 상대적으로 제한될 수밖에 없다. 따라서 증권업협회에게 자율규제기관으로서의 적극적인 역할을 기대하기 위해서는, 그에 앞서 증권거래법에 증권업협회의 자율규제기관으로서의 권한과 책임을 보다 명확하게 규정할 필요가 있다고 본다.

셋째, 증권업협회의 제재수단의 법적 근거를 강화하여야 한다. 미국의 1934년 증권거래법은 NASD가 회원 및 제휴관계인의 규칙 위반행위에 대하여 부과할 수 있는 제재수단을 구체적으로 명시하고 있다. 동 규정을 근거로 NASD는 부속정관과 규칙을 통해 제재대상행위와 제재수단에 대하여 구체적으로 규정하고 있다. 실제로 NASD가 정하고 있는 제재수단도 1934년 증권거래법에서 규정하고 있는 내용과 크게 다르지 않다. 이에 비해 우리 증권거래법에서는 증권업협회의 회원가입이나 제명 등의 제재에 관한 사항을

증권거래법시행령 제78조에 위임하여 “회원의 가입·제명 그 밖의 제재에 관한 사항”을 정관에 두도록 규정하고 있을 뿐이다. 따라서 증권업협회가 자율규제기능을 보다 확실히 수행할 수 있도록 하려면 현재 증권거래법시행령에서 규정하고 있는 위규 회원에 대한 제재수단에 관한 법적 근거를 미국과 같이 증권거래법으로 상향 조정하는 것이 향후 제재처분에 관한 법적 정당성 논란으로부터 자유로울 수 있다고 본다.

넷째, 공정하고 객관적인 회원제재를 위해 적법절차를 확립하여야 한다. 미국의 1934년 증권거래법 제15A조에서는 전국증권업협회에게 회원이나 그 임직원에게 제재를 취할 경우 이를 공정한 절차에 따르도록 하면서, 그 절차의 핵심적인 내용도 함께 규정하고 있다. 동법에 근거하여 NASD 부속정관과 규칙에서는 제재처분의 절차진행에 관하여 매우 구체적으로 규정하고 있다. 이에 비해 우리는 제재절차의 중요성을 크게 인식하고 있지 않은 것으로 보인다. 현행 증권거래법은 제재를 어떤 절차에 따라서 할 것인지에 대해 규정 자체를 두고 있지 않다. 이 점은 증권업협회 정관에 회원에 대한 제재에 관한 규정을 두도록 정하고 있는 증권거래법시행령 역시 마찬가지이다. 또한 증권업협회 정관도 회원사 또는 회원사 임직원 등의 위반행위에 대한 조사 및 제재를 심의·의결할 수 있다고 정하고 있을 뿐이다. 적법절차의 확보에 관한 문제는 단순히 절차적 정당성의 확보라는 명제에 그치는 것이 아니라, 해당 제재처분의 실효성, 나아가 규제 또는 감독기관의 영향력과도 직결될 수 있는 문제이다.

< Abstract >

**Improving the Effectiveness of Discipline
in Self-Regulatory Organizations :
The Implications from the U.S. NASD**

The regulation of the securities markets and the securities industry is generally by a government regulation authority or self-regulation by securities dealers associations or the stock exchanges. Generally speaking, the governmental regulation is more powerful than the self-regulation in terms of credibility, reliability, and legal enforcement. However, the regulation by the self-regulatory organizations (SROs) has more advantages in terms of expertise, speed, cost-benefits, and ethical standards than the governmental regulation. For this reason, many countries with advanced securities markets incorporate self-regulation into their regulatory systems and maintain a cooperative relationship between governmental regulation and self-regulation.

In Korea, the government has mostly been in charge of the regulation of securities market and securities industry, because SROs have not been given any opportunity to establish their own due to the relatively short existence and the fairly simple structure of the market, and the small number of participants in

the market compared with non-Korean markets. As a result, the advantages of self-regulation have not yet been properly incorporated into the Korean regulatory system. Moreover, the self-regulatory function of the Korea Securities Dealers' Association (KSDA) was changed significantly in the wake of the consolidation of the securities markets in January 2005, which led to the transfer of the KSDA's self-regulatory authority over the KOSDAQ market to the consolidated exchange, the Korea Exchange (KRX).

Even though the self-regulatory function of KSDA was generally weak and its characteristics have recently been modified due to the consolidation, is continually required to play a key role in self-regulation for the Korean securities markets together with KRX. Now, KSDA is confronted with the tasks through which it need to establish its status as an SRO in the securities industry and the over-the-counter (OTC) market, and extend and promote its changes, in order to improve the division of functions between governmental regulation and self-regulation and respond aggressively to the environmental changes in the Korean securities markets.

This report studies the U.S. case, where the National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD) is widely considered the most efficient SRO in the world. The case of NASD along with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) provides the following implications for KSDA, whose weak performance in self-regulation comes mainly from a lack

of understanding about the different authorities in governmental regulation and self-regulation agencies.

First, the division of functions between governmental regulation and self-regulation needs to be determined precisely. In the U.S., the government regulatory authority and SROs maintain a cooperative regulation system, and they have made the U.S. securities markets the most trusted in the world. In Korea, by contrast, the role of SROs is strictly limited.

Self-regulation can be justified on the grounds that the market players are the experts, that a high degree of moral business practices can be established, and that the regulatory costs to the government would be reduced. In 1998, the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) also recommended selective use of SROs. Therefore, the Korean government regulatory authority might seek to regulate the soundness of securities firms, while KSDA might focus on regulating their business conduct.

Second, KSDA needs to be given a firm legal basis as an SRO. According to the provisions on registration requirements for SROs in the U.S. Securities Exchange Act (SEA) of 1934, NASD was explicitly granted the legal status as an SRO. However, KSDA has not had the potential to provide constructive influence since the Korean SEA does not provide KSDA with a foundation that is clear enough and expansive enough.

If the Korean SEA, serving as the basis for securities regulation,

does not deliver to KSDA clear provisions on the authority, responsibility, and duty for self-regulation, the role of KSDA as an SRO would be limited. Therefore, the clear definition of the authority and responsibility of KSDA as an SRO needs to be established before KSDA is required to carry out a significant role in self-regulation.

Third, the legal basis for disciplinary measures that KSDA is able to take needs to be strengthened. The U.S. SEA of 1934 explicitly stipulates the disciplinary measures that NASD may take when its members or their affiliated persons violate any rule. NASD explicitly lays out the activities subject to discipline and the disciplinary measures in its by-laws and rules. In contrast, Section 78 of the Enforcement Decree of the Korean SEA stipulates vaguely that the Articles of Association of KSDA contain “admission and expulsion of members, and any other matters pertaining to discipline.”

In order for KSDA to function effectively as an SRO, the basis of the disciplinary measures against the violation of rules by members needs to be strengthened by incorporating it into the Korean SEA as is the case in the U.S. This would free KSDA from any criticism on the legal legitimacy of its disciplinary measures in the future.

Fourth, an appropriate procedure for fair and objective disciplinary measures against the SRO's members needs to be established. The due process not only guarantees the legitimacy of the disciplinary

actions, but renders them more reliable and magnifies the influence of the regulatory authority. Section 15A of the U.S. SEA of 1934 (the Maloney Act of 1938) requires a national securities association to comply with the due process when it disciplines its members or their employees, and also stipulates the key points of the procedures. Based on the U.S. SEA, NASD, in its by-law and rules, stipulates the procedures for discipline in great detail.

The disciplinary procedures in Korea reflect ignorance of the importance of the procedures. The Korean SEA does not even include a provision on what procedures to undertake for disciplinary action. This laxity is also mirrored in the Enforcement Decree of the Korean SEA, which states vaguely that the rule on disciplining KSDA's members be included in its articles of association. Moreover, the articles of association of KSDA require incompletely deliberation and resolution on the investigation and discipline for any violation by its members or their employees.

1. 서론

I. 서론

투자자를 보호하고 공정한 거래질서를 유지하기 위하여 행해지는 증권시장 및 증권업자에 대한 규제는 일반적으로 공적규제와 자율규제로 구분된다. 공적규제는 정부규제기관이 법률이나 명령에 따라 행하는 강제적인 규제를 의미하는 데 비하여, 자율규제는 규제대상인 증권업자들의 단체가 구성원들에 대하여 자율적으로 행하는 규제를 의미한다.¹⁾

원래 증권거래소나 증권업협회에 의해 이루어지는 자율규제는 일종의 동업자단체에 의해서 이루어지는 순수한 의미의 자율규제였다. 그렇지만 오늘날은 미국이나 일본, 우리나라 모두 이들 증권거래소나 증권업협회를 자율규제기관으로 인정하여 증권거래법을 통해 정식으로 증권규제 체제에 편입시키고 있다.

증권거래소나 증권업협회가 자신이 운영하는 시장이나 소속 회원들을 대상으로 하는 자율규제는 공적규제에 비해 그 신뢰성·실효성·강제성이 떨어지지만, 전문성·신속성·경제성·윤리성은 공적규제에 비해 앞선다. 그 때문에 증권선진국에서는 증권규제의 효율성 제고 차원에서 자율규제를 전체 규제체제의 일부분으로 수용하여 공적규제와 자율규제의 협조적인 공조를 도모하고 있다.

그러나 우리나라의 경우에는 비교적 짧은 증권시장의 역사, 외국시장

1) 이 중에서 자율규제는 회원간의 자율적 합의에 근거한, 즉 법령에 근거하지 않은 사적규제로서의 순수한 의미의 자율규제와 법령에 근거하여 이루어지는 위임적 자율규제로 나누어 볼 수 있다. 순수한 의미의 자율규제란 법령상의 위임이 없이도, 규제대상자들의 자율적 합의에 의해서 작성한 자치규약에 따라 이루어지는 순수한 의미의 자율규제를 의미한다. 반면에 위임적 자율규제는 공적규제의 실효성 및 효율성 확보를 목적으로, 법령 등에 자율규제기관에 일정한 분야의 규제업무를 위임한다는 근거에 따라 이루어지는 자율규제를 의미한다.

4 자율규제기관의 제재 효율화 방안

에 비해 단순한 시장구조, 그리고 소수의 시장참가자로 인해 자율규제가 제대로 그 기능을 발휘할 수 있는 기회를 가져보지 못한 채 주로 공적규제를 중심으로 증권규제체제가 형성되었다. 그 결과 자율규제가 가지고 있는 장점들이 전반적인 규제체제 속에 제대로 수용되어 있지 못하다.

그 동안 우리 증권시장에서는 전반적인 증권규제의 효율성을 높이기 위해서 자율규제기관으로서의 증권거래소나 증권업협회의 역할을 강화하는 방안에 대해 많은 논란이 제기되어 왔다. 증권시장 및 증권산업의 지속적인 발전을 위해 현재의 규제체제가 바람직한지, 공적규제와 자율규제가 상호협조적인 규제체제를 유지하고 있는지, 자율규제기관이 객관적인 입장에서 규제업무를 수행하고 있는지 등에 대해 아직도 논의가 진행되고 있다.

증권업협회는 증권거래소와 함께 자율규제의 중심적인 역할을 담당한다. 지난 2005년 1월 증권시장이 대대적으로 통합²⁾되면서 증권업협회가 관장하고 있던 코스닥시장에 대한 자율규제가 통합거래소로 이전되었지만, 증권산업과 장외시장에 대한 자율규제는 여전히 증권업협회의 몫으로 전체 증권규제체제 중에서 증권업협회가 차지하는 자율규제기관으로서의 역할은 매우 중요하다. 따라서 증권업협회는 최근의 새로운 증시환경 변화에 적극적으로 대처함으로써 자율규제기관으로서의 위상을 재정립하고 자율규제기능을 제고할 필요가 있다고 본다.

이를 위해 본 보고서에서는 미국의 NASD(National Association of

2) 2004년 1월, 기존의 증권거래소, 선물거래소 및 코스닥시장을 합병방식으로 통합하고, 통합된 거래소를 주식회사 형태로 전환하는 것을 내용으로 하는 한국증권선물거래소법이 제정되었다. 동법에 따라 설립된 한국증권선물거래소는 기존의 회원제 조직에서 영리성 추구를 본질로 하는 주식회사조직으로 변경되었다. 이와 같은 시장통합 및 거래소시장의 조직변경으로 종래 거래소시장과 코스닥시장의 이원적 체제로 운영되던 시장 및 자율규제체제에 중대한 변화가 발생하게 되었다.

Securities Dealers, Inc.)를 중심으로 하여 SEC(Securities and Exchange Commission)와 SRO(Self-Regulatory Organization)의 역할분담, NASD의 자율규제의 법적 근거, NASD의 제재부과, 그리고 NASD의 제재절차에 대하여 살펴봄으로써, 한국증권업협회가 자율규제기관으로서 역할을 재정립하는데 필요한 시사점을 도출해 보고자 한다.

II. 한국증권업협회의 현황

1. 개관
2. 증권업협회와 공적규제기관의 역할 분담
3. 자율규제의 법적 근거
4. 제재수단 및 제재절차

II. 한국증권업협회의 현황

1. 개관

한국증권업협회는 증권거래법 제162조에 근거하여 설립된 회원제³⁾ 조직의 비영리 특수사단법인이다. 증권업협회는 증권거래법이라는 법률에 의해 설립된 법정기관이며, 증권거래법에서 정하는 기능을 수행하는 자율규제기관이다. 현재 증권거래법은 단일의 증권업협회(한국증권업협회)만을 인정하고 다른 복수의 증권업협회의 설립은 불허하고 있다.⁴⁾ 원래 증권업협회는 증권회사를 회원으로 하여 자생적으로 조직된 임의적인 동업자단체로 출발하였지만, 지금은 증권회사 상호간의 건전한 업무질서의 유지, 유가증권의 공정한 매매거래 및 투자자보호를 목적으로 하는 자율규제기관으로 발전하였다.

2005년 1월 한국증권선물거래소가 설립되면서 종래 증권업협회가 자율규제를 담당하던 코스닥시장이 거래소시장 및 선물시장과 통합됨에 따라, 증권업협회가 보유하고 있던 코스닥시장에 대한 자율규제 권한은 통합거래소로 이전하였다. 그 결과 증권업협회의 자율규제의 주된 대상이 증권회사를 중심으로 하는 증권산업과 비상장증권의 거래를 중심으로 하는 장외거래로 바뀌었다.⁵⁾ 비록 시장에 대한 자율규제 권한이 프

3) 증권업협회의 회원은 정회원, 특별회원, 전자거래중개회원(ECN)과 준회원으로 구분된다. 2005년 9월 현재 정회원 34개사, 특별회원 20개사, 준회원 39개사를 포함하여 총회원수(현재 한국ECN증권회사의 해산으로 전자거래중개회원은 존재하지 않음)는 93개사이다.

4) 하나의 증권업협회 설립만을 인정하고 있다는 점에서, 복수의 증권업협회의 존재를 제도적으로(법적으로) 허용하고 있는 미국이나 일본에 비해 한국증권업협회의 지위가 보다 확고한 것으로 보인다.

5) 2004년 1월 한국증권선물거래소법의 제정으로 인해, 기존 증권거래법에도 많

리보드(Free Board)나 장외시장으로 축소되었지만, 자율규제의 중요한 축인 증권산업에 대한 자율규제 권한은 여전히 증권업협회가 보유하고 있으므로, 증권업협회가 이러한 자율규제 권한들을 효율적으로 수행하는지 여부는 우리 증권시장 및 증권산업의 발전을 위해 매우 중요한 의미를 갖고 있다.

증권거래법은 증권업협회가 회원간의 건전한 영업질서의 유지 및 투자자 보호를 위한 업무, 회원의 영업행위와 관련한 분쟁의 자율조정예 관한 업무, 비상장주권의 장외매매, 위탁매매영업의 건전한 영업질서 유지를 위한 전문인력의 운영 및 관리, 증권관련제도의 조사·연구, 증권연수를 수행하도록 법정하였다.⁶⁷⁾

은 변화가 초래되었다. 특히 증권거래소와 증권업협회에 관한 조항들이 많이 변경되었다.

- 6) 종래 증권거래법 제172조의2와 제172조의3에 근거하여 증권업협회가 협회 등록법인의 공시, 매매심리 및 회원관리, 코스닥시장의 개설 및 운용·관리 업무 등을 수행했었지만, 2004년 1월 29일의 한국증권선물거래소법 제정과 증권거래법 개정으로 2005년 1월 한국증권선물거래소가 설립됨에 따라, 이들 시장에 관한 자율규제 권한은 한국증권선물거래소로 이관되었다. 그러나 유가증권시장이나 코스닥시장에 상장되지 않은 주권의 장외매매거래에 관한 업무는 여전히 증권업협회가 담당한다. 또한 정관이나 업무규정을 통해 회원인 증권회사가 준수해야 할 공정관습규칙을 제정하고, 회원으로 하여금 법령이나 증권업협회의 규칙을 위반한 경우 이를 제재할 수 있는 자율규제 기관으로서의 권한은 유지한다.
- 7) 한국증권업협회는 회원서비스업무, 자율규제업무, 투자자보호업무, 시장관리 업무, 증권연수업무, 대외협력업무를 수행하고 있다. 실제로 협회가 수행하는 업무의 성격을 보면 자율규제기관으로서의 업무는 물론이고 일정 부분은 동업자단체로서의 업무도 혼재되어 있음을 알 수 있다. 이들 업무의 내용을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 회원서비스업무는 정책건의 및 제도개선 등 증권산업의 경쟁력을 강화하고, 회원의 업무를 지원하는 것이다. 둘째, 자율규제업무는 건전한 영업질서를 유지하고 투자자를 보호하고, 증권산업 종사자의 등록을 관리하고 적격성을 심사하며, 발행시장을 관리하고, 금융감독원장으로부터 위탁받은 회원에 대한 검사업무를 수행하며,

이하에서는 미국 NASD의 자율규제에 대해 본격적으로 검토하기에 앞서, 먼저 우리 증권업협회의 증권규제에 있어서의 역할 분담, 자율규제의 법적 근거, 증권업협회의 제재수단 및 제재절차에 대하여 간략하게 살펴봄으로써 증권업협회의 자율규제기능 수행과 관련된 현황과 약 및 문제인식을 명확히 하고자 한다.

2. 증권업협회와 공적규제기관의 역할 분담

증권거래법이 증권선물거래소와 증권업협회에게 자율규제기관으로서의 지위를 어느 정도 인정하고는 있지만, 사실상 증권규제에 관한 실질적인 권한은 공적규제기관인 금융감독위원회(금융감독원)에 집중되어 있기 때문에, 이들 자율규제기관이 증권규제 체제내에서 담당하는 역할은 미국에 비해 매우 제한되어 있는 것으로 평가되고 있다. 증권업협회의 경우 회원사간의 건전한 영업질서 유지 및 투자자 보호를 목적으로 자율규제를 실시하고 있지만, 사실상 동 협회의 자율규제기관으로서의 역할은 취약한 실정이다. 자율규제기관의 권한과 책임이 명백하지 않은 점도 자율규제기관의 역할을 제약하는 요인으로 작용하고 있다. 그리고 공적규제기관과 자율규제기관간의 역할이 명확하게 정립되어 있지 않기 때문에 양 규제기관간의 규제의 중복문제도 지속적으로 제기되고 있다.

회원의 위규사항에 관한 조사 및 제재를 하고, 회원 내부통제시스템의 활성화를 지원하는 업무이다. 셋째, 투자자보호업무는 분쟁조정실을 운영하고, 건전한 증권시장 이미지 제고를 위해 홍보활동을 하는 것이다. 넷째, 시장관리업무는 프리보드 및 채권시장을 운영하는 것이다. 다섯째, 증권연수업무는 증권에 관한 전문지식 보급을 위하여 증권연수원을 설치·운영하고, 다양한 연수방법을 개발하며, 증권전문인력의 자격시험을 관리하고, 투자자 교육사업을 전개하는 것이다. 마지막으로 대외협력업무는 외국자금을 유치하고 국내증권시장을 홍보하며, 해외자본시장을 조사하는 것이다.

현재 증권업협회가 자율규제기관으로서 수행하는 업무는 다음과 같다. 첫째, 건전한 영업질서 유지 및 투자자 보호를 위하여, 영업행위관련 규정의 제정, 공정거래질서 유지를 위한 자율결의, 회원의 광고 및 약관 등에 대한 사전심의를 한다. 둘째, 증권업 종사자의 등록 및 적격성 심사를 위해 증권전문인력의 운영 및 관리, 증권업 종사자의 교육을 실시한다. 셋째, 발행시장관리를 위해 유가증권 인수업무규칙을 제정한다. 넷째, 금융감독원장으로부터 위탁받은 회원에 대한 검사업무와 관련하여 전문인력의 영업행위의 적격성 여부에 대한 검사를 실시한다. 다섯째, 회원제재를 위해 회원 및 그 임직원의 위규사항에 관한 조사 및 제재를 한다. 여섯째, 투자자보호를 위해 분쟁조정업무를 수행하고 투자자교육을 실시한다. 일곱째, 프리보드 등과 같은 장외시장을 운영·관리한다.⁸⁾

감독기관으로부터 위탁받은 회원에 대한 검사업무와 관련하여, 증권거래법 제53조 제6항에 금융감독원장이 필요하다고 인정하는 경우 검사업무의 일부를 증권업협회에 위탁할 수 있도록 하는 근거규정이 마련되어 있다. 증권거래법시행령 제36조의6 제2항에서는 증권회사의 영업행위와 관련된 검사업무⁹⁾에 한하여 증권업협회에게 위탁하도록 하고 있다. 그렇지만 이러한 위탁업무는 증권회사의 영업행위 중 일부분에 관한 것으로서, 증권회사의 본점 및 지점에 대한 포괄적인 검사권한은 여전히 금융감독원이 보유하고 있다.

8) 한국증권업협회(2005b)를 참조하기 바람

9) 증권회사 전문인력의 영업행위에 관한 사항, 유가증권의 인수업무와 관련하여 증권업협회규칙에서 정하는 사항, 증권회사의 약관준수 여부에 관한 사항에 대한 검사업무는 증권업협회에게 위탁하고 있다.

3. 자율규제의 법적 근거

증권거래법 제8장의 증권관계단체에 관한 규정 중 제2절 제162조 이하에서는 증권업협회의 설립 및 업무, 규정의 신고, 업무의 정지명령 등에 관한 규정을 두고 있다. 동법 제162조가 증권업협회의 설립에 관한 근거규정인데, 동 규정은 “증권회사의 상호간의 업무질서를 유지하고 유가증권의 공정한 매매거래 및 투자자보호를 위하여 증권업협회를 설립한다”고 명시함으로써, 증권업협회의 설립목적을 확인하고 있다. 그리고 동법 제162조의2에서는 증권업협회가 수행하는 업무를 정하고 있다.

증권거래법 제163조는 증권업협회의 정관기재사항을 시행령에 위임하고 있는 바, 증권거래법시행령 제78조에서는 증권업협회의 정관기재사항으로 증권업협회의 자율규제업무를 규정하고 있다. 즉 증권업협회의 정관에 회원의 가입·제명 및 기타 제재에 관한 사항, 회원의 권리·의무에 관한 사항, 유가증권의 공정한 매매 등을 통해 투자자보호를 달성하기 위해 필요한 사항, 시세조종행위 또는 부당 수수료나 비용징수 행위 등의 부당이득의 획득 방지를 통해 공정한 거래관행을 조성하는데 필요한 사항 등을 규정하도록 함으로써, 증권업협회가 자율규제기관으로서 활동할 수 있는 근거를 마련하였다.

이러한 증권거래법과 동법 시행령에 근거하여, 증권업협회 정관 제5조에서는 증권업협회의 업무를 보다 구체적으로 정하고 있다. 우선 증권업협회는 회원간의 건전한 영업질서의 유지 및 투자자 보호를 위한 자율규제업무를 수행하는 바, 공정거래질서의 유지를 위한 자율규제업무, 회원의 자율규제규칙에 대한 이행실태 조사 및 제재, 분쟁조정, 회원의 업무지원 등이 그것이다. 또한 증권시장 및 증권산업 발전을 위한 조사 연구, 증권산업 종사자들에 대한 연수 및 교육, 증권시장에 대한 홍보 역시 증권업협회의 중요한 업무 중 하나이다.

자율규제기관으로서의 증권업협회에 관한 중요한 근거규정인 증권거래법과 동법 시행령을 살펴보면, 증권거래법에서는 자율규제기관으로서의 목적을 명시하는 것에 그치고, 동법 시행령에서 정관기재사항으로서 증권업협회의 자율규제업무를 정하고 있음을 알 수 있다. 그리고 구체적인 자율규제의 업무내용에 대하여는 증권업협회의 정관을 통해 정하고 있다.

이처럼 증권거래법상 증권업협회의 자율규제기관으로서의 권한과 책임에 관한 내용은 상대적으로 불명확하고 미약하다. 즉 증권거래법 제162조와 제162조의2를 보면, 증권업협회의 설립목적과 업무에 관하여 포괄적인 규정을 두고 있을 뿐 증권업협회의 자율규제기관으로서의 성격이나 권한, 책임부여에 관한 구체적인 규정을 두고 있지 않다. 증권업협회의 중요한 자율규제 권한 중 하나인 회원의 가입이나 제명 등 제재에 관한 사항 역시 증권거래법시행령 제78조에서 “회원의 가입·제명 그 밖의 제재에 관한 사항”을 정관에 두도록 규정하고 있을 뿐이다.

4. 제재수단 및 제재절차

증권업협회의 자율규제업무 등에 관하여는 증권거래법 시행령 제78조에서 정하고 있는데, 동조 제1항 제5호에서 증권업협회의 정관에 회원의 가입·제명 기타 제재에 관한 사항을 정하도록 하고 있다. 이에 따라 증권업협회 정관 제2장의 회원에 관한 규정에서 회원에 대한 제재의 종류 및 제재사유, 제제조치의 통보 및 해제 등 회원제재에 관하여 정하고 있다.¹⁰⁾

정관 제24조에서는 제재사유에 대하여 비교적 광범위하게 규정하고 있다. 회원이 증권관계법령 및 선물관계법령을 위반하거나 이행을 태만

10) 한국증권업협회 정관 제2장 제4절 회원에 대한 제재, 제23조~제26조 참조

히 한 경우, 감독당국의 규정 또는 명령을 위반한 경우, 감독당국으로부터의 증권업 허가취소·영업정지 등의 조치가 있는 경우, 증권업협회의 정관 및 규칙을 위반하거나 이행을 태만히 한 경우에는 증권업협회가 제재조치를 취할 수 있도록 하고 있다.¹¹⁾ 이 밖에도 기타 증권시장의 공정거래질서를 문란하게 하거나 투자자보호에 반하는 부당·불건전한 영업행위를 한 경우 등도 제재사유에 포함하고 있다.

이러한 제재사유가 현실로 발생하게 되면 증권업협회는 일정한 제재 조치를 부과하게 된다. 현재 증권업협회가 회원에 대하여 부과할 수 있는 제재조치 내지 제재수단으로는 경고·벌과금·회원업무의 일부정지·회원의 자격정지·제명처분이 있으며, 회원의 임직원에게 제재사유가 있는 경우에는 회원에게 당해 임직원에게 대한 제재를 요구할 수 있다.¹²⁾ 그리고 회원 및 회원의 임직원에게 대한 제재와 관련된 세부사항은 정관 제54조에 근거한 자율규제위원회의 운영규정에서 정하는 바에 따르도록 하였다.

이처럼 현행 증권거래법은 증권업협회의 중요한 자율규제 권한 중

11) 회원인 증권회사 또는 증권회사의 임·직원이나 등록전문인력의 위반행위는 금융감독원과 증권업협회의 금융기관 검사에 의해서 포착되기도 하지만, 주로 증권회사 자체 내의 검사에 의해 발견된다. 증권회사들은 자체적으로 내부통제기준을 운영하고 있고 임·직원 또는 동 회사에서 활동하는 투자상담사나 등록전문인력에 대한 제재권한을 보유하고 있다. 만일 이들에 대하여 증권회사가 제재를 할 경우, 그 사고전말을 증권업협회에 보고하도록 되어 있으므로, 이러한 증권회사의 자체검사가 위반행위를 포착하는 중요한 경로가 된다. 증권회사가 위규행위를 한 임·직원 등에 대하여 정직, 감봉 등의 신분상의 제재조치를 취한 경우, 이들에 대하여 증권업협회가 자격취소나 등록효력정지 등의 자격상의 제재조치를 취하는데, 이때 증권업협회가 취하는 제재조치는 증권회사의 자체징계 결과에 연동하도록 되어 있다(이에 대해서는 증권업협회, 증권회사의 영업행위에 관한 규정, 별표 11 등록전문인력 제재양정 기준을 참조하기 바람).

12) 한국증권업협회 정관 제23조 참조

하나인 회원의 가입이나 제명 등의 제재에 관한 사항을 증권거래법시행령 제78조에 위임하여 협회의 정관에 두도록 규정하고 있을 뿐, 동 협회가 회원의 규칙 위반행위에 대하여 부과할 수 있는 구체적인 제재수단에 대해서는 침묵하고 있다.

한편, 회원사들의 위규행위에 대해 증권업협회가 제재를 가하려면 적법절차의 요청상 일정한 제재절차에 의하여야 한다. 그러나 증권업협회에게 제재권한과 제재수단이 부여되어 있음에도 불구하고 이를 효과적으로 수행할 수 있는 제재절차는 제대로 마련되어 있지 않다.

이것은 우리 증권규제구조상 감독권한이 공적규제기관에 집중되어 있고, 자율규제기관에 대한 권한위임이 소극적이며, 또한 그 동안 증권업협회가 회원 증권회사 및 그 임직원에 대한 자율규제에 적극적이지 않았던 것도 그 원인이라 할 것이다. 예를 들어 회원인 증권회사의 지점에 대한 검사는 증권업협회가 독립적으로 수행하는 것이 아니라, 금융감독원과 증권업협회가 공동으로 검사하도록 하고 있다.¹³⁾ 이때 증권업협회가 하는 검사업무는 금융감독원의 검사업무에 대한 위탁의 형태로 이루어진다. 따라서 주로 금융감독원이 증권회사 지점에 대한 검사 및 제재를 주도하며, 그에 대한 절차 역시 금융감독위원회 규정인 “금융기관의 검사 및 제재에 관한 규정”에 따르도록 되어 있다.

13) 2002년부터 금융감독원과 증권업협회가 증권회사의 지점에 대한 검사업무를 공동으로 진행하고 있다.

III. SEC와 SRO의 역할 분담

1. 개관
2. 미국 증권시장에서의 자율규제의 발전과정
3. SEC와 SRO의 역할 분담
4. 자율규제체제에 대한 새로운 과제

III. SEC와 SRO의 역할 분담

1. 개관

현재 가장 효율적인 증권규제 체제를 확립하고 있다고 평가되는 미국의 증권규제 체제는 주로 SEC(Securities and Exchange Commission)에 의해서 이루어지는 공적규제¹⁴⁾와 NYSE(New York Stock Exchange)나 NASD(National Association of Securities Dealers, Inc.)에 의해 이루어지는 자율규제가 서로 긴밀하게 협조하는 형태로 구성되어 있다.

물론 미국에서도 공적규제기관인 SEC가 직·간접적으로 시장이나 증권업자에 대한 규제 중심적인 역할을 담당하도록 되어 있다. 즉, SEC는 필요하면 자신이 증권시장이나 증권업자를 직접규제하거나, 혹은 자율규제기관(Self-Regulatory Organization)을 통하여 간접규제하는 방식으로 미국 증권시장 전반에 대한 규제업무를 수행할 수 있다.¹⁵⁾ 그렇지만 실제로는 SEC가 자율규제기관에게 상당한 규제권한을 위임하고 자율규

14) 증권규제분야에는 다양한 행위자들이 참여한다. SEC로 대표되는 공적규제기관과 NYSE나 AMEX, NASD와 같은 자율규제기관들 외에도, 증권관련 법을 만드는 의회나, 증권관련소송에 관여하는 검찰·법원 역시 증권규제에 있어서 각각 중요한 역할을 수행한다. 그렇지만 증권규제분야의 가장 핵심적인 공적규제기관은 SEC라고 할 수 있다.

15) SEC는 증권업자의 부정행위나 허위보고를 이유로 증권업자의 등록을 거부하거나 취소할 수 있다. 또한 증권업자의 업무 적격성에 대한 기준을 설정할 권한이 있으며, 증권업자의 사기적 행위를 금지하는 규칙을 제정할 수 있다. 증권업자가 SEC 규칙을 위반하는 경우에는 등록을 취소하고 증권업자 및 그 직원에 대해 징계할 수 있다. 증권거래소 및 증권업협회 역시 증권거래법에 의하여 증권업자를 감시하고 징계할 권한과 의무를 갖지만, 이러한 자율규제기관의 처분에 대해서도 SEC에 불복신청을 할 수 있으며, SEC는 이를 심사한 후에 처분을 인가하거나, 수정 혹은 취소한다.

제기관을 적극적으로 활용하고 있으며, 이는 전반적인 증권규제의 효율성을 높이기 위한 것이다.

그 결과 증권시장 및 증권업자와 그 임직원에 대한 1차적인 규제는 NYSE나 NASD 같은 자율규제기관이 담당하고, 이들 자율규제기관들을 SEC가 감독하는 형태로 증권규제체제가 정착되었다. 이러한 규제시스템을 통하여 NYSE나 NASD는 자신과 관련된 시장이나 소속회원에 적합한 규제체제를 구축할 수 있어 좋고, SEC는 시장이나 증권업자에 대한 직접적인 규제에 의한 부담을 줄이면서도 보다 광범위하고 효율적인 규제를 할 수 있어 좋은 것이다.

그러나 자율규제기관이 항상 자신의 회원 및 그 제휴관계인과 독립적으로 자율규제업무를 수행하는 것만은 아니기 때문에, SEC는 자율규제기관에 의한 자율규제를 완전한 것으로 신뢰하지는 않으며, 지속적으로 자율규제기관에 대해 감독활동을 펼치고 있다.

이하에서는 자율규제기관과 공적규제기관간 상호협조적인 규제체제가 형성되어 있는 미국에 있어서 공적규제와 자율규제의 역할분담 관계에 관하여 살펴보기로 한다.

2. 미국 증권시장에서의 자율규제의 발전과정

미국 증권시장에서 자율규제기관은 공적규제기관과 함께, 증권규제체제의 중요한 한 축으로 평가되고 있다.¹⁶⁾ 1934년 증권거래법(the Securities Exchange Act of 1934), 1938년 Maloney Act(the Maloney Act of 1938), 1975년 개정 증권거래법(the Exchange Act Amendments of 1975) 등을 통해 의회와 SEC는 미국의 증권시장과 증권업자 규제에 있어서 자율규

16) SEC(2004a) 참조

제기관에 중요한 역할을 위임했다. 이것은 시장과 증권업자를 규율하는데 있어서 과연 자율규제가 효율적인가라는 논의¹⁷⁾에서, 자율규제의 효율성을 인정하는 것으로 볼 수 있다.

그렇지만 NASD, NYSE, AMEX와 같은 자율규제기관들이 일률적으로 증권거래법에 편입된 것은 아니다. 이들 증권거래소와 증권업협회는 초기에는 일종의 동업자단체에 불과했으나, 1934년 증권거래법과 1938년 Maloney Act를 통하여 시차를 두고 일정한 요건을 갖춘 경우 자율규제기관으로서의 지위를 부여받게 된 것이다. SEC는 이들 자율규제기관의 활동이 연방 증권법에 합치되는지의 여부에 대하여 지속적으로 감시하고 있으며, 자율규제기관들 스스로도 동업자단체로서 회원의 이익을 대변하는 위치에서 벗어나, 보다 객관적인 입장에서 자율규제 권한을 행사하려고 노력해왔다.

이하에서는 미국 증권시장에서 자율규제기관의 발전과정을 살펴보기로 한다. 자율규제기관의 역사적 발전과정을 추적해 봄으로써 미국의 증권규제에서 이들 자율규제기관이 가지는 의미를 평가해 볼 수 있을 것이다. 아울러 향후 자율규제기관에 대한 SEC와 의회의 감독방향에 대하여 예측해 볼 수 있다는 점에서도 의미가 있다.

가. 1934년 증권거래법의 제정

1934년 증권거래법의 제정과 함께 시작된 SEC의 역사에 비해, 자율규제기관 특히 증권거래소는 미국 연방정부만큼이나 오랜 역사를 가지고 있다. 필라델피아 증권거래소는 1790년에 설립되었고, 뉴욕증권거래

17) 1934년 증권거래법 제정 당시부터, 증권거래소를 자율규제기관으로 편입할 것인가의 여부와 관련하여, 공적규제와 자율규제의 효율성에 관한 논의가 제기되었다.

소(NYSE)는 1792년에 설립되었다.¹⁸⁾ 당시 이들 증권거래소는 주(州)의 증권관련법에 의해 설립된 것으로, 1934년 증권거래법 설립 당시에는 이미 최소한 21개의 증권거래소가 난립해 있었다.

그렇지만 1929년 주식시장의 붕괴로 인해, 이들 증권거래소에게 더 이상 증권규제를 방임할 수 없다는 인식이 대두되면서, 1934년 증권거래법을 통해 연방증권규제기관인 SEC가 설립되었다. 하지만 1934년 증권거래법 제정 당시 증권거래소를 자율규제기관으로 편입할 것인지에 대한 논란이 제기되었고, SEC를 중심으로 하는 공적규제와 자율규제의 각각의 효율성에 대한 논의가 제기된 바 있다. 즉 기존의 증권거래소로부터 회원 및 시장에 대한 규제권한을 박탈하고 이들에 대한 규제를 모두 SEC가 할 것인지, 아니면 기존의 증권거래소들 중 일정한 요건을 갖춘 증권거래소에게는 기존의 자율규제 권한을 계속 인정하는 대신 이들을 SEC의 감독하에 둘 것인지에 대한 논란이 제기되었지만, 결국 후자의 입장으로 귀결되었다. 그 결과 1934년 증권거래법 제6조에 증권거래소의 등록요건을 설정하여 이들을 SEC에 등록하도록 하고, 자율규제기관으로서의 역할을 수행하도록 하는 한편, 이들에 대한 SEC의 감독권한을 인정하였다.

그 당시에 증권거래소 등을 중심으로 한 동업자단체가 자율규제기관으로 편입된 주된 이유는 증권규제를 공적규제기관이 전적으로 담당하는 것보다는 자율규제기관과 분담하는 것이 보다 효율적이라고 인식하

18) 1929년 당시 NYSE의 회원사는 1,375개사에 달했으며, NYSE는 이들 회원사들 중 40명의 회원 및 거래소 이사장(President of the Exchange)과 재무담당관(Treasurer of the Exchange)으로 구성된 위원회에 의해서 지배되었다. 동 위원회는 영업행위준칙, 상장기준, 회원자격 부여, 분쟁조정 등 증권거래소의 운영에 관한 자치규약을 담당하였다. 이를 통하여 당시에 이미 동업자단체에 의한 산업내의 자율규제(industry regulation)가 이루어지고 있었음을 짐작할 수 있다. 또한 1817년에는 NYSE의 설립정관(Constitution)이 채택되었고, 1820년에는 보다 세부적인 NYSE의 부속정관(By-Laws)이 채택되었다(Borrelli(2001), SEC(2004a) 참조).

였기 때문이다. 공적규제기관이 직접 증권시장이나 증권산업의 내부에서 일어나는 일들에 대해 일일이 간섭하는 것은 비효율적일 뿐더러 비용도 과다하게 소요된다. 오히려 증권거래 관행의 복잡성을 고려할 때, 시장과 증권업자에 대한 규제는 그 분야에 대해 가장 잘 아는 해당 자율규제기관에게 맡겨, 소관 시장을 공정하게 운영하고 회원들을 규제할 수 있도록 하는 것이 바람직하다. 요컨대, 미국 의회는 1934년 증권거래법을 제정할 당시 증권산업에 대하여 자율규제체제를 도입하는 것이 증권산업에 대한 연방의 직접적 규제(federal regulation)와 증권산업 내부의 규제(industry regulation)간의 양 극단적 규제형태에 대한 적절한 균형점이라고 평가했던 것이다.

나. 1938년 Maloney Act의 제정

1934년 증권거래법이 통과된 직후, SEC와 의회는 동법이 증권산업의 중요한 한 분야인 장외시장(Over-The-Counter market : OTC market)에 대하여 간과하였음을 깨닫게 되었다. 1934년 증권거래법 제정 당시, 거래소시장에 대한 자율규제는 등록된 증권거래소에 위임되었지만, 장외시장과 이 시장에서 활동하는 브로커-딜러에 대하여는 SEC가 직접 규제하는 형태였다. 그러나 장외시장에 대한 SEC의 직접규제가 SEC에게는 너무나 과도한 업무임이 명백해졌다.¹⁹⁾ 이에 SEC는 장외시장의 브로커-딜러로 구성된 동업자단체를 자율규제기관으로 편입할 수 있도록 지원하였다. 의회는 장외시장에도 거래소시장과 같은 자율규제기관이 필요하다는 SEC의 주장을 수용하였다. 즉 의회는 1937년에 상원의원 Maloney의 제안에 따라, 장외시장을 관장하는 자율규제기관의 SEC 등록에 관한 요건인 제15A조를 1934년 증권거래법에 신설하는 법안을 제출하여 1938년

19) Walsh(2001) 참조

에 통과시켰다. 동법을 계기로 전국증권업협회의 등록을 인정하였고, 1934년 증권거래법이 정한 등록요건에 따라 등록된 전국증권업협회(the registered national securities associations)가 현재의 NASD이다.²⁰⁾ 이 법을 통해 거래소시장과 장외시장이라는 양대 증권시장에 각각의 자율규제기관이 구성되었고, 이들 자율규제기관이 자신과 관련된 시장과 회원의 특성에 적합한 규제를 할 수 있게 됨에 따라, 공적규제와 자율규제의 균형을 갖추게 되었다.²¹⁾

다. SEC와 SRO를 양축으로 하는 증권규제체제의 확립

SEC는 자율규제시스템과 자율규제기관들이 원래의 취지대로 작동하고 있는지에 대해 지속적으로 점검하여 왔다. 자율규제기관의 불공정관행에 대해 조사하고²²⁾ 청문회를 개최하는 등, SEC와 의회는 자율규제의

20) 1934년 증권거래법에 따라 등록된 전국증권업협회(national securities association)에는 NASD(제15A조 (a)항) 이외에도 NFA(제15A조 (k)항)가 있다. 그러나 NFA는 1934년 증권거래법 제15조 (b)항 (11)에 근거하여 증권 선물상품(security futures products)에 대한 브로커-딜러로서 등록된 자의 활동을 규제한다는 제한된 목적만을 가지고 있다(SEC(2004a) 참조). NASD의 발전과정에 관한 구체적인 내용은 제IV장에서 후술한다.

21) 동법의 입법관련 보고서는 증권규제를 오로지 공적규제에만 맡겨두는 것은 “SEC의 부득이한 확장을 가져올 수밖에 없는 바, 다수의 SEC 지점사무소(branch offices)와 그에 따른 공적 기금의 투입의 증대, 피할 수 없는 관료주의의 문제점, 증권산업 종사자들의 영업행위에 대한 지나치게 구체적이고 엄격한 법적 규제 등의 문제를 야기한다.”고 밝힌 바 있다(S. Rep. No. 1455, 75th Cong., 3rd Sess. I.B.4.(1938) 참조).

22) 1950년대 말부터 증권산업에서 사기적 관행이 팽배하다는 주장이 계속 제기됨에 따라, SEC는 1963년 4월부터 8월까지 증권산업 및 자율규제기관의 관행에 대하여 특별조사(special study)를 실시하였고, 그 결과 5권에 달하는 방대한 분량의 “증권시장에 관한 특별조사보고서(Special Study of the Securities Markets)”를 의회에 제출하였다. 이 보고서는 1960년대 당시의

운영상 문제점을 지적하고 이를 개선하고자 하는 감독활동을 지속적으로 펼쳤던 것이다. 그러나 SEC나 의회의 이런 감독활동이 자율규제기관에 대한 불신이나 실망으로 인한 것이라기보다는, 가능한 한 자율규제기관의 효율성을 높여서 보다 원활한 자율규제가 이루어질 수 있도록 지원하는 것을 목적으로 한 것이다. 즉 자율규제의 한계로 인해 증권산업에서 종종 문제들이 발견되고 있지만, 원칙적으로 자율규제는 증권규제의 중요한 한 축을 담당하는 요소로 간주하고, 의회와 SEC는 SEC의 감독에 따라 보다 효율적인 자율규제가 이루어지도록 하는 것을 목표로 한다.

요컨대, 그 동안 의회와 SEC는 SRO 시스템을 비판하고 수정하여 왔지만, SRO의 설립 이래 SRO를 급격하게 개정하거나 폐지한 적은 없었다. 오히려 대체적으로 SRO 시스템은 효율적으로 기능하였고 그리고 정부·산업·투자자에게 잘 봉사해왔다고 평가되었다. 거래소시장과 장외시장에 각각의 자율규제기관을 구축하고, 이들 자율규제기관에 시장의 운영과 회원규제를 위한 일차적인 권한을 위임하고, SEC는 이들 자율규제기관을 감독하도록 하는 미국 증권규제의 기본구조는 지금도 여전히 유효하다.

미국 증권시장의 거래관행과 자율규제기관의 활동을 자세히 조사한 대표적인 보고서로서, 이 보고서를 계기로 1964년에 1933년 증권법을 개정한 바 있다. 이 보고서와 관련하여 SEC는 모든 브로커-딜러는 최소한 한 개 이상의 자율규제기관에 의무적으로 등록하도록 강제하고, 증권업 종사자들의 일반적인 자격요건을 상향하는 것에 관한 1934년 증권거래법 개정안을 제출하였으나, 이 개정안은 증권업계의 격렬한 반대에 부딪혀 결국 무산되고 말았다(Smythe(1984) 참조).

3. SEC와 SRO의 역할 분담

미국 증권규제의 핵심은 SEC와 SRO로 구분되지만, 자율규제기관의 활동 역시 궁극적으로 SEC의 감독대상이 되므로, 미국 증권규제체제에 있어서 그 주인공은 SEC라고 보아도 과언이 아니다. SEC는 증권규제와 관련하여 입법, 행정, 사법의 기능을 모두 행사하는 행정위원회²³⁾로서, 현재 대통령이 임명하는 5명의 위원(commissioner)으로 구성되어 있으며, SEC의 최종결정은 이들 위원에 의해 이루어진다. 그렇지만 SEC의 감독 및 규제, 분쟁 등에 관한 일상적인 업무는 4개 부서(division) 18개 실(office)에 소속된 3,100여명의 직원들이 담당하고 있다.²⁴⁾

이하에서는 증권규제의 두 축을 이루는 공적규제기관인 SEC와 자율규제기관이 수행하는 각각의 역할과 권한에 대하여 살펴봄으로써, 공적규제와 자율규제의 역할분담과 기능 배분이 이루어지는 구조에 대하여 검토해 보기로 한다.

23) 실제로 SEC의 이러한 광범위한 권한 집중에 대하여 “감독자에 대한 감독(Who monitors monitor?)” 문제에 관한 우려가 제기되지 않는 것은 아니다. 공공선택이론이나 관료주의의 우려, 변호사들에 의한 규제의 복잡성 증가 등을 근거로 SEC에게 권력의 남용가능성이 있음을 지적하는 견해도 있다.

24) SEC의 구성을 간략하게 살펴보면, 본부는 수도인 워싱턴 D.C.에 소재하고 있으며, 11개의 지역사무소(regional and district offices)를 두고 있다. 4개 부서(division)는 기업금융부서(Division of Corporate Finance), 시장규제부서(Division of Market Regulation), 투자관리부서(Division of Investment Management), 집행부서(Division of Enforcement)로 나누어지며, 산하에 보다 구체적인 업무를 담당하는 18개 실(office)을 운용하고 있다(<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>. 참조).

가. SEC의 권한과 역할

1) SEC의 규칙제정권

증권시장에 대한 SEC의 영향력은 주로 그 규칙제정권에서 비롯된다. SEC는 1933년 증권법과 1934년 증권거래법에 근거한 규칙을 제정할 수 있는 권한이 있고, SEC가 제정한 규칙은 불과 몇십 개의 조문에 불과한 연방증권법을 보충하는 역할을 한다. SEC의 규칙제정권은 구체적이고 제한적으로 이루어지지만, 경우에 따라서는 아주 일반적이고 포괄적으로 이루어지며,²⁵⁾ 이것은 사실상 증권관련법규와 관련하여 SEC가 실질적으로 입법권을 행사하는 것과 마찬가지로 볼 수 있다. SEC는 이러한 규칙제정권 이외에도 법적 구속력을 가지는 등록신고서나 보고서의 양식(Form)을 결정할 권한이 있다. 기업들은 SEC가 정한 양식에 따라 공시해야 하므로, SEC가 정한 양식의 내용은 공시의무의 범위를 정하는 기능을 한다.²⁶⁾

25) 예를 들어 1933년 증권법 제2조 (a)항 (15)호에서 “자위능력 있는 투자자 (accredited investor)”를 정의할 때 구체적인 요건을 구비한 자들을 열거 하면서, SEC에게 규칙을 통해 추가적으로 지정할 수 있는 권한을 위임하는 경우는 SEC에게 제한적이고 구체적인 규칙제정권을 위임하는 것이다. 반면에 1934년 증권거래법 제14조 (a)항에서는 SEC가 정한 규칙에 위반하여 위임장을 권유하는 것은 위법이라고 규정함으로써, 위반사항의 내용을 SEC가 규칙을 통해 포괄적으로 정하도록 위임하는 경우는 SEC에게 일반적이고 포괄적인 규칙제정권을 위임하는 것이다.

26) SEC의 고시(release)나 no-action letter, staff legal bulletin 등도 법적인 구속력이 없더라도 현실적으로는 중요한 의미를 가진다. 고시는 증권법이나 증권거래법의 구체적인 쟁점에 관한 SEC의 방식이나 해석을 담은 것이고, no-action letter는 특정한 거래의 합법성에 대하여 기업이나 투자자가 개별적으로 SEC에 문의한 경우, SEC의 해당 부서의 직원이 작성한 답신을 말한다. 이것은 문의된 사항이 실제로 발생하는 경우, 담당자가 법률적인 조치를 취하지 않도록(no-action) SEC에 건의할 것이라는 문구가 포함된

2) SEC의 자율규제기관 및 시장에 대한 권한

가) 1975년 증권거래법 개정의 의의

SEC는 자율규제기관에 대한 감독권한 외에, 시장을 직접 감독할 수 있는 권한을 보유하고 있는 바, 이것은 1975년에 있었던 1934년 증권거래법 개정과 밀접한 관련이 있다.

후술하는 바와 같이 NYSE나 NASD는 자신이 관련된 시장이나 소속 회원 및 그 회원의 제휴관계인에 대하여 규제권한을 가지고 있다. 그렇지만 1975년에 중대한 변화가 있었는데, 그것은 전국시장시스템(National Market System : NMS)의 개발, 즉 분할된 시장의 통합과 관련된 것이었다. 시장통합과 관련하여 연방 증권관련법들을 전반적으로 검토하면서, 이러한 전국시장시스템에 대한 규제의 일차적 책임을 본질적으로는 민간분야에 불과한 증권거래소나 NASD에 위임할 것인가, 아니면 새롭게 SEC가 직접 규제하는 것이 효율적인지에 관한 논의가 제기되었다. 그렇지만 이에 관한 연방의회는 최종적인 결론은 자율규제기관이 일차적인 규제책임을 담당하는 것이 SEC가 이들 시장에 대하여 직접 규제하는 것보다 효율적이라는 것이었다. 그 결과 1975년의 증권거래법 개정에서는 증권규제에 관한 종래의 SEC와 SRO간의 기본골격을 그대로 유지하였으므로 그 구조 자체가 크게 달라지지 않았으나, 자율규제기관과 SEC의 관계에 관한 실질적 내용은 상당한 변화를 겪었다.

1975년 이전의 규제형태가 증권거래소와 NASD의 자율규제 권한을

것에서 비롯된 것으로서, 만일 문제가 된 당해 거래를 SEC가 요구하는 방식대로 진행한다면 당해 거래를 법률 위반으로 보지 않겠다는 의미를 내포하고 있다. 1997년 이후 SEC의 기업금융부서(Division of Corporate Finance)에서는 no-action letter와 유사한 성격의 staff legal bulletin을 발행하고 있는데 성격 자체는 유사하나, 그 중요성은 보다 높은 것으로 평가되고 있으며, SEC 역시 이를 super no-action letter로 설명하기도 한다.

존중하는 입장에서 SEC의 간섭을 최소화하려는 것이었다고 한다면, 1975년 개정 이후의 규제는 이들 자율규제기관과 SEC의 권한 배분을 명확하게 하려는 목적으로 이루어진 것으로서, 결과적으로는 SEC의 시장 규제권한이 보다 확대되었다고 볼 수 있다.²⁷⁾

나) 1975년 증권거래법 개정에 의한 SEC의 권한 강화

1975년의 증권거래법 개정을 통해, SEC는 자율규제기관에 대한 감독 권한을 강화하고, 자율규제기관의 시장에 대한 규제와는 별도로 일정 분야에 관해서는 SEC가 시장에 대해 직접 규제할 수 있게 되었다. 1975년 증권거래법 개정을 통해 SEC의 강화된 권한의 내용은 다음과 같다. 우선 제6조 (e)항에 따라 SEC는 자율규제기관의 예외적인 수수료 책정에 대하여 SEC가 직접 개입할 수 있다.²⁸⁾ 또한 SEC는 제17조 (d)항 (1)호에 따라 여러 자율규제기관들간의 규제의 중복을 피하기 위해, 자율규제기관들간의 권한 범위를 조정할 수 있다.²⁹⁾

SEC의 권한 중 특히 중요한 것은 브로커-딜러에 대한 SEC의 직접적인 징계권과 자율규제기관에 대한 징계권, 그리고 자율규제기관의 규칙에 대한 승인 내지 직접 개정권한이다.

원래 회원에 대한 규제권한은 자율규제기관의 일차적인 권한이다. 그렇지만 SEC가 이들 브로커-딜러에 대하여 직접 징계권을 행사할 수 있는 여지를 열어둠으로써 SEC의 권한이 보다 강화되었으며, 이 부분에서 SEC와 자율규제기관의 권한이 중복될 수 있는 여지가 있다.

또한 1934년 증권거래법 제19조 (e)항 (1)호³⁰⁾는 자율규제기관의 회원

27) Seligman(2003) 참조

28) 1934년 증권거래법 제6조 (e)항 참조

29) 1934년 증권거래법 제17조 (d)항 참조

및 제휴관계인에 관한 자율규제기관의 처분에 대하여 SEC가 재심을 거쳐 이를 확정하거나 변경 또는 거부할 수 있도록 하고 있다. 이것은 자율규제기관의 회원제재의 효과를 SEC가 확정·수정할 권한을 가지고 있다는 것이며, 자율규제기관의 회원제재가 자율규제기관의 고유하고 독립적인 권한이 아님을 보여준다.

한편, SEC는 1934년 증권거래법 제19조 (b)항과 (c)항을 통해 증권거래소와 증권업협회의 규칙을 승인하고, 필요한 경우 이들 자율규제기관의 규칙을 직접 개정할 수 있는 권한을 보유하고 있다.³¹⁾ 즉 자율규제기관은 규칙제정안이나 개정안을 SEC에 제출하여야 하고, SEC는 이에 관한 사항을 일반대중에 공표한 후에 검토하여 승인하거나 또는 거부할 수 있다. 또한 자율규제기관의 공정한 운영을 확보하고 증권거래법의 목적 달성에 필요·적절하다고 판단할 경우, SEC는 직접 자율규제기관의 규칙을 폐지하거나 추가 또는 삭제하는 등의 개정권한을 행사할 수도 있다. 자율규제기관의 권한을 존중한다는 차원에서 SEC가 직접 자율규제기관의 규칙을 개정하는 권한을 행사한 사례는 아직 없지만, 이러한 권한을 SEC가 보유하고 있다는 사실 자체가 자율규제기관에 대한 중대한 감독 및 규제수단이 되는 것이다.

나. SRO의 권한과 역할

1934년 증권거래법에 근거하여 등록된 자율규제기관이 가진 기본적인 권한은 관련시장에 대한 감시와 소속회원 증권업자 및 그 제휴관계인에 대한 규제인데, 이러한 권한은 1934년 증권거래법이 제정되기 이전부터 증권거래소가 이미 보유하고 있던 권한으로서 당시 이러한 권한은

30) 1934년 증권거래법 제19조 (e)항 참조

31) 1934년 증권거래법 제19조 (b)항 참조

시장 및 회원에 관한 자치규약에 근거한 것이었다. 그렇지만 1934년 증권거래법 제6조와 제15A조는 1934년 증권거래법이 제정되기 이전부터 활동해 왔던 증권거래소와 증권업협회에게 회원 및 시장에 대하여 공정하고 효율적으로 감시할 수 있는 조직을 갖추 것을 전제로 하여 자율규제기관으로서의 지위를 인정하였다. 이로써 이들 기관의 권한이 단순한 사적계약인 자치규약에 근거한 것이 아니라 법률 규정에 근거한 효력을 가지게 된 것이다.

현재 미국증권산업에서 자율규제기관은 전국증권거래소(National Securities Exchange), 등록증권협회(Registered Securities Association), 등록청산기관(Registered Clearing Agency), 지방채규칙제정위원회(Municipal Securities Rulemaking Board) 등 4 종류로 구분되며, 이들 자율규제기관은 모두 SEC에 등록하여야 한다. 여기서는 증권거래소와 NASD의 소속 회원 및 그 제휴관계인에 대한 자율규제 권한을 중심으로 검토해 보기로 한다.

증권거래소와 NASD는 증권업자를 감시하고 징계할 권한과 의무를 가진다. 물론 그 법적 근거는 증권거래법 제6조와 제15A조이다. 이 감독 권한은 이들 자율규제기관의 규칙 위반뿐만 아니라, 증권관련법이나 SEC 규칙의 위반도 그 대상으로 한다. 특히 증권업협회는 증권업자의 사기적인 행위를 억지하고 증권업자에 의한 장외거래에 관해 공정하고 형평적인 거래관행을 조성하는 것을 그 목적으로 한다. 이러한 목적을 달성하기 위해 여러 가지 권한을 가지고 있다.

회원 및 제휴관계인과 관련하여, 이들 자율규제기관은 회원과 제휴관계인이 될 수 있는 요건과 자격을 정하고, 그에 따른 비용 분담을 정할 권한이 있다. 회원 및 제휴자격의 충족 여부를 심사하고, 이들 자격의 부여 여부를 결정한다. 아울러 기존 회원들의 업무 및 재무상황에 대한 감독 및 검사권한을 보유하는 한편, 이들 회원들이 공정한 영업행위를

하도록 영업행위준칙을 제정할 수 있다.³²⁾

그리고 이들 자율규제기관들은 회원 및 제휴관계인이 자율규제규칙이나 증권거래법규의 준수 여부에 대한 포괄적이고 광범위한 조사를 할 수 있는 바, 회원의 영업활동의 적정성, 재무건전성의 유지, 내부통제나 관리상황, 기타 매매거래규칙 등의 준수 여부 등을 감시한다.

4. 자율규제체제에 대한 새로운 과제

SEC는 자율규제기관들이 본래의 기능을 충실히 수행하고 있는지에 대하여 지속적으로 감시하는 한편, 이들 자율규제체제가 원활하게 작동되고 있는지에 대하여도 주기적으로 검토하고 있다.³³⁾ SEC와 의회가 자율규제기관의 활동에 대하여 꾸준히 비판하고 개정에 관한 논의를 해왔지만, 1938년의 증권거래법 개정 이래로 확립된 자율규제체제 자체에 대해 부정적인 태도를 보인 적은 없었다. 오히려 자율규제기관들이 본래의 기능을 보다 효율적으로 수행하고, 증권산업과 투자자 보호를 위한 정부의 활동에 조력할 수 있는 체제를 구축하는 것이 개정과 비판의 주된 핵심내용이었다.

그러나 최근 SEC는 자율규제기관 전반에 걸친 재조사를 통해 현재의 자율규제체제의 효율성에 관한 의문을 제기하고, 이를 개선하기 위해

32) NYSE의 경우 부속정관 제8장, 제9장 및 제11장, NASD의 경우 부속정관 제3장, 제4장, 제11장, 제12장, 제13장에서 자율규제규칙의 제정 및 개정권한, 회원 및 제휴관계인에 대한 감독 및 검사, 제재조치 등에 관하여 규정하고 있다.

33) 1963년의 유명한 “Special Study of Securities Markets” 외에, 1994년에도 증권시장의 발전과 자율규제기관의 향방에 대한 “Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments(Market 2000 Report)” 보고서를 작성한 바 있다.

1934년 증권거래법에 근거한 관련 SEC Rule 개정 및 제정안을 제출하고 각계의 의견을 수렴하고 있다.³⁴⁾ 이하에서는 SEC가 작성한 Concept Release와 SEC Rule 개정 및 제정안을 중심으로, SEC가 현재의 자율규제체제의 문제점으로 지적하고 있는 사항들을 검토하고, 이에 관한 SEC의 해법에 대하여 간략하게 살펴보기로 한다.

가. 자율규제기능에 대한 SEC의 문제 제기

최근 미국 증권시장의 가장 두드러진 특징은 격심한 경쟁의 증가일 것이다. 증권시장 내부의 경쟁은 물론이고, 증권시장간 경쟁도 치열해지고 있다. 또한 기존의 거래소시장은 해외 증권시장이나 ECN과 같은 신흥시장의 도전에 직면해 있다. 이러한 경쟁의 격화는 거래시스템의 개선을 촉진하고 투자자의 요구에 보다 민감하게 반응하도록 여건을 조성한다는 점에서 증권시장의 발전에 긍정적인 요소로 작용할 수 있다. 반면에 이러한 경쟁구조는 자율규제기관에게 과도한 부담으로 작용하기도 한다. SEC는 증권시장 규모의 폭발적 증가와 기술의 발전, 증권시장간의 경쟁 격화 등이 현행 자율규제체제에 미친 영향을 네 가지로 나누어 검

34) SEC는 2004년 11월에 자율규제기관에 관한 Concept Release를 발표하였다 (<http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm> 참조). 한편 같은 달에 SEC는 자율규제기관의 관리 및 지배구조 등과 관련하여 SEC Rule 개정 및 제정안(Fair Administration and Governance of Self-Regulatory Organizations; Disclosure and Regulatory Reporting by Self-Regulatory Organizations; Recordkeeping Requirements for Self-Regulatory Organizations; Ownership and Voting Limitations for Members of Self-Regulatory Organizations; Ownership Reporting Requirements for Members of Self-Regulatory Organizations; Listing and Trading of Affiliated Securities by a Self-Regulatory Organization)을 제출하였다 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/34-50699.htm> 참조).

토하였다.³⁵⁾

첫째, 현재 모든 자율규제기관들이 직면한 문제로서 자율규제기능 수행의 독립성과 시장운영기능과의 충돌에 관한 문제이다. 자율규제가 성공적으로 수행되기 위해서는 자율규제기능이 회원이나 시장운영과 관계 없이 독립적으로 이루어져야 한다. 그렇지만 회원의 수가 크게 늘어나지 않는 상황에서 몇몇 대규모 회원사들이 차지하는 비용분담비율이 높아짐에 따라, 이를 근거로 자율규제기능 수행에 영향력을 미칠 수 있음이 지적되었다.

또한 시장을 운영하는 자율규제기관의 경우, 시장운영기능과 자율규제기능간의 충돌이 발생할 수 있다. 즉 자율규제기능을 수행하는 담당직원은 동시에 격렬한 경쟁에 직면해 있는 시장운영기관의 구성원이기도 하다. 시장간 경쟁격화로 인해 기업들이 가능한 한 자율규제가 완화된 시장을 선호하므로, 자율규제기능을 수행하는 측은 가능한 한 규제 수준을 낮춰주기를 바라는 내부적·외부적 압력에 노출될 수 있다.

둘째, 다수의 자율규제기관이 존재함에 따라 이들 자율규제기관들의 규칙이 서로 중복되어 이로 인한 비효율성이 지적되고 있으며, 나아가 잠재적으로는 충돌의 가능성까지도 내포하고 있다. 특히 자율규제기관들의 규칙이나 규칙에 대한 해석, 조사 및 감독 업무분야 등이 서로 중복될 수 있고 그에 따른 충돌이 발생할 수 있다.

물론 1934년 증권거래법 제17조 (d)항과 SEC Rule 17d-1에서 1개 이상의 자율규제기관에 속한 회원에 대하여, SEC는 해당 회원이 한 곳의 자율규제기관에서 정한 재무건전성규칙을 준수하면, 그것으로 책임을 이행한 것으로 간주하도록 하였다. 그럼에도 불구하고 자율규제기관들간의 규제의 중복 문제는 꾸준히 제기되었고, SEC는 특히 NYSE와 NASD가 공동으로 작업팀(joint task force)을 구성하여, NYSE와 NASD간의 규제

35) 현행 자율규제 체제의 문제점에 관한 내용은 SEC(2004a)를 참조하기 바람

의 충돌이나 중복을 조사하고 이를 해결할 수 있는 방안을 도출하도록 지원하고 있다.³⁶⁾

셋째, 증권시장간에 시장감시(surveillance)의 분리로 인한 문제로서, 이것은 시장간의 거래(intermarket trading)에 대한 감시가 자율규제기관이 운영하는 시장별로 나누어져 있다는 점에서 비롯된 것이다. 즉 시장에 대한 감시가 각 자율규제기관별로 종적으로 나누어져 있어, 거래당사자가 시장별로 거래를 분산함으로써 위법한 거래활동을 은폐할 수 있는 가능성이 있다는 것이다.

물론 이에 관하여 1983년에 설립된 “증권시장간 감시그룹(Intermarket Surveillance Group)”에서 증권시장간 거래감시를 협조적으로 하도록 하고 있으나, 이것만으로는 충분하지 않다는 의견들이 제시되었고, 이에 SEC는 이러한 감시의 공백이 어느 정도이며, 이를 어떻게 해결할 것인지에 관한 의견을 수렴하고 있다.

넷째, 자율규제기관들이 직면한 또 하나의 문제는 자율규제기관의 재원조성(funding)에 관한 것이다. 증권규제에 있어서 SEC가 직접 규제하지 않고 중간자적 존재로 자율규제기관을 두고 있는 것은, 자율규제를 통하여 증권시장과 증권업자를 규제하게 되면 비용을 훨씬 절약할 수 있다는 역사적 경험에서 비롯된 것이다.³⁷⁾ 1934년 증권거래법에서는 자

36) U.S. General Accounting Office Report to Congress Committees, “Securities Markets Competition and Multiple Regulators Heighten Concern about Self-Regulation(이하 U.S. GAO(2004)).” U.S. GAO(2004)에서는 시장간 경쟁과 자율규제기능의 관계에 대하여 광범위하게 조사하였고, SEC가 자율규제기능의 비효율성을 체계적으로 정리하도록 권고한 바 있다. 이에 따라 SEC는 NYSE와 NASD의 규제 중복 및 그에 대한 해결책을 논의하도록 하는 동시에, 필요한 경우 자율규제기관에게 규칙을 개정하도록 하고 있다.

37) 그 예로 1983년에 폐지된 “SECO 조항(1934년 증권거래법 제15조 (b)항 (8), (9)호)”을 들 수 있다. SECO 조항은 NASD가 설립된 후에도 NASD에 회원가입을 하지 않아 자율규제를 회피하려는 장외시장의 브로커-딜러에 대

율규제기관의 기능과 역할에 대하여 규정하고 있고, SEC 역시 자율규제 기관들이 제정법상의 기능을 제대로 수행하고 있는지에 대하여 감독했을 뿐, 이들 자율규제기관들의 재무구조나 내부기관의 재원할당 등에 관하여는 크게 관여하지 않았다. 그렇지만 최근 SEC는 자율규제기관들이 본래의 자율규제기능을 원활하게 수행하기 위해 필요한 적절한 비용 (appropriate amount of funding)이 어느 정도이며, 자율규제기능의 독립성을 해치지 않는 범위내에서 이 비용을 어떻게 조달할 것이며, 자율규제기관의 수익구조와 내부기관별 재원 할당은 어떻게 이루어지는지에 관한 문제를 검토하기 시작했다.³⁸⁾

SEC는 현행 자율규제체제의 문제를 지적한 Concept Release에서 이러한 문제점을 해결하기 위한 다양한 대안들을 제시하고 있다.³⁹⁾ 이들 대안에 대하여 간략하게 살펴보면, 자율규제기관의 지배구조와 투명성을 제고하고, 증권시장간 시장감시체제의 강화 등을 통한 현행 자율규제체제의 정비를 가장 유력한 대안으로 제시하고 있다. 이 외에도 생각해 볼 수 있는 대안으로 NASD와 같이 자율규제기능만 수행하는 별도의 자회사를 두도록 하는 방법, 모든 자율규제기관을 회원으로 하는 시장중립적

하여 SEC가 직접 규제하도록 하는 규정이었다. 그렇지만 이 과정에서 SEC는 증권업자들을 직접 규제하게 되면 결국 자신이 지나치게 과중한 업무부담을 안게 된다는 사실을 깨닫고, 1983년 증권거래법 개정을 통해 SECO 조항을 폐지하여, 모든 증권업자는 전국증권업협회의 회원 혹은 증권거래소의 회원으로 가입하도록 요구하였다. 즉 증권거래소의 회원으로서 증권거래소에서만 거래를 집행하는 경우가 아닌 한, 거래를 집행하는 모든 증권업자는 전국증권업협회의 회원으로 등록하도록 하였고, 다만 증권거래소에서만 거래를 집행하는 경우에 한하여 증권거래소의 회원으로만 등록하여도 좋도록 하였다.

38) 자율규제기관의 재무구조 및 재원할당에 관하여 최근 SEC는 Regulation NMS (Reg. NMS) 개정안과 자율규제기관의 지배구조와 투명성 개선을 위한 SRO Governance and Transparency Proposal을 제출하였다.

39) SEC(2004a) 참조

인 하나의 자율규제기관(Single Member SRO) 또는 Super SRO를 두거나, 혹은 전 증권산업에 걸친 자율규제를 담당하는 기관(Universal Industry Self-Regulator)을 두는 방법 외에도 극단적으로 SEC-SRO의 구조를 가진 현행 증권규제체제를 SEC의 직접규제체제로 바꾸는 대안까지도 제시하고 있다.⁴⁰⁾

이하에서는 SEC가 실현가능성이 가장 높은 것으로 보고 가장 유력한 대안으로 평가하고 있는 자율규제기관의 지배구조 및 투명성 제고와 관련된 SEC Rule 개정 및 제정안에 대하여 살펴보기로 한다.

나. SEC의 해결방안

2004년 11월 18일 SEC는 1934년 증권거래법에 근거한 관련 SEC Rule 개정 및 제정안을 제출하였다.⁴¹⁾ 동 개정안은 증권거래소와 증권업협회와 같은 자율규제기관의 소유 및 지배구조, 투명성 및 운영에 관한 내용을 포함하고 있다. 이 외에도 자율규제 프로그램에 관한 주기적인 보고 및 자율규제기관 또는 그 자회사인 시장에서의 상장 및 거래에 관한 내용도 포함하고 있다.

첫째, 동 개정안은 증권거래소와 증권업협회에게 새로운 지배구조기준을 제시하고 있다. 즉 증권거래소와 증권업협회 소속 이사회의 과반수(majority)를 사외이사(independent director)로 구성하도록 요구하였다. 그리고 이사회의 핵심 위원회(key committee)는 사외이사들로만 구성하도록 하였다. 또한 동 개정안은 증권거래소와 증권업협회로 하여금 자율규제기능과 시장운영 및 기타 수익과 관련된 기능을 분리⁴²⁾할 수 있도록

40) 자세한 내용은 SEC(2004a) 참조

41) 자세한 내용은 <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-50699.htm>을 참조하기 바람

록 그와 관련된 정책과 절차를 마련하도록 요구하고 있다. 특히 자율규제기능과 관련된 벌과금(fine), 제재관련 비용(fee) 및 제재금(penalty) 등으로 얻은 재원은 자율규제의 목적으로 사용하도록 하였다.

둘째, 동 개정안은 한 회원이 증권거래소와 증권업협회 지분의 20% 이상을 소유하고 그에 관한 의결권을 보유하지 못하도록 하였다. 이것은 대규모 증권업자의 영향력으로 인해 자율규제기능이 위축되는 것을 사전에 차단하기 위한 것이다. 이러한 지분보유 제한을 위해 동 개정안은 증권거래소와 증권업협회의 각 회원들은 5% 이상의 지분을 보유하는 경우 이를 SEC에 보고하도록 규정하고 있다. 동 개정안의 목적은 자율규제기관의 지배구조와 운영체제를 보다 강화하고, 회원사들에 의한 증권거래소 또는 증권업협회에 대한 소유집중을 방지하는 것이다.

셋째, 1934년 증권거래법 개정과 관련하여 SEC는 증권거래소와 증권업협회의 지배구조, 규제프로그램, 재무구조, 소유구조, 및 기타관련사항에 대한 정보를 공시하기 위해 이들 내용을 SEC에 제출하도록 하였으

42) 2006년 2월 27일, SEC는 NYSE와 Archipelago Holdings간의 합병에 필요한 SRO Rule을 승인하였다. 이를 계기로 하여 NYSE와 Archipelago Holdings는 새로 구성되는 지주회사(holding company)인 NYSE Group, Inc.의 자회사가 된다. 즉 지주회사인 NYSE Group, Inc.는 그 산하에 ① New York Stock Exchange LLC, ② NYSE Arca, Inc., 그리고 ③ Securities Industry Automation Corporation을 거느리게 되었다. 이 중에서 New York Stock Exchange LLC는 또 다시 그 산하에 ① NYSE Market, Inc.와 ② NYSE Regulation, Inc.를 거느리게 되었다. 결과적으로 기존 NYSE는 3개의 별도 법인 -New York Stock Exchange LLC, NYSE Market, Inc., NYSE Regulation, Inc.- 으로 분리된 셈이다. 전국증권거래소(national securities exchange)에 해당하는 New York Stock Exchange LLC가 모회사(parent company)가 되고, 그 아래에 별도로 존재하는 2개의 자회사가 각각 시장운영기능과 자율규제기능을 분리하여 담당한다. 시장운영기능은 NYSE Market, Inc.이, 자율규제기능은 NYSE Regulation, Inc.이 담당한다. 참고로 그룹전체의 지주회사인 NYSE Group, Inc.의 주식은 2006년 3월 8일 New York Stock Exchange LLC에 상장되어 유통되고 있다.

며, 이에 관한 등록양식을 개정하기로 하였다. 아울러 관련 정보를 보다 쉽게 갱신할 수 있도록 절차를 개선하기로 하였으며, 해당 정보를 자율규제기관의 웹사이트에도 공시하도록 하였다. 이것은 증권거래소나 증권업협회의 지배구조나 소유구조, 자율규제기능의 운영 등에 관한 중요사항에 관한 투명성을 제고할 목적으로 제시한 것이다.

넷째, SEC는 동 개정안에서 증권거래소와 증권업협회의 자율규제 프로그램에 대하여 분기보고서 및 연차보고서를 제출하도록 요구하였다. 또한 이들 자율규제기관의 구체적인 규제정보를 SEC에 제공하도록 하였는데, 이것은 이들 기관의 자율규제기능 운영에 관하여 SEC가 보다 효율적으로 감독할 수 있도록 하고, 규제동향 및 쟁점을 확인할 수 있도록 하기 위한 것이다.

IV. NASD의 자율규제의 법적 근거

1. NASD의 설립 및 발전과정
2. NASD의 자율규제의 근거 : 1934년 증권거래법
3. NASD의 자율규제의 근거 : 부속정관(By-Laws)

IV. NASD의 자율규제의 법적 근거

1. NASD의 설립 및 발전과정

가. NASD의 설립

1934년 증권거래법 제정 당시부터 자율규제기관으로 편입되었던 전국증권거래소와는 달리, 전국증권업협회는 1938년 6월의 Maloney Act를 통해서 비로소 자율규제기관으로 편입되었다. 현재의 NASD는 일반적으로 Maloney Act라고 불리는 1934년 증권거래법 제15A조에 따라 등록된 전국증권업협회이며, 1939년 8월 7일에 SEC로부터 등록승인을 얻었다.⁴³⁾

원래 1934년 증권거래법은 증권시장에서 발생하는 각종 시세조종행위에 대한 규제와 그를 통한 투자자보호를 목적으로 하였으며, 시장운영기관의 자율규제 권한은 시장의 불공정행위 규제를 위한 수단으로서 편입된 것이었다.⁴⁴⁾ 따라서 실제로 1934년 증권거래법 제정 당시에는 보다 조직화된 시장과 보다 많은 투자자들이 참여하고 있던 증권거래소(장내 시장)가 자율규제기관으로 편입되었을 뿐, 장외시장(Over-The-Counter securities market)에 대해서는 별도의 자율규제기관을 둘 필요성을 인식하지 못했다.

그렇지만 곧 SEC는 장외시장에 대해 주목하지 않을 수 없게 되었다.⁴⁵⁾

43) NASD의 전신(前身)은 델라웨어(Delaware) 주(州)법에 따라 비영리법인으로 설립된 동업자단체인 투자은행협의회(Investment Bankers Conference Inc.)이다.

44) Seligman(2004) 참조

45) 당시 SEC의 의장이었던 James Landis는 이러한 비상장주식, 장외거래주식에 대한 규제공백에 주목하고, 이들 주식 거래에 대한 자율규제의 수준을

1936년에 장외시장에서 이루어지는 주식거래규모가 조직화된 증권거래소시장에서의 거래에 비해 현저하게 증가하였기 때문이다.⁴⁶⁾ 장외시장거래는 거래소시장에서의 거래와 다른 방식으로 이루어지는데, 투자자들에게 가격이나 거래량 등에 대해 충분한 정보가 제공되지 못한다는 문제점이 있었다.⁴⁷⁾ 실제로 SEC에서 1936년 장외시장에 대한 조사를 진행하는 과정에서, 장외거래를 하는 투자자들은 거래되는 주식의 정확한 가격에 대한 충분한 정보를 얻지 못하고, 그 과정에서 장외거래중개회사가 매 거래마다 높은 수수료 수입을 얻은 경우가 상당수 있었음이 확인되었다.

이러한 조사와 연구를 바탕으로 1936년에 당시 SEC 의장이었던 Landis는 장외시장규제의 필요성을 강조하면서, 두 가지 측면에서의 규제방식을 제안했다. 하나는 장외시장에서 활동하는 모든 브로커-딜러를 SEC에 등록하도록 하는 것이고, 다른 하나는 SEC로 하여금 이들 브로커-딜러

제고하는 것을 내용으로 하는 Maloney Act의 제정에 큰 역할을 했다.

- 46) 1936년에 각각의 시장에서 이루어진 거래규모를 살펴보면, 거래소시장에서는 약 6,260여 종류의 주식이 거래되었던 것에 비해, 장외시장에서 거래된 주식은 무려 90,000여 종류였다.
- 47) 장외시장과 거래소시장(장내시장)의 중요한 차이점 중의 하나는 거래가 완성되는 경우에 투자자에게 제공되는 정보에 차이가 있다는 점이다. 즉 장외시장의 경우 거래소시장과는 달리 거래가 완성된 경우에도 당해 거래의 가격 및 거래량을 공개하는 시스템이 없고, 체결된 거래에 관한 충분한 공시를 할 수 있는 시스템이 갖춰져 있지 않다. 특히 이 과정에서 투자자는 거래가격에 대한 충분한 정보를 얻을 수 없는데, 이것은 거래소시장의 경우 집중된 거래장소가 있기 때문에 동일한 주식에 대해 단일한 가격으로 거래가 이루어지는 것에 비해, 장외시장의 경우 동일한 주식이 여러 장소에서 서로 다른 가격으로 거래될 수 있기 때문이다. NASD 설립 당시의 장외시장의 거래방식은 거래소시장에서의 거래방식과는 이러한 근본적인 차이가 존재하였던 것이다. 그러나 그 후 상당한 기간 전부터 Nasdaq에서는 거래소시장에 못지않은 정형화된 형태로 거래가 이루어졌으며, 그 결과 2006년 1월 13일에는 SEC에 의해 Nasdaq이 기존 OTC market에서 전국증권거래소(National Securities Exchange)로 그 지위가 격상되기에 이르렀다 (SEC Release No. 34-53128 참조).

가 자율규제단체를 구성하도록 조력한다는 것으로서, Landis의 이러한 제안은 1934년 증권거래법을 개정하는 Maloney Act의 제정에 결정적인 역할을 하였다. 그리고 Maloney Act를 통해 장외시장에서 거래하는 브로커-딜러를 회원으로 하는 자율규제기관인 NASD가 설립되었다. NASD의 설립배경을 볼 때, NASD의 본래 목적은 증권업자들의 사기적인 행위를 방지하고, 증권업자에 의한 장외거래에서 공정하고 형평성 있는 거래관행을 조성하는 것이라고 볼 수 있다. 원래 SEC는 브로커-딜러와 같은 증권업자들에 대하여 등록제나 검사권 등을 통한 직접적인 규제를 하고 있었으나⁴⁸⁾, Maloney Act를 통해 NASD에 의한 간접적인 자율규제를 도입한 것으로 볼 수 있다.

나. NASD의 발전과정

1990년대 중반부터 문제되기 시작한 Nasdaq 딜러들의 담합의혹으로 인해 시장에 대한 투자자들의 신뢰가 약화되었고, 법무부의 독점금지국 (Justice Department's Antitrust Division)이 장외시장의 반경쟁적 관행가능성에 관한 조사를 발표하였다.⁴⁹⁾ 그리고 이와는 별개로 SEC 역시 Nasdaq의 거래관행에 대해 자체적인 조사를 하기로 발표하였고 이에 NASD와 SEC 사이에 NASD의 구조조정을 위한 조직개편 논의가 시작되었다. 1996년 NASD는 NASD의 구조조정이 필요하다는 지적에 따라 조직개편을 단행하였고⁵⁰⁾, 그 결과 Nasdaq과 장외시장에서 활동하는

48) 1934년 증권거래법 제15조(a), (b), 제17조(a)를 참조하기 바람

49) 법무부의 조사는 당시 Nasdaq의 마켓메이커들의 담합의혹에 관하여 Christie and Schultz(1994)의 연구에 근거한 것이다.

50) SEC 역시 Christie and Schultz(1994)의 연구에 근거하여 NASD가 잠재적으로 반경쟁적 성격을 가진 불공정관행을 묵인해왔고, 이것은 투자자들의 이익을 해칠 수 있다는 결론을 내렸고, 아울러 NASD가 이러한 회원사들

NASD 회원사들의 영업행위 및 시장을 규율하는 자회사인 NASDR(NASD Regulation, Inc.)이 설립되었다.

그렇지만 NASD의 자회사였던 Nasdaq Stock Market, Inc.(이하 Nasdaq)의 주식회사화가 마무리되고, 장외시장인 Nasdaq이 점차 거래소시장(exchange)과 유사한 수준으로 조직화되어 발전하였다.⁵¹⁾ Nasdaq의 이러한 발전으로 인해, 준공공적 기능을 담당하는 자율규제기관인 NASDR과 영리추구를 목적으로 하는 회사인 Nasdaq이 NASD라는 한 조직의 자회사로 활동한다는 것에 대한 비판이 제기되기 시작했다. 이에 SEC는 NASD의 설립의 근거가 되었던 Maloney Act의 정신으로 돌아가, NASD에게 자율규제기구로서 시장의 건전성(market integrity)과 투자자 보호라는 본래 역할에 충실하도록 주문하였으므로, NASD는 Nasdaq을 완전히 분리하기 시작했다. 그 결과 2002년 3월에 NASD가 보유하고 있던 Nasdaq의 보통주를 매각하였고, 이로써 시장운영기능을 수행하는 Nasdaq은 NASD의 자회사(subsidiary)의 지위에서 벗어나 완전히 독립하였다. 그리하여 NASD 산하에는 NASDR만이 주요한 자회사로 남게 되었는데, 동일한 내용의 자율규제업무를 수행하는 기관을 굳이 별도의 자회사 형태로 존치시킬 필요가 없다고 판단하여, 조직효율성을 위해 2002년 6월, NASD는 NASDR을 흡수합병하였다. 그 결과 NASD는 시장운영에는 관여하지 않은 채, 자율규제기능을 수행하는 기관으로 남게 되었다.⁵²⁾

이와 같은 NASD의 재구성은 상당히 성공적인 것으로 평가되고 있다. 왜냐하면 NASD와 Nasdaq을 분리함으로써, 이해상충이 발생할 수

의 불공정관행에 대하여 제대로 규제하지 못했음을 지적하였다.

51) 특히 1990년 6월에 들어서 비록 시험적인 단계였지만 NASD가 Nasdaq과는 별도로 OTC Bulletin Board(OTCBB)를 새로 만들었다는 것은 그 법률상의 형식을 떠나서 실질적으로는 Nasdaq이 더 이상 OTC market이 아니라 정규 거래소시장으로 발전하였다는 사실을 내포하고 있다.

52) 한상범·엄경식 외(2003) 참조

있는 여지를 효과적으로 차단했으며, 새로운 자율규제구조를 구축함으로써 시장에 대한 신뢰를 제고하는 것에 성공했기 때문이다.⁵³⁾

Nasdaq의 변화는 최근까지도 계속되고 있다. 즉, 2006년 1월 13일부터 Nasdaq은 그 법률상 지위가 기존의 장외시장에서 전국증권거래소로 변경되었다.⁵⁴⁾ 또한, 그 지배구조도 Nasdaq을 지주회사(holding company)로 하여 그 아래에 2개의 자회사를 두었는데, Nasdaq Exchange LLC와 Trade Reporting Facility LLC가 바로 그것이다. 이 중에서 Nasdaq Exchange LLC가 시장운영 기능을 담당하는 전국증권거래소이다. 다만, Nasdaq Exchange LLC에 대한 자율규제는 여전히 NASD가 담당하고 있다.⁵⁵⁾

2. NASD의 자율규제의 근거 : 1934년 증권거래법

현행 1934년 증권거래법은 증권거래가 거래소시장과 장외시장의 두 경로를 통해 이루어지고 있음을 고려하여, 자율규제기관 역시 전국적 단위의 증권거래소와 증권업협회로 나누고 이들을 SEC에 등록하도록 하여, 자율규제기관으로서 활동하도록 하는 동시에 SEC의 일반적인 감독을 받도록 하고 있다.

이하에서는 NYSE와 NASD 모두에게 적용되는 법적 근거로서, 1934년 증권거래법에서 규정하고 있는 자율규제기관 관련규정에 대하여 살펴본 후, 전국증권업협회의 고유한 등록요건인 동시에 NASD의 자율규

53) Seligman(2004) 참조

54) SEC Release No. 34-53128(In the Matter of the Application of The Nasdaq Stock Market LLC for Registration as a National Securities Exchange)을 참조하기 바람

55) <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrotc.shtml>를 참조하기 바람

제 권한의 직접적인 근거라 할 수 있는 1934년 증권거래법 제15A조에 대하여 좀더 구체적으로 검토해 보기로 한다.

가. SRO에 관한 1934년 증권거래법 규정

1934년 증권거래법은 여러 조항에 걸쳐서 자율규제기관의 권한 및 기능, SEC의 감독 등에 관하여 규정하고 있다. NASD보다 먼저 1934년 증권거래법에 자율규제기관으로 편입되었던 전국증권거래소의 등록에 관하여는 제6조 (b)항에서 규정하고 있는데, 이에 의하면 전국 증권거래소로 SEC에 등록하기 위해서는 회원 및 그 제휴관계인이 1934년 증권거래법 및 SEC Rule과 거래소 규칙을 준수하도록 강제할 수 있는 능력을 보유하고 있어야 한다. 이것은 거래소가 자율규제기관으로서 회원 및 제휴관계인들에게 집행력을 행사할 수 있는 근거를 마련해주고 있는 중요한 법적 근거규정이다. 또한 제6조 (d)항에서는 증권거래소가 자율규제기관으로서 회원과 그 제휴관계인들의 법령위반이 있는 경우 이를 규제해야 한다고 규정하고 있고, 동 규정 (3)호에서는 위반행위에 대하여 회원자격의 정지 또는 박탈과 같은 제재를 부과할 수 있는 권한에 관하여 정하고 있다.

제19조에서는 자율규제기관의 등록, 책임 및 감독(Registration, Responsibilities and Oversight of Self-Regulatory Organization)에 관하여 규정하고 있다. 제19조 (g)항은 자율규제기관은 특별한 사유가 없는 한 회원 및 그 제휴관계인 등에 대하여 연방증권법령과 SEC Rule 및 자율규제기관의 규칙을 준수하도록 강제해야 한다는 규제자(regulator)로서의 권한과 의무를 부여하고 있다.⁵⁶⁾ 또 제19조 (a)항 (1)호는 전국증권거래소, 등록증권업협

56) 제6조와 제15A조에서도 각각 전국증권거래소와 전국증권업협회의 등록요건의 내용으로 회원 및 제휴관계인에 대한 규칙제정 및 시행에 관한 권한

회 또는 등록청산기관(National Securities Exchange, Registered Securities Association or Registered Clearing Agency)이 SEC에 등록을 신청하면, SEC가 등록의 승인 여부에 대해 결정하도록 권한을 부여하고 있다.

한편 제19조 (d)항 (1)호에서는 이들 자율규제기관이 회원 또는 제휴관계인에게 최종적인 제재조치를 부과하거나 회원자격의 정지·박탈 등과 같은 조치를 취하는 경우에는 이를 SEC 또는 관련감독기관(appropriate regulatory agency)에 통지하도록 하고 있다.⁵⁷⁾ 이러한 규정을 통해 자율규제기관이 회원이나 제휴관계인에 대한 규제권한을 자의적으로 행사할 수 있는 여지를 차단하고, 규제권한을 행사하는 경우에는 적법절차를 밟도록 하였다. 그리고 각 기관의 등록요건을 통해 구체적인 규제절차에 관한 규칙을 제정하도록 요구하고 있다.⁵⁸⁾

이와 같이 1934년 증권거래법은 증권거래소나 증권업협회에 대하여 SEC 등록을 거쳐 시장 및 소속회원을 관리할 수 있도록 규제권한을 부여하고 있다. 그리고 이들 기관에게 감독 권한의 일정 부분을 위임하는 대신, SEC에게 포괄적인 감독권한을 부여함으로써, 시장에 대한 직·간접적인 규제를 할 수 있도록 하였다.

등을 규칙에 포함하도록 규정하고 있다. 그렇지만 동 규정은 증권거래소나 NASD의 규제자로서의 권한과 의무를 직접적으로 규정하고 있는 것이 아니라, 이들 단체가 자율규제기관으로 활동하기 위해서 충족해야만 하는 등록요건의 내용을 규정한 것이라는 점에서 차이가 있다.

57) 통지의 내용에 관하여는 SEC Rule 19d-1에서 규정하고 있다.

58) 자율규제기관에 의한 SEC의 감독권한에 관한 내용은 제Ⅲ장을 참조하기 바람

나. NASD의 자율규제의 증권거래법적 근거

1) 개관

1934년 증권거래법은 SEC의 일반적인 감독 하에 증권거래소와 증권업협회를 자율규제기관으로 인정하고 있다. 주목할 만한 점은 1934년 증권거래법이 제19조에서 자율규제기관의 자율규제 권한에 대하여 규정하고 있는 것과는 별도로, 자율규제기관의 등록요건에서 보다 구체적으로 자율규제 권한을 인정하고 있다는 사실이다. 즉 전국증권거래소나 전국증권업협회의 등록요건을 통해, 자율규제기관으로 인정받기 위해서는 동기관이 운영하는 시장과 회원 등에 대하여 통제하고 관리할 수 있는 조직과 규칙을 갖추도록 요구하고 있는 것이다.

전국증권업협회로서 SEC에 등록을 하기 위해서는 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항에서 규정하고 있는 등록요건을 충족해야 하는데, 현재 이러한 등록요건에 따라 등록된 증권업협회 중에서 설립목적이 제한되지 않은 증권업협회로는 NASD가 유일하다. 이와 관련하여 1934년 증권거래법 제15A조 (k)항은 증권선물상품(security futures products)과 관련된 회원 규제에 대해서도 규정하고 있다.⁵⁹⁾ 즉 상품선물거래법(Commodity Exchange Act) 제17조에 따라 등록된 선물협회(Futures Association)는 증권 선물을 취급하는 브로커-딜러로서 등록된 회원의 활동규제라는 제한된 목적을 수행하기 위하여 등록된 전국증권업협회라고 명시하고 있다.⁶⁰⁾

이하에서는 전국증권업협회의 구체적인 등록요건 및 제재권한에 대하여 규정하고 있는 제15A조 (b)항과 (h)항에 대하여 살펴보기로 한다.⁶¹⁾

59) 증권업협회의 회원에 대한 자율규제 권한은 단순히 현물주식을 거래하는 회원 또는 그 제휴관계인에게만 국한되는 것이 아니다.

60) 1934년 증권거래법 제15A조 (k)항 참조

61) 1934년 증권거래법 제15A조 (a)항에서는 공익이나 투자자 보호상 필요·적

2) NASD의 등록요건 : 증권거래법 제15A조 (b)항

증권업협회의 구체적인 등록요건은 제15A조 (b)항에서 정하고 있다. 우선 제15A조 (b)항 (1)호, (2)호에서는 증권업협회가 증권거래법의 목적을 수행할 능력이 있어야 하고, 아울러 증권업협회의 조직 및 규칙을 준수할 능력이 있어야 한다고 명시하고 있다. 그리고 동조항 (3)호 내지 (13)호에서는 증권업협회의 규칙에 포함되어야 할 여러 내용을 규정하고 있는데, 이것은 증권업협회가 어떤 규칙을 가지고 증권업협회를 운영하고 회원 및 시장을 관리하는지에 관하여 등록요건을 통해 간접적으로 규제하는 것이라고 볼 수 있다.

먼저 제15A조 (b)항 (2)호⁶²⁾는 등록된 증권업협회의 조직 및 규칙준수능력을 포괄적으로 규정하고 있다. 증권업협회가 1934년 증권거래법의 목적수행 및 동법과 동법에 따른 SEC Rule, 증권업협회 규칙 등을 준수할 수 있도록 조직되고, 이를 실행할 수 있는 능력을 갖추고 있다는 사실을 SEC가 확인해야만 등록을 허용하고 있다. 즉 등록하고자 하는 증권업협회는 자율규제기관으로서 적합한 조직과 규칙을 갖추어야 함을 의미한다.

또한 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (6)호⁶³⁾는 증권업협회 규칙의 목적을 정하고 있는 바, 증권업협회는 사기적이며 시세조종적인 행위의 방지, 공정거래원칙의 도모, 증권거래의 촉진 및 거래관련 종사자들간의 협조, 자유롭고 공개적인 시장기구 및 전국시장제도의 개선, 그리고 공익 및 투자자보호를 위해 규칙을 제정해야만 한다고 명시하고 있다. 반

절하다고 인정하여 규칙으로 정한 정보 및 문서 등을 포함하여, SEC가 정한 등록신청서에 따라 증권업협회로 등록할 수 있음을 명시하고 있다. 제15A조 (d)항에 근거하여 등록하는 경우에는 관계증권업협회(affiliated securities association)라고 한다.

62) 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (2)호 참조

63) 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (6)호 참조

면에 증권업협회 규칙에 고객·발행인·증권업자간의 불공정한 차별의 허용이나, 최저이익의 설정, 요금표나 고정요율의 설정 등에 관한 내용이 포함되어서는 안 된다는 점도 명시하고 있다.

한편, 증권업협회의 등록요건과 관련하여, 증권업협회의 회원자격, 증권업협회업무의 운영, 회비의 공평한 분담, 공정거래원칙의 확립, 회원에 대한 처분 및 그 절차, 경쟁상의 제약, 증권업협회관계자에 관한 규칙의 준수, 증권 호가에 대한 양식과 그 내용, 합병 등의 거래(rollup transaction) 시 공정관습규칙의 정립, 합병 등의 거래시 호가기준(quotation standards)에 관한 내용을 증권업협회 규칙에 반드시 포함하도록 요구하고 있다.

3) NASD의 제재부과 및 제재절차 : 증권거래법 제15A조 (b)항·(h)항

가) 증권업협회의 제재부과

증권업협회의 조직 및 규칙제정 권한 외에, 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (7)호 및 (8)호 등에서는 증권업협회의 중요한 자율규제 권한의 하나로서, 적법절차에 따라 회원 등에 대한 제재를 할 수 있도록 규정하고 있다. 제15A조 (b)항 (7)호에서는 증권업협회가 증권거래법규 및 증권업협회 규칙 등을 위반한 회원 등에 대해 제재수단을 규정하고 있고, 동조항 (8)호에서는 증권업협회가 제재조치를 취할 경우 이를 위한 공정한 제재절차에 따르도록 하고 있다. 그리고 구체적인 제재절차의 순서 및 내용에 관하여는 제15A조 (h)항에서 규정하고 있다.

1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (7)호⁶⁴⁾는 증권업협회 규칙을 위반한 회원에 대한 제재수단을 규정하고 있는 바, 동 규정에 따르면 증권업협회의 규칙에는 회원 및 그 제후관계인이 1934년 증권거래법 및 그에 따른 규칙, 증권업협회 규칙을 위반한 경우 적절한 제재를 가한다는 내

64) 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (7)호 참조

용을 포함하고 있어야 한다. 이 때의 제재수단으로는 회원자격의 박탈(expulsion) 및 정지(suspension), 활동·기능·영업의 제한(limitation of activities, function, and operations), 벌과금(fine), 견책(censure), 회원과의 제휴관계 정지 또는 금지(being suspended or barred from being associated with a member), 기타 적절한 제재조치 등이 있다.

나) 증권업협회의 제재절차

증권업협회는 공정한 제재절차에 따라 회원 등에 대한 제재를 부과하도록 하며, 증권업협회의 제재절차에 관한 내용 역시 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (8)호 및 (h)항에서 규정하고 있다.

우선 제15A조 (b)항 (8)호⁶⁵⁾에는 회원 및 제휴관계인에 대한 제재, 회원권 거부, 제휴관계인에 대한 금지 등의 처분을 하는 경우 이를 공정한 절차(fair procedure)에 따라 할 수 있도록, 이에 관한 절차규정을 증권업협회 규칙에 포함하도록 하고 있다.

그리고 제15A조 (h)항에서 증권업협회가 회원 등에 대한 제재절차 부과시에는 어떠한 절차에 따라서 해야 하는지에 대해 보다 구체적으로 정하고 있다. 또한 동조항에서는 회원권 거부, 제휴관계의 금지 등에 관한 절차 및 약식절차에 대하여도 규정하고 있다.

첫째, 제15A조 (h)항 (1)호⁶⁶⁾에서는 증권업협회가 회원이나 제휴관계인에 대하여 처분의 여부를 결정하는 경우, 증권업협회는 회원에게 구체적인 사항에 대하여 문책하고, 당해 회원이나 제휴관계인에게 그 문책내용을 통지하도록 하며, 회원에게 문책에 대한 항변의 기회를 제공하도록 명시하고 있다. 또한 처분관련 문책 및 절차진행관련 사항에 관한 기록

65) 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (8)호 참조

66) 1934년 증권거래법 제15A조 (h)항 (1)호 참조

을 작성하여 보관하도록 요구하고 있다. 이때 증권업협회가 회원에 대하여 일정한 제재처분을 하기로 한 경우, 일정한 사항들을 표시한 설명서(statement)에 근거하여야 한다. 이 설명서에는 ① 회원 또는 제휴관계인이 범했거나 해태한 것으로 인정되는 행위나 관행과 ② 그 행위나 관행, 부작위 등으로 위반한 법률, SEC Rule 및 증권업협회 규칙의 특정 규정 및 ③ 그에 따른 제재처분과 그 이유를 명확하게 표시하고 있어야 한다.

둘째, 제15A조 (h)항 (2)호에서는 증권업협회가 회원가입을 거부하거나 제휴관계 유지의 금지 등을 결정하는 경우에도, 증권업협회는 당사자에게 거부, 금지의 근거를 통지하도록 요구하고 있다. 그리고 이러한 문제와 관련하여 당사자에게 청문을 받을 수 있는 기회를 부여하고, 관련 기록을 작성하여 보관하도록 하고 있다.⁶⁷⁾

셋째, 제15A조 (h)항 (3)호⁶⁸⁾에서는 증권업협회가 회원이나 제휴관계인에 대한 처분과 관련된 약식절차의 진행에 관해 규정하고 있다. 증권업협회는 회원 또는 제휴관계인이 다른 자율규제기관으로부터 제명 또는 정지처분을 받고 아직 그 처분이 종료되지 않은 경우 또는 회원과 제휴관계의 유지에 대하여 금지 또는 정지 처분을 받은 후 그 처분이 아직 종료되지 않은 경우에 약식절차에 따라 제재할 수 있도록 하고 있다. 만일 증권업협회가 약식절차를 진행하는 경우에는 불이익을 받는 당사자에게 청문의 기회를 지체없이 부여하여 당사자에게 항변의 기회를 주어야 한다. 이 때 SEC는 증권업협회의 약식절차 진행에 대하여 명령으로 당해 제재처분을 정지시킬 수 있다.⁶⁹⁾

67) 1934년 증권거래법 제15A조 (h)항 (2)호 참조

68) 1934년 증권거래법 제15A조 (h)항 (3)호 참조

69) SEC는 약식절차에 의한 처분에 대해 이를 정지시키는 것이 공익이나 투자자보호에 적합하다고 인정하는 경우 명령에 의해 당해 처분을 정지시킬 수 있다.

3. NASD의 자율규제의 근거 : 부속정관(By-Laws)

1) 개관

증권업협회가 1934년 증권거래법 제15A조에 따라 등록을 하기 위해서는 동조 (b)항에서 요구하고 있는 등록요건상의 조직 및 체계를 갖추어야 한다. 이에 NASD는 부속정관(by-laws)을 통해 NASD의 목적 및 조직, 규칙제정권 등에 관하여 자세하게 규정하고 있다. NASD의 부속정관 역시 NASD가 회원 및 제휴관계인에 대해 취할 수 있는 제재의 근거, 종류 및 절차 등에 관한 세부적인 여러 규정들의 근거가 된다. 또한 부속정관 규정을 통해 1934년 증권거래법상의 규정들과 NASD의 규칙상의 구체적인 항목들이 유기적으로 연결되어 있다.

NASD의 부속정관은 모두 21개 조문으로 구성되어 있는데, NASD의 회원 및 그 제휴관계인과 관련하여서는 자격요건(qualification), 회원자격의 내용, 회비 등에 대해 규정하고, NASD의 조직과 관련하여서는 이사회 및 위원회의 구성 및 보수, 권한 및 권한의 제한 등에 대해 규정하고 있다. 또한 부속정관의 개정절차, 증권업협회의 인장, 수표, 연차재무보고서, 기록일, 회원총회에 대해서도 구체적으로 규정하고 있다.

<표 IV-1> NASD 부속정관(By-Laws)의 내용

Article 1 : 정의(Definitions)
Article 2 : 사무소(Offices)
Article 3 : 회원 및 제휴관계인의 자격(Qualifications of Members and Associated Persons)
Article 4 : 회원자격(Membership)
Article 5 : 등록대리인과 제휴관계인(Registered Representative and Associated Persons)
Article 6 : 회비, 부과금, 기타 부담금(Dues, Assessments and Other Charges)
Article 7 : 이사회(Board of Governors)
Article 8 : 임원, 대리인 및 직원(Officers, Agents and Employees)
Article 9 : 위원회(Committees)
Article 10 : 이사회 및 위원회의 보수(Compensation of Board and Committee Members)
Article 11 : 규칙(Rules)
Article 12 : 제재절차(Disciplinary Proceedings)
Article 13 : 이사회의 제재부과권(Power of Board to Impose Sanctions)
Article 14 : 통일관습규칙(Uniform Practice Code)
Article 15 : 권한의 제한(Limitation of Powers)
Article 16 : 부속정관개정절차(Procedure for Adopting Amendments to By-Laws)
Article 17 : 증권업협회인장(Corporate Seal)
Article 18 : 수표(Checks)
Article 19 : 연차재무보고서(Annual Financial Statement)
Article 20 : 기록일(Record Dates)
Article 21 : 회원총회(Meetings of Members)

2) NASD의 규칙제정권

NASD의 회원에 대한 제재권한은 부속정관 제13조에서 직접 규정하고 있다. 그렇지만 “이사회의 제재부과권”은 부속정관 제11조에서 규정하고 있는 NASD 이사회의 규칙제정권을 전제로 하는 것이다. 따라서 부속정관 제11조야말로 NASD 이사회의 회원에 대한 제재권한의 가장 중요한 근거가 된다. NASD는 공정한 거래원칙을 조성하고 공익과 투자자보호라는 목적을 달성하기 위해 일정한 규칙을 제정할 권한이 있고, 이러한 규칙을 위반한 회원 또는 제휴관계인들에게 제재를 부과할 수 있기 때문이다. 부속정관 제11조는 이사회가 제정하는 규칙(Rules)의 목적 및 내용이 어떠한 것이어야 하는가에 관하여 정하고 있는데, 동 규정은 종래의 공정관습규칙(Rules of Fair Practice)이 개정된 것이다.

NASD의 이사회는 공정한 거래와 영업원칙을 조성하고, 사기적이고 시세조종적인 행위를 방지하며 투자자와 공익을 보호하기 위해서 공정관습을 조성하며, 일반적으로 증권업협회 및 증권거래법의 목적을 달성하기 위해 규칙을 제정할 권한이 있다. NASD 부속정관 제11조에 의하면 “이사회는 회원 및 제휴관계인을 위한 규칙을 제정하고 그리고 수시로 개정할 수 있는 권한을 보유한다. 이들 규칙의 제정안 또는 개정안에 대해 SEC가 승인을 하면, NASD의 회원 또는 제휴관계인에게 적용되는 규칙이 된다. 또한 이사회는 제11조에 근거하여 제정된 규칙을 관리(administer), 시행(enforce), 정지(suspend) 또는 폐지(cancel)할 수 있는 권한이 있다.”고 명시하고 있다.

3) NASD의 제재부과 및 제재절차

가) NASD의 제재부과

NASD 부속정관 제13조에서는 어떠한 경우에 회원에게 제재를 부과할 수 있는지에 대하여 구체적으로 정하고 있다.⁷⁰⁾

첫째, 이사회는 회원 또는 제휴관계인이 증권업협회 또는 다른 회원과의 약정(covenant)을 파기한 경우 제재를 부과할 수 있다.

둘째, 이사회는 회원이나 제휴관계인이 증권업협회규칙, 연방증권법률 및 기타 정부기관의 규칙이나 규정에서 정한 조건, 약정 및 규정내용을 위반한 경우에도 제재를 부과할 수 있다.⁷¹⁾

셋째, 분쟁과 관련하여 회원이 미리 정해진 절차에 따라 분쟁을 해결하려고 하지 않거나, 중재나 조정을 통해 결정된 사항을 제대로 이행하지 않는 경우에도 제재를 부과할 수 있다. 즉 회원이나 그 제휴관계인이 증권업협회 규칙에서 정하고 있는 중재절차에 따르지 않거나, 당해 규정에서 정해진 바에 따른 문서를 작성하거나 제출하지 않는 경우에 회원 또는 그 제휴관계인은 이사회로부터 제재를 받을 수 있다.

넷째, NASD는 조정이나 중재와 같은 분쟁해결시스템의 실효성을 확보하기 위해서도 제재수단을 활용할 수 있다. 예컨대 회원이나 그 제휴관계인이 분쟁조정에 관한 중재판정에 대하여 이의제기가 없는 상황에서, 정당하게 도출된 중재인의 중재판정(award of arbitrators)을 준수하

70) 특기할 만한 것은 NASD 부속정관 제13조 제2항에서 이러한 이사회의 제재 부과권은 위임계획(Delegation Plan)에 따라 위임할 수 있다고 규정하고 있다는 점이다. 위임계획은 동 부속정관 제1조 (i)호에 규정되어 있으며, 이것은 “NASD에 의한 자회사에 대한 기능의 분배·위임 계획(Plan of Allocation and Delegation of Functions by NASD to Subsidiaries)으로서, SEC의 승인을 받으며 그리고 수시로 개정될 수 있는 것”이라고 정의되어 있다.

71) NASD 부속정관 제13조 1항 (a), (b), (c) 참조

지 않거나, 중재 또는 조정(mediation)의 결과에 따른 집행합의(written and executed settlement and agreement)를 이행하지 않는 경우에도 이사회가 제재를 부과할 수 있다.

다섯째, 회원이나 제휴관계인이 이사회나 또는 통일관습규칙(Uniform Practice Code)의 적용대상이 되는 거래와 관련하여 이사회로부터 위임받은 권한을 행사하는 위원회의 공식적인 재결(official ruling)을 거부하거나, 위임계획에 따라 이사회로부터 권한을 위임받은 단체(entity)가 발하는 재결(ruling)이나 명령(order), 지시(direction) 또는 결정(decision) 등을 준수하지 않거나 또는 이사회가 부과하는 제재(sanction), 벌과금(fine) 또는 비용(costs)을 지급하지 않는 경우에도 제재를 부과할 수 있다.⁷²⁾

회원 또는 제휴관계인이 이러한 제재대상이 되는 행위를 한 경우에 이사회가 부과할 수 있는 구체적인 제재수단에 대하여는 부속정관 제13조 제1항 전단⁷³⁾에 규정되어 있다. 즉 이사회는 회원 또는 그 제휴관계인이 증권업협회규칙 또는 기타 증권관련법률 등을 위반한 경우, 견책(censure), 벌과금(fine), 회원자격의 정지 또는 박탈(suspension or expulsion from membership), 다른 모든 회원과의 제휴관계의 정지 또는 금지, 회원의 활동·기능·운영의 제한 또는 기타 적절한 제재를 포함하여 회원에게 적용가능한 제재(sanction)를 부과할 수 있다.

이사회 제재부과권 및 제재절차에 관한 부속정관 규정은 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (7)호, (8)호에서 정하고 있는 증권업협회의 제재권한에 근거한 것으로 볼 수 있으며, NASD는 부속정관을 통해 증권거래법에서 규정된 내용을 보다 구체적으로 정하고 있는 것이다.

72) NASD 부속정관 제13조 1항 (d), (e) 참조

73) NASD 부속정관 제13조 1항 이하의 (a), (b), (c), (d), (e)에 걸쳐 제재가 부과되는 사항에 대하여 규정하고 있다.

나) NASD의 제재절차

NASD 부속정관 제12조에서는 이사회가 회원 및 그 제휴관계인들과 관련된 제재절차를 제정할 권한이 있음을 명시하고 있다.⁷⁴⁾ 즉 NASD는 회원 등에 대하여 제재를 부과할 경우에는 공정한 절차에 따라야 하고, NASD는 제재부과를 위한 적법절차를 구축해야 한다.

NASD의 부속정관이나 증권거래법에서 달리 허용하고 있는 경우를 제외하고는, NASD의 제재절차가 진행되는 과정에서 회원이나 제휴관계인에게 직접 혹은 변호인에 의해 자신의 행위를 변호할 수 있는 기회를 주어야 한다. 또한 회원 및 제휴관계인에 대한 제재 여부를 결정하기 위한 절차가 진행되면, 제재당사자에게 제재금(charges)이 부과될 수 있는데, 제재금 부과에 대해 제재당사자인 회원 또는 제휴관계인에게 통지를 하고 이에 대한 항변의 기회를 주어야 한다. 아울러 NASD는 제재와 관련된 기록을 작성하여 보관할 의무가 있다.⁷⁵⁾

한편, NASD의 제재결정에는 일정한 내용이 포함되어 있어야 한다. 즉 회원이나 제휴관계인이 직접 실행했거나 또는 부작위한 것으로 볼 수 있는 행위 또는 관행이 존재하였음을 명시해야 하고, 일정한 행위·관행 또는 부작위 등으로 인해 위반된 것으로 간주되는 규칙·규정 또는 법령을 포함해야 한다. 또한 위반을 발견한 근거와 이러한 위반에 따라 회원 또는 제휴관계인에게 부과된 제재도 포함해야 한다.

NASD는 규칙을 제정하고 규칙 등을 위반한 회원 및 제휴관계인에게 제재를 부과할 수 있는 권한이 인정되지만, 적법절차를 통한 제한을 두고 있는 것으로 볼 수 있다. 즉 1934년 증권거래법과 NASD 부속정관은 회원 등에 대한 제재부과시 적법절차에 따라서 하도록 요구함으로써, NASD가 제재부과권을 남용할 가능성을 사전에 차단하려는 것이다. 그

74) NASD 부속정관 제12조 1항 참조

75) NASD 부속정관 제12조 20항 참조

렇지만 제재에 관한 적법절차 문제는 단순히 제재권한의 남용을 예방하는 것에 그치는 것이 아니라, 제재의 실효성을 확보하는 것과는 밀접한 관련이 있다.⁷⁶⁾

76) 적법절차의 구축을 통한 제재의 실효성 확보에 관한 문제는 후술한다.

V. NASD의 제재부과

1. 제재부과에 관한 NASD Rule
2. 제재부과의 지침 : NASD Sanction Guidelines
3. NASD의 제재부과 실태

V. NASD의 제재부과

1934년 증권거래법과 NASD의 부속정관에 근거하여, NASD 이사회는 회원에 대하여 일정한 제재에 관한 규칙을 제정하고 이를 시행할 권한을 보유하고 있다. 그렇다면 실제로 NASD가 회원들에게 어떤 위반행위에 대하여 제재를 부과하고, 제재부과시에는 위반행위의 어떠한 측면을 주로 평가의 대상으로 삼는지에 관한 의문이 제기된다. 또한 NASD가 회원들을 제재함에 있어 어떠한 제재수단을 주로 사용하며, 실제로 어떠한 위반행위가 주로 발생하는지에 관한 의문도 제기된다.

이하에서는 NASD가 회원 및 그 제휴관계인의 규칙위반행위에 대하여 어떤 제재처분을 부과하는지에 대하여 NASD의 규칙(Rule)⁷⁷⁾을 중심으로 살펴본다. 그리고 NASD의 제재에 대한 지침(NASD Sanction Guidelines)을 중심으로 제재처분에 관한 NASD의 일반원칙 내지 중요한 고려사항을 검토한 후, 실제 NASD의 제재운용 현황을 살펴보기로 한다.

1. 제재부과에 관한 NASD Rule

1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (7)호와 NASD의 부속정관 제13조 제1항에서는 NASD가 회원 및 제휴관계인에 대한 제재처분으로 자격의 정지 및 박탈, 활동 또는 기능 및 영업의 제한, 벌과금, 견책 및 기타 적절한 제재수단을 부과할 수 있도록 하여, 회원에 대한 제재와 관련하여 NASD에게 상당한 재량권을 부여하고 있다. 이에 따라 NASD는 회원

77) NASD Rule은 전반적으로 보아 General Provisions(0100), Membership and Registration Rules(1000), Conduct Rules(2000-3000), Marketplace Rules(4000-7000), 그리고 Procedural Rules(8000-11000)로 구성되어 있다.

및 그 제휴관계인에 대한 조사와 제재수단, 제재부과절차 등과 관련하여 Rule 8000~11900에 이르는 방대한 분량에 걸쳐 매우 자세한 절차규칙(Procedural Rules)을 두고 있다.

이들 절차규칙의 구성을 간략하게 살펴보면, 우선 Rule 8000 이하의 규정은 조사와 제재(Investigation and Sanction)에 관한 내용으로, 위반이 포착되는 어떤 행위에 대한 사전조사절차와 그에 대한 제재수단에 관한 일반적인 내용을 정하고 있다. Rule 9000 이하는 제재, 제재에 대한 재심, 기타 관련절차, 중재 및 조정 등과 관련된 절차 전반을 모두 포함하는 절차규정(Code of Procedure)이다.

이하에서는 1934년 증권거래법과 NASD 부속정관에서 규정하고 있는 이사회의 제재부과권이 NASD의 규칙(Rule)을 통해 구체적으로 어떠한 내용으로 정해져 있는지에 대하여 살펴보기로 한다.

가. 회원 및 제휴관계인에 대한 제재부과 : NASD Rule 8310

NASD Rule 8110은 절차규칙의 일반규정으로서, 고객들로 하여금 필요한 경우 언제든지 이용할 수 있도록, NASD 회원들은 자신의 지점에 NASD Manual을 비치·제공하도록 규정하고 있다. 이것은 기본적으로 NASD가 회원 또는 제휴관계인들의 위반행위를 감리 등을 통해 감지하기도 하지만, 고객들이 제기하는 민원 및 신고사항으로부터 인식하는 경우도 많으므로, 고객들로 하여금 증권업협회 규칙을 보다 쉽게 인지하고 확인할 수 있도록 하기 위한 것이다.

Rule 8200에서는 제재와 관련된 사전조사절차에 관하여 규정하고 있으며, 본격적인 제재부과와 그 효과에 관하여는 Rule 8300 이하의 제재조항에서 정하고 있다. Rule 8310은 규칙위반에 대한 제재(sanctions for violation of the rules)라는 제목으로, 제재부과(imposition of sanction)

및 제재부과에 대한 당사자의 동의(assent to sanction)에 대하여 규정하고 있다. IM⁷⁸⁾-8310-1에서는 정지, 철회, 취소 또는 금지의 효과(effect of a suspension, revocation, cancellation or bar)에 관하여 규정하고 있으며, IM-8310-2에서는 공개적 공시프로그램을 통한 제재 및 기타 정보의 배포(release of disciplinary and other information through the public disclosure program)에 대하여 규정하고 있다.

NASD는 연방 증권법 및 관련 규칙 또는 규정, 또는 증권업협회규칙 등을 위반하거나 또는 이사회가 발한 명령, 결정 등을 거부하는 회원 또는 제휴관계인에 대하여 Rule 9000에서 정하고 있는 절차에 따라 제재를 부과할 수 있다. Rule 8310(a)⁷⁹⁾는 증권업협회가 부과할 수 있는 제재수단으로 견책, 벌과금, 회원자격의 정지 또는 특정기간 또는 특정행위의 수행에 필요한 기간 동안 제휴관계인의 등록정지, 회원자격박탈, 회원자격의 취소 또는 제휴관계인의 등록 취소 또는 철회, 회원 또는 제휴관계인의 다른 회원과의 제휴관계 정지 또는 금지, 회원 또는 제휴관계인에 대한 일시적 또는 영구적 중지명령(cease and desist order)의 부과 등의 조치를 정하고 있다. 그렇지만 이들 열거된 제재수단 외에도 상황에 따라 적절하다고 판단되는 다른 형태의 제재를 부과할 수도 있다. Rule 8310 (b)항에서는 당사자 중 일방이 Rule 9000에 따라 제재처분에 대한 재심 등을 청구하지 않는 경우, 해당 제재처분의 부과에 대해 동의(assent)한 것으로 간주한다고 규정하고 있다.

그리고 이와 관련된 해석자료인 IM 8310-1과, IM 8310-2에서는 각각 정지, 철회, 취소 또는 금지의 효과와 PDP(Public Disclosure Program)⁸⁰⁾

78) “IM”이란 해석(interpretations), 결의(resolutions), 해설(explanations), 방침(policies) 및 지침(guidelines)을 포함하여, 아직 Rule 형태로까지는 발전하지 않은 NASD Rule의 해석자료(Interpretive Material)를 의미한다.

79) NASD Rule 8310(a) 참조

80) PDP는 투자자들이 증권업자나 그 소속 임직원과의 거래관계 여부를 결정하

를 이용한 제재내역의 공시에 대하여 규정하고 있다.

먼저 IM 8310-1에서는 NASD 또는 SEC가 제휴관계인의 등록자격을 정지, 철회 또는 취소하는 처분 또는 기타 회원들과의 더 이상의 제휴관계를 금지하는 처분을 발한 경우, NASD는 당해 제휴관계인이 제휴관계로부터 발생하는 일체의 권한을 보유하지 못하도록 해야 한다고 정하고 있다. 또한 NASD 또는 SEC가 제휴관계인에 대하여 정지처분을 발한 경우, 정지기간 동안 회원은 제재를 받은 제휴관계인에게 급여, 수수료, 이익 또는 기타 증권거래로부터 직접적·간접적으로 발생하는 일체의 보상을 지급하지 못하도록 되어 있다.

한편 IM 8310-2에서는 PDP를 통해 제재내역 및 기타 정보를 공개하도록 하는 내용을 정하고 있다. PDP는 NASD가 1988년 도입하여 운영하고 있는 일반 공시 프로그램으로, 일반투자자에게 증권회사 임직원에게 관한 정보를 무료전화나 이메일 전송 등을 통해 제공해주는 것을 말한다. 투자자가 서면이나 무료전화로 요청하는 경우, NASD는 현재 또는 과거의 NASD 회원, 지난 2년 내에 등록된 제휴관계인 등에 관하여 CRD(Central Registration Depository)에 구축된 정보들 중에서 회원 및 그 제휴관계인의 고용 및 제재경력에 관한 일정한 내용의 정보(certain information)를 제공하여야 한다.

는데 도움이 될 수 있도록 관련 정보를 제공하는 것으로, 투자자 보호를 위한 NASD의 중요한 서비스 중 하나이다. PDP는 Form U-4(Securities Industry Registration and Transfer를 위한 소정양식), Form BD(Broker-Dealer Registration을 위한 소정양식)에 따라 보고하는 NASD 회원 및 그 제휴관계인에 관한 정보를 제공한다. 1934년 증권거래법 제15A조 (i)항에 근거를 두고 있으며 SEC Rule 및 NASD 규칙에 따라 운영되고 있다.

나. 제재금의 납부 및 절차비용의 부담 : Rule 8320 및 Rule 8330

Rule 8320에서는 벌과금, 기타 금전적 제재 또는 비용의 납부 및 미납에 대한 약식조치(payment of fines, other monetary sanctions, or costs: summary action for failure to pay)에 대하여 규정하고 있다. 그리고 절차에 따른 비용부담(costs of proceedings)에 관하여는 Rule 8330에서 정하고 있다.

먼저, Rule 8320에서는 제재의 일종인 벌과금, 기타 금전적 제재수단에 관한 납부와 미납에 대한 처리에 관하여 규정하고 있다. 제재로 부과 받은 벌과금이나 기타 비용 등은 NASD의 재정담당부서(Treasurer of the Association)에 납부해야 하며, 납부된 금액은 NASD의 일반목적상의 경비로 사용된다. 만일 Rule 8310에 의해 부과 받은 벌과금이나 기타 금전적 제재 또는 Rule 8330에 의해 부과 받은 절차비용 등을 납부에 관한 서면통지 후 7일이 경과한 뒤에도 미납한 회원은 회원자격이 정지되거나 박탈될 수 있다. 또한 벌과금 등을 미납한 제휴관계인과의 제휴관계를 즉시 종료하지 않는 경우, 당해 회원에게 회원자격의 정지 또는 박탈을 할 수 있도록 하여, 제휴관계인의 벌과금 납부를 간접적인 방식으로 강제하고 있다. 이러한 벌과금이나 금전적 제재를 받은 제휴관계인이 통지 후 7일 이후에도 해당 금액을 여전히 미납하는 경우에는 당해 제휴관계인의 등록을 약식절차에 의해 철회할 수 있다.

한편, NASD Rule 8330에서는 Rule 8310에 의해서 제재를 받는 회원이나 제휴관계인에게 처리절차에 수반되는 비용(costs of proceedings)의 일부를 부담하게 할 수 있도록 규정하고 있다.

2. 제재부과의 지침 : NASD Sanction Guidelines

증권거래법 및 NASD 부속정관, 규칙 등에서는 NASD가 회원 및 제휴관계인에게 부과할 수 있는 제재수단과 그 절차에 대하여 규정하고 있을 뿐, 구체적으로 어떠한 위반행위에 대하여 제재수단을 어느 정도의 범위에서 부과할 것인지에 관한 문제는 언급하고 있지 않다. 위반행위가 발생하는 상황이나 시기, 내용 등에 따라 개별 사건별로 판단하여 제재수단을 부과하는 것이 보다 효율적이므로, 지나치게 구체적인 기준을 규칙에서 정하는 것은 오히려 바람직하지 않을 수도 있다.

그러나 제재의 수준이나 범위를 정하는 과정에서 제재를 하는 쪽이나 제재를 받는 쪽 모두 예측가능성을 확보하기 위해서는 일정한 기준 내지 지침이 필요하다. 왜냐하면 제재를 부과하는 입장에서는 제재결정이 자의적이라는 비난을 받지 않고, 보다 적절하고 효율적인 제재처분을 내리기 위해서, 구체적인 지침을 확립하여 이를 근거로 구체적 타당성 있는 제재를 결정하고자 할 것이기 때문이다. 또한 제재를 받는 회원이나 그 제휴관계인의 입장에서도 자신이 행한 위반행위에 대하여 어떤 종류의 제제조치가 어느 정도의 범위에서 부과될 것인지에 대한 대략적인 예측을 할 수 있기를 원하기 때문이다.

이에 대하여 NASD는 재결위원회(National Adjudicatory Council: NAC)가 작성한 제재지침(NASD Sanction Guidelines)을 제재처분 부과시에 활용하고 있으며, 제재대상자나 NASD 임직원 역시 화해나 통지, 청문 등에 이 제재지침을 참조하고 있다. 그렇지만 이것은 재결담당자(adjudicator)들로 하여금 보다 공정하고 일관성 있는 제재를 부과할 수 있도록 하기 위한 기준 내지 권고일 뿐, 특정 위반행위에 대한 확정된 제재수단을 정하고 있는 것은 아니다. 따라서 재결담당자가 제재지침에서 제시하고 있는 제재수단의 종류나 범위에 구속되는 것은 아니며, 위

반행위의 상황이나 중요성에 따라 달리 결정될 수 있다.

이하에서는 NASD가 제재부과시 고려하는 일반원칙과 중요한 검토요소에 대하여 살펴보기로 한다. 그리고 제재지침에서 제시하고 있는 제재수단과 제재정도에 관하여 제시한 기준을 구체적으로 검토해 보기로 한다.

가. 제재부과시 적용되는 일반원칙

NASD는 회원 및 그 제휴관계인에 대한 제재를 결정하는 과정에서 다음과 같은 일반원칙(General Principles Applicable to All Sanction Determinations)⁸¹⁾을 제시하고 있다.

첫째, NASD는 본질적으로 제재조치가 위반행위로 인한 피해구제를 위한 것으로서, 재결담당자(adjudicator)는 위반행위의 심각성을 고려하여, 제재대상자(respondent)가 향후 위반행위는 물론 유사한 형태의 위반행위도 하지 않을 정도로 충분하고 의미 있는 제재처분을 부과해야 한다는 점을 명시하고 있다. NASD는 이러한 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우라면, 제재에 관한 지침에서 권고하는 수준을 초과하는 정도의 제재조치를 부과하는 것도 허용하고 있다. 다만 재결담당자는 제재조치를 부과하는 시점에서, 위반행위를 한 회원의 기업규모를 감안해야 하며, 본질적으로 제재조치는 단순한 처벌(punitive)에 그치는 것이 아니라 향후 위반행위에 대한 억지력을 발휘할 수 있는(deterrent) 수준의 것이어야 한다고 설명하고 있다.

둘째, 제재의 가장 중요한 목적이 회원 또는 제휴관계인에 의해 이루어지는 불공정행위의 억제 및 금지이므로, NASD는 상습적인 제재대상자에 대하여는 보다 엄격하고 무거운 제재조치를 취하도록 명시하고 있

81) NASD Sanction Guidelines(2004) 참조

다. 따라서 재결담당자는 제재대상자에 대한 제재 처분시, 과거의 위반행위에 관한 전력을 반드시 검토하여야 한다. 만일 제재대상자가 과거에도 유사한 위반행위를 한 전력이 확인되거나, 또는 기타 규제상의 요건이나 투자자 보호 및 상도의(商道義)에 어긋나는 위반행위를 한 사실이 확인될 경우에는, 처음으로 위반행위를 한 제재대상자에 비하여 보다 엄격하고 무거운 제재조치를 취해야 한다. 또한 제재대상자가 과거에 위반 사실이 없었다고 하더라도, 문제된 위반행위의 정도가 매우 심각하다면 역시 보다 엄격한 제재를 받을 수 있다.

셋째, 제재조치는 특정 사안에서 문제된 위반행위와 관련하여 부과되어야 하며, 재결담당자는 상황에 맞게 적절한 제재수단을 부과해야 한다. 즉 1934년 증권거래법이나 NASD 부속정관에 근거한 규칙 등에서 자격이나 제휴관계의 정지나 금지, 견책이나 벌과금, 영업활동의 제한 등을 제재수단을 정하고 있으나, 이것은 어디까지나 예시적인 것이다. 따라서 어떤 위반행위에 대하여 각 경우에 따라 새로운 제재수단을 이용할 수도 있고, 하나 이상의 제재수단을 중첩적으로 활용할 수도 있다.

넷째, 위반행위가 중첩적·누적으로 발생하는 경우 위반행위의 성격이나 제재의 목적에 따라, 금전적 제재수단을 다양하게 활용할 수 있다. 예를 들어 유사한 형태의 위반행위가 여러 번 이루어진 경우, 이에 대한 금전적 제재를 합산하여 부과할 수 있다. 또한 해당 위반행위가 비고의적이고 과실에 기한 것이거나, 투자자 보호 목적에 위배되는 결과를 야기하지 않았거나, 혹은 단순한 시스템상의 문제 등인 경우에는 이들 유사성이 있는 위반행위에 대한 제재 역시 금전적 제재를 합산하여 부과할 수 있다. 그렇지만 상황이나 사실관계에 따라서는 복수의 위반행위가 발생하고 이들 위반행위에 대하여 제재가 개별적으로 부과되어야 하는 경우도 있을 수 있다. NASD는 제재의 목적과 행위의 형태에 따라 재량적인 제재처분을 인정하고 있다.

다섯째, 위반행위의 개선을 위하여 적절하다면, 재결담당자는 손해배상(restitution)이나 원상회복(rescission)을 명하여야 한다. 손해배상이야말로 일방의 위법행위로 인한 손해를 타방에게 배상하고 원상회복을 하기 위한 가장 전형적인 방식으로, 제재결정자는 위반행위의 개선을 위해서는 손해배상이 가장 적절한 제재수단이라고 결정할 수 있다. 제재수단으로 손해배상을 명령할 경우에는 반드시 실제 발생한 손해에 근거하여 손해배상 수준을 정해야 한다. 또한 필요한 경우 재결담당자는 제재대상자에게 피해를 입은 상대방에 대한 원상회복을 명할 수도 있다.

여섯째, 재결담당자는 벌과금을 정할 때, 위반행위자가 얻은 부당이익(ill-gotten gain)을 고려해야 한다. 만일 제재대상자가 자신의 위반행위로 인해 직접적 혹은 간접적으로 어떤 재정상의 이익(financial benefit)을 얻었다면, 제재처분시 이들 이익을 환수할 수 있도록 해야 한다.

일곱째, 이상의 원칙들을 고려할 때 제제조치는 해당 회원 또는 제휴관계인이 부담할 수 있는 것이어야 한다. 재결담당자는 벌과금이나 손해배상액을 명할 경우, 해당 금액이 제재대상자가 아무리 최선을 다해도 이행불가능한 것인지의 여부에 대하여 검토할 필요가 있다. 선의의 이행무능력(bona-fide inability)에 대한 입증책임은 그러한 무능력을 주장하는 제재대상자에게 있다. 그리고 재결담당자는 제재대상자의 자력이나 규모 등을 감안하여 벌과금이나 손해배상액의 면책, 감액이나 포기 등의 조치를 취할 수 있다.

나. 제재부과시 중요하게 고려되는 사항

NASD의 제재지침에서는 제재에 관한 일반원칙 외에도, 제재 부과시 중요하게 고려되는 사항(Principal Considerations in Determining Sanctions)

들을 간략하게 제시하고 있다. 그렇지만 이들 사항은 예시적인 것으로서, 재결담당자는 사안에 따른 개별적인 요소를 모두 고려할 수 있다.

우선, 가장 중요하게 고려되는 요소는 제재대상자와 관련된 과거의 제재내력이다. 이것은 NASD가 제시하고 있는 제재의 일반원칙과도 관련되어 있다. 마찬가지로 제재대상자가 기타 위반행위에 개입했는지의 여부도 고려대상이 된다.

둘째, 감독당국이나 회원사(제재대상자가 개인인 경우)가 개입하거나 조사를 개시하기 전에, 제재대상자 스스로 위반행위를 개선하기 위한 후속조치를 취했는지의 여부, 또는 제재대상자가 위반행위에 대하여 스스로 손해배상금을 지급하거나 기타 그에 대한 구제행위를 하기 위해 합리적인 노력을 기울였는지의 여부가 제재부과시의 중요한 고려대상이 된다. 이들 사항은 위반행위가 발생한 경우, 제재대상자가 자력으로 위반행위에 대한 구제조치를 하기 위해 최선을 다했는지의 여부를 검토하고, 이를 제재에 반영하기 위한 것으로 보인다.

셋째, 위반행위를 할 당시 제재대상자인 회원이 합리적이고 실제로 운용되고 있는 적절한 감독절차 내지 통제를 수행하고 있었는지의 여부 또는 임직원들에 대하여 적절한 교육 및 훈련기회를 부여하고 있는지에 대한 것도 제재부과시의 중요한 고려대상이 된다. 특히 이것은 NASD의 회원인 증권회사 등을 상대로 한 것으로, 고용주인 회원이 임·직원 또는 제휴관계인들을 상대로 감독과 통제책임을 적절하게 수행했는지의 여부를 묻고 있는 것이다.

넷째, NASD는 제재부과를 위한 조사 진행시, 제재대상자가 자신의 위반행위를 은폐하려고 하거나, 규제당국의 조사를 오도하거나 관련된 피해자인 고객을 유인하는 등의 행위를 했는지의 여부도 중요한 고려사항이라고 판단하고 있다. 또한 NASD의 절차 진행에 대하여 성실하게 조력했는지 아니면, 조사를 지연시키거나 조사에 필요한 정보를 누락하

거나 부정확한 정보를 제공하는 등의 방해행위를 했는지의 여부 역시 제재의 범위를 결정하는 과정에서 중요한 요소로 고려될 수 있다. 이것은 NASD의 공정하고 효율적인 제재절차의 진행을 확보하기 위한 것으로 보인다.

다섯째, 어떤 위반행위에 대하여 제재를 부과함에 있어, 그 행위의 원인이나 결과를 신중하게 검토해야 한다. 즉 해당 위반행위가 단순한 과실로 인한 것인지 아니면 고의적이거나 무모할 정도로 의도적인 행위였는지의 여부에 대하여 검토하는 한편, 해당 행위의 결과가 일반 투자자 보호라는 공익목적에 어느 정도의 피해를 가져왔는지의 여부도 함께 검토해야 한다. 또한 이와 관련하여 위반행위로 인해 손해를 입거나 피해를 본 고객이 어느 정도로 전문지식이 있는 투자자(sophisticated investor)인가의 여부도 함께 고려하도록 하고 있다는 점에서 주목할 만하다.

마지막으로, NASD는 제재를 부과할 때 문제된 위반행위의 회수, 규모 및 거래의 특성 등을 종합적으로 고려해야 한다고 권고하고 있다.

다. 제재부과 수준에 관한 지침

1) 제재수단에 관한 지침

NASD의 제재지침은 제재수단에 관하여도 일정한 기준을 보여준다. 제재수단에 따라 그 범위나 수준 또는 중복적 부과 여부 등을 구체적으로 제시하고 있다. 특히 벌과금이나 손해배상 등 금전적 제재와 관련하여 세부적인 지침을 정하는 한편, 보다 무거운 수단으로 볼 수 있는 회원자격에 대한 제재부과에 대하여 융통성을 부여하는 등 제재수단에 대한 예측가능성을 제공하고 있다.

첫째, 제제조치로서 일정기간 자격정지를 명할 경우, 자격정지기간을

정하는 방식에 대하여 언급하고 있는데, 제재지침에 따르면 30일 이하의 기간 동안 자격정지를 부과할 경우 그 기간은 영업일(business days)을 기준으로 정하고, 31일 이상의 기간 동안 자격정지를 부과할 경우에는 달력일(calendar days)을 기준으로 정하도록 권고하고 있다.

둘째, 견책조치의 경우 제재지침은 특별히 견책조치를 취해야 하는 위반행위를 정하고 있는 것은 아니지만, 견책조치를 부과하지 말아야 할 경우를 2가지로 나누어 제시하고 있다. 이것은 1999년 11월에 NASD가 회원에게 통지한 견책조치에 관한 새로운 방침(NASD's new censure policy)⁸²⁾에 근거한 것이다. 하나는 위반행위에 대해 부과된 금전적 제재(벌과금, 환수, 손해배상 포함) 총액이 5,000달러 이하이고, 자격정지 또는 금지의 제재조치를 취한 경우이다. 다른 하나는 재결담당자가 위반행위에 대해 금지, 자격정지 또는 제명 조치를 취한 경우이다. 하지만 만일 제재대상자가 지급무능력 또는 파산 등을 이유로 5,000달러의 벌과금을 감액받거나 면제받은 경우, 재결담당자는 견책조치를 취해야 한다.

셋째, 벌과금을 부과하는 경우 하나의 위반행위와 관련된 각 당사자들에게 개별적으로 부과할 수도 있고, 두 명 이상의 제재당사자들에게는 이들에게 공동으로 혹은 개별적으로 벌과금을 부과할 수도 있다.

넷째, 금전적 제재에 관하여는 금전적 제재의 부과 및 납부 등에 관하여 비교적 자세한 기준을 제시하고 있다. 금전적 제재는 위반행위에 대한 구제 및 향후 위반행위에 대한 억제라는 제재조치의 본래 목적을 비교적 손쉽게 달성할 수 있는 수단으로, 실제로 재결담당자들에게 상당한 재량이 인정되는 제재조치이기도 하다. NASD는 1999년 10월에 금전적 제재조치의 부과 및 징수(Policy Regarding Imposition and Collection of Monetary Sanctions)에 관한 회원통지⁸³⁾를 발표한 바 있다. 이 통지에서

82) NASD(1999. 11) 참조

83) NASD(1999. 10) 참조

는 금전적 제재조치를 부과하지 말아야 할 경우를 제시하고 있으며, 부과된 금액의 징수 및 납부에 관한 사항을 정하고 있다.

개인이 금지조치를 받았고, 고객에게 아무런 피해가 발생하지 않았다면, NASD Rule 8210⁸⁴⁾에 따른 위반행위 조사와 관련하여 자료제공을 제대로 하지 못했거나, 시험에서 부정행위를 한 경우 등이라면, 재결담당자는 추가적으로 금전적 제재조치를 부과하지 말아야 한다. 또한 이미 개인이 금지조치를 받았고 재결담당자가 손해배상 또는 부당이득의 반환을 명하였다면, 펀드 또는 주식의 횡령 또는 부정사용이 문제된 경우 역시 별도로 금전적 제재조치를 부과하지 말아야 한다.⁸⁵⁾

다섯째, 회원자격의 정지, 금지 및 박탈조치는 이상의 조치들에 비해 비교적 강도가 높은 제재수단이다. 제재지침은 정지조치의 경우 2년을 초과하지 않도록 권고하고 있다. 정지조치에 대하여 이러한 상한선을 두고 있는 것은 정지기간을 2년 이상으로 해야 할 정도로 심각한 위반행위나 특수한 상황이 드물 뿐 아니라, 2년 이상의 정지조치는 사실상 제명(회원의 경우)이나 금지(제휴관계인인 경우)에 해당하는 것으로 볼 수 있기 때문이다. 비록 제재지침에서는 정지기간이 2년을 초과하지 않도록 권고하고 있지만, NASD 규칙에 따라 재결담당자는 2년 이상의 기간을

84) NASD Rule 8210(Provision of Information and Testimony and Inspection and Copying of Books)은 위반행위 내지 고객의 불평 제기에 대한 조사 시 회원 또는 제휴관계인에게 장부나 기록, 정보 등에 대하여 요구할 권리가 있음을 규정하고 있다.

85) 그렇지만 해당 위반행위로 인한 피해가 광범위하고, 고객에게 중대한 손해를 야기한 경우 혹은 제재대상자가 위반행위에 의해 상당한 부당이득을 취하고 있는 경우라면 금전적 제재조치를 추가적으로 취할 수 있다. 즉 위반행위자가 모든 거래에서 금지조치를 받았다고 하더라도, 재결담당자는 그에게 손해배상 또는 부당이득반환 명령을 부과할 수 있고 추가적인 금전적 제재조치도 가능하다. 금전적 제재조치 외에 재결담당자는 제재대상자에게 손해배상을 명령할 수도 있는데, 이 때 제재지침은 손해배상 명령 시에는 이자에 대하여도 계산하도록 규정하고 있다.

정하여 자격정지를 명할 수도 있고 또는 기간을 특정하지 않은 채 위반 행위와 연동하여 자격정지조치를 취할 수도 있다. 또한 제휴관계를 금지당한 개인에 대하여, NASD는 규정상 특별허가 등을 통해 다시 증권산업 종사자로 편입될 수 있도록 비교적 융통성있게 정하고 있지만, 동 제재지침은 이들이 다시 증권산업에 편입되지 않도록 권고하고 있다.

2) 위반행위 및 제재조치의 범위에 관한 지침

NASD 제재지침은 제재대상이 되는 위반행위를 11개의 항목으로 분류하고 각각의 행위에 의해 위반되는 NASD의 규칙을 정리하고 있다. 그리고 이들 행위에 대하여 제재조치를 부과할 경우, 중요하게 고려해야 하는 사항들을 지적하고, 위반행위에 대한 제재조치의 범위를 제시하고 있다. 금전적 제재조치를 부과할 경우 벌과금의 상한선과 하한선을 제시하고, 정지나 금지 기타 제재를 부과할 경우 그 기간의 산정에 관한 기준을 정하고 있다.⁸⁶⁾

제재지침에서 분류하고 있는 위반행위의 항목들을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 즉, 제휴관계인이 소속회사로부터 일탈하여 하는 행동(activity away from associated person's member firm), 중재판정(arbitration award)을 성실히 이행하지 않는 행동, 증권분매(distribution of securities)와 관련된 위반행위, 회원의 재무 및 운영상의 관행(financial and operational practices)과 관련된 규칙위반, NASD의 제재관련조사 방해행위(impeding regulatory investigations), 자금남용 및 문서위조행위(improper use of fund/forgery), 회원자격 및 요건에 관한 불이행

86) 이들 상·하한선 또는 기간, 중요한 고려사항 등에 관한 제재지침의 권고는 NASD가 회원 및 제휴관계인에 관한 제재처분을 함에 있어서 일관성과 통일성을 기하기 위해서 작성한 지침이다. 따라서 재결담당자는 위반행위의 발생상황이나 심각성 정도, 위반행위자의 정당화 사유 등을 종합적으로 고려하여 재량적으로 판단할 수 있음은 이미 설명한 바와 같다.

(qualification and membership), 시장의 공정한 운영(quality of markets)과 관련된 각종 위반행위, 회원의 영업관행(sales practice)과 관련한 위반행위, NASD의 감독(supervision)과 관련된 위반행위로 분류하고, 각각의 경우에 보다 세부적인 위반행위 형태와 위반대상이 된 NASD 규칙들을 적시하고 있다.

이하에서는 제휴관계인이 소속회원사로부터 일탈하는 행위 중, 미등록 증권거래(selling away, private securities transactions)와 NASD의 제재관련조사 방해행위(impeding regulatory investigation)를 예로 들어, 제재지침이 어떠한 기준을 제시하고 있는지에 대하여 구체적으로 살펴보기로 한다.

가) 사례 1 : 미등록 증권거래행위

미등록 증권의 거래는 NASD의 영업행위준칙(Conduct Rules) 2110과 3040에 위반되는 행위이다. 이러한 위반행위에 대한 제재처분시 재결담당자는 거래금액, 관련된 고객의 수, 미등록증권거래를 한 기간, 연방증권법규·주(州)의 증권관련법률·기타 자율규제규칙을 위반하였는지의 여부, 제재대상자의 판매행위로 인해 직접적 혹은 간접적으로 투자자의 이익이 훼손되었는지의 여부 및 그로 인한 피해의 본질, 범위의 정도 등을 종합적으로 고려해야 한다.

이러한 위반행위에 대하여 부과되는 금전적 제재기준은 제휴관계인과 회원사로 구분되어 제시되어 있다. 금전적 제재조치의 경우 제휴관계인은 최하 5,000달러에서 최대 50,000달러 범위의 벌과금을 부과받으며, 이러한 미등록 증권거래의 존재에 대해 서면으로 통지를 받았음에도 불구하고 이에 관한 허용이나 금지 등에 관해 아무런 조치를 취하지 않은 회원사에 대해서는 위반행위에 따른 일부의 책임이 있는 것으로 보아,

2,500달러 내지 10,000달러의 벌과금을 부과할 수 있다.⁸⁷⁾

자격의 정지나 금지 등 기타 제재조치 역시 미등록 증권거래를 한 제휴관계인과 이를 제대로 통제하지 못한 회원사를 구분하여 적용하도록 되어 있다. 제휴관계인에 대한 제휴관계의 금지조치를 부과할 때, 제재지침은 재결담당자가 해당 거래의 기간, 거래금액의 규모, 관련된 고객 수 등을 기준으로 금지기간을 정하도록 권고하고 있다. 만일 거래금액이 100,000달러 이하인 경우에는 최하 10영업일에서 최대 3개월 동안 제휴관계 금지조치를 부과할 수 있고, 만일 거래금액이 100,000달러를 초과하고 500,000달러 이하인 경우에는 3개월 내지 6개월간의 제휴관계 금지를 명할 수 있다. 거래금액이 500,000달러를 초과하고 1,000,000달러 이하인 경우에는 6개월 내지 12개월의 범위 내에서 제휴관계 금지처분을 할 수 있으며, 만일 거래금액이 1,000,000달러를 초과하는 경우에는 12개월의 제휴관계 금지조치를 부과할 수 있다.

위반행위의 실질적인 수행자인 제휴관계인에 대한 제재처분과는 별도로, 이들 제휴관계인에 대한 감독책임이 있는 회원사에 대하여도 감독책임의 소홀을 이유로 제재가 부과된다. 즉 회원사가 미등록증권거래에 대한 서면통지를 받았으면서도, 이를 허용하거나 금지하는 등의 필요한 조치를 제대로 취하지 않음으로써 위반행위를 방치한 경우에는, 이에 대한 책임이 있는 감독당사자(supervisory personnel)에게 2년 이내의 기간 동안 일부 또는 일체의 권한을 정지하도록 하는 처분을 내릴 수 있다.

나) 사례 2 : NASD의 제재관련 조사절차의 방해행위

NASD가 Rule 8210에 따라서 조사절차를 진행할 경우, 회원 또는 제휴관계인은 NASD의 협조 또는 정보 요청에 대해, 정확하고(truthful) 충

⁸⁷⁾ 물론 이러한 금액은 사건의 특성이나 위반행위의 정도에 따라 달라질 수 있다.

분한(complete) 정보나 자료를 제때에(timely) 제출해야 할 의무가 있다. NASD가 제재와 관련하여 조사절차를 진행하는 경우, 회원 또는 제휴관계인이 이러한 조사에 성실히 응하지 않거나 나아가 의도적으로 잘못된 정보를 제공하여 조사에 영향을 미치는 등의 방해행위를 하게 되면 제재지침에 의해 일정한 범위의 제재를 받게 된다.

만일 회원 또는 제휴관계인이 NASD가 요구하는 정보나 자료제공을 제대로 하지 않으면, NASD의 영업행위규칙(Conduct Rule) 2110, 절차규칙(Procedural Rule) 8210을 위반하게 된다. 이러한 위반행위에 대하여 재결담당자는 제재처분을 할 수 있는데, 이 때 회원 또는 제휴관계인이 제공한 정보 또는 자료의 성격을 고려하도록 하고 있다. 또한 해당 정보가 이미 제공되었다면 과연 NASD가 몇 차례나 요구를 했고, 회원 또는 제휴관계인이 언제 제공을 했으며, 이러한 정보를 얻기 위해 NASD가 어느 정도로 압력을 행사했어야 하는지 등에 관한 요소도 중요한 검토 사항이 된다.

이러한 정보제공 및 자료협조 등에 관한 제재조치도 자료 또는 정보의 진실성이나 행위자의 지체여부에 따라 달라질 수 있다. 만일 회원 또는 제휴관계인이 제공한 자료가 부정확한 것이었다면, 일종의 기망으로 보아 25,000달러에서 50,000달러에 해당하는 벌과금을 부과할 수도 있다. 또 제공된 자료가 부정확한 것은 아니지만, 그 내용이 불충분한 경우라면 벌과금의 범위는 10,000달러 내지 25,000달러로 다소 줄어든다. 만일 단순히 회원 또는 제휴관계인이 필요한 정보나 자료의 제공을 지체한 경우라면 벌과금의 범위는 최하 2,500달러에서 최대 25,000달러 정도이다. 벌과금의 범위가 비교적 넓은 것은 자료제공이 지체된 이유가 의도적인 것인지 아니면 단순한 과실에 의한 것인지에 따라 달라질 수 있기 때문인 것으로 보인다.

이러한 금전적 제재조치 외에도 재결담당자는 제휴관계의 금지조치를 취할 수 있다. 예를 들어 제휴관계인이 NASD의 협조요청 내지 자료

제공요청에 대해 아무런 조치도 취하지 않고 이를 방치하는 경우를 생각해 볼 수 있다. 위반사안이 중대한 것이라면 회원자격을 박탈하는 조치를 취할 수도 있지만, 참작할 만한 사유가 있다면 2년 이내의 범위에서 회원자격의 정지로 감경할 수도 있다. 정보제공이나 자료제출을 지체한 경우 해당 제휴관계인 또는 해당 업무에 관한 책임이 있는 회원사의 임직원에게 30영업일의 범위에서 활동정지를 부과할 수도 있다.

<표 V-1> NASD 제재지침의 위반행위 유형

I. 제휴관계인이 회원사로부터 이탈하여 사적으로 하는 행동 (Activity Away from Associated Person's Member Firm)	
1. 외부적 영업행위 (Outside Business Activities)	NASD Conduct Rule 2110, 3030
2. 사적 증권거래(Selling Away, Private Securities Transaction)	NASD Conduct Rule 2110, 3040
3. 제휴관계인 자신의 이익을 위한 거래 (Transactions for or by Associated Person)	NASD Conduct Rule 2110, 3050
II. 중재(Arbitration)	
1. 중재판정 (Arbitration Award)	NASD Conduct Rule 2110, Code of Arbitration Procedure Rule 10330
III. 증권의 분배(Distributions of Securities)	
1. 기업금융규칙 (Corporate Financing Rule)	NASD Conduct Rule 2110, 2170
2. 금지된 지방채영업에의 종사 (Engaging in Prohibited Municipal Securities Business)	MSRB Rule G-37
3. 결제자금 대체서비스 위반 (Escrow Violations)	NASD Conduct Rule 2110, SEC Rule 15c2-4, 10b-9
5. 미등록증권 (Unregistered Securities)	NASD Conduct Rule 2110, Section 5 of the Securities Act of 1933

<표 V-1> NASD 제재지침의 위반행위 유형(계속)

IV. 재정상 및 운영상 관행(Financial and Operational Practices)	
1. 고객보호 규정 (Customer Protection Rule)	NASD Conduct Rule 2110, SEC Rule 15c3-3
2. 순자본규정 위반 (Net Capital Violations)	NASD Conduct Rule 2110, SEC Rule 15c3-1
3. 기록보관의무 위반 (Recordkeeping Violations)	NASD Conduct Rule 2110, 3110, SEC Rule 17a-3
4. Regulation T 및 신용거래요건 (Regulation T and Margin Requirements)	Regulation T, Part 220 Issued by the Board of Governors of the FRB, NASD Conduct Rule 2110, 2520
V. 사전조사의 방해(Impeding Regulatory Investigation)	
1. 비밀유지협정 (Confidentiality Agreement)	NASD Conduct Rule 2110
2. 협조의무 위반(Failure to Respond or Failure to Respond Truthfully, Completely, or Timely to Requests)	NASD Conduct Rule 2110, Procedural Rule 8210
3. 고객민원의 해결 (Settling Customer Complaints Away from the Firm)	NASD Conduct Rule 2110
VI. 펀드의 남용/문서위조(Improper Use of Funds/Forgery)	
1. 펀드 또는 증권에의 횡령 또는 남용 (Conversion or Improper Use of Funds or Securities)	NASD Conduct Rule 2110, 2330, IM-2330
2. 문서위조, 기록 조작(Forgery and/or Falsification of Records)	NASD Conduct Rule 2110
VII. 회원자격 및 회원권(Qualification and Membership)	
1. 지점 (Branch offices)	NASD Conduct Rule 2110, Membership and Registration Rule IM-1000-4

<표 V-1> NASD 제재지침의 위반행위 유형(계속)

2. 자격시험·재교육시험에서의 부정행위·타인명의도용 (Cheating, Using an Impostor, or Possessing Unauthorized Materials in Qualifications Examinations or in the Regulatory Element of Continuing Education)	NASD Conduct Rule 2110
3. 재교육 (Continuing Education)	NASD Conduct Rule 2110, Membership and Registration Rule 1120
4. 승인 이전에 회사와 제휴한 무자격 제휴관계인(Disqualified Person Associating with Firm prior to Approval)	NASD Conduct Rule 2110, Membership and Registration Rule 1031, NASD By-Laws Article III, Section 3
5. 회원협약 위반 (Member Agreement Violations)	NASD Conduct Rule 2110
6. 등록위반 (Registration Violations)	NASD Conduct Rule 2110, Membership and Registration Rule 1000~1120
VIII. 시장의 공정한 운영(Quality of Markets)	
1. 위협금지/협조 (Anti-Intimidation/Coordination)	NASD Conduct Rule 2110, IM-2110-5
2. 역행 (Backing Away)	NASD Conduct Rule 2110, 3320, IM-3320
3. 최선의 집행(Best Execution)	NASD Conduct Rule 2110, 2320
4. ECN의 공표규정 (ECN Display Rule)	NASD Conduct Rule 2110, SEC Rule 11Ac1-1(c)(5)
5. Nasdaq 증권 등의 최소사이즈 공표실패(Failure to Display Minimum Size in Nasdaq Securities, CQS Securities, and OTC Bulletin Board Securities)	NASD Conduct Rule 2110, Marketplace Rules 4613, 6750

<표 V-1> NASD 제재지침의 위반행위 유형(계속)

6. 고정 수입 가격시스템 (Fixed Income Pricing System)	NASD Conduct Rule 2110, Marketplace Rule 6230, 6240
7. 제한주문 공표규정 (Limit Order Display Rule)	NASD Conduct Rule 2110, IM 2110-2
8. 폐쇄된 시장 (Locked/Crossed Market)	NASD Conduct Rule 2110, Marketplace Rule 4613
9. 폐쇄 혹은 개방 표시 (Marking the Close or Open)	NASD Conduct Rule 2110, 3310
10. 옵션행사 및 Positions Limits (Options Exercise and Positions Limits)	NASD Conduct Rule 2110, 2860
11. 옵션 포지션 보고 (Options Positions Reporting)	NASD Conduct Rule 2110, 2860(b)(5)
12. 주문 감시추적시스템 (Order Audit Trail System)	NASD Systems and Programs Rule 6950~6957
13. 수동적 시장조성 위반 (Passive Market Making Violations)	NASD Conduct Rule 2110, Regulation M
14. 공매도 위반 (Short Sale Violations)	NASD Conduct Rule 3350, 3360, 3370, Marketplace Rule 6130(d)(6)
15. 거래보고 (Trade Reporting)	NASD Conduct Rule 2110, Marketplace Rule 4630~4652
16. 거래중지기간 동안 집행된 거래 (Trades Executed During a Trading Halt)	NASD Conduct Rule 2110, 3340
IX. 보고/정보관련규정(Reporting/Provision of Information)	
1. FOCUS Reports	NASD Conduct Rule 2110, SEC Rule 17a-5
2. Form U-4/U-5	NASD BY-Laws Article 5, NASD Conduct Rule 2110

<표 V-1> NASD 제재지침의 위반행위 유형(계속)

3. MSRB Rule G-36	MSRB Rule G-36
4. Regulation M Reports	NASD Conduct Rules 2110, 710(b), Marketplace Rule 4619(d)(1), 4614, 4624, 6540
X. 거래관행(Sales Practices)	
1. 과당매매 (Churning or Excessive Trading)	NASD Conduct Rule 2110, IM-2310-2
2. 일반투자자와의 의견교환 (Communications with the Public)	NASD Conduct Rule 2110, 2211(d), 2220
3. 일중매매계좌 (Day-Trading Accounts)	NASD Conduct Rule 2360, 2361
4. 일임매매(Discretion)	NASD Conduct Rule 2110, 2510
5. 고객에 대한 손실보장약속 (Guaranteeing a Customer against Loss)	NASD Conduct Rule 2110, 2330
6. 적합성원칙(Suitability)	NASD Conduct Rule 2110, 2310
7. 전화광고 위반 (Telemarketing Violations)	NASD Conduct Rule 2110, 2211
8. 조사보고서 발표 전 거래(Trading Ahead of Research Reports)	NASD Conduct Rule 2110, IM-2110-4
XI. 감독(Supervision)	
1. 비적격 채휴관계인 (Disqualified Persons)	NASD Conduct Rule 2110, 3010
2. 불충분한 서면감독절차(Deficient Written Supervisory Procedure)	NASD Conduct Rule 2110, 3010

* NASD 제재지침상의 위반행위 유형 중에서 일부 유형은 편의상 생략하였음

3. NASD의 제재부과 실태

현재 NASD에는 5,000여개 이상의 회원사와 약 66만명의 제휴관계인이 등록되어 있다.⁸⁸⁾ NASD는 이들 회원사들의 다양한 이해관계를 조정하고, 시장을 공정하고 효율적으로 운영하며 투자자를 보호하기 위해서는, 위반행위에 대한 효과적인 제재의 실행이야말로 중요한 수단이며, NASD의 존재이유라고 보고 있다. 투자자가 제기하는 민원⁸⁹⁾이나 SEC의 정보제공 이외에도, NASD 자체적으로 회원 및 시장에 대한 지속적인 감시를 함으로써 위반행위 적발에 주력하고 있다.

현재 NASD의 규제정책 및 감시부서(Regulatory Policy & Oversight)에서 회원 및 제휴관계인에 대한 규제 및 제재업무, 시장감시, 집행 등을 담당하고, 특히 제재와 관련된 업무(disciplinary affairs)는 주로 규제정책 및 계획부서(Regulatory Policy & Program)에서 담당하고 있다. 그러나 실질적으로 제재처분의 결정은 NASD의 NAC에서 담당한다.⁹⁰⁾

2004년을 기준으로 NASD의 회원에 대한 제재 현황을 살펴보면 다음과 같다. 규제위반으로 인해 신규로 제재조치에 회부된 사건이 1,396건으로 2001년의 1,257건에 비해 대체적으로 보아 매년 증가하는 양상을 보이고 있다. 한편 규제위반으로 인해 회원자격을 박탈당한 회원사가 22개사, 회원자격의 정지처분을 받은 회원사가 4개사로 회원자격 박탈이나 자격정지처분을 받은 회원사는 총 26개사로서 전체 회원사의 약 0.5%에 달한다. 또한 제휴관계의 금지로 인해 증권업계에서 추방된 제휴관계인

88) 2004년 12월말 현재, NASD의 회원은 5,191개사, 회원 지점은 96,970개, 등록대리인(registered representative)은 659,212명에 이른다.

89) NASD는 별도로 민원센터(Investor Complaint Center)를 운영하여 투자자로 하여금 보다 손쉽게 민원을 제기할 수 있도록 하고 있다.

90) NAC의 제재관련 조사 및 결정절차에 관한 내용은 다음 장에서 후술한다.

이 454명, 제휴관계의 정지처분을 받은 제휴관계인이 379명으로, 제휴관계의 금지나 정지처분을 받은 제휴관계인은 총 833명으로 전체 제휴관계인의 약 0.1%에 해당한다. 이러한 회원사 및 그 임직원에 대한 제재실적을 통하여, NASD가 투자자를 보호하고 시장의 신뢰성을 유지한다는 자율규제기관으로서의 규제기능을 충실히 수행하고 있음을 알 수 있다.

<표 V-2> 최근 NASD의 회원 현황 및 제재실적

	2001년	2002년	2003년	2004년
고객 민원 (customer complaints)	5,155건	4,495건	4,843건	4,687건
신규 제재조치 (disciplinary actions)	1,257건	1,271건	1,410건	1,396건
회원자격 박탈 (expulsion)	11건	25건	30건	22건
회원자격 정지 (suspension)	6건	5건	2건	4건
제휴관계 금지 (bar)	466건	440건	494건	454건
제휴관계 정지 (suspension)	346건	374건	333건	379건
회원사 (member firms)	5,499사	5,392사	5,272사	5,191사
회원사 지점 (branch offices)	88,168개	91,473개	92,861개	96,970개
등록대리인 (registered representatives)	673,822명	662,311명	653,887명	659,212명

자료 : NASD(Press Room/NASD Statistics)

VI. NASD의 제재 절차

1. 개관
2. 조사절차(Investigation Process)
3. 제재절차(Disciplinary Proceedings)
4. 항고 또는 재심 절차

VI. NASD의 제재절차

1. 개관

1934년 증권거래법의 제재처분에 관한 절차조항⁹¹⁾에 근거하여 NASD와 NYSE는 각각 정관과 규칙에서 제재절차에 관한 규정을 두고 있다. 특히 1997년 8월에 NASD는 절차규칙(Procedural Rules) 중에서 제재의 부과 및 재심, 중재, 조정 등에 관한 절차를 정하고 있는 부분인 절차규약(Code of Procedure)을 대폭 개편하여, SEC의 승인을 받았다. 이 절차규약은 Rule 9000에서 Rule 10407에 이르는 방대한 내용으로서, 제재의 부과 및 재심에 관한 절차는 동 절차규약의 일부인 Rule 9200과 Rule 9300에 따르도록 되어 있다. 1997년 개정에서는 제재절차 진행시 청문을 전문적으로 담당하는 임원(professional hearing officer)을 두도록 했다는 점이 특징적이다.

NASD의 제재절차는 크게 보아 ① 예비절차로서의 사전조사(investigation) → ② 공식적인 제재절차로의 이송여부 결정 → ③ 공식적인 제재절차(formal disciplinary proceedings)의 진행 및 제재처분의 결정 → ④ 항고 또는 재심절차(appeal and review proceedings)라는 4단계로 구성되어 있다.

NASD의 절차규칙의 전반적인 구조를 개략적으로 살펴보면, 우선 Rule 8200에서 Rule 8227까지는 제재결정 이전에 실시하는 사전조사절차에 관하여 규정하고 있다. 그리고 Rule 9200 이하에서는 공식적인 제재절차의 진행 및 제재 결정에 대하여 규정하고 있으며, 이들 제재결정에 대한 항고와 재심에 관한 절차는 Rule 9300에서 정하고 있다.

91) 미국 증권업협회의 경우 1934년 증권거래법 제15A조 (h)항 (1)호, 증권거래소의 경우 동법 제6조 (b)항 (7)호에서 제재처분시의 절차에 관하여 규정하고 있다.

이하에서는 NASD가 회원 또는 그 제휴관계인을 상대로 행하는 제재절차의 구체적인 내용을 그 진행과정의 순서에 따라 살펴보기로 한다. 여기서 특히 강조해야 할 사항은 NASD의 제재절차를 살펴본다는 것이 단순히 제재절차의 진행과정이나 내용을 살펴보는 것에 그쳐서는 안 된다는 점이다. 오히려 NASD가 제재를 부과함에 있어서 절차적 정당성을 확보하기 위해 어떤 방식으로 적법절차를 구축하려고 노력하는지를 함께 검토하는 것이 보다 의미가 있다.

2. 조사절차(Investigation Process)

투자자의 민원제기, SEC 또는 다른 자율규제기관의 규제위반에 대한 정보제공, 또는 NASD의 자체적인 정보수집 등에 근거하여, 회원 또는 그 제휴관계인의 규칙위반 여부에 대해 의심이 제기되는 경우, NASD는 조사절차를 개시한다. 이러한 조사절차의 목적은 제재를 결정하기에 앞서 실제로 규칙위반행위가 있었는지에 대한 사실 여부를 판단하기 위한 정보 및 자료 수집이라고 할 수 있다.

따라서 조사절차의 효율적인 진행을 위해, 제재 관련업무를 담당하는 NASD 직원은 회원 또는 제휴관계인에게 규제위반으로 의심되는 행위와 관련된 정보나 자료의 제출 또는 증언 등을 요구할 수 있다.⁹²⁾ 조사의 대상이 되는 회원 또는 제휴관계인 역시 자료를 제출할 권리가 있다. 즉 NASD가 요구하는 자료를 제출해야 하는 의무만 있는 것이 아니라, 자신에게 위반혐의가 없음을 입증하는 정보나 자료를 적극적으로 제출할 수 있는 권리도 있는 것이다. 만일 NASD가 자료, 정보 또는 증언을 요구하는 경우, 회원이나 제휴관계인이 잘못된 정보를 제공한다거나, 혹은 충분한 조사를 하기에 미흡한 자료만을 제출한다거나 또는 제출 자

92) NASD Rule 8210(a) 참조

체를 지체하는 등 NASD의 조사절차 진행에 협조하지 않는 경우에는 벌과금 등의 금전적 제재를 받을 수 있을 뿐만 아니라, 중대한 경우에는 회원자격이나 제휴관계의 정지조치를 받을 수도 있다.⁹³⁾

이러한 조사절차를 거쳐 수집된 사실들을 바탕으로, 종결 여부, 비공식적 제재(informal discipline) 또는 공식인 제재절차로의 이송 여부 등을 결정하게 된다. 만일 조사 결과, 규칙위반행위로 볼 수 없다고 판단되면 추가적인 조치 없이 해당 사안을 그대로 종결한다. 규칙위반의 소지가 없는 것은 아니나 사안이 경미하여 공식적인 제재절차에 따라 해결할 필요가 없는 경우에는 본격적인 제재절차의 진행 없이 비공식적인 제재를 부과하는 것으로 종결될 수도 있다. 그렇지만 조사 결과, 중대한 규칙위반행위가 있는 것으로 보여 이에 관한 추가적인 심리 및 제재가 필요하다고 판단될 경우에는 공식적인 제재절차로의 이송을 결정하고 조사절차는 종료한다.

3. 제재절차(Disciplinary Proceedings)

가. 절차규칙(Procedural Rules)의 일반원칙

NASD는 1997년에 절차규약(Code of Procedure)을 대폭 개편하면서, 회원 및 제휴관계인에 관한 NASD의 제재절차를 별도로 집약한 Rule 9000 Series를 삽입하였다. Rule 9000 Series는 회원 및 제휴관계인에 대한 제재절차뿐만 아니라, 회원의 업무수행과 관련하여 문제가 발생한 경우 이를 규제하는 절차, 회원자격의 정지나 취소 등과 관련된 절차,

93) 종전에는 조사절차 비협조에 대한 제재 및 조사절차 종결 등에 따른 비공식적 제재처분 등에 관한 내용이 Rule 8220 이하에서 규정되어 있었으나, 현재 이들 규정들은 NASD Rule 9552로 이관되어 있다.

NASD의 부속정관과 NASD 규칙의 요건과 관련된 구제절차 등 회원 및 제휴관계인에 대한 NASD의 제재절차를 모두 포함하고 있다. 또한 이들 절차에 공통적으로 적용될 수 있는 용어정의 및 소추장의 통지나 청문절차, 결정에 대한 통지와 집행 등에 관한 전반적인 내용도 규율하고 있다.

절차에 관한 규정 중 특히 Rule 9144는 NASD가 자신의 회원 등에 대한 제재절차를 진행하는 과정에서 특히 공정성의 확보를 중시하고 있음을 보여준다. 동 규정은 제재와 관련된 조사절차를 진행하는 NASD의 직원(staff)과 실제로 제재부과를 결정하는 재결담당자(adjudicator)의 기능을 분리하도록 요구하고 있다. 예를 들어 회원 또는 제휴관계인과 이해관계가 있거나 혹은 해당 위반행위와 이해관계가 있는 NASD의 직원은, 절차진행의 증인으로 참석하거나 해당 위반행위 사실에 대한 설명을 하는 경우를 제외하고, 해당 사건과 관련하여 재결담당자에게 일체의 조언을 할 수 없도록 규정하였다. 마찬가지로 재결담당자 역시 결정(decision)과 관련하여 NASD의 직원에게 조언을 해서는 안 된다. 이것은 NASD가 조사절차와 제재결정절차를 분리하고, 이해당사자가 결정에 참여하는 것을 배제함으로써, 제재결정의 객관성을 확보하기 위한 것으로 볼 수 있다.

나. 공식적인 제재절차의 진행

사전조사 결과, 규칙위반의 정도가 중대하여 추가적인 심리 내지 제재가 필요한 경우에는 공식적인 제재절차가 시작되는데, 크게 4단계를 거쳐 진행된다. 먼저 사전조사를 거친 후 제재대상자에게 규칙위반혐의를 통보하는 단계를 개시한다. 그리고 제재대상자가 그에 대한 답변서를 제출하면, 이를 근거로 위반 여부에 대한 구체적인 청문절차를 진행한다. 청문절차를 거쳐 회원 또는 제휴관계인에게 어떠한 제재처분을 내릴

것인지에 대하여 결정한다. 그리고 제재결정에 대해 이의가 있는 경우에는 항고(appeal)나 재심(review)을 청구할 수 있다. 이러한 제재절차의 진행과는 별도로 절차비용을 축소하고 신속한 제재절차의 종결을 위해 당사자간의 화해(settlement)절차가 마련되어 있다. 이러한 공식적인 제재절차의 진행에 관한 구체적인 내용은 Rule 9200에 규정되어 있다.

1) 고발내역서(Complaint) 통지, 답변서(Answer) 제출 및 청문위원회(Hearing Panel) 소집

공식적인 제재절차는 규칙위반 여부가 의심되는 회원 또는 제휴관계인에게 “위반혐의에 관한 고발내역서(complaint)”⁹⁴를 전달함으로써 시작된다. 사전조사 결과, 회원사 또는 제휴관계인이 NASD 규칙이나 연방증권법 및 기타 관련법규를 위반했다는 혐의가 인정되는 경우 집행부서(Department of Enforcement) 또는 시장규제부서(Department of Market Regulation)는 제재업무실(Office of Disciplinary Affairs)에 고발내역서 발부(issue)에 관한 권한위임을 청구한다. 그리고 고발내역서 발부에 관한 권한을 위임받은 집행부서 또는 시장규제부서가 회원 또는 제휴관계인을 상대로 하는 고발내역서를 서면으로 작성한다.

고발내역서에는 위반혐의가 있는 행위와 해당 행위에 의해 위반된 관련 법규 내지 규칙을 구체적으로 명시하고, 청문절차에서 검토할 쟁점을 구체적으로 지정하여야 한다. 이상의 내용을 포함한 고발내역서를 회원 또는 그 제휴관계인 및 청문위원실(Office of Hearing Officers)에 통지한다. 만일 고발내역서에 대해 수정할 사항이 있다면, 아직 제재대상자가 고발에 대한 답변서(answer)를 제출하지 않은 경우라면 이를 언제든지 수정할 수 있으나, 이미 답변서를 제출한 경우에는 수정의 필요성,

94) NYSE의 경우 이러한 위반혐의 내역서를 “Charge of Memorandum”이라고 하지만, 그 내용이나 의미, 역할 등은 거의 유사하다(NYSE Rule 476(d) 참조)

고발내역서 수정으로 인한 제재대상자의 불리함 등을 감안하여 청문위원장(Hearing Officer)이 수정 여부를 결정한다.⁹⁵⁾

고발내역서 송부일로부터 25일 이내에 회원 또는 제휴관계인은 고발내역서에서 지적된 위반혐의사항 및 심리대상 쟁점에 대한 항변 내용을 기록한 답변서를 제출하여야 한다. 만일 답변서 준비를 위해 추가적인 기간이 필요하다면, 청문위원실에 서면으로 신청하여야 한다.⁹⁶⁾

이러한 답변서가 제출되면 청문회(Hearing) 일정을 결정하여, 이를 회원 또는 제휴관계인에게 통보하여 항변을 준비할 기회를 부여한다.⁹⁷⁾ 청문회는 청문위원장과 2인의 청문위원회 위원으로 구성된 청문위원회(Hearing Panel)가 주관한다. 공정한 절차진행 및 제재결정을 위해 청문위원장과 청문위원회 위원에는 해당 사안에 대한 사전조사나 청문회 준비에 관여하지 않은 자를 임명하여야 한다. 이때 청문위원장과 청문위원회 위원의 지정시기에 차이가 있는데, 청문위원장은 고발내역서가 제출되었을 때 선임되며, 청문위원회 위원은 제재당사자로부터 답변서가 제출되었을 때 지정된다.⁹⁸⁾

95) NASD Rule 9211(Authorized of Complaint), Rule 9212(Complaint Issuance)은 고발내역서의 작성 및 내용, 수정 및 통지에 관하여 규정하고 있다. 만일 제재대상자가 답변서를 제출한 후 고발내역서를 수정해야 하는 경우, 제재대상자 역시 수정된 고발내역서에 대한 답변서를 수정하여 제출할 수 있다.

96) NASD Rule 9215(Answer to Complaint) 참조

97) NASD Rule 9213(Assignment of Hearing Officer and Appointment of Panelists to Hearing Panel or Extended Hearing Panel) 참조

98) 청문위원장의 지정에 관하여는 NASD Rule 9213(a), 청문위원회 위원의 지정에 관하여는 Rule 9213(b)를 참조하기 바람. 청문위원장의 선임 및 청문위원회 위원 지정, 교체 등에 관한 구체적인 사항은 Rule 9231 (Appointment by the Chief Hearing Officers of Hearing Panel or Extended Hearing Panel or Replacement Hearing Officer), Rule 9232(Criteria for Selection of Panelists and Replacement Panelists)에 별도로 규정되어 있다.

2) 청문회의 진행

NASD가 발부한 고발내역서와 그에 대한 제재대상자의 답변서를 근거로, 과연 회원 또는 제휴관계인에게 규칙위반행위가 있었는지의 여부 및 과연 NASD의 고발이 정당한지의 여부를 판단하여, 그에 대한 제재 조치 여부를 결정하는 절차가 청문회이다.

청문위원회는 정식청문회 진행 전에 사전청문회(pre-hearing)를 통하여 구체적인 사항을 미리 확인한 뒤 청문절차를 진행하게 되며, 청문위원회는 일반적인 재판절차와 유사한 청문과정을 거쳐 최종적인 결정을 내린다. 이하에서는 청문위원회의 활동에 중요한 역할을 하는 사전청문 절차와 정식청문회의 제재결정 과정에 관하여 검토해 보기로 한다.

가) 사전청문회

정식청문회 이전의 사전청문회는 정식 청문절차의 일정을 미리 확정하고, 이를 진행하기 전에 제재대상이 된 쟁점과 관련 행위들을 재확인하는 한편, 정식청문회에서 검토할 자료나 증언, 정보 등을 수집하여 검토할 수 있는 기회를 마련하기 위한 것이다.⁹⁹⁾ 이러한 사전청문회를 통해 세부사항을 미리 확정함으로써, 청문절차가 보다 신속하고 효율적으로 진행될 수 있다. 또한 NASD와 제재당사자 모두에게 각자의 입장을 충분히 설명할 수 있는 자료를 확보할 수 있는 기회를 주고, 수집된 자료와 증언을 바탕으로 보다 공정한 제재결정을 내릴 수 있는 여건을 마련한다는 점에서도 의미가 있다.

청문위원장이 별도의 사전청문회를 진행할 필요가 없다고 결정하지 않는 이상, 제재대상자의 답변서가 제출된 후 21일 이내에 통상적으로 제1차 사전청문회 회의(pre-hearing conference)를 개최해야 한다. 1차 사

⁹⁹⁾ NASD Rule 9241(Pre-hearing Conference and Submission) 참조

전청문회 회의에서 청문위원장은 정식청문회 기일과 2차 사전청문회의 기일 및 사전청문회 관련자료 제출기일 등을 정한다. 정식청문회 기일을 정한 경우, 청문위원장은 정식청문회의 기일, 시간, 장소에 관한 통지를 청문회관련 당사자들에게 통지해야 하는데, 이 때 통지는 정식청문회 기일로부터 최소한 28일 이전에 해야 한다.¹⁰⁰⁾

사전청문회의 중요한 목적 중 하나는 정식청문회에서 검토할 증언이나 자료, 관련 서류 등을 미리 수집하는 것이다. 사전청문회에 제출할 수 있는 자료들로는 ① 고발이나 항변에 대한 약식설명(narrative summary of defenses), ② 정식청문회에서 원용할 관련 법이론, ③ 정식청문회에 제출할 서류들의 목록 및 사본 및 증언 목록, 참고인 목록 등이 있으며, 이 밖에도 청문위원장이 적절하다고 판단하는 기타 자료들을 제출할 수 있다.¹⁰¹⁾ 이 과정에서 위반혐의를 고발한 당사자인 NASD 측이나 제재대상자인 회원 혹은 제휴관계인 모두 자신의 주장을 뒷받침하는 자료들을 최대한 수집한다.

특이한 점은 제재대상자에게 NASD가 사전조사절차에서 작성한 자료에 접근할 수 있는 기회를 보장하고 있다는 것이다. 즉 제재대상자는 NASD가 사전조사단계에서 위규행위와 정황 등에 대해 조사한 서류(document)나 증언(witness statement) 자료들에 대한 검색 또는 복사를 요청할 수 있다. 또한 집행부서는 제재대상자가 답변서를 제출한 후 21일이 경과하기 전에 이들 사전조사결과에 관한 서류를 제재대상자가 이용할 수 있도록 해야 한다. 그렇지만 사전조사결과로 작성된 모든 서류가 그 대상이 되는 것은 아니다. NASD측 변호인의 자료나 공개가 통제된 자료, 사전조사절차 중에 작성한 것이기는 하나 제재절차에서 증거로 활용되지 않을 예정인 자료, NASD의 감리·조사·집행 기법이나 내부

100) NASD Rule 9221(d)(Request for Hearing, Notice of Hearing) 참조

101) NASD Rule 9242(Pre-hearing Submission) 참조

지침을 노출시킬 수 있는 자료, 정보원의 신분이 노출될 수 있는 자료 등은 제재대상자에게 제공하지 않아도 된다.¹⁰²⁾

나) 정식청문회

정식청문회는 문제된 사안의 각 당사자들이 모두 출석한 가운데 진행된다. 정식청문회는 청문위원회가 판사의 역할을 담당하고 NASD와 제재당사자가 검사와 피고의 입장에서 자신의 입장을 변론하는 일종의 재판과 유사한 형태로 진행된다. 각 당사자들은 사전에 준비한 자료들을 근거로 자신의 입장을 주장하고 그에 대한 근거를 제출하며, 각 당사자들의 주장이나 근거, 제출자료, 증언, 전문가 조언 등 청문회에서 논의된 사항은 모두 기록으로 작성된다.

정식청문회가 종료된 후, 청문위원장은 필요하다고 판단할 경우, 각 당사자들에게 정식청문회에 제출한 사실관계나 법률자료 및 사후청문자료(post-hearing brief)를 제출하도록 요구할 수 있다. 청문회 이후에 제출하는 자료들 역시 청문회 기록에 추가된다.

3) 제재처분의 결정

정식청문회 이후 청문위원회는 사후자료 제출종료일로부터 60일 이내에 제재처분을 결정해야 한다. 결정은 다수결(majority decision)로 하며, 청문위원장은 각 청문위원들의 의견이 반영된 제재결정서면(written decision)을 작성해야 한다.¹⁰³⁾

102) NASD Rule 9251(Inspection and Copying of Documents in Possession of Staff) 참조

103) NASD Rule 9268(Decision of Hearing Panel or Extended Hearing Panel)(a) 참조

제재결정서면에는 ① 해당 제재절차가 개시된 근거 또는 조사내용, 문제된 행위로 인해 위반된 특정 법률조항이나 관련 규정, ② 제재대상자가 실행했거나 혹은 실행하지 않은 어떤 행위나 관행과 관련된 사실관계 진술, ③ 제재대상자가 고발내역서에 지적된 어떤 규정을 위반하였는지의 여부에 대한 청문위원회의 결론, ④ 제재처분 결정에 대한 보강진술, ⑤ 부과되는 제재처분과 그 근거, 해당 제재처분의 발효일에 관한 내용이 포함되어 있어야 한다.¹⁰⁴⁾

청문위원장은 이러한 내용이 포함된 제재결정서면 사본을 각 당사자들에게 송부하고, 이를 NASD 내의 정보등록시스템인 CRD에 등록해야 한다.¹⁰⁵⁾

4. 항고 또는 재심 절차

청문위원회가 내린 결정에 대하여 제재당사자 또는 NASD 측이 승복하지 않는 경우에는, NAC에 항고 또는 재심청구를 할 수 있다. 이러한 NAC의 재검토에 관한 절차는 제재처분에 관한 청문위원회의 결정에 대한 상급심의 역할을 하며, 이것은 NASD가 내부적인 제재처분에 대하여 충분한 적법절차를 보장함으로써, 제재에 관한 정당성을 확보하기 위한 것이라고 볼 수 있다.

우선 항고를 하기 위해서는 청문위원실에 항고서면을 제출해야 하며, 제재절차에 참가한 모든 당사자들에게 관련 사본을 송부해야 한다. 제재 결정에 대한 항고서면은 청문회의 제재결정사본을 송부한 날로부터 25일 이내에 제출해야 한다.¹⁰⁶⁾ 또한 청문위원회의 결정에 대하여 NAC에

104) NASD Rule 9268(b) 참조

105) NASD Rule 9268(d) 참조

106) NASA Rule 9311(Appeal by Any Party; Cross Appeal) 참조

재심을 청구할 수 있으며, 재심 청구는 청문위원회의 결정이 송부된 날로부터 45일 이내에 행해져야 한다.¹⁰⁷⁾

당사자가 항고 또는 재심청구를 한 경우, NAC는 항고 또는 재심청구 관련 제재절차에 참여할 부속위원회(subcommittee) 또는 후속절차위원회(extended proceeding committee)를 지정한다.¹⁰⁸⁾ 부속위원회나 후속절차위원회는 항고 또는 재심에 대한 구두주장(oral argument)을 확인하고, 필요한 경우 새로운 증거를 검토한다.¹⁰⁹⁾ 이러한 절차를 거친 부속위원회 또는 후속절차위원회는 NAC에게 항고 또는 재심청구에 관한 권고적 결정(recommended decision)을 제시한다.

이러한 권고적 결정을 바탕으로 NAC는 항고 또는 재심청구된 결정을 확정(affirm) 또는 기각하거나(dismiss) 수정할(modify) 수 있고, 필요한 경우 일정한 지침과 함께 환송하여 다시 제재절차에 회부할 수도 있다. 또한 NAC는 청문위원회가 내린 제재처분에 대하여도 이를 그대로 확정하거나, 수정하거나 취소할 수 있으며, 또는 제재처분을 가중하거나 감경할 권한도 있다.¹¹⁰⁾ 한편 NASD 이사회는 이러한 제재결정에 대하여 재량에 따른 재검토(discretionary review)를 할 수도 있다.¹¹¹⁾

107) NASD Rule 9312(Review Proceeding Initiated by National Adjudicatory Council) 참조

108) NASD Rule 9331(Appointment of Subcommittee or Extended Proceeding Committee) 참조

109) NASD Rule 9341(Oral Argument), Rule 9346(Evidence in National Adjudicatory Council Proceedings) 참조

110) NASD Rule 9348(Powers of the National Adjudicatory Council on Review) 참조

111) NASD Rule 9351(Discretionary Review by NASD Board) 참조. 그렇지만 NASD 이사회에 의한 재심은 이사회 재량적 판단에 근거하므로 필수적인 제재절차로 보기는 어렵다. 따라서 NASD의 제재절차진행에 있어서 NAC의 결정이 실질적인 종료단계라고 볼 수 있다.

그렇지만 재심이나 항고에 대한 NAC의 결정은 어디까지나 NASD 내부에서 이루어지는 제재절차의 최종단계에 해당하는 것이다. 만일 제재대상자가 항고결정에 대하여도 불복할 경우 1934년 증권거래법에 따라 SEC에 NAC의 결정에 대한 재심을 청구할 수 있다.¹¹²⁾ 만일 NAC의 결정에 대한 SEC의 재심결정에 대하여도 불복하는 경우에는, 최종적으로 법원에 제소할 수 있다.

112) 1934년 증권거래법 제19조 (d)항(Actions of Self-Regulatory Organization Requiring Notice to Appropriate Regulatory Agency)에서는 자율규제기관이 회원에 대한 제재처분이나 회원권 또는 제휴관계의 거부 등에 관한 조치를 취한 경우 이를 SEC에 통지하도록 하고 있다. 동 규정 (2)호(Review of Appropriate Regulatory Agency)와 (3)호(Review of Disciplinary Sanctions)에서는 자율규제기관이 내린 처분이나 조치에 대한 SEC의 재심에 대하여 정하고 있다. 이들 규정에 따라 제재대상자는 NAC의 결정에 대하여 SEC에 재심을 청구할 수 있는 것이다.

VII. 시사점

1. 공적규제와 자율규제의 역할분담 강화
2. 자율규제기관으로서의 법적 근거 명확화
3. 제재수단의 법적 근거 강화
4. 제재절차의 적법성 확립

VII. 시사점

지금까지 한국증권업협회의 자율규제 현황을 간략하게 살펴보고, 이어서 미국 NASD를 중심으로 하는 SRO의 자율규제 전반에 대해 구체적으로 살펴보았다. 앞에서 본 바와 같이 미국에서는 1938년에 자율규제 체제가 확립된 이후, 증권규제는 SEC를 중심으로 하는 공적규제와 NASD, NYSE 등을 중심으로 하는 자율규제라는 두 축이 상호협동적으로 작용하면서 비교적 원활히 이루어지고 있다.

SEC는 개별 자율규제기관에 대한 감독뿐 아니라, 전반적인 자율규제 체제의 효율성에 대하여도 지속적으로 검토하고 있으며, 문제점이 발견되면 수시로 이를 개선하기 위한 노력을 경주해 왔다. NASD를 비롯한 자율규제기관들 역시 자신들이 법에 의해 부여받은 자율규제 권한을 공정하고 객관적으로 행사하기 위한 체제를 구축함으로써, 자율규제기관 스스로 자율규제기관으로서의 위상을 정립하기 위해 노력하였다.

공적규제와 자율규제의 적절한 역할분담을 통하여 미국 증권시장 및 증권산업 전반에 대한 효율적인 규제시스템을 구축하고 있는 미국의 사례는 아직까지 공적규제와 자율규제간의 적절한 역할분담에 대한 공감대가 형성되어 있지 않은 우리에게 많은 시사점을 제시해 줄 수 있으리라 생각된다. 특히 미국 NASD의 사례를 통하여 우리 증권업협회가 증권산업과 증권시장에 대한 자율규제기능을 효율적으로 수행하기 위해서는 어떠한 점을 개선하여야 하는지에 대해 많은 시사점을 얻을 수 있을 것으로 본다.

이하에서는 본 보고서에서 기술된 순서대로 공적규제기관과 자율규제기관의 역할 분담, 자율규제의 법적근거, 제재수단 및 제재절차에 대하여 미국 NASD의 사례를 참고로 하여 우리 자율규제에 대한 시사점을 검토해 보기로 한다.

1. 공적규제와 자율규제의 역할분담 강화

미국의 경우 공적규제기관과 자율규제기관은 상호협조적인 규제(cooperative regulation)체제를 유지하면서 미국 증권시장을 세계에서 가장 신뢰성 있는 시장으로 발전시켜 나가고 있다. 미국의 증권규제에 있어서도 궁극적으로는 공적규제기관인 SEC가 주도적인 역할을 하도록 입안되었다는 점은 우리와 다를 바 없다고 본다. SEC는 자율규제기관을 통하여 증권시장이나 증권업자를 간접적으로 규제하지만, 필요하다면 언제든지 SEC 자신이 직접 증권시장이나 증권업자를 규제할 수 있다. 1934년 증권거래법이나 1938년 Maloney Act 역시 어디까지나 SEC와 NYSE나 NASD와의 협조적 규제를 추구한 것이지 자율규제기관에 의한 완전한 자율규제를 추구한 것은 결코 아니며, 그 결과 증권규제의 최종적인 권한과 책임은 여전히 SEC에 귀속되어 있는 것이다.

그러나 역사적으로 SEC는 증권시장이나 증권업자에 대한 SEC의 직접규제로 인한 문제와 한계를 경험하면서, 공적규제기관과 자율규제기관이 상호협조적으로 역할분담을 하는 증권규제체제가 증권시장 및 증권업자의 규제에 있어서 보다 효율적이라는 사실을 인식하게 되었다. 그 결과 SEC와 의회는 자율규제기관이 일차적으로 시장 및 소속회원들에 대한 규제를 수행하도록 요구하였다. 이에 따라 비록 증권시장 및 증권업자에 대한 SEC의 근본적이고 직접적인 규제권한을 인정함에도 불구하고, 증권시장과 회원에 대한 규제는 일차적으로 자율규제기관이 행사하고, SEC는 이들 자율규제기관을 감독하고 이들로 하여금 증권시장 및 증권업자들을 효율적으로 규제하도록 독려하는 형태로 규제체제가 형성되었다. 즉 SEC는 자율규제기관을 활용함으로써 증권시장 및 증권업자에 대한 직접 감독에서 초래되는 역량의 소모를 방지하고, 본래의 목적인 보다 효율적인 증권규제체제의 구축에 집중할 수 있게 된 것이다.

이에 비해 우리나라의 경우에는 공적규제기관과 자율규제기관, 특히 증권업협회와의 역할 분담이 매우 제한적이다. 증권업협회는 회원사간의 건전한 영업질서 유지 및 투자자 보호를 목적으로 자율규제를 실시하고 있지만, 사실상 증권업협회에 의한 자율규제는 그 의미가 매우 제한되어 있는 실정이다. 증권회사 설립허가 등과 같은 대부분의 규제가 처음부터 공적규제기관에 의하여 이루어지므로 자율규제에 대한 인식과 필요성은 매우 미약할 수밖에 없다. 또한 자율규제기관의 권한과 책임이 명백하지 않은 점도 자율규제기관의 역할을 제약하는 요인으로 작용하고 있다. 이것은 시장운영 및 관행과 관련하여 공적규제기관보다 훨씬 더 신속하고 유연하게 대처할 수 있는 자율규제기관의 능력이 사장되고 있다는 것을 의미한다.

증권규제의 목적을 효율적으로 달성하기 위하여 공적규제기관이 규제권한의 일부를 자율규제기관에 위임하는 것은 업계의 내부자가 문제에 관해 전문적이라는 점, 업계는 좋은 평판의 획득에 이익을 가지기 때문에 규제를 위임하더라도 문제가 없고 오히려 고도의 도덕적인 거래관행을 확립할 수 있다고 여겨진다는 점, 그리고 정부 및 납세자가 규제비용을 절감할 수 있다는 점에서 정당화되고 있다. 국제증권위원회(IOSCO) 역시 1990년대 후반 급속히 진행되고 있는 증권시장의 국제화 등 급격한 금융환경 변화를 고려하여 1998년 Objectives and Principles of Securities Regulation을 채택하여 규제당국이 시장구조 등을 고려하여 자율규제기관을 적절히 활용할 것을 권고한 바 있다.

따라서 향후에는 우리 증권시장·증권산업을 가장 효율적으로 규제하기 위해서는 전반적인 증권규제 체제를 어떠한 형태로 설계하여야 하는가라는 차원에서 공적규제와 자율규제간의 역할 분담이 논의되어야 할 것이다. 그 일환으로, 증권회사에 대한 규제에 있어서 공적규제기관은 건전성 규제에 집중하는 대신에 영업행위에 대한 규제는 증권업협회

가 담당하도록 하는 것이 바람직하다고 본다. 왜냐하면 영업행위는 증권회사가 시장에서의 경쟁에 적응할 수 있도록 하기 위해 다른 어떠한 업무보다도 창조적 사고를 허용해야 할 필요성이 큰 부문이므로 시장상황에 유연하게 대처하면서 탄력적인 규제가 가능한 자율규제에 적합하기 때문이다. 과거 공적규제기관이 담당하던 “증권회사의 인수업무에 대한 규제”를 규제완화 차원에서 증권업협회로 이관하여 증권업협회가 수행하도록 한 사례가 있다.¹¹³⁾

한편 공적규제와 자율규제간의 역할 분담이 원활히 이루어져서 자율규제기관의 역할이 증대되는 경우, 복수의 자율규제기관간의 역할 중복이 문제될 수 있다. 현재 증권과 관련된 협회가 다수 존재하기 때문에 이들 협회들의 역할 증대는 업무영역이 확대되고 있는 증권회사에 대해 필연적으로 규제의 중복문제를 초래할 수밖에 없다. 다수의 협회에 의한 중복규제로 인해 증권회사들에게 불필요한 부담을 주는 것은 바람직하지 않으므로, 공적규제와 자율규제간의 역할분담 조정에 못지않게 각종 증권과 관련된 협회들간의 기능조정도 검토되어야 할 것이다.

그러나 이러한 역할 분담을 위해서는 자율규제기관의 수용태세가 먼저 정비되어 있지 않으면 안 된다. 일반적으로 말해 자율규제기관은 회원을 중심으로 하여 운영되기 때문에, 그 속성상 독립성이 보장되지 못하고 종종 시장의 건전성·효율성보다는 특정기관의 이해를 중심으로 의사가 결정될 수 있다. 자율규제기관이 동업자단체적인 행태를 보이면서 건전한 시장질서 유지나 투자자 보호를 소홀히 하게 되면, 그 당연한 결과로서 규제의 권한과 책임이 공적규제기관에 집중될 수밖에 없는 것이다. 자율규제기관이 협소한 동업자단체나 시장운영자가 아닌 자율규제기관으로서의 위상을 유지하기 위해서는, 공정하고 객관적으로 자율규제 기능을 수행할 수 있는 체제를 구축해야 한다. 나아가, 이들 자율규제기

113) 이에 따라 현재 증권업협회는 “유가증권 인수업무에 관한 규칙”을 제정하여 운영하고 있다.

관이 제대로 그 기능을 수행하고 있는지, 자율규제기관이 제대로 활동할 수 있기 위해 필요한 권한과 책임이 부여되어 있는지, 자율규제기관이 다수인 경우 이들 자율규제기관간의 일관성 및 효율성이 확보되는지 등에 대해서도 함께 검토되어야 할 것이다.

<표 VII-1> 공적규제와 자율규제의 장단점 비교

	공적규제	자율규제
장점	<ul style="list-style-type: none"> · 규제의 실효성이 높음 · 규제의 엄격성, 공정성, 형평성을 유지할 수 있음 · 특히 초기단계의 증권시장에 효과적임 · 규제의 신뢰도가 높음 	<ul style="list-style-type: none"> · 시장환경의 변화에 신속하고 유연하게 대처할 수 있는 능력을 보유 · 수준 높은 윤리기준의 부과 가능 · 시장운영 및 관행에 대해 전문성을 보유 · 규제비용이 적음
단점	<ul style="list-style-type: none"> · 시장의 변화에 따른 유연한 대응이 곤란 · 규제비용이 높음 · 수준높은 윤리기준의 부과 곤란 	<ul style="list-style-type: none"> · 규제의 실효성이 낮음 · 비회원에 대한 규제 곤란 · 강제력 미약 · 일반인의 신뢰도 낮음

2. 자율규제기관으로서의 법적 근거 명확화

미국의 1934년 증권거래법은 자율규제기관이 시장이나 회원에 대하여 자율규제기능을 원활히 수행할 수 있도록 하려면, 명시적인 법적 근거에 의한 뒷받침이 필요하다는 전제에서, 자율규제기관의 등록요건 등에 관한 규정을 통해 NASD의 자율규제 권한과 책임을 명확히 하고 있다.

이에 비하여 우리 증권거래법에서는 증권업협회의 자율규제기관으로

서의 권한과 책임에 관한 내용이 상대적으로 불명확하고 미약하다. 2004년 1월에 개정된 증권거래법 제162조과 제162조의2을 보면, 증권업협회의 설립목적과 업무에 관하여 포괄적인 규정을 두고 있을 뿐 증권업협회의 자율규제기관으로서의 성격이나 권한, 책임부여에 관한 구체적인 규정을 두고 있지 않다. 증권업협회의 중요한 자율규제 권한 중 하나인 회원의 가입이나 제명 등 제재에 관한 사항 역시 증권거래법시행령 제78조에서 “회원의 가입·제명 그 밖의 제재에 관한 사항”을 정관에 두도록 규정하고 있을 뿐이다.

증권규제의 근간이 되는 증권거래법에서 증권회사와 장외시장에 대한 자율규제기관으로 활동하는 증권업협회의 자율규제 권한과 책임, 의무에 관하여 명확하게 규정하지 않는다면, 증권업협회의 자율규제기관으로서의 역할은 상대적으로 제한될 수밖에 없다. 따라서 우리 증권업협회에게 자율규제기관으로서의 적극적인 역할을 기대하기 위해서는, 그에 앞서 증권거래법에 증권업협회의 자율규제기관으로서의 권한과 책임, 그에 따른 의무를 보다 명확하게 규정할 필요가 있다고 본다.

3. 제재수단의 법적 근거 강화

미국의 1934년 증권거래법은 등록된 전국증권업협회, 즉 NASD가 회원 및 제휴관계인의 규칙 위반행위에 대하여 부과할 수 있는 제재수단을 구체적으로 명시하고 있다.¹¹⁴⁾ 동 규정을 근거로 NASD는 부속정관과 규칙을 통해 제재대상행위와 제재수단에 대하여 구체적으로 규정하고 있다. 현재 NASD가 정하고 있는 제재수단은 1934년 증권거래법에서 규정하고 있는 내용과 크게 다르지 않다. 1934년 증권거래법에서 자율규제기관이 부과할 수 있는 제재수단을 명시적 규정하고 있는 것은, 증권

114) 1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (7)호 참조

시장과 증권업자에 대한 일차적인 규제 책임을 NASD에게 위임한다는 의미로 볼 수 있다.

이에 비하여 우리 증권거래법에서는 증권업협회의 중요한 자율규제 권한 중 하나인 회원의 가입이나 제명 등의 제재에 관한 사항을 증권거래법시행령 제78조에 위임하여 “회원의 가입·제명 그 밖의 제재에 관한 사항”을 정관에 두도록 규정하고 있을 뿐이다. 따라서 증권업협회가 자율규제기능을 보다 확실히 수행할 수 있도록 하려면 현재 증권거래법시행령에서 나열하고 있는 위규 회원에 대한 제재수단에 관한 법적 근거를 미국과 같이 증권거래법으로 상향 조정하는 것이 향후 제재처분에 관한 법적 정당성 논란으로부터 보다 자유로울 수 있다고 본다.

4. 제재절차의 적법성 확립

1934년 증권거래법 제15A조 (b)항 (8)호 및 동조 (h)항에서는 등록된 전국증권업협회에게 회원이나 제휴관계인에게 제재를 취할 경우 이를 공정한 절차에 따르도록 하면서, 그 절차의 핵심적인 내용도 함께 규정하고 있다. 동법에 근거하여 NASD 부속정관과 규칙에서는 제재처분시의 절차진행에 관하여 매우 구체적으로 규정하고 있다. 특히 NASD 규칙에서는 제재뿐 아니라 제재처분, 분쟁 등 절차에 관한 규정들을 별도의 장으로 체계적으로 구성함으로써, NASD가 회원 및 그 제휴관계인에 대한 자율규제 활동시에 절차의 일관성을 유지하기 위해 노력하고 있음을 알 수 있다.

실제로 제재처분을 하는 과정에서도, NASD는 제재대상인 회원 또는 제휴관계인을 규제자 대 피규제자의 입장에서 일방적으로 제재처분을 부과하고 있지 않다. NASD 제재절차의 내용을 살펴보면, 판사의 역할

을 하는 청문위원회를 두고, 위반혐의가 있는 문제의 행위에 대하여 NASD는 검사의 역할을 하고, 제재당사자는 피고의 입장에서 자신의 입장을 변론함으로써, 문제된 행위의 효력에 대해 다투는 방식으로 진행된다. 또한 이러한 공식적인 제재절차를 통해 내려진 제재결정에 대해서는 재심 또는 항고의 절차를 거칠 수 있도록 하여, 제재처분과 관련하여 NASD 내부적으로 2심의 과정을 거칠 수 있도록 구성되어 있다.

이것은 NASD가 1934년 증권거래법에 따라 인정된 회원 등에 관한 제재권한을 행사함에 있어 적법절차를 확립함으로써, 제재의 공정성과 객관성을 확립하기 위한 것이다. 즉 가능한 한 제재절차를 공정하고 객관적으로 진행하고, 제재처분에 대한 재심 또는 항고절차를 부여함으로써, 적법절차를 통해 당사자간에 충분한 항변의 기회를 제공하고 오판의 기회를 줄이고자 하는 것이다. 그리고 이것은 NASD의 제재처분에 대한 신뢰도 제고와 직결되고, 궁극적으로 1934년 증권거래법에서 정한 자율규제기능이 NASD에 의해 효율적으로 수행되도록 담보하려는 것이기도 하다.

이에 비해 우리 증권거래법이나 증권업협회는 제재절차의 중요성을 크게 인식하고 있지는 않은 것으로 보인다. 현행 증권거래법은 증권업협회가 회원에 대하여 어떠한 제재를 할 것인지에 대하여 증권거래법 시행령에 위임하고 있을 뿐, 제재를 어떠한 절차에 따라서 할 것인지에 대하여는 규정 자체를 두고 있지 않다. 이 점은 증권업협회 정관에 회원에 대한 제재에 관한 규정을 두도록 정하고 있는 증권거래법시행령 역시 마찬가지이다.

증권업협회의 정관의 경우 자율규제위원회에 관한 규정(정관 제5장)을 두고는 있으나, “회원사 또는 회원사 임직원 등의 위반행위에 대한 조사 및 제재”를 심의·의결할 수 있다고 정하고 있을 뿐이다. 그리고 보다 구체적으로 위반행위에 대한 조사진행이나 청문이나 항변기회의 부여, 제재처분의 부과 등에 대한 절차진행에 대하여는 침묵하고 있다.

이것은 현재 우리 증권업협회의 제재운영 방식과 밀접한 관련이 있을 것이다. 현재 증권업종사자에 대하여는 이들이 소속한 증권회사가 일차적인 징계를 담당하며, 증권업협회는 소속 증권회사로부터 징계를 받은 증권업종사자에 대하여 후속적으로 자격정지 등의 조치를 취하고 있을 뿐이다. 또한 회원인 증권회사에 대한 검사나 감독, 제재 업무는 증권업협회의 독립적인 소관사항이라기보다는 금융감독원으로부터 위탁받은 업무의 형태로 진행되므로, 이에 관한 절차 역시 증권업협회의 독립적인 규칙이 아닌, 금융감독위원회의 “금융기관의 검사 및 제재에 관한 규정”에 따라 수행된다.

제재의 본래 목적이 위반행위에 대한 책임 추궁 및 향후 위반행위의 재발 방지임을 감안할 때, 적법절차의 확보에 관한 문제는 단순히 절차적 정당성의 확보라는 명제에 그치는 것이 아니라, 해당 제재처분의 실효성, 나아가 규제 또는 감독기관의 영향력과의 직결될 수 있는 문제이다. 만일 제재처분시 적법한 절차요건을 갖추지 못하여 충분한 조사나 항변절차 없이 제재가 부과된다면, 제재대상자는 자신에게 부과된 제재처분에 대해 의문을 제기할 수밖에 없다. 그로 인해 제재처분의 적절성 여부에 대해 법원에 소송이 제기되거나, 상급 규제기관이 하급 규제기관의 제재처분을 번복하는 사례가 빈번히 발생한다면, 당연히 해당 제재처분을 한 규제기관의 역할 내지 기능에 의문이 제기될 것이다.

적법한 제재절차 구축에 관한 문제는 제재권한에 관한 명확한 법적 근거와 제재수단의 구체화 등을 전제로 하는 것이지만, 절차에 관한 문제는 향후 증권업협회가 자율규제기관으로서 보다 효율적으로 활동하기 위하여 반드시 해결해야 할 과제이다. 즉 증권업협회가 자율규제기관으로 원활한 활동을 할 수 있도록 하기 위해서는 먼저 증권거래법 등에서 증권업협회의 자율규제기관으로서의 권한과 의무를 부여하는 법적 근거를 확립하고 관련 제도들을 정비하여야 할 것이다. 그러나 이와 함께 증권업협회 스스로도 자율규제기관으로서의 위상을 확립하고, 회원에 대한

자율규제활동의 실효성을 확보하려는 노력이 필요하다. 이와 관련하여 증권업협회는 회원에 대한 제재의 적법절차를 확립하고 그에 따라 공정하고 객관적인 제재처분을 부과할 수 있어야 하며, 이를 통해 증권업협회 스스로 자율규제기관으로서 효율적으로 기능을 수행을 하고 있음을 보여줄 수 있어야 한다.

참고 문헌

참고 문헌

<국내 문헌>

김건식·송옥렬, 2001, 『미국의 증권규제』, 홍문사.

김성태·강희주·권종호·김병연·신인석·이원우·정순섭·최성섭,
2004, 『통합거래소의 출범에 따른 바람직한 자율규제 정립방안』,
한국증권법학회.

노영후, 2003, “미국 증권전문가의 법규위반내역 조사보고서”, 조사연구
Review(2003, 여름), 금융감독원.

이성복, 2003, “자율규제의 이론적 배경 및 사례”, 조사연구 Review(2003.
가을), 금융감독원.

한국증권업협회, 2005a, 『프리보드 안내』, 9월.

_____, 2005b, 『한국증권업협회 현황』, 9월.

한상범·엄경식·강대일·윤지아, 2003, 『코스닥시장의 위상재정립과 효
율화방안에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 03-09.

<외국 문헌>

Borrelli, M., 2001, “Markets Making in the Electronic Age,” *Loyola
University of Chicago Law Journal* 32, 815~850.

Christie W. and P. Schultz, 1994, "Why Do NASDAQ Market Makers Avoid Odd Eighth Quotes?," *Journal of Finance* 49, 1841-1860.

NASD, 1999. 10, Notice to Members 99-86.

_____, 1999. 11, Notice to Members 99-91.

_____, 1999, *Respondent's Guide: Disciplinary Hearing Procedures*.

_____, 2004, *Sanction Guidelines*.

SEC, 2004a, Concept Release, "Concerning Self-Regulation"
(<http://www.sec.gov/rules/concept.shtml>)

_____, 2004b, Proposed Rule, "Fair Administration and Government of Self-Regulatory Organizations"
(<http://www.sec.gov/rules/proposed/34-50699.htm>)

_____, 2004c, Proposed Rule, "Regulation NMS"
(<http://www.sec.gov/rules/proposed/34-50870.htm>)

Seligman J. and L. Loss, 2001, 『Fundamentals of Securities Regulation(4th edition)』, Aspen Law & Business.

Seligman J., 2003, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Aspen Publication.

Seligman J., 2004, "Cautious Evolution or Perennial Irresolution: Stock Market Self-Regulation during the First Seventy Years of the Securities and Exchange Commission," *Business Lawyer* 59, 1347-1387.

- Smith J., J. Selway, and T. McCormick, 1999, "The Nasdaq Stock Market: Historical Background and Current Operation," NASD Working Paper 98-01.
- Smythe, M. K., 1984, "Government Supervised Self-Regulation in the Securities Industry and the Antitrust Laws: Suggestions for an Accommodation," *North Carolina Law Review* 62, 475~515.
- U.S. General Accounting Office(U.S. GAO), 2004, "Securities Regulation: Securities Exchange Commission Oversight of Self-Regulation."
- Walsh, J., 2001, "A Simple Code of Ethics: A History of the Moral Purpose Inspiring Federal Regulation of the Securities Industry," *Hofstra Law Review* 29, 1015~1084.

<웹사이트>

금융감독원, www.fss.or.kr

한국증권선물거래소, www.krx.co.kr

한국증권업협회, www.ksda.or.kr

SEC, www.sec.gov

NASD, www.nasd.com

NYSE, www.nyse.com

IOSCO, www.iosco.org