

미국 자본시장규제위원회(CCMR)
중간보고서 주요 내용 및 시사점

2007. 5

조 성 훈
이 종 은
심 수 연

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

《 著 者 註 》

국민경제에서 자본시장이 차지하는 중요성은 새삼 강조할 필요가 없을 것입니다. 자본시장은 은행과 더불어 금융시스템의 양대 축을 형성하여 실물경제를 뒷받침할 뿐 아니라, 그 자체가 중요한 하나의 산업으로서 부와 고용을 창출하고 있습니다. 특히 최근에는 각국 경제의 개방이 급속히 진행되면서 각국 자본시장 간의 경쟁 역시 치열해지고 있습니다. 경제의 지속적인 성장과 발전을 위하여 혁신산업을 발전시켜야 하고, 동시에 동북아 지역의 금융허브를 지향하고 있는 우리나라의 입장에서는 자본시장의 경쟁력 강화가 특히 무엇보다도 중요한 국가적 과제입니다.

전 세계에서 가장 선진화된 자본시장을 갖고 있다고 다수가 인정하고 있는 미국조차도 자국 자본시장의 경쟁력을 한층 더 끌어올리기 위하여 지속적인 고민과 노력을 경주하고 있다는 점은 자본시장의 국제 경쟁이 얼마나 치열하게 전개되고 있는지를 보여준다고 생각됩니다. 그러한 노력의 구체적 산물의 하나인 자본시장규제위원회의 보고서는 미국이 자본시장, 특히 주식시장의 경쟁력 강화를 위하여 어떠한 시각을 가지고, 어떠한 방향으로 나아가고 있는지를 어느 정도 가늠해볼 수 있게 해 주는 자료이며, 본 이슈페이퍼는 이 보고서의 주요 내용을 정리한 것입니다. 본 이슈페이퍼의 내용이 우리나라 자본시장의 선진화를 위한 방향 정립에 있어서 유용한 자료로 활용될 수 있기를 기대합니다.

독자 여러분의 많은 관심과 의견 제시를 기대합니다. 관련 문의는 아래 필자들에게 연락하시기 바랍니다.

연락처 수신인: 조 성 훈, buckeye@ksri.org, 3771-0646

이 종 은, celee@ksri.org, 3771-0689

심 수 연, ssy@ksri.org, 3771-0627

《 목 차 》

要約	iii
Abstract	vii
I. 서론	1
II. 미국 자본시장규제위원회 보고서의 주요 내용	4
1. 미국 주식시장의 경쟁력 분석	4
2. 규제 프로세스의 개혁	17
3. 법 집행(enforcement)의 개선	26
4. 주주 권리(shareholder rights)의 강화	37
5. 사베인즈-옥슬리법 404조 시행의 개선	46
III. 시사점 및 결론	62
참고 문헌	66
<부 록>	70

《 그림 목 차 》

<그림 II-1> 미국의 금융규제 체계	24
<그림 부록-1> 연도별 스톡옵션 부여 현황	74

《 약 어 표 》

AS2	Auditing Standard No.2
CCMR	Committee on Capital Markets Regulation
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
FSA	Financial Services Authority
GAO	Government Accountability Office
ICDs	Internal Control Deficiencies
NYSE	New York Stock Exchange
OIRA	Office of Information and Regulatory Affairs
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
PEF	Private Equity Funds
PSLRA	Private Securities Litigation Reform Act
SEC	Securities and Exchange Commission
SOX	Sarbanes-Oxley Act

《 要 約 》

- 미국 자본시장의 국제적 위상 및 경쟁력 저하에 대한 우려가 제기되고 있으며, 이에 따라 미국에서는 자본시장의 국제경쟁력을 제고하기 위한 방안을 적극적으로 모색하고 있음
 - 최근 IPO 등 자본시장의 일부 핵심적 부문에서 런던이나 홍콩에 뒤처지는 모습을 보임
 - 2006년 9월 “자본시장규제위원회(Committee on Capital Markets Regulation, CCMR)”가 구성되었고, 본 위원회는 2006년 11월 주식시장 관련 규제의 문제점 및 개선방향에 대한 권고를 담은 보고서 발표
 - 본 보고서에서는 CCMR(2006)을 중심으로 미국의 자본시장, 특히 공모주식시장(public equity markets)의 경쟁력 회복을 위한 규제개선 노력을 분석함

■ CCMR(2006)의 주요 내용

- 미국의 공모주식시장의 경쟁력이 외국의 시장 및 사모주식시장과 비교하여 저하되고 있다는 증거가 나타나고 있음
 - 글로벌 IPO에서 미국 시장의 점유율이 급속히 감소하여, 세계의 기업들이 자금조달을 위한 시장으로 미국 이외의 시장을 더 많이 선택
 - PEF를 중심으로 한 사모주식시장이 꾸준히 성장하여 사모주식시장으로 유입된 자금의 규모, 사모주식시장에서의 기업의 자금조달 규모 등이 모두 공모주식시장의 그것을 추월

- 이러한 현상의 원인으로서는 외국 시장 및 사모주식시장의 경쟁력이 높아졌다는 점 외에 공모주식시장에서의 규제가 지적되고 있으며, 공모주식시장의 규제 환경을 개선하는 데 정책적 노력이 집중되어야 함

○ 미국의 자본시장 관련 규제 프로세스의 개선 방향으로서는 다음과 같은 사항을 제시함

- 규칙(rules) 제정에 있어서 체계적 비용-편익분석 도입 및 실시
- 원칙기준(principles-based)규제로의 이행 및 일반투자자와 기관투자자 차별화
- 안전성과 건전성에 기초를 둔 감독방식 채택
- 국내 및 외국 규제기관 간의 조정 및 협력 강화

○ 미국의 민·형사상 법 집행(enforcement)과 관련된 문제점 및 개선 방향으로서는 다음과 같은 것들이 있음

- 미국은 세계에서 증권 관련 법규의 집행이 가장 강력한 국가로서, 엄정한 법 집행은 자본시장 발전을 위한 필수요소이나, 필요 이상의 과도한 집행은 불필요한 비용을 발생시킴
- 증권집단소송은 예방적 기능, 피해 보상 기능에 대하여 논란의 여지가 존재하며, 또한 동일 회사 주주 간의 부의 이전을 발생시킨다는 문제를 내포하고 있음
- 예외적인 경우를 제외하고는 기업 자체를 기소하는 것은 바람직하지 않으며, 회계감사법인 및 사외이사의 법적 책임부담을 합리적으로 조정, 경감시킬 필요가 있음

- 자본시장의 발전을 위해서는 주주 권리의 보호가 매우 중요하며, 이와 관련된 사항으로는 다음과 같은 것들이 있음
 - 이사의 시차임기제와 독약증권(poison pill)의 결합은 기업지배권시장의 작동을 효과적으로 차단하는 강력한 경영권 방어수단이 되는 바, 이사회와 독약증권 채택 권한이 합리적으로 조정되어야 함
 - 현재 대부분 다수 투표제(plurality voting)로 되어 있는 이사의 선임 방식이 과반수 투표제(majority voting)로 전환되어야 함
 - 경영자 보상에 관한 공시가 강화·개선되어야 함

- 사베인즈-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act: SOX) 404조의 실행 방식의 개선이 다음과 같이 개선될 필요가 있음
 - 현재 SOX 404조의 준수를 위한 비용은 당초 예상보다 훨씬 큰 반면, 그로 인한 편익의 크기는 불분명함
 - SOX 404조의 목적을 훼손하지 않는 범위 내에서 실행 방식을 보다 비용효율적으로 개선할 필요가 있음
 - 외부감사인의 입증을 위한 기준인 PCAOB의 AS2 개선
 - 소규모 기업에 대한 적용 유예
 - 경영자에 의한 내부평가를 위한 지침 마련

■ 시사점

- 선진화된 자본시장은 전체 국민경제의 지속적인 성장·발전을 위한 필수적 요소이며, 자본시장 선진화를 위해서는 합리적·효율적인 제도적 기반이 뒷받침되어야 함
 - CCMR(2006)은 자본시장의 경쟁력 강화를 위하여 미국이 기울이고 있는 노력의 구체적 산물의 하나로서, 양적·질적 측면에서 세계 최고 수준으로 인정받아 온 미국의 자본시장조차 경쟁력에 도전을 받고, 또 그 도전을 극복하기 위한 노력을 끊임없이 경주하고 있다는 사실을 보여줌
 - 경제의 성장동력이 혁신산업으로 이동하고 있고, 동시에 고령화가 급속하게 진행되고 있는 우리나라 경제의 현실상 자본시장의 선진화 및 경쟁력 강화는 가장 중요한 국가적 과제의 하나이며, 규제를 포함한 제도적 측면에서는 현재 입법 과정 중에 있는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(자본시장통합법)의 조속한 입법 완료 및 시행이 가장 시급한 정책 과제임

《 Abstract 》

The concern that the U.S. capital markets, especially public equity markets which have long been regarded as the world's largest and most well-functioning capital markets, are losing their competitive edge is growing in the U.S. As an effort to reverse the trend and to maintain the leadership of the U.S. capital markets, the Committee on Capital Markets Regulation (CCMR) was formed in September 2006, and CCMR published its first report containing suggestions for regulatory reform in the U.S. public equity markets in November 2006 (CCMR(2006)).

There are two major competitors to the U.S. public equity markets. One is foreign markets and the other is private equity markets in the U.S. During the recent few years, non-U.S. companies have raised much more capital in foreign markets than in the U.S. markets, and the amount of capital raised in private equity markets such as private equity funds is also much larger than that in public equity markets. CCMR(2006) recognizes excessive regulatory burden and costs as an important factor for diminishing competitiveness of the U.S. public equity markets and proposes several important reform agenda.

Suggestions of CCMR(2006) for improvement of regulatory process include systematic cost-benefit analysis in rule-making, shift from the current rules-based regulation to principles-based regulation, and better coordination/cooperation among regulatory bodies. CCMR(2006) also argues that the civil and criminal legal enforcement system of the U.S. incurs excessive costs. Especially, CCMR (2006) expresses suspicion about the economic benefit of securities class actions in the sense that they bring about wealth transfer among shareholders of the same company.

CCMR(2006) suggests that the prosecution of an entire company should be limited to very exceptional cases, and that legal liabilities of auditing firm and outside directors should be more reasonably adjusted.

For stronger protection of shareholder rights, CCMR(2006) suggests that board's authority to adopt poison pill should be appropriately checked by shareholders, and that the election of directors should be through majority voting not through current plurality voting. CCMR(2006) also argues that the implementation of Section 404 of Sarbanes-Oxley Act should be reformed into more cost-effective way.

The fact that even the U.S. capital markets, which are considered strongest in the world, are making incessant efforts to maintain and improve their competitiveness rings the alarm to Korea. Capital market development is one of the most urgent and important national task for sustained economic prosperity in Korea, and CCMR(2006) shows that well-designed and effectively-implemented regulation is a key for capital market development. Prompt legislation of the "Capital Market and Investment Services Act" (so-called "Consoliation Act") should be the first step toward such regulation in Korea.

I. 서론

- 최근 미국 내에서 미국 자본시장의 국제적 위상 및 경쟁력 저하에 대한 우려가 제기되고 있음
 - 뉴욕의 Wall Street는 세계 금융의 중심지, 특히 최대·최고의 자본시장으로서의 지위를 유지하여 왔으나, 최근 IPO(initial public offering) 등 자본시장의 일부 핵심적 부문에서 시장점유율이 감소하고 있으며, 런던이나 홍콩에게 뒤처지는 모습을 보임
 - 2000년에는 전체 글로벌 IPO의 50%(금액 기준)가 미국에서 이루어졌으나, 2005년에는 5%만이 미국에서 이루어짐¹⁾
 - 2005년 현재 미국의 금융시장 규모는 51조 달러로 유럽이나 일본 등에 비하여 월등히 크지만, 2001년~2005년 기간의 연평균 성장률은 6.5%로 영국의 8.4%, 일본의 7.5%에 비하여 낮음²⁾
- 이에 미국에서는 정부 및 민간의 다양한 차원에서 미국 자본시장의 국제경쟁력을 회복·제고하기 위한 다각적인 방안을 모색하고 있음
 - 2006년 9월 12일, 22인의 실무업계, 법조계, 학계 전문가로 구성된 독립적 민간자율기구인 “자본시장규제위원회(Committee on Capital Markets Regulation, 이하 CCMR이라 함)”가 구성되었고, CCMR은 2006년 11월 30일 주식시장 관련 규제 문제점 및 개선방향에 대한 권고를 담은 보고서를 발표³⁾

1) 글로벌 IPO란 자국시장이 아닌 타국시장에서 행해지는 IPO를 지칭함, CCMR (2006)

2) McKinsey & Co.(2007)

- 2007년 1월, 컨설팅기관 McKinsey는 뉴욕 시장 Michael Bloomberg와 뉴욕주 상원의원 Charles Schumer의 의뢰에 의하여 유사한 내용을 담은 보고서를 발표4)
- 이미 자본시장에서 세계 최강의 경쟁력을 갖고 있는 미국의 이와 같은 움직임에 대해서 자본시장의 발전이 국가적 핵심 과제인 우리나라의 입장에서 관심을 기울일 필요가 있음
 - 미국 자본시장의 경쟁력 저하 원인의 분석 및 해결방안 모색 노력을 분석하는 것은 아직도 자본시장의 국제경쟁력이 취약한 우리나라에게 유용한 정보와 교훈을 제공할 수 있음
 - 또한 세계 최강인 미국조차도 자국 자본시장의 경쟁력을 더욱 강화하기 위하여 끊임없이 노력하고 있다는 점은 우리나라의 자본시장 발전 노력에 박차를 가하게 하는 자극제로 작용할 수 있을 것임
- 본 보고서에서는 CCMR(2006)의 내용을 중심으로 미국의 자본시장, 특히 공모주식시장(public equity markets)의 경쟁력 회복을 위한 규제개선 노력을 분석함
 - CCMR(2006)의 구성체계에 따라 II장에서 핵심적 내용을 요약하여 소개
 - 따라서 II장에서 CCMR(2006)의 내용에 대해서는 그 출처를 명시적으로 밝히지 않음

3) CCMR(2006)

4) McKinsey & Co.(2007)

- McKinsey & Co.(2007) 역시 CCMR(2006)과 거의 동일한 시각과 문제인식을 바탕으로 유사한 제언/권고를 제시하고 있는 바, 이러한 부분에 대해서는 CCMR(2006)의 내용을 중심으로 분석하고, 차이가 있는 부분에 대해서만 별도로 서술함
- 동시에 국내 관련 제도 현황을 정리하여 부록에 수록하고, 본 보고서에서 제안한 사항과 비교, 평가함

II. 미국 자본시장규제위원회 보고서의 주요 내용⁵⁾

1. 미국 주식시장의 경쟁력 분석

가. 미국 경제에서의 자본시장의 중요성

- 미국 경제에서의 공모주식시장(public equity markets)의 중요성
 - 기업 자금조달 경로의 제공 및 자본조달비용 결정
 - 개인 및 기관투자자의 중요한 투자 대상 제공
 - 특히 개인투자자에게 있어서 외국시장은 익숙하지 않고, 사모주식시장(private equity markets)에의 참여는 규제에 의하여 제한
 - 따라서 미국 경제의 경쟁력은 공모주식시장의 경쟁력에 크게 의존

1) 금융부문과 경제성장

- 다수의 실증연구들은 금융발전 정도와 경제성장 간에는 인과관계가 존재함을 보여주고 있음
 - King and Levine(1993), Jayaratne and Strahan(1996), Rajan and Zingales(1998), Guiso, Sapienza and Zingales(2004), Levine(2005)⁶⁾

5) II장에서 제시된 견해, 개선안 권고는 모두 CCMR(2006)을 정리한 것이며, 본 이슈페이퍼의 견해나 권고가 아님

6) 이상은 모두 CCMR(2006)에서 재인용

- 미국의 금융부문은 그 자체로서 미국 경제에서 중요한 부분을 차지하고 있음
 - 2005년도 미국 전체 GDP의 8.1% 차지⁷⁾
 - 1995년~2005년까지 금융부문의 연평균성장률은 5%로 미국의 3대 산업(제조업, 부동산, 금융) 중에서 가장 높은 성장률을 보이고 있음⁸⁾
 - 또한 금융산업에 종사하는 인력은 2005년 기준 600만명으로 미국 전체 민간부문 고용의 5%를 차지하고 있음

- 금융부문 중에서도 증권산업은 전체 금융부문 산출(output)의 17%를 차지하는 매우 중요한 영역임
 - 증권산업은 고용이 최저수준을 기록한 2003년 10월 이후 2006년 7월까지 48,000개의 신규고용을 창출하였음

2) 금융부문과 주식시장

- 공모주식시장은 금융부문에서 핵심적 역할을 담당하고 있으며 금융의 발전은 공모주식시장이 얼마나 활기차게 유지되느냐에 달려 있음
 - 주식시장 유동성(시가총액 대비 거래대금)이 30% 포인트 상승하면 1인당 국민소득 연성장율은 매년 0.8% 포인트 상승(Levine and Zervos(1998))

7) 한국의 경우 “금융보험업”이 전체 GDP에서 차지하는 비중은 7.46%(2005년, 명목기준, 한국은행 경제통계시스템)

8) McKinsey & Co.(2007)

— 영국이나 미국처럼 보다 발달된 공모주식시장을 가진 국가는 덜 발달된 공모주식시장을 가진 여타 유럽국가들(독일, 프랑스 및 이태리)보다 더 높은 경제성장률을 보임(Carlin and Mayer(2000))

○ 또한 활성화된 공모주식시장은 벤처캐피탈산업의 성공을 위하여 특히 중요함

— 2000년 현재 미국 전체 고용의 40%가 벤처캐피탈의 자금지원을 받아 1980년~1990년대에 상장된 기업들로부터 창출되었음

— 2003년 현재 벤처산업은 1,000만개의 고용 및 1조 7,600만 달러의 수익을 창출하였으며, 이는 미국 전체 민간부문 고용의 9.4%, 전체 기업 수익의 9.6%에 해당

나. 미국 공모주식시장의 경쟁력 저하 현상

1) 외국 시장과의 경쟁

○ 공모주식시장의 경쟁력을 나타내는 가장 대표적인 지표는 미국 시장에서 외국 기업의 IPO(즉 글로벌 IPO)가 얼마나 활발하게 이루어졌는가 하는 것임

— 글로벌 IPO건수가 공모주식시장의 경쟁력 평가의 지표가 되는 이유는 이 건수가 높을수록 그 시장이 외국 기업에게 매력적임을 의미하기 때문임

- 1990년대 동안 NYSE에 상장한 외국 기업의 수는 100개에서 거의 400개로 증가하였고, Nasdaq 역시 유사한 증가세를 보인 반면, 런던을 비롯한 유럽시장의 시장점유율은 감소 추세를 보이고 있었음
 - 글로벌 IPO의 성장세는 2000년대 초반 잠시 주춤하였다가 다시 증가하고 있음
 - 2005년에 352개의 기업이 자국 외 시장에서 920억 달러 규모의 IPO를 실시했으며, 2006년에는 9월까지 230개의 기업이 860억 달러를 조달
- 1990년대와 달리 2000년대 들어서서 글로벌 IPO에서의 미국 시장의 점유율은 급속하게 하락
- 2000년~2005년 사이에 글로벌 IPO에서의 미국의 점유율은 공모규모로 볼 때 50%에서 5%로, 건수로 볼 때 37%에서 10%로 하락
 - 특히 2005년 IPO 규모별 상위 25건 중 24건이, 2006년 IPO 규모별 상위 10건중 9건이 미국 외의 지역에서 이루어졌음
 - 미국 공모주식시장의 시장점유율 하락은 혁신산업 뿐 아니라 전통 산업에서도 동일하게 나타남
- 또한 그 하락의 이유가 중국, 러시아 등 신흥시장으로부터 오는 기업들의 IPO 건수의 감소 때문도 아님
- 이러한 신흥시장으로부터의 IPO를 제외하더라도 글로벌 IPO에서 차지하는 미국 공모주식시장의 점유율은 50%에서 10%로 감소

- 이러한 글로벌 IPO에서의 점유율 하락으로 글로벌 IPO 인수수수료에서 차지하는 미국의 점유율도 하락하였음
 - 1996년 미국의 글로벌 IPO 자문 및 인수수수료 수익은 270억 달러로 세계 전체의 58%를 차지하고 있었으나, 2005년에는 591억 달러로, 금액 자체는 증가하였지만 점유율은 42%로 하락

2) 사모주식시장과의 경쟁

- 1980년대까지만 해도 사모주식시장(private equity markets)은 거의 존재하지 않았으나 꾸준한 성장을 통하여 2005년에는 2,000억 달러 규모에 도달
 - 2003년 이후 PEF(private equity funds)들이 조성한 자금의 규모는 뮤추얼 펀드에 유입되는 자금의 규모를 추월하였음
 - 상장철회로 이어지는 기업인수(going private buyout)는 전체 공개기업 인수합병의 25% 이상을 차지
- 사모주식시장이 점차로 공모주식시장을 대체하는 양상을 보이고 있음
 - PEF(벤처캐피탈, LBO 펀드 포함)는 전세계 주식거래대금의 17%를 차지
 - 또한 사모주식시장을 통한 PEF의 투자자금 회수(exit)가 급속하게 증가

- 2001년~2005년 기간 중 사모주식시장을 통한 벤처캐피탈의 exit 규모는 948억 달러에 달한 반면, IPO를 통한 exit 규모는 120억 달러에 불과
 - 이러한 “secondary buyout” 시장은 일종의 “사적유통시장”으로 볼 수 있으며, 새로운 주식시장으로 등장하고 있음
 - 아울러 PEF에 참여한 투자자의 투자지분(즉 LP 지분)을 매각할 수 있는 시장(market in secondaries) 역시 급속히 성장하여 사모주식 시장의 유동성이 더욱 높아지고 있음
- 이와 같은 사모주식시장에 의한 공모주식시장의 대체 현상은 다음과 같은 문제를 내포하고 있음
- 일반적으로 사모주식시장은 기관투자자들과 일부 부유층만 직접적으로 참가할 수 있는 시장으로, 사모주식시장의 성장으로 인한 공모주식시장의 위축은 일반투자자가 참여하는 시장의 유동성이 점차 감소하고 거래비용은 높아짐을 의미
 - 또한 중소기업들이 자금조달에 있어 공모주식시장 대신에 사모주식시장을 선택하게 된다면 일반투자자들은 이들 중소기업에 투자할 기회를 잃게 됨

3) 자본조달비용과 상장프리미엄에 대한 고려

- 기업들은 자신의 주식이 가장 높게 평가받을 수 있는 곳에 상장하려는 유인이 있으며 이를 위해서 다음의 두 가지 사항을 고려

- 자본조달비용
 - 현재 및 미래의 현금흐름이 특정시장 고유의 규제조치에 의해 감소할 위험
 - 미국의 공모주식시장은 자본조달비용에 이점을 갖고 있는 반면, 과도한 규제비용과 소송에 대한 위협으로 인한 현금흐름 감소 위험이 증가하여 이러한 이점을 상쇄하고 있음
- 실증연구들은 미국의 공모주식시장이 자본조달비용 및 상장프리미엄의 측면에서 우위에 있음을 보여주고 있음⁹⁾
- 그럼에도 불구하고 미국의 공모주식시장에서 글로벌 IPO가 감소하고 있다는 것은 그 외의 요인이 작용하고 있다는 것을 시사함

다. 미국 공모주식시장의 경쟁력 저하 원인

- 미국의 공모주식시장이 외국 시장 및 사모주식시장에 비하여 경쟁력이 저하되고 있는 데에는 다음과 같은 요인이 작용
- 투명성 제고, 공시 개선 등을 통한 외국 공모주식시장의 신뢰도 향상
 - 외국 공모주식시장과 사모주식시장의 유동성 증가
 - 기술의 발달로 인한 외국 공모주식시장에의 투자편의성 향상
 - 외국 시장 및 사모주식시장과의 규제 차이

9) Doidge et al.(2004), Hail and Leuz(2006), CCMR(2006)에서 재인용

- 이 중에서 앞의 3 가지 요인은 정책적 노력의 여지가 거의 없는 반면, 마지막 요인에 대해서는 보다 저비용으로 투자자를 효과적으로 보호할 수 있는 소송 및 규제 시스템을 만들기 위한 정책적 노력이 필요하며, 본 보고서는 이러한 측면에 초점을 맞춤

1) 개선된 외국 공모주식시장 규제

- 영국의 금융 규제는 지난 20년간 완전히 개혁되었음
 - 1986년 10월 27일, “Big Bang” 개혁
 - 2000년, 「금융서비스·시장법(Financial Services and Markets Act)」
 - 통합된 단일규제기관으로 FSA를 설립하여 규제의 명료성 및 효율성 뿐 아니라 규제의 투명성과 신뢰성도 제고
 - 또한 FSA는 법률에 의해 어떠한 규제변화를 예고할 경우에도 비용-편익분석을 하게 되었으며, 최종 규칙을 공포할 때에는 규제예고 시에 지적되었던 사항들과 그에 대한 답변을 심도록 되었음
- 금융서비스 전문가들은 규제환경을 인력 다음으로 중요한 금융 중심지(financial center)의 경쟁력 요소로 꼽음¹⁰⁾
 - 금융전문가들은 뉴욕보다 런던의 규제환경을 선호하였는데, 그 이유로 다음을 제시
 - 미국의 규제기관이 지나치게 많고, 규제기관 간의 일관성 결여

10) Oxera Consulting(2005), CCMR(2006)에서 재인용

- FSA의 유연한 원칙기준(principles-based)규제를 미국 SEC의 처방전적(prescriptive) 규칙기준(rules-based)규제보다 선호
- 규제 측면에서 영국을 선호하게 하는 여러 요소 중 가장 뛰어난 것은 낮은 비용과 규제의 단순성(simplicity of regulation)¹¹⁾

2) 개선된 외국 공모주식시장의 유동성

- NYSE는 세계에서 가장 유동성이 높은 시장이었고 현재도 그러하나, 외국 시장과의 격차는 줄어들고 있음
 - 외국 시장에서의 주식거래대금이 미국 시장(NYSE, Nasdaq, AMEX)의 주식거래대금보다 더 빠른 속도로 성장
 - 미국 시장에 교차상장한 기업들의 자국 시장에서의 거래비중이 지속적으로 증가

3) 기술의 발달로 인한 외국 시장 투자 편의성 향상

- 1997년 SEC의 발표 자료에 따르면 미국 거주자들에 의하여 이루어진 해외증권투자는 1980년~1995년 기간 중 4,700% 증가
 - 지난 10년 동안 기술의 발전으로 인해 정보의 전달이 용이해지게 되었고 이는 정보비대칭의 감소를 가져와 금융의 글로벌화 및 투자자들의 자국시장에 대한 선호(home-bias)가 줄어드는 계기를 마련

11) McKinsey & Co.(2007)

4) 미국 공모주식시장에서의 규제와 소송에 대한 부담

가) Rule 144A 시장으로부터의 증거

○ Rule 144A 시장이란 증권발행인(issuer)이 1933년 증권법(Securities Act of 1933) 및 사베인즈-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act, 이하 SOX라 함)상의 등록의무 및 책임 관련 사항을 포함한 대부분의 미국 증권규제의 적용을 받지 않고 자금을 조달할 수 있도록 허용한 시장임¹²⁾

— 일반투자자가 아닌 대형 기관투자자들이 참여하는 시장임

○ 1990년대 이후 미국에서의 주식 발행을 위하여 공모주식시장이 아닌 Rule 144A 시장을 선택하는 외국 기업이 증가하고 있음

— 2005년에 외국 기업들이 미국의 공모주식시장에서 34건의 주식발행을 통하여 53억 달러를 조달한 반면, Rule 144A 시장에서는 186건

12) 미국에서는 1933년 증권법 Rule 144에 따라 기업이 미국에서 사모로 발행한 증권의 매수인은 전매를 함에 있어 엄격한 제한을 받음. 즉, ① 발행인에 관한 정보가 일반에 공개되어 있을 것, ② 제한증권의 경우 2년의 보유기간을 충족할 것, ③ 매각수량 및 매매방법에 대한 제한, ④ 매매 시 SEC에 대한 통지의무 등 일정한 요건을 충족시키는 경우에 이의 전매가 허용됨. 그러나 이러한 제도가 외국 기업의 미국 내 상장을 기피하게 만든다는 지적에 따라 SEC는 1990년 완화한 제도인 Rule 144A를 제정함. Rule 144A는 외국 기업이 사모발행 한 증권을 적격기관투자자(qualified institutional buyers: 1억 달러 이상의 유가증권을 소유 또는 투자하고 있는 기관투자자, 브로커 및 딜러)에게 판매하는 경우에는 이를 분매(전매)로 보지 않는다는 규정임. 이 규정에 의해 발행등록절차가 간편해지고 비용이 절감되는 이점이 있어 외국 기업이 미국시장에 진출하는 대표적인 발행방법으로 활용되고 있음. “Rule 144A시장”이라는 것은 통상 외국 기업의 사모발행된 증권이 적격기관투자자들 사이에서 유통되는 시장을 지칭함.(김진식·송옥렬(2001))

에 830억 달러를 조달

- 1995년에는 공모주식시장과 사모주식시장에서의 주식발행 규모가 거의 비슷했었음
- 미국 공모주식시장의 낮은 자본비용에도 불구하고 외국 기업들이 사모주식시장을 선호한다는 사실은 규제 및 소송에 대한 부담이 자본조달을 위한 시장의 선택에 있어서 중요한 고려요소라는 것을 시사함

- 영국은 규제상의 이점을 끊임없이 강조하고 있으며, 가벼운(light-touch) 규제의 유지 의지를 천명

나) SOX 시행 이전과 이후의 상장프리미엄의 변화

- SOX 시행 이후 미국 공모주식시장에 교차상장한 기업들의 평균 프리미엄이 크게 하락하였으며,¹³⁾ 하락의 정도는 그 기업들의 본국의 특성에 따라 차이를 보임
- 미국 공모주식시장에 교차상장한 기업들의 평균 프리미엄은 1997년~2001년 기간(SOX 이전)에 비하여 2003년~2005년 기간(SOX 이후)에 절반 수준으로 하락¹⁴⁾

13) 여기서 프리미엄은 교차상장한 기업과 그렇지 않은 기업 간의 PBR 차이로 정의되며, 따라서 프리미엄이 크다는 것은 시장에서의 가치평가가 높게 이루어지고 있다는 것을 의미함

14) Doidge et al.(2006), CCMR(2006)에서 재인용

- 기업지배구조 수준이 높은 국가 기업의 프리미엄 하락폭이 기업지배구조 수준이 낮은 국가 기업의 프리미엄 하락폭보다 큼¹⁵⁾
- 즉 미국 공모주식시장에 교차상장함으로써 얻는 가치평가(valuation)상의 편익이 SOX 시행 이후에 전반적으로 크게 줄어들었다는 것이며, 자국의 기업지배구조 수준이 높은 국가 기업의 편익이 더 크게 줄어들었다는 것은 SOX의 적용에 따른 편익(투자자에게 주는 신뢰 등)보다는 비용이 더 크다는 것을 시사

5) 상장비용과 인수수수료

- NYSE는 다른 경쟁자들보다 더 높은 상장비용을 부과하지만 이것은 미미한 것으로 상장 시장 선택에 대한 의사결정에 크게 영향을 미친다고 볼 수 없음
- 미국 공모주식시장이 가지는 또 하나의 불리한 점으로, IPO 인수수수료 수준이 높다는 점도 지적되나, 역시 중요한 요인은 아님

라. 자본시장의 개방 유지 필요

- 단기적으로는 미국 주식시장의 경쟁력 저하의 결과가 눈에 띄게 나타나지는 않을 것으로 판단되며, 그 이유는 아래와 같음
 - IPO를 하는 대부분의 기업은 자국 시장을 선택

¹⁵⁾ Dyck and Zingales(2004), CCMR(2006)에서 재인용

- 현재 미국 시장에 상장되어 있는 외국 기업들은 미국인 주주가 300명 이상인 경우 미국 시장에서 상장을 폐지할 수 없음
 - 외국 시장에서의 IPO를 추진하는 미국 기업들도 1934년 증권거래법 (Securities Exchange Act of 1934) 및 SOX의 적용을 피하기는 쉽지 않음
 - 미국의 증권규제를 받지 않으려면 주주의 수가 500명을 넘지 않는다는 것을 입증해야 함
 - 현재 미국 시장에 상장되어 있는 미국 기업들이 상장을 철회하고 자국의 규제를 피해 외국 시장으로 나가는 것은 더욱 어려움
- 이와 같은 규제(사실상의 자본이동 통제)는 미국 시장의 경쟁력 저하에 대한 근본적 대책이 될 수 없으며, 문제의 해결을 지연시킬 뿐임
- 계속해서 외국 시장의 매력이 증가한다면 결국에는 미국 기업들도 미국 시장을 떠나게 될 것이며 이 과정에서 상당한 경제적 손실이 발생
- SEC는 최소한 외국 기업에게라도 자본이동에 대한 통제를 완화해야 함
- 외국 기업이 사후적으로 미국 공모주식시장을 원할 때에 떠날 수 있다는 것을 안다면 사전적으로 미국 공모주식시장에 진입하려는 유인이 더 강해질 것임
 - 따라서 SEC는 미국 공모주식시장에 진입하는 외국 기업이 미국 투자자들에게 충분한 사전고지 및 경과기간을 제공하는 한 자유롭게 그 시장을 떠날 수 있도록 허용해야 함

2. 규제 프로세스의 개혁

- 자본시장 규제의 목적은 투자자를 보호하고 시장의 완전성(integrity)을 유지하는 것이며, 이를 위해서 기업과 투자자에 대한 어느 정도의 비용 및 부담의 발생은 불가피
 - 따라서 규제 개혁은 이러한 편익과 비용 간에 적절한 균형이 이루어지게 해야 함
 - 일방적인 규제 완화는 “race to the bottom”이 되어, 결국은 기업과 투자자의 피해로 귀결됨
 - 규제는 특히 투자자 보호에 초점이 맞춰져야 하는데, 이는 기업은 자신에게 발생하는 규제 비용의 상당부분을 투자자에게 전가할 수 있기 때문임

- 이러한 점을 고려하면서 미국 자본시장의 경쟁력을 제고하기 위하여 취할 수 있는 규제 프로세스상의 개혁 방안으로 다음 사항을 제안
 - 규칙(rules)의 제정에 있어서 체계적인 비용-편익분석의 도입
 - 원칙기준(principles-based)규제로의 이행 및 일반투자자와 기관투자자에 대한 규제의 차별화
 - 은행과 같이 안전성과 건전성에 기초를 둔 증권회사 감독방식 채택
 - 국내 및 외국 규제기관 간의 협력 강화

가. 체계적인 비용-편익분석 도입

- 현재 SEC에는 규제의 비용-편익분석을 위한 공식적 절차 및 명시적 가이드라인이 없음
 - 현재 SEC가 실시하고 있는 비용-편익분석은 비공식적(informal)으로 이루어지는 것으로서 개별 규칙마다 그 세부내용이 다르고, “짧고, 정성적(qualitative)이고, 분석의 깊이와 엄밀함이 결여되었다”는 평가를 받고 있음¹⁶⁾
 - 의회의 규정에 따른 비공식적이고 정성적인 비용-편익분석, 미국 감사원(Government Accountability Office, 이하 GAO라 함)에 제출하는 보고서가 있지만, 명확한 절차와 방법이 정해져있지는 않음
 - 대통령령에 의하여 모든 행정부처는 규제의 비용-편익분석을 하도록 되어 있지만, SEC와 같은 독립적 연방규제기관은 이러한 대통령령의 적용을 받지 않음

- 이에 반해 영국의 FSA는 효과적인 규제를 위한 포괄적이고도 명확한 원칙들을 갖고 있으며, 이 원칙에는 비용-편익분석의 수행이 포함되어 있음
 - FSA의 규제의 원칙에는 다음과 같은 것들이 포함됨
 - 효율성과 경제성(efficiency and economy)
 - 경영진의 역할(role of management): 기업의 규제 준수에 대한 책임은 그 기업의 최고경영진에게 있음¹⁷⁾

16) Sherwin(2005). CCMR(2006)에서 재인용

- 비례성(proportionality): 기업과 시장에 가해지는 제약은 그로부터 기대되는 소비자 및 시장에 대한 편익의 크기와 비례해야 함
- 금융서비스/시장의 국제적 성격의 고려 및 영국의 경쟁력 유지
- 경쟁(competition): 불필요한 경쟁 저해 혹은 왜곡 방지

— 또한 FSA는 규제목적의 달성 및 규제 원칙과의 부합 여부를 결정하기 위한 사후적 성과평가를 실시함

○ 미국의 SEC 역시 효과적인 규제를 위한 명시적이고 공식적인 원칙을 수립할 필요가 있음

- 이 원칙에는 규제에 대한 비용-편익분석의 실시가 포함되어야 함
- 또한 규칙들은 사전적으로 뿐 아니라 시행 이후에도 정기적으로 합당한 비용으로 의도한 목적을 달성하고 있는지의 여부가 평가되어야 함
- 자율규제기관(NASD, NYSE 등) 역시 비용-편익분석을 실시하여야 함

○ SEC의 비용-편익분석 실시를 위한 세 가지 대안

- 연방행정기관의 비용-편익분석을 담당하고 있는 OIRA¹⁸⁾에 의뢰
 - 비용-편익분석의 전문인력과 경험의 측면에서 장점을 가짐
 - 금융규제를 다뤄본 경험이 없고, OIRA가 대통령 직속 기관이라는 점에서 SEC와 같은 독립적 기관에 대한 정치적 영향력이 증대될 가능성 존재

17) 이는 기업의 일상적 경영의사결정의 규제 준수 여부에 일일이 규제당국이 개입하지 않고, 최고경영진의 책임으로 남겨놓겠다는 의지의 표현임

18) Office of Information and Regulatory Affairs, OMB(Office of Management and Budget) 내 부서

- SEC 자신에 의한 비용-편익분석을 담당할 독립적 기구의 신설
 - 정치적 영향력으로부터는 비교적 자유로울 수 있음
 - 설립에 따른 비용과 시간이라는 측면에서 불리
 - SEC가 자체적으로 실시
 - SEC 여타 부서와의 의사소통, 업무협조, 전문지식 활용 등의 측면에서 우위
 - SEC의 내부인력이 경제학자나 경영분석가가 아닌, 법률가들로서 구성되어 있다는 현실이 장애로 작용
- 이 세 가지 대안 중 CCMR은 마지막 방안을 권고함
- 전문성을 갖춘 경제학자, 경영분석가로 구성된 내부조직을 설치하여 체계적인 비용-편익분석 수행

나. 원칙기준규제로의 이행

- 원칙기준(principles-based)규제의 장점으로서는 다음과 같은 것들이 주장됨
- 기업이 자발적으로 준법감시(compliance) 정신을 계발할 수 있는 신축성과 여유 부여
 - 규제 비용과 부담 경감
 - 규제비용의 경감은 진입장벽을 낮추어 산업의 경쟁 촉진
 - 규칙상의 허점을 찾아내고자 하는 비생산적 활동 감소

- 결과(outcomes, results) 중심의 규제
 - 영국의 FSA가 대표적인 원칙기준규제의 옹호자이며, 지속적인 이행 작업을 추진하고 있음
- 처방전적(prescriptive) 규칙기준(rules-based)규제의 장점으로서는 다음과 같은 것들이 주장됨
- 행위 기준의 명료성 및 기업간 기준 적용의 일관성
 - 복잡한 투자상품과 관련된 필요정보를 고객에게 제공하도록 확실하게 규제할 수 있음
 - 위반행위에 대한 검사 및 조치의 용이성
 - 행위에 대한 사전적인 세부적 지침 혹은 처방전(prescription) 중심의 규제
 - 미국의 SEC 및 자율규제기관들의 현행 규제 방식
 - 그러나 예외적으로 Commodity Futures Trading Commission (CFTC)은 원칙기준규제를 광범위하게 채택하고 있음
- 미국의 증권규제는 보다 원칙기준으로 이행할 필요가 있음
- 그 결과로 현행 규칙의 수가 감소할 것임
 - 규칙들은 투자자 및 시장에 대한 잠재적 위험을 반영한 위험기준(risk-based)규칙이 되어야 함
 - 또한 규칙들은 투입/프로세스 중심이 아닌, 결과/성과 중심으로 만들어져야 함

- 원칙기준규제로 인하여 증가하게 되는 불분명성(ambiguity)은 원칙과 유기적으로 연결되어 작성된 지침(guidance)을 통하여 해결
 - 원칙기준에 입각하여 만들어진 규칙들은 요구되는 행위기준이 잘 정의되어 있고, 준법여부에 대한 검사가 간헐적이 아니라 지속적으로 이루어질 때 제대로 작동할 수 있음
- 규제에 있어서 대형 기관투자자와 일반투자자의 구분을 보다 폭넓게 적용할 필요가 있음
- 대형 기관투자자와 일반투자자 구분의 한 예로 SEC는 지정된 “적격기관투자자(qualified institutional investors)”에 한하여 사모주식 시장 참여를 허용하는 것을 들 수 있으나, 반면 “적합성(suitability)”원칙의 적용에 있어서는 구분을 두지 않고 있음
 - 규제의 효율성, 경제성, 비례성 등을 고려할 때 투자자 간 차별적 규제의 적용이 필요

다. 감독 및 집행 방식의 개선

- 미국의 은행 규제기관과 증권 규제기관들의 감독과 집행에 대한 접근 방식은 매우 대조적임
- 증권 규제기관들은 특정 규칙의 준수여부에 대한 감독에 초점을 맞추며, 집행조치사항을 공표
 - 은행 규제기관들은 금융시스템의 안정성과 건전성에 초점을 맞추고, 감독에 있어서 건전성 접근방식(prudential approach)을 취하고 있으며, 집행조치사항을 공표하지 않음

- 증권규제 역시 은행규제와 마찬가지로 보다 건전성에 입각한 규제 방식을 취하는 것이 바람직함
 - 금융회사의 업무 겸영의 범위가 확대됨에 따라¹⁹⁾ 은행과 증권 규제 당국의 협력 필요성 역시 높아지고 있으며, 이는 양 규제기관의 기본적인 규제 철학의 수렴을 요구함
 - 건전성에 입각한 규제 방식이 보다 원칙기준규제의 정신에 부합
 - 증권회사에게 스스로 문제를 찾아 해결하려는 유인을 부여
 - 규제당국이 위협도가 높은 이슈를 조기에 파악하고 이해할 수 있도록 함
 - 규제당국과 피규제자 사이의 협력 증진

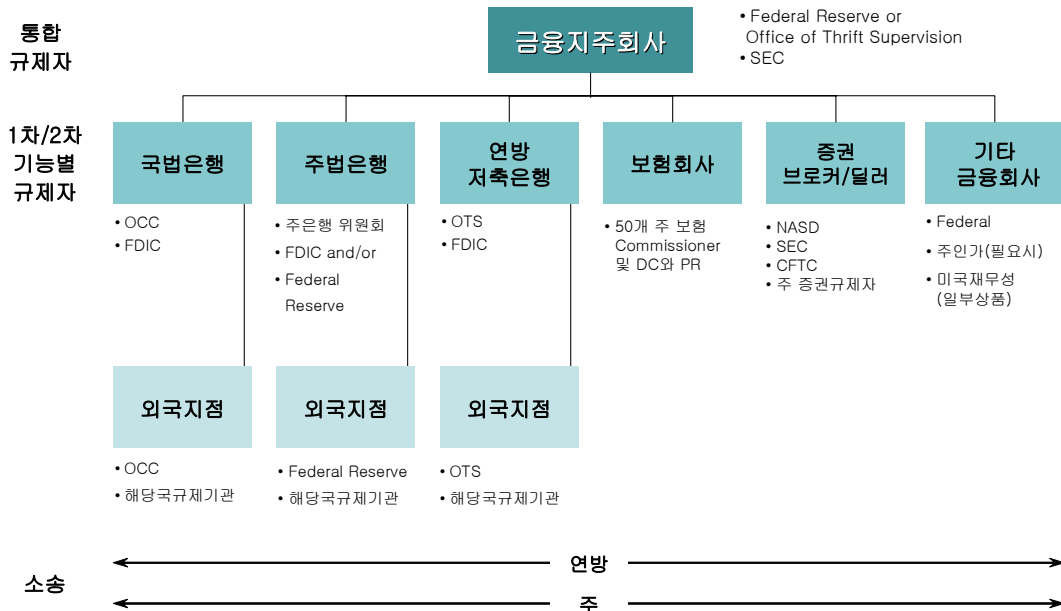
- SEC 등 증권규제기관은 정해진 규칙 제정 절차를 준수해야 함
 - 최근 제재조치를 기반으로 임기응변적(*ad-hoc*)으로 규칙을 제정하는 사례가 증가
 - 투자은행업무(*investment banking*)와 애널리스트 업무 간의 차단벽 설치 기준은 10개 대형 투자은행들의 이해상충 사건에 대한 이들 투자은행과 규제당국 간의 합의(*settlement*)에 의하여 정해진 사항을 규칙으로 만든 사례임
 - 이러한 추세는 바람직하지 않음

19) CCMR(2006)은 1999년의 Gramm-Leach-Bliley Act를 겸영 확대의 대표적 예로 들고 있음

라. 규제기관 간의 협력 강화

- 다른 선진국의 금융규제 체계와 비교할 때 미국의 금융규제 시스템은 복잡하고 고도로 분화되어 있음
 - 연방정부, 주정부, 민간부문별로 별도의 규제기관이 존재
 - 증권, 은행, 보험 등 권역별로 상이한 규제체계
 - 법무부(Department of Justice), 주 검찰총장(state attorneys-general) 등 연방정부와 주정부별 별도의 사법기관이 또한 규제를 담당
 - SEC, CFTC, 4개의 은행규제기관 등 독립적 연방규제기관 등
 - 결과적으로 규제시스템 내의 마찰이 증가하고, 기능 정지까지도 초래

<그림 II-1> 미국의 금융규제 체계



자료: McKinsey & Co.(2007)

- 이 문제의 해결을 위해서는 자율규제기관을 포함한 전체 규제기관 간의 효과적인 의사소통과 협력이 필요
 - 미국 규제시스템이 갖는 이러한 문제를 완전히 해결하기는 매우 어렵지만, 일차적으로 NASD와 NYSE의 자율규제 기능을 통합하는 방안을 고려할 수 있음
 - 또한 이 통합은 단순한 두 기관의 규정집의 통합이 아닌, 원칙기준의 새롭게 작성된 규칙을 만드는 것이어야 함

- 실제로 NASD와 NYSE는 새로운 자율규제기구를 설립하여 양 기관의 자율규제기능을 통합하기로 결정하였음²⁰⁾
 - 새로운 자율규제기구는 증권회사의 감독, 중재, 전문인력 양성, 자격증제도 관리 및 NASD의 ADF(Alternative Display Facility), OTC BB(Bulletin Board), TRF(Trade Reporting Facility) 등 자본시장 utility의 전반적 감독을 담당하게 됨
 - 시장감시와 상장법인에 대한 규제 기능은 NYSE가 계속 보유
 - 양 기관의 자율규제기능의 통합으로 중복규제가 해소되고, 규제비용이 감소할 것으로 기대되며, SEC도 이 결정을 적극 지지²¹⁾

- 주식시장은 점차 글로벌화 되고 있으며 이에 따라 각국 규제기관간의 국제적 협력의 필요성이 증가
 - 시장의 글로벌화에 따른 편익을 실현하기 위해서는 거래 규칙 및 규제 틀/framework의 적절한 수립이 핵심적 요소의 하나임

20) NASD News Release, November 28, 2006.

21) SEC Press Release, November 28, 2006.

3. 법 집행(enforcement)의 개선

- 미국은 세계에서 증권 관련 법의 집행이 가장 엄격한 국가
 - 2004년 미국의 증권 부문 규제와 관련한 민사제재금(civil penalty)은 47억 달러에 달한 반면, 같은 해 영국의 전체 금융 분야 제재금은 4,000만 달러에 불과
 - 영국을 비롯한 다른 주요 경쟁국에는 존재하지 않는 증권집단소송 제도로 인해 미국은 2002년~2004년 매해 평균 35억 달러의 비용이 추가적으로 발생

 - 강력한 법의 집행은 위반자는 처벌을 받고, 위반 행위를 통해 어떠한 이익도 얻을 수 없다는 것을 확실하게 함으로써 범죄 억지력이 있으며 따라서 증권시장을 키우기 위한 필수요소이나, 필요 이상의 과도한 집행은 불필요한 비용 야기
 - 기업에게 부과되는 벌금과 손해는 위법행위와는 무관한 주주들에게 귀속되고 그로 인해 수익률 악화²²⁾
 - 증권집단소송은 결과적으로 주주 간의 부의 이전을 초래한다는 점에서 환경, 반독점 등과 관련된 집단소송과는 그 성격에 근본적인 차이가 있음

 - 외국기업들은 흔히 미국의 이와 같은 법 집행 체계가 미국시장에서 상장을 원하지 않는 가장 중요한 이유라고 언급
- 22) 주주들은 주주대표소송을 통하여 기업에 손해를 끼친 이사 등에게 책임을 묻고 배상을 청구할 수 있는 법제도가 마련되어 있음

가. 민사상 집행(civil enforcement): 증권집단소송

1) 미국의 현황

- 2004년 9월 30일 현재 미국 연방 법원에 계류 중인 증권집단소송은 전체 집단소송의 48%에 이릅니다
- 2005년 미국의 공개기업이 증권집단소송과 관련하여 지불한 합의금은 연말에 WorldCom이 지불한 62억 달러를 제외하고도 35억 달러 이상이며 이 액수는 점점 증가하는 추세
- 소송과 관련된 합의금은 증가하는 반면, 2004년 이후 소송이 제기되는 건수는 점차 감소
 - 2005년 이후 전반적인 주식시장의 호황, 'Milberg Weiss'²³⁾의 기소, 2002년 SOX 등의 영향
- Fortune 500 기업이 미국에서 지불하는 임원배상책임보험(D&O insurance) 비용은 유럽에 비해 6배 이상 높음

23) 증권집단소송 전문 법률회사인 Milberg Weiss Bershad Hynes & Lerach의 공동회장

2) 주주 소송의 비용-편익분석

○ 증권집단소송은 기업들에게 매우 큰 부담이 되는 반면 그것이 갖는 공익적 가치는 불분명

— 소송에 따른 모든 비용은 당해 기업 및 보험회사의 부담이 되며, 이는 다시 궁극적으로 주주들에게 귀속된다는 점에서 소송이 갖는 예방적 기능에 대해서는 논란의 여지가 있음²⁴⁾

— 증권집단소송은 피해자에게 충분한 보상을 해주지 못함

- 증권집단소송의 평균 합의금은 피해자가 입은 경제적 손실의 2~3%에 불과

- 합의금의 대략 30%를 차지하는 변호사 수임료와 임원배상책임보험료 등의 거래비용 또한 고려해야 함

— 순환성(circularity)의 문제

- 증권집단소송으로 인해 얻게 되는 이익은 “class period”²⁵⁾에 거래를 하지 않은 주주들로부터 그 기간에 주식을 매입한 주주들에게 이전

- 만약 어떤 투자자가 동일한 수량의 주식을 class period 내와 그 기간 밖에 매입하였다면, 그 투자자는 소송과 관련하여 합의금을 지불하는 입장과 받는 입장 양쪽 모두에 속하게 되어 거래비용을 고려하면 오히려 손실을 입는 결과

24) 12명의 사외이사들이 2,500만 달러를 합의금으로 내놓았던 WorldCom의 경우는 매우 예외적인 사례임

25) “class period”란 증권 관련 사기나 위반행위로 인해 그 주식의 가격이 인위적으로 부풀려졌다고 간주되는 기간을 의미하며, 그 기간 내에 주식을 매입한 사람만이 증권집단소송의 원고가 될 자격을 보유함

- 평균적으로 장기보유 투자자가 class period가 시작되기 전에 주식을 매입할 가능성이 높다는 점을 고려하면 역설적으로 증권집단소송은 장기보유 투자자에게서 단기성향 투자자에게 부의 이전이 일어나게 하는 결과 초래

3) 민사상 집행의 개선을 위한 권고 사항

- SEC 규칙 10b-5²⁶⁾의 사기요건 명확화: 대부분의 증권소송이 규칙 10b-5를 근거로 발생함에도 불구하고, 규칙의 요건과 관련한 법원의 해석이 엇갈림으로 인해 불확실성 존재
 - 정보의 중요성(materiality): 부실기재(misrepresentation)가 중요사항에 관한 것이어야 함
 - 제9순회항소법원²⁷⁾은 시장이 부실기재에 대해 반응하지 않았더라도 부실기재는 중요사항이라고 하였으나, 제3순회항소법원은 그러한 부실기재가 시장에 영향을 미쳤을 경우 중요사항으로 간주
 - 기망의 의도(scienter): 사기적인 행위에 대한 현실적인 의도

26) 1934년 증권거래법 제 10조 (b)항 '시세조종적이거나 사기적인 책략의 사용금지'에 의거하여 1952년 SEC가 제정한 사기방지조항으로, ① 사기를 행하기 위하여 책략, 계략, 또는 기교를 사용하는 것, ② 중요한 사실에 관하여 부실 표시를 행하거나 오해를 피하기 위하여 필요한 중요사실의 표시를 누락시키는 것, ③ 사기 또는 기만이 되거나 그 우려가 있는 행위, 관행 또는 업무를 행하는 것 금지

27) 순회항소법원(Circuit Court of Appeals): 미국의 제2심 법원의 옛 명칭으로 미국을 11개의 순회구 및 Federal과 콜롬비아 특별구로 나누고, 매구에 하나씩 배치되어 지방법원으로부터의 상소사건과 행정위원회의 재결에 대한 대부분의 상소사건을 다룸

- 고의적인 무모함(deliberate recklessness)²⁸이 scienter의 요건을 충족하는지의 여부에 대해서 순회항소법원 간에 의견이 엇갈림
- 신뢰(reliance): 특정한 투자자가 투자판단이나 의결권을 행사함에 있어서 부실기재를 중요한 요소로 생각하였다는 것을 의미
- 시장사기이론(fraud-on-the-market theory): 효율적 시장에서의 가격은 이용가능한 모든 정보를 이미 반영하고 있으므로 주식의 매입에 대해 원고는 중요한 허위기재나 누락에 대한 특정한 신뢰를 입증할 필요가 없고 시장이 효율적이라는 점만 입증하면 됨
 - 시장사기이론에서 요구하는 효율적 시장의 가정을 입증하기 위하여 고려해야 할 요소가 무엇인지에 대해 법원의 해석이 불일치

○ 민사소송과 “Fair Funds”에 의한 중복보상 문제

- SOX 308조에 의해 SEC는 피고들로부터 징수한 민사제재금을 증권사기의 피해자를 보상하기 위한 기금(Fair Funds)으로 사용하도록 하고 있음
- Fair Funds의 본래 의도는 위법행위를 한 자는 처벌하고 그 행위로 인해 피해를 입은 자는 보상하는 두 가지의 효과를 동시에 얻음으로서 규제 프로세스를 간소화하기 위한 것
- 현재 SEC가 이미 Fair Funds를 통해 보상을 한 이후에 제기되는 민사소송과 관련하여 한도나 어떤 제한이 존재하지 않음으로 인해 불필요한 중복 보상 문제 발생

28) 중과실 또는 인식 있는 과실(즉, 의도하지 않았으나 예견할 수 있었던 과실)

○ “pay-to-play” 금지

- 소위 “전문적 원고(professional plaintiffs)”라는 사람들은 많은 기업에서 소액의 주식만을 보유함으로써 거의 대부분의 증권집단소송의 원고로 활동
 - 전문적 원고가 원고의 변호사로부터 뇌물을 받기 위한 목적으로 소송을 제기할 우려
- “변호사가 고객을 고용하는” 이러한 문제는 증권소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act, 이하 “PSLRA”라 함)에서 거론되었으며, 이후로는 소송에서 가장 큰 이해관계자에게만 대표 원고(lead plaintiff)로서 소송을 제기할 수 있는 자격 부여
 - 그러나 PSLRA의 조치로 인해 “pay-to-play”라고 알려진 새로운 문제 발생
 - pay-to-play: 법률회사가 연기금에 대한 의사결정 권한을 가진 선출직 공무원에게 금전적 기여를 함으로써, 그 사람이 선출된 후 해당 법률회사를 연기금이 제기하는 집단소송에서 담당변호인이 될 수 있도록 지정
 - pay-to-play는 그러한 상호간의 협약이 없었다면 제기되지 않았을 집단소송이 연기금에 의해 제기되게 하는 해약이 있음
- 변호사가 주정부나 지방정부의 연기금을 책임지고 있는 개인에 대해 정치적 기여를 한 경우 같은 변호사가 증권집단소송에서 대표 원고로서 해당 연기금을 대표하지 못하도록 금지해야 함²⁹⁾

29) 지방채 산업과 관련하여 벌어진 동일한 현상을 해결하기 위해 제정된 “Rule G-37”의 방법으로서 이 경우에도 적용 가능

- 최소한 SEC는 법원이 변호인의 모든 정치적 기여 혹은 변호인과 대표 원고 사이의 수수료 공유 협약 등의 모든 관련된 이해관계의 공개를 요구하도록 요청해야 함

나. 형사 기소(criminal prosecutions)

- Enron 사건에 연루된 회계법인 Arthur Andersen이 기소와 거의 동시에 붕괴되어 사라진 사례는 금융 부문에서 피고가 된다는 사실이 유죄 판결 훨씬 전에 이미 그 기업을 재무적인 파국으로 몰고 간다는 점을 일깨워줌

1) 문제점과 개혁을 위한 제안

- 예외적인 경우에만 회사 전체를 기소
 - 위법행위가 기업 전체에 퍼져있는 매우 예외적인 경우를 제외하면 회사 전체를 기소함으로써 얻어지는 긍정적 효과 불분명
 - 특히 Arthur Andersen의 경우와 같이 평판이 매우 중요한 금융서비스 부문에서, 기업 전체에 대한 형사기소는 그 기업의 청산을 야기하며 종업원과 주주를 포함하여 범죄행위와 관련 없는 모든 이해관계자들에게 손실을 입힘

○ 감사인과 사외이사에 대한 소송

- SOX 404조 하의 새로운 의무³⁰⁾에 대한 회계법인들의 불안감으로 인하여 감사비용의 상승이 초래되고 있으며, 그들에 대한 소송은 나머지 4대(Big 4) 회계법인³¹⁾마저 파산에 이르게 할 수 있음
- 사외이사의 책임노출에 따른 비용은 이사의 보수와 책임보험 프리미엄을 높이고 자격이 충분한 사람을 이사로 선임하는 데 있어서 어려움을 증가시킴

2) 감사인의 책임

○ 지난 10년간 발생한 수차례의 대규모 재무보고 관련 스캔들을 계기로 감사인이 제대로 역할을 했는지에 대한 의문이 제기됨

- SOX에 의해 설립된 “공개회사회계감독위원회(Public Company Accounting Oversight Board, 이하 PCAOB라 함)”³²⁾로 하여금 회계감사에 대한 새로운 규제와 감독 역할 부여

○ 감사업계의 현실

- 지난 20년간 일어난 주요 회계법인들의 계속된 합병과 Arthur Andersen의 파산 등으로 인해 현재 감사업계는 네 개의 가장 큰

30) 5절에서 상술함

31) PriceWaterhouseCoopers(PWC), Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG Peat Marwick U.S.

32) SOX 하에서 공개기업의 감사를 위한 기준을 만들기 위해 설립된 독립적 위원회로써 제재금 부과뿐만 아니라, 영구적으로 회계법인의 등록을 취소할 수 있는 권한까지 보유

법인(Big 4)에 의한 과점체제를 형성하고 있으며, Big 4 회계법인은 각각 산업별로 각각 특화되어 있어 상장기업들의 외부감사인 선택의 폭은 매우 제한되어 있음

- 많은 상장기업들은 다국적기업의 형태로서 대규모의 글로벌 감사조직의 서비스를 필요로 하며, 순수 국내 기업의 경우에도 대형 회계법인 선호
- 중소기업의 회계법인은 시장에 진입하는 것도 힘들지만 큰 기업을 감사하는 데 따르는 잠재적 책임리스크 또한 매우 큼
- 만약 Big 4 중 하나가 또 파산하게 될 경우, 그 기업에 속해 있던 사람들이 감사업계 외의 업종으로 이직을 하게 될 것이며, 이러한 인력의 유출은 감사업계의 생산성에 심각한 손상 초래
- Big 4 회계법인은 파트너십 형태의 글로벌 네트워크로 조직되어 있기 때문에 미국법인의 실패는 외국의 제휴법인 뿐만 아니라 전 세계 자본시장까지도 위협
- 회계법인에 대한 증권집단소송의 비중이 상대적으로 작은 편이긴 하지만 현재 계류 중인 소송으로 입게 될 잠재적 책임 노출 규모는 Big 4의 자본(partner capital)을 초과하는 수준
- 책임소송에 따른 재무적 위험에 노출되어 있는 회계법인들은 방어적 감사(defensive auditing) 행위를 할 동기가 있으며, 현재 이러한 방어적 감사에 따르는 한계비용이 매우 큰 상태

○ 개선을 위한 권고

- 의회는 회계법인을 최악의 손실(catastrophic loss)로부터 보호하는 방안을 모색해야 함

- 면책 조항(safe harbor): 특정하게 정의된 감사 행위에 대한 보호
- 상한선(cap): 특정한 상황에서 감사인의 책임에 대해서는 상한선을 설정
- 보험: 상기 보호 장치로 인해 손해액을 일정수준으로 유지시킴으로서 보험의 진입이 가능해짐
- 의회는 면책조항이나 상한선이 적용될 수 있는 특정한 위법행위를 어떻게 정의할지 고려해야 하며, 그러한 보호 장치의 실행에는 그 회계법인에 존재할지 모르는 체계적 결함에 대한 연방정부 규제자들의 철저한 조사를 수반하여 그에 맞는 적절한 제재가 뒤따라야 함

— 1934년 증권거래법 10A조의 내용을 명확히 해야 함

- 10A조는 회계법인이 위법행위의 가능성에 대해 알게 되었을 때 조치를 취해야 한다는 내용을 담고 있는데, 이 조항으로 인해 회계법인은 그들의 고객에게 비싸고 시간소모적인 조사를 실시하도록 요구하는 결과 초래
- 10A조의 내용이 지나치게 방대하므로 의회는 이에 대해 투자자에게 해를 입히는 심각한 리스크를 유발하는 활동으로 내용을 한정시킬 필요가 있음³³⁾

33) ① 투자자의 의사결정에 영향을 미치는 중대한 허위기재나 누락에만 적용,
 ② 허위기재가 경영자의 진실성(integrity)과 관련된 상황에만 책임을 제한,
 ③ 회계법인으로 하여금 자신들이 위법행위가 일어났을 상당한 가능성을 가리키는 정보를 적발해냈을 때에만 잠재적 위법행위를 조사하도록 요구하는 방향으로 개정

3) 사외이사의 책임

- 1933년 증권법 11조는 유가증권신고서상의 부실기재 또는 누락에 대하여 이사도 책임이 있음을 명문으로 규정하고 있음³⁴⁾
 - 자격이 있는 개인들은 증권집단소송으로 인한 잠재적 법적 책임에 대한 부담 때문에 보호 장치 없이는 이사직을 수행하기를 꺼리며, 따라서 회사법은 신의성실에 입각한 의무를 다한 이사들에 한해 기업이 배상하는 것을 허락하고 있음
 - SEC는 이러한 배상이 공서양속(public policy)에 반하는 것으로 간주하고 발행자가 적절한 관할권을 가진 법원에게 배상에 대한 승인을 구하도록 요구

 - 기업들은 임원배상책임보험을 통해 배상액을 충당하려 하고 있으나 자기매매, 의도적 사기 등의 행위에 대해서는 보호받지 못하며 대규모 증권집단소송에 대해서는 보험의 보상범위를 초과하는 경우 존재

 - 개선을 위한 권고
 - SEC 규칙 176 수정
 - 증권법 11조가 채택된 1933년에는 이사의 대다수가 내부자였지만 현재 상장기업 이사는 외부인사가 대부분이므로 그들에게 과실에 입각한 책임(negligence-based liability)을 묻는 것이 가져오는 편익이 불분명함
- 34) 사외이사에 대해서는 비례적 책임을 묻고 있으며, “주의의무에 의한 항변(due diligence defense)”이 적용됨

- 사외이사가 회사의 감사재무제표나 SAS 100 review를 선의로 신뢰한(good-faith reliance) 경우, 이를 주의의무(due diligence)를 다한 것으로 보고 증권법 11조에 의한 책임을 면할 수 있도록 규칙 176 수정

— SEC 배상정책 수정

- 이사가 성실한 의무를 다한 경우에 한해, 11조에 의한 이사의 손해액을 회사가 배상하는 것이 공서양속에 위배된다는 현재의 입장을 변경함으로써 보다 훌륭한 자질을 가진 독립적인 이사를 선임하는 것을 가능하게 함

4. 주주 권리(shareholder rights)의 강화

- 공개기업의 주주 권리의 보호는 미국 자본시장이 효과적으로 기능하고 건강하게 유지되도록 하는 데 직접적인 역할 담당

- 미국기업의 주주 권리는 다음에 서술하는 일부 부분에서 주요 외국 (특히 영국)에 비하여 취약한 부분이 있는 바, 주주 권리가 잘 보호될수록 기업가치가 증가한다면 자본은 외국기업과 외국시장에 투자될 것임

- 주주 권리 보호의 중요성: 대리인비용을 감소시키는 역할

- 주주의 권리가 보호받지 못한다면 합리적인 투자자들은 기대되는 대리인비용을 고려하여 할인된 가격에 주식을 매입하려고 할 것임

- 따라서 기업들은 미국 공모주식시장에 애초에 진입하려고 하지 않거나 주주의 권리에 대한 불충분한 법적 보호에 대응하여 빠져나가려고 할 것임
- 시장 진입과 퇴출 결정을 고려하지 않더라도, 높은 대리인 비용의 결과로 비롯된 기업가치의 감소 자체가 공개자본시장의 규모를 축소시킴

가. 기업인수(takeovers) 활성화

- 기업인수는 전문경영자와 주주 이해 간의 잠재적 불일치가 가장 첨예하게 드러나는 분야로서 주주의 권리가 특히 중요
 - 주주의 권리는 기존 경영진들의 사적 이익에 합치하지 않는 기업인수일지라도 그것이 기업의 가치에 긍정적인 한 성공할 수 있다는 것을 보장함으로써 미국 자본시장 내 기업지배권시장(market for corporate control)이 건전하게 작동되도록 함

1) 이사 시차임기제(classified boards)³⁵⁾

- 중요한 경영권 방어수단으로서의 시차임기제
 - 독약증권(poison pill)³⁶⁾은 적대적 기업인수에 대항하기 위한 강력한

35) 이사들의 임기가 분산되어 있음으로 인해 주주가 한 번에 현직 이사의 과반수를 교체하는 것이 불가능하며 대략 미국 상장기업의 53%가 도입

36) 피인수기업의 기존 주주들에게 그 기업의 주식을 시가 이하로 살 수 있는 권리를 부여하여 잠재적 인수자의 지분을 희석시키는 기능을 함으로써 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로 사용

- 경영권 방어 수단으로 주주의 승인 없이 이사회 결의만으로 채택
- 만약 인수대상기업(target)의 이사회가 시차임기제를 채택하고 있다면 주주들이 독약증권의 채택이 주주와 회사의 이익에 합치하지 않는다고 판단하고 취소하려 할 때 이를 거부하는 이사를 제 때에 교체하는 것이 불가능

○ 시차임기제로 인한 대리인 비용

- 사전적(*ex ante*) 비용: 적대적 인수 위협이 비효율적인 경영진에 대한 규율 장치로서의 역할을 한다는 명제를 받아들인다면, 그러한 방어수단의 존재로 인해 경영진에 대한 규율 효과가 제거됨에 따라 대리인 비용 발생
- 사후적(*ex post*) 비용: 인수가 대상기업의 주가에 상당한 프리미엄을 제공하는 경우에도 경영진과 이사회 교체를 원하지 않는 이사회는 자신들의 사적 이익에 따라 의사결정을 내리기 쉬움

○ 시차임기제의 잠재적 장점

- 이사회 연속성
- 보다 독립적이고 장기적인 재직기간을 제공함으로써 자질을 갖춘 이사 선출이 용이

2) 영국과의 비교

- 영국은 미국처럼 주주의 소유권이 분산된 몇 안 되는 국가 중 하나임에도 불구하고 미국과 뚜렷한 차별성을 지님

- 유럽대륙을 포함하여 전 세계의 다수 기업들은 지배주주(controlling shareholder)가 존재하며, 이 경우 경영자가 경영권 방어수단을 사용할 수 있는지의 여부가 중요하지 않음
- 영국의 인수합병위원회(The Panel on Takeovers and Mergers)³⁷⁾에 의해 제정된 City Code on Takeovers and Mergers(이하 “씨티코드”라 함)는 경영권 방어수단의 사용에 대해 미국 내 어느 주의 회사법보다 주주의 개입을 많이 허용
- 일반원칙 3: 인수대상기업의 이사회는 반드시 회사의 이익에 따라 행동해야 하며 주주들이 인수제안에 대해 스스로 결정할 수 있는 기회를 제공해야 함
 - 규칙 21: 인수대상기업의 이사회는 가능한 어떤 인수제안에 대해서도 중립적이어야 하며 주주의 승인 없이는 주식으로의 전환이 가능한 증권을 발생시킬 수 없음
- 주주 중심의 접근법(pro-shareholder approach)
- 이사회는 신주발행에 대해 주주총회에서 승인을 구해야 하며 발행된 신주는 기존의 주주들에게 보유비율에 따라(*pro rata*) 배분되어야 함
 - 언제든지 이사회를 해산할 수 있는 법적 권한이 주주에게 있으므로 이사의 시차임기제는 경영자 안주주의(management entrenchment)의 수단이 될 수 없음

37) 법령에 따라 권한을 부여받은 기관은 아니지만 실질적으로 인수합병위원회의 결정과 씨티코드가 영국에서의 인수합병에 있어서 중요한 규제기준이 되고 있음(김병태(2006))

- 영국의 관습법(common law)도 이사회 의무와 관련하여 주주 중심의 입장 견지

3) 개선을 위한 권고

- 이사 시차임기제와 독약증권의 결합은 효과적으로 적대적 기업인수를 방어할 수 있기 때문에 기업지배권시장의 기능을 손상시킴
- 시차임기제를 따르고 있는 이사회는 인수대상기업이 아니라면 독약증권 채택에 앞서 주주의 승인을 얻어야 함
- 이사회가 일방적으로 독약증권을 채택한 경우에는 3개월 이내에 주주의 승인을 얻어야 하며 3개월 이내에 승인을 얻지 못하면 해당 독약증권 자동 취소
 - 최근처럼 M&A가 빠르게 진행되는 상황에서는 주주의 승인을 미리 얻을 충분한 시간이 없을 가능성 존재
 - 이사회에 의한 독약증권 채택의 잠재적인 긍정적 효과
 - 독약증권의 존재는 인수기업이 대상기업의 이사회와 협상을 하여 더 높은 지배권 프리미엄에 동의하게 만들거나
 - 인수기업과의 협상에서 주주의 대리인 역할을 하는 이사회에게 좀 더 큰 권한을 부여
 - 인수대상기업에게 부정적인 인수제안의 경우에도 독약증권의 채택은 기업 가치에 긍정적 영향

○ CCMR의 정책 권고가 취하고 있는 세 가지 원칙

- 모든 정책 권고는 그 문제가 정책적 대응이 필요한 정도로 심각하다는 것을 입증하는 구체적인 실증적 증거에 입각해야 함
- 정책 권고는 모든 경우에 적합한 형태(one-size fits all)보다는 주주가 그 기업 수준에 맞게 적당히 변경할 수 있게 하는 형태여야 함
- 경영자와 주주 간의 힘의 불균형이 존재할 때, 정책 권고는 항상 주주에게 가장 우호적인 옵션을 채택해야 함

나. 과반수 투표제(majority voting) 도입

○ Delaware주를 포함한 대부분 주의 회사법에서는 다수 투표제(plurality voting)를 기본적인 이사 선출 투표 방식으로 채택하고 있음

- 회사의 정관이 다수 투표제의 배제를 규정하지 않은 한, 단독 후보의 무경쟁 선거(uncontested election)일 경우 단 한명의 주주로부터만 표를 얻어도 선임 가능
- 미국의 대부분의 기업들이 다수투표제를 배제하지 않고 있으며, 또한 대다수 기업들의 이사 선임은 무경쟁으로 이루어지고 있음

○ 최근 점차 많은 기업들이 이사회 선출시 과반수 투표제를 채택하는 방향으로 정관을 수정하고 있음

- 과반수 투표제를 따를 경우, 주주들이 이사회가 내세운 후보를 지지하지 않아서 의결권을 행사하지 않으면 그 결과로 과반수 득표에 실패하게 되며, 따라서 무경쟁선거일지라도 이사회가 지명한 후보의 선임을 확신할 수 없게 됨

- 주주 권익 보호를 위한 기본시스템이라는 측면에서 과반수 투표제는 다수 투표제에 비해 우월함

○ 과반수 투표제 도입과 관련된 이슈

- 과반수의 개념이 총발행주식수(outstanding shares)에 대한 것인지, 주주총회 출석 주식수를 기준으로 한 것인지, 의결권을 행사한 주식수를 기준으로 하는 것인지의 여부
- 무경쟁이 아닌 경쟁선거일 때 과반수 투표의 적용 여부
- 이사가 과반수 득표에 실패하여 선임되지 못하는 경우, 이후의 절차

다. 주주의 의결권 행사와 경영자 보상 개선

1) 의결권 행사

- Broker(증권회사)의 재량적 의결권 행사(discretionary voting) 제한
 - 현재 NYSE 규칙 452³⁸⁾에 따르면 일상적 문제(routine matter)에 대해서는 실질주주(beneficial owner)의 지시 없이 증권회사가 재량에 의해 고객의 계좌에 포함된 주식의 의결권을 행사하는 것 허용
 - 2006년 10월 24일, NYSE는 이사회 선임에 있어서 증권회사의 재량적 의결권 행사를 금지하도록 규칙 변경 제안³⁹⁾

38) <http://rules.nyse.com/nyse> 참고

39) 이 제안은 무경쟁 이사 선임을 더 이상 일상적 문제로 분류하지 못한다는 내용을 포함하고 있음

- 증권회사에 의한 의결권 행사를 제한하여 과반수 득표를 어렵게 함으로써 과반수 투표제의 도입·시행에 있어서 공정성 획득

○ 의결권 행사 비용의 감소

- 가까운 미래에 주주의 전자투표가 현실화되면 의결권 행사 비용 감소
- 기술 발전에 따라 주주들과 의사소통하는 데에 따르는 비용 감소 예상
- NYSE가 설립한 “Proxy Working Group”은 이미 의결권 대리행사의 중요성에 대한 투자자 교육 및 의결권 대리행사 권유와 관련된 비용과 주주와의 의사소통 프로세스의 개선에 대한 조치를 만들고 검토하는 세 개의 하부위원회 설립

2) 경영자 보상

○ 새로운 공시 요건

- SEC는 2006년 8월 29일, 경영자와 이사의 보상 관련 공시 요건을 완전히 개정한 “경영자 보상 및 관계인 공시(Executive Compensation and Related Person Disclosure)” 발표
- “보상에 대한 토론과 분석(Compensation Discussion and Analysis: CD&A)” 부분에서 보상 정책과 결정에 깔려 있는 중요 요인들에 대한 분석을 반드시 포함해야 함
 - 과거 회계연도 3년간 지급되었거나 이연된 보상

- 보상과 관련이 있거나 혹은 미래 이익의 잠재적 원천이 되는 지분 관계
 - 퇴직 및 기타 퇴직 이후(post-employment) 보상
- 새로운 공시요건의 결과로 주주들과 다른 시장 참가자들은 경영자의 보상을 측정하고 감시하는 데 있어서 좀 더 향상된 능력을 갖게 됨

○ 스톡옵션의 비용처리

- 최근 제정된 스톡옵션 비용처리 규칙은 기업의 스톡옵션 부여 뿐만 아니라 잠재적으로 경영자 보상 정책의 구성과 규모 모두를 변경
- 이전의 규칙은 reduced windfall option⁴⁰)에 대해서만 비용 처리를 해서 문제가 되었으나, 새로운 규칙 하에서는 이러한 서로 상이한 처리 방식을 제거하고 모든 스톡옵션에 대해 비용처리

○ 보상 프로세스 요건

- 2004년 11월, NYSE는 상장기업의 경우 보상위원회(compensation committee)가 CEO의 보상을 언급한 기업 목적을 검토하고 승인할 것을 의무화하는 요건 채택
- 보상위원회는 반드시 경영자와 이사의 보상과 관련된 프로세스와 절차를 공시해야 하며, 경영진과의 CD&A 부분의 내용에 관하여 의견을 교환하였음을 밝혀야 함

40) 경영자의 실적과 관계없는 주가상승의 전부 혹은 일부를 걸러내기 위해 만들어진 옵션

라. 주주와 회사 간 분쟁의 해결

- 주주와 회사 간 분쟁을 해결하는 방법에 있어서 핵심은 주주의 이익에 부합하는지의 여부이며, 시장이 그에 대한 구제책을 가지고 있지 않다는 점과 불확실성을 고려하여 주주 스스로 구제책을 선택할 수 있도록 해야 함
- SEC는 공개기업들이 증권소송뿐만 아니라 중재(arbitration) 혹은 무배심재판(non-jury trial) 등의 대안들을 주주에게 제공하는 계약을 맺을 수 있도록 허용해야 함
- 주주 스스로 회사와의 분쟁을 해결하기 위한 대안 절차를 채택하는 일이 주주 자신들에게도 매우 어려운 일임에도 불구하고 증권소송에 따르는 현재의 높은 비용을 고려하면 주주가 선택하도록 하는 것이 옳음

5. 사베인즈-옥슬리법 404조 시행의 개선

- Enron과 WorldCom 등의 금융사기에 일조해 온 회계부정과 지배구조 약습에 대한 대응으로 제정된 사베인즈-옥슬리법(SOX)은 일련의 개혁 조치를 통해 상장기업의 재무보고와 지배구조 프로세스의 강화에 기여해 왔음

- 302조: CEO와 CFO가 재무보고의 정확성을 보증하도록 함
 - 301조: 독립적인 감사위원회가 외부 감사인의 고용 감독
 - 402조: 내부자에 대한 신용공여(loans)금지
 - 201조: 감사인이 고객에게 감사 이외의(non-audit) 서비스를 제공하는 것을 제한
 - 906조: CEO와 CFO의 보증요건과 관련된 특정 위반행위에 대한 새로운 형사제재 도입
- 상장기업은 자신의 재무보고에 대한 내부통제의 실효성을 매년 평가하고, 이를 감사인이 입증(attest)할 것을 규정하고 있는 404조가 논쟁의 핵심 대상임
- 404조의 목적은 투자자들에게 공개기업이 재무보고에 대해 효과적인 통제를 달성하고 있다는 점을 보장함으로써, 회계 오류로 인한 시장충격을 경감시키는 것임
 - 문제는 본 조항의 목적에 있는 것이 아니라, SEC와 PCAOB의 실행 방식에 있으며, 실행방식이 보다 위험에 기초한(risk-based), 비용 효과적인 형태가 되도록 개정작업이 진행 중임
- 현재 404조의 준수비용이 과도하다는 우려가 있으므로 SOX의 근본 목적을 훼손하지 않는 범위 내에서 404조 시행의 효율성을 향상시키는 방안 모색 필요

가. 404조의 체계

○ 404조의 내용

- 404(a)는 SEC에 등록된 상장기업이 연차보고서에 재무보고에 대한 내부통제의 구조와 절차의 실효성을 평가하여 포함시킬 것을 요구하며 특히 경영자는 통제가 효과적인지를 진술하고 내부 통제와 관련하여 어떤 중대한 취약점이나 미비점이 있는지를 진술할 것 요구
- 404(b)는 회사의 외부 감사인이 발행기업의 경영자에 의해 이루어진 평가를 입증(attestation)하고 보고할 것을 요구함으로써 외부적 안전장치를 추가
- 404(b)는 또한 PCAOB가 감사인의 내부통제 입증을 위한 기준을 마련하여 SEC의 승인을 얻도록 규정
- 302조의 CEO와 CFO 보증의무 규정은 404조에도 적용되며, 906조의 주요 허위기재 사실을 알고 있었던 CEO와 CFO에 대한 형사 제재 또한 404조 보고에도 적용됨

○ PCAOB의 회계감사기준 No.2(Auditing Standard No.2, 이하 “AS2”)

- 현재까지 404(a)의 경영자의 내부적 평가를 위한 SEC 기준은 없으며, PCAOB가 경영자의 평가에 대한 감사인의 입증을 위해 만든 AS2가 경영자와 감사인 모두에게 적용되고 있음
 - 404조 하에서 통제의 취약점을 감지해 내기 위한 엄격함의 정도와 신뢰수준을 정하는 원칙과 감사인의 검토 범위를 정하고 있음

- 재무 보고에 대한 기업의 내부 통제에 어떤 중대한 취약점(material weakness)도 존재하지 않는다는 “합리적 확신(reasonable assurance)”의 제공 규정
 - 이 때 중대한 취약점은 중요 허위기재가 방지 혹은 감지되지 않을 가능성이 “희박함 이상(more than a remote likelihood)”일 때 존재한다고 정의
- 또한 경영자와 감사인이 중대한 취약점의 증거가 될 수 있는 “유의한 미비점(significant deficiency)”을 찾으려 요구
 - 여기서 유의한 미비점이란 회사의 재무제표 상에서 “사소한 것 이상(more than inconsequential)”의 허위기재가 방지 혹은 감지되지 않을 “희박함 이상의 가능성(more than a remote likelihood)”을 초래하는 것
- 범위의 측면에서 AS2는 연차 및 중간(분기 및 반기)보고서의 주요한 계정과 공시와 관련된 모든 주장에 대한 통제에 적용
- 감사인이 내부통제의 유효성과 관련하여 독립적인 결론에 도달하고 이러한 독립적인 판단의 기초가 되는 주요 증거를 스스로 수집할 것을 요구
- 현재 AS2에 대한 시장참가자들의 피드백을 반영하는 차원에서 좀 더 큰 위협이나 중요 오류 등에 집중하는 방향으로 개정작업이 이루어지고 있음

나. 404조의 편익과 비용 측정

1) 편익 측정

○ 404조의 목적

- 상장기업 재무보고의 정확성 향상, 즉 오류 발생률을 낮추는 것
- 중대한 회계 오류는 재무보고 정정(financial restatement)을 통해 결국 드러나게 되어 있기 때문에 404조의 목적은 재무보고 정정을 줄이는 것과 직접적으로 연결되어 있음

○ 404조로 인한 편익의 측정 방법

- 재무보고 정정 분석: 404조는 특히 부정적인 시장 충격을 야기하는 정정에 초점을 맞추고 있으므로 404조로 인한 직접적인 편익은 재무보고 정정과 관련된 부정적인 시장 충격의 감소로 측정될 수 있음
- 자본비용 분석: 404조는 또한 보다 신뢰성 있는 재무보고를 통해 정보 리스크가 낮고 강력한 내부통제 환경을 구축한 기업에게는 자본비용 프리미엄, 그렇지 못한 기업에게는 불이익을 제공할 수 있을 것이므로, 기업의 통제 환경과 관련된 자본비용의 차이를 통해 편익 측정 가능

- 시장 충격의 감소 및 자본비용 감소라는 직접적 편익 외에 가능한 부가적 편익으로는 다음과 같은 것들을 들 수 있음

- 기업이 재무관리의 효율성을 향상시키는 촉매 역할
- 단순히 재무보고뿐만 아니라 모든 종류의 리스크에 대한 전사적 위험관리(enterprise risk management) 프로그램의 개발 촉진

가) 재무보고 정정(financial restatement) 분석

- 상장기업 재무보고 정정의 경제적 해악은 빈도(frequency)와 시장 충격 정도(severity)로 측정 가능
 - 재무보고 정정의 해악을 계량화함으로써 404조로 인한 직접적 편익에 대한 상한선 제공
 - 만약 404조가 재무보고 정정을 0으로 만들었다면 회계오류와 관련된 해악은 제거되었다고 볼 수 있음
- 미국 감사원(GAO)의 분석
 - GAO(2006)는 연평균 재무보고 정정의 빈도가 2002년 7월을 기준으로 했을 때보다 2005년 9월을 기준으로 했을 때 3.7%에서 6.8%로 약 두 배가 증가하였음을 보여줌
 - 재무보고 정정의 시장충격 정도를 추정하기 위해서는 정정시점의 주가변동에 대한 사건연구(event study)를 실시하였으며, 2002년~2005년 동안 재무보고 정정이 있었던 기업의 3-day 시장충격은 평균 -1.9%
 - Top-down approach: 빈도와 정도의 곱을 통해 정정으로 인한 기대 시장 충격 계산

- 2002년~2005년 기간의 연평균 정정 빈도는 4.5%, 정도는 -1.9%이며 따라서 연평균 기대 시장 충격은 -0.085%
- 404조의 시행 첫 해인 2004년을 기준으로 상장기업 전체 국내 시가총액은 대략 17조 달러이므로 2004년의 전체 재무보고 정정 기대치는 145억 달러

— Bottom-up calculation: GAO가 매년 계산한 실제 시장 충격

- 1997년~2002년, 2002년~2005년에 걸친 8.75년 동안 전체 시장 충격은 1,589억 달러이므로 연평균 시장 충격은 182억 달러

— 2004년 시장 충격에 대한 두 계산법에 의한 수치가 각각 145억 달러와 182억 달러로 큰 차이를 보이지는 않는 바, 추정된 시장 충격의 크기가 비교적 설득력 있는 수치인 것으로 볼 수 있음

— GAO 사건연구의 한계점

- 실제 정정시점을 기준으로 하고 있는 사건창(event window)은 실제 정정일보다 먼저 기업이 발표를 할 경우의 시장충격을 반영하지 못할 수 있음
- 시장이 과소/과민 반응할 가능성

○ GAO 분석 결과의 문제점

— 404조를 통해 얻을 수 있는 편익은 재무보고 정정으로 인한 전체 시장 충격보다 작음

- 정정은 통제의 실패와 무관한 요인에 의해서도 발생할 수 있기 때문에 완벽한 통제 환경도 정정 빈도를 0으로 만들지 못함

— 재무보고 정정으로 인한 시장충격은 매우 비대칭적(skewed) 형태

- 2002년~2005년의 기간 사이에 일어난 정정 중 5백만 달러 이상의 시장 충격을 가진 것은 38.3%에 불과
- 정정의 53%정도는 1% 이하의 부정적 충격이나 오히려 긍정적인 영향이 있었던 것으로 나타났으며 12.6%만이 기업가치의 10% 이상의 부정적인 영향을 끼친 것으로 나타남

나) 자본비용 분석

- 404조로 인한 편익을 추정하는 두 번째 방법은 효과적인 내부통제가 자본비용을 감소시키는 정도를 측정하는 것
- 자본비용 감소와 관련한 최근 두 가지 연구가 각각 다른 결론 도출⁴¹⁾
 - Ashbaugh-Skaife et al.(2006): 2003년 11월과 2005년 9월 사이에 “내부 통제의 미비점(internal control deficiencies, 이하 ICDs라 함)”을 보고한 1,053개 기업의 공시로 인한 충격을 측정
 - 하나 이상의 ICDs를 보고한 기업의 자기자본비용은 보고하지 않은 기업에 비해 50~150bp 정도 높았음
 - 이러한 자본비용의 차이가 SOX 하의 개선된 내부통제로 인해 모든 기업들이 누릴 수 있는 편익이라고 가정하면 추정된 자본 차이는 2004년 시가총액 기준으로 850~2,550억 달러
 - 그러나 ICDs를 보고한 기업이 시장 내 전체기업의 10% 미만인 점을 고려하면 실제 편익은 훨씬 작을 것임

41) 모두 CCMR(2006)에서 인용한 내용을 정리

- Ogneva et al.(2006): 동일한 접근법을 사용하였으나 자본비용 측정치와 표본을 다르게 적용
 - 연구 결과 내부통제 결함으로 인한 자본비용 충격이 관찰되지 않음
- 자본비용 연구의 문제점
 - 연구에서 사용된 자본비용 측정치 관련 문제: 표본크기가 너무 작고, 두 연구 모두 ICDs를 보고하지 않은 기업의 비용과 편익을 다루지 않음
 - ICDs의 일부는 SOX 404조 시행 이전에 보고된 것이므로 그러한 ICDs는 현재의 규제 프로세스를 반영하지 않음

2) 비용 측정

- 404조에 의한 비용을 측정하는 것은 편익 측정보다 용이하며, 많은 연구가 2004년, 2005년에 404조 준수를 위해 기업들이 지출한 비용 측정
- Charles River Associates(CRA, 2006) 연구
 - 소규모 기업과 대규모 기업에 대해 각각 다른 비용 추정치 보고⁴²⁾
 - 소규모 기업에 대해서는 평균 124만 달러, 대규모 기업에 대해서는 851만 달러의 비용 추정

42) SEC에서는 시가총액 7억 달러 이상의 기업의 경우 large accelerated filer로, 시가총액 7,500만 이하의 기업은 non-accelerated filer, 그 사이에 있는 기업은 accelerated filer로 규정하여 등록기업의 규모에 따라 보고서 제출기한을 다르게 설정하고 있음

- Financial Executives International(FEI, 2006) 연구
 - 전 회원사들을 대상으로 단일의 비용 추정치 보고
 - 2004년 한 기업의 평균 SOX 404조 준수비용은 436만 달러로 CRA 연구에서 보고된 추정치의 중간 정도

- 두 연구 결과에 accelerated filer의 수를 곱해서 산출한 2004년 404조 준수를 위한 전체 시장 지출액은 150억 달러(FEI)에서 200억 달러(CRA) 사이임
 - SEC가 2003년에 추정한 404조 준수를 위한 내부 비용(외부 감사비용 제외)은 발행기업 당 평균 91,000 달러이며, 외부감사비용이 전체 404조 지출액의 25~30%정도라는 점을 고려하면 총 내부 비용은 350만 달러가 되고, 이는 SEC 추정치의 35배 이상의 수치임

- 소규모 기업의 SOX 준수비용
 - CRA에 따르면 소규모 기업은 수익에 대해 평균 0.46%의 SOX 준수 비용을 지출하지만, 대규모 기업의 경우는 0.09%만 지출함으로써 소규모 기업이 대규모 기업에 비해 상대적으로 5배 이상의 비용 지출
 - 2004년은 SOX 시행 첫 해로서 많은 기업들이 큰 초기비용을 지불했을 것이고 따라서 점차 감소될 것으로 예상되지만, 앞으로 non-accelerated filer까지 SOX 404조의 대상이 되면 이러한 기대 감소분은 상쇄될 것임

3) 비용과 편익 비교

- SOX 404조의 비용은 원래 SEC 추정치의 수십 배에 이를 정도로 매우 큰 데 반해 편익의 정확한 크기는 불확실함
 - 높은 비용에 비해 불확실한 편익은 404조 시행과 관련하여 좀 더 효율적인 접근법의 필요성 야기

다. 문제점(case for reform)

- SOX 404조의 시행과 관련하여 개선이 필요한 문제점은 다음과 같이 정리됨
 - 발행자에 대한 SEC의 지침이 없는 상태에서 감사인의 입증을 위해 제정된 AS2가 경영자의 검토에 있어서 사실상의 기준임
 - 중대성과 범위를 규정함에 있어서 지나치게 엄격한 기준 적용
 - 경영자, 이사, 감사인에 대한 과도한 법적 책임리스크
 - 소규모 기업이 상대적으로 높은 준수비용 소요
 - 생산적인 활동에 쓰여야 할 자원이 오히려 404조의 준수에 쓰이는 구축(crowding-out)효과
 - 현재 404조는 대규모 사기를 예방하기에는 불충분하며, 상대적으로 빈번히 일어나는 사소한 문제에 대비하기 위해 내부통제 절차를 모두 감시하는 것은 불필요

라. SOX 404조 시행의 개선을 위한 권고 사항

○ “중대한 취약점”에 대한 정의 개선

- AS2 상의 중대한 취약점을 연간 재무제표에 있어서 중대한 허위 기재가 방지되거나 감지되지 않을 “합리적인 가능성(reasonably possible)”이 있을 때 존재하는 것으로 재정의
- 내부 통제 검토에 있어서의 중요성(materiality)과 재무보고에서 중요성의 정의는 일관되어야 함
 - 재무보고에서 중요성에 대한 지침은 전통적, 일반적으로 정의되어 온 것처럼 세전이익의 5% 기준 적용
 - 5% 기준의 적용이 무의미한 경우 SEC가 기업과 감사인으로 하여금 투자자들에게 좀 더 관련 있는 측정치를 선택하기 위한 주관적 판단을 내릴 수 있도록 허용해야 함

○ SEC와 PCAOB 지침이 다음과 같이 개선되어야 함

- 경영자의 평가 프로세스를 이해하고 평가함에 있어서 감사인의 역할에 대해 보다 넓은 판단의 폭 허용
- 경영자의 평가를 입증하기 위해 감사인이 경영자와 유사한 평가 작업을 반복해서 수행할 필요가 없음을 명확히 함
- 중대한 취약점에 대한 척도의 평가를 포함하여 재무보고 관련 내부 통제 감사 전반에 걸친 주관적 판단 사용의 타당성 강화
- 감사인의 입증에 경영자의 내부 통제 평가 프로세스에 대한 감사인의 별도의 보고가 반드시 요구되지 않음을 명확히 함

- AS2의 내용 안에 FAQ 가이드 삽입
 - PCAOB는 감사인의 효율성을 제고하기 위한 검사과정에 집중하고 제때에 AS2의 적용과 관련된 정확한 피드백을 제공해야 함
- 다년 순환 테스트(multi-year rotational testing)의 허용
- 재무 프로세스에서 높은 위험 요소에 초점을 맞추기 위해 SEC와 PCAOB는 다년간 순환 테스트 허용
 - 중요 항목이나 위험이 높은 영역은 매년 검사되어야 하지만, IT 환경처럼 상대적으로 위험이 낮은 영역에 대해서는 경영자와 감사인이 다년 순환 테스트를 하도록 허용되어야 함
- 타인의 작업(work of others)에 대한 의존도 증가
- SEC와 PCAOB는 감사인이 타인의 작업에 대한 의존도를 높일 수 있도록 하며, 경영자와 감사인 모두에게 감사인이 이용할 수 있는 최대 투입 가능한 기존 자료(예: 내부 감사인이나 경영자)에 대한 지침 제공
 - 경영자가 내부 통제 평가 시 했던 테스트를 반복해서 하지 않고 좀 더 주관적이고 위험에 입각한(risk-based) 검사를 실시하도록 허용
- SOX 404조가 개정될 때까지 non-accelerated filer에 대한 적용을 유예해야만 하며, 그 동안 SEC는 소규모 기업에까지 404조를 적용하는 것의 비용과 편익을 재평가해야 함

- 수정안까지 고려해서도 여전히 편익에 비해 비용이 크다면 SEC는 소규모 기업에 대한 감사인의 입증 요건 적용배제를 고려하도록 의회에 요청해야 함

○ 외국기업에 대한 SOX 404조의 적용

- 본국에서 동등한 내부 통제 규제를 받는다는 것을 입증하는 외국기업의 경우에 대해 404조의 적용 배제
- SEC는 US GAAP 조정(reconciliation)에 SOX 404조를 적용해서는 안 됨

○ 데이터 수집과 감시기능 제공

- 현재는 2년 동안의 시행 기록만 있는 상태이므로 SEC와 PCAOB는 앞으로 404조의 시행과 관련된 보다 완전한 정보를 수집하고 제공해야 함

마. 최근 개정 사항

1) SOX 404조 적용 유예⁴³⁾

- 2006년 12월 15일 SEC는 SOX 404조 적용을 연기하는 최종 규칙을 발표하고 non-accelerated filer에 대한 감사인의 입증 시한도 연장

43) SEC Press Release, December 15, 2006 및 <http://sec.gov/rules/final/2006/33-8760.pdf> 참고

- non-accelerated filer는 2007년 7월 15일부터 2007년 12월 15일 사이에 종료되는 회계기간의 재무보고 내부통제에의 효과성에 대한 경영자의 평가보고서를 반드시 제출
- non-accelerated filer의 재무보고 내부통제에 대한 감사인의 입증보고는 2008년 12월 15일 이후 종료하는 회계연도부터 하도록 함
- 신규 상장기업에 404조 적용에 대한 유예 기간을 허용
 - 신규 상장기업은 규모에 관계없이 SEC에 두 번째 연간보고서를 제출할 때까지는 재무보고 내부통제에 대한 경영자의 평가나 감사인의 입증을 요구받지 않음

2) 경영자의 SOX 404조 적용을 위한 지침안⁴⁴⁾

- SEC는 SOX 404조에서 요구하는 경영자의 재무보고 내부통제 평가에 대한 지침안(interpretive guidance)을 마련
 - 본 지침안은 다음의 두 가지 원칙에 입각한 원칙기준 지침임
 - 경영진의 평가는 재무제표상의 중대한 허위기재가 방지되거나 적시에 감지되지 않을 합리적 가능성의 존재여부를 판단하기 위한 통제의 설계(design of the controls)에 대하여 행해져야 함
 - 경영진은 이러한 통제와 관련된 위험에 대한 평가에 근거하여 내부통제의 작동에 대한 증거들을 수집하고 분석하여야 함

44) SEC Press Release, December 13, 2006 및 <http://sec.gov/rules/proposed/2006/33-8762.pdf> 참고

- 모든 기업이 본 지침을 반드시 따라야 하는 것은 아니며, 다른 내부 통제 평가를 위한 다른 방법의 개발 및 사용을 허용함으로써 기업들에게 신축성 부여

3) 재무보고 내부통제 감사기준 개정안⁴⁵⁾

- 2006년 12월 19일, PCAOB는 AS2를 대체할, 재무보고에 대한 내부통제 감사기준(Auditing Standard on Internal Control over Financial Reporting)의 개정안을 발표
 - 재무보고 내부통제 감사와 재무제표 감사를 통합하여 외부감사인으로서 하여금 중요한 부분에 집중할 수 있도록 하고, 불필요한 절차를 대폭 제거
 - 재무보고 내부통제 감사와 재무제표 감사 모두에 타인의 작업(work of others)을 이용할 수 있도록 허용함으로써 통합감사를 단순화

45) PCAOB News Release, December 19, 2006 및 http://pcaob.org/Rules/Docket_021/2006-12-19_Release_No._2006-007.pdf 참고

III. 시사점 및 결론

- 선진화된 자본시장은 전체 국민경제의 지속적인 성장·발전을 위한 필수적 요소이며, 자본시장 선진화를 위해서는 합리적·효율적인 제도적 기반이 뒷받침되어야 함
 - 특히 경제의 성장동력이 혁신산업으로 이동하고 있고, 동시에 고령화가 급속하게 진행되고 있는 우리나라 경제의 현실에서는 자본시장의 선진화 및 경쟁력 강화가 더욱 중요한 과제임
 - 세계 각국은 자국 자본시장의 경쟁력을 높이기 위해서 다양한 노력을 경주하고 있음
 - 본 보고서에서 소개한 CCMR(2006)은 미국이 기울이고 있는 노력의 구체적 산물의 하나로서, 양적·질적 측면에서 세계 최고 수준으로 인정받아 온 미국의 자본시장조차 경쟁력에 도전을 받고, 또 그 도전을 극복하기 위한 노력을 끊임없이 경주하고 있다는 사실을 보여줌
 - 우리나라의 입장에서는 일차적으로는 현재 입법 과정 중에 있는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(자본시장통합법)의 조속한 입법 완료 및 시행이 가장 시급한 정책적 과제임
 - 자본시장통합법은 우리나라의 자본시장을 규율하는 제도적 틀을 근본적으로 재설계하는 중요한 의의를 갖고 있음
- 우리나라에서도 규제의 비용효율성에 대한 인식을 높일 필요가 있음
 - 우리나라의 자본시장을 포함한 금융 관련 규제에 대해서는 비용-편익분석을 실시하도록 규정되어 있음

- 「행정규제기본법」은 규제를 신설 또는 강화하는 경우 “규제영향분석”을 실시하고, 규제영향분석은 “규제를 받는 집단 및 국민이 부담하여야 할 비용과 편익의 비교분석”을 포함(제7조 1항)
 - 규제영향분석은 가능한 한 계량화된 지표를 사용하여야 함(동시행령 제6조 2항)
 - 이에 따라 금융감독위원회의 감독규정상의 규제를 신설하거나 강화하는 경우에도 비용-편익분석을 실시
- 실질적 효과를 갖는 비용-편익분석이 이루어지도록 하기 위한 지속적인 노력이 필요

○ 원칙기준규제로의 이행 및 자본시장/증권산업 규제에서의 건전성 접근 방식의 도입은 우리나라의 현실을 고려한 접근이 필요함

- 우리나라의 증권규제에서도 점차로 사전적·처방전적인 행위규제에 비하여 결과 중심의 사후적 유인규제의 비중이 높아지고 있는 추세인 바, 이는 크게 보아 원칙기준규제로의 이행과 맥락을 같이 하는 것으로 볼 수 있음
- CCMR(2006)에서 지적하고 있는 바와 같이, 규제 대상 기업들이 규제의 차이거래(regulation arbitrage) 등에 불필요한 자원을 소모하지 않고, 보다 생산적인 방향으로 노력을 전환하도록 한다는 측면에서도 원칙기준규제로의 이행은 바람직한 방향으로 판단됨
- CCMR(2006)이 제시한 건전성 접근방식의 도입은 은행과 증권/자본시장(즉 금융투자업) 간의 겸영 확대 추세를 전제로 한 것임

- 따라서 은행, 금융투자업, 보험업 간의 전업주의 원칙이 고수되고 있는 우리나라의 현실에서는 그 타당성을 동일하게 인정하기 어려움
- 다만 현재 증권업에 대하여 적용되고 있는 건전성 규제는 개선이 필요하다는 주장이 제기되고 있음⁴⁶⁾

○ 민·형사상 법의 집행과 관련된 사항은 미국과 우리나라의 현실에 상당한 차이가 존재

- CCMR(2006)은 미국의 소송 등 기업에게 부과되는 과도한 법 집행 관련 부담을 지적하고 있으나, 우리나라에서는 아직까지는 반대로 느슨한 법 집행 및 민사상 구제수단의 미비가 문제임
- 그러나 향후 법 집행 관련 사항의 개선을 위해서는 그 기본방향 설정을 위한 참고 제공
- 특히 증권집단소송제의 예방적 기능에 대한 의문 및 순환성의 문제와 같은 속성에 대한 시각은 깊이 고려해야 할 사항으로 보임
 - 현재 우리나라의 증권집단소송제는 적용 대상 행위가 엄격하게 열거되어 있고, “쟁점이 모든 구성원에게 공통되어야” 한다고 소송 제기의 조건이 규정되어 있는 바, 미국에서와 같은 문제의 발생을 위한 기본적 수준의 예방장치는 어느 정도 갖추어져 있다고 볼 수 있음⁴⁷⁾

46) 개선 방향에 대한 세부적 논의는 권세훈 외(2006) 참고

47) 부록 참고

- 공모주식시장의 발전과 경쟁력 제고를 위하여 주주 권리 보호 및 강화를 강력하게 주장하고 있는 점을 주목할 필요가 있음
 - CCMR(2006)은 특히 기업지배권시장(market for corporate control)이 원활하게 작동되도록 하는 것과 주주 권리 보호를 밀접하게 연결시켜 파악하고 있음
 - 우리나라에서는 상법의 규정에 의하여 이사 선임은 과반수 투표제에 의하도록 되어 있음
 - 한편 우리나라 일각에서는 투자 등 기업활동을 활성화하기 위해서는 기업지배권(경영권)을 효과적으로 방어할 수 있는 장치의 도입이 필요하다는 주장을 제기하고 있음
 - 그러나 기업지배권 방어장치의 도입은 가장 강력한 기업지배구조 메커니즘의 하나인 기업지배권시장의 원활한 작동을 저해할 가능성이 매우 높으며, 그렇게 되면 전체 주식시장에도 부정적인 영향을 미칠 것임

- 전체적으로 CCMR(2006)을 공모주식시장과 관련된 규제의 완화를 주장하고 있는 보고서로 볼 수는 없으며, 보다 합목적적이고, 비용효율적인 규제 방식에 대한 권고를 담고 있는 보고서로 이해하여야 할 것임

참 고 문 헌

<국내 문헌>

권세훈 · 한상범 · 김현숙 · 박희선, 2006, 『증권회사의 자기자본규제 개선에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 06-08.

김건식 · 송옥렬, 2001, 『미국의 증권규제』, 홍문사.

김병태, 2006, 기업인수합병상 거래보호를 위한 약정에 관한 연구 - 독점 교섭권 및 위약금관련 약정을 중심으로, 『상장협연구』 53호, 180-223.

김화진, 2006, 경영권 이동과 이사회, 한국기업지배구조개선지원센터 연구논단.

<국외 문헌>

Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D.W., Kinney, Jr., W.R. and LaFond, R., 2006, The effect of internal control deficiencies on firm risk and cost of equity capital, *available at* <http://ssrn.com/abstract=896760>.

Carlin, W. and Mayer, C., 2000, Finance, investment and growth, University of Oxford working paper.

- CCMR, 2006, *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation*.
- Charles River Associates International (CRA), 2006, *Sarbanes-Oxley Section 404 costs and implementation issues: Spring 2006 survey*.
- Doidge, C., Karolyi, G.A. and Stulz, R.M., 2004, Why are foreign firms that are listed in the US worth more?, *Journal of Financial Economics* 71, 205-238.
- Doidge, C., Karolyi, G.A., Lins, K.V., Miller, D.P. and Stulz, R.M., 2006, Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision, *available at*
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=668424.
- Dyck, A. and Zingales, L., 2004, Private benefits of control: an international comparison, *Journal of Finance* 59, 537-600.
- Financial Executives International (FEI), 2006, *FEI survey on Sarbanes-Oxley 404 implementation*.
- Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L., 2004, Does local financial development matter?, *Quarterly Journal of Economics* 119, 929-969.
- Hail, L. and Leuz, C., 2006, Cost of capital effects of U.S. cross-listings, University of Chicago working paper.

- Jayaratne, J. and Strahan, P.E., 1996, The finance-growth nexus: evidence from bank branch deregulation, *Quarterly Journal of Economics* 111, 639-671.
- King, R.G. and Levine, R., 1993, Finance and growth: Schumpeter might be right, *Quarterly Journal of Economics* 108, 681-737.
- Levine, R., 2005, Finance and Growth: theory and evidence, forthcoming in P. Aghion and S. Durlauf, eds. *Handbook of Economic Growth*, Elsevier Science.
- Levine, R. and Zervos, S., 1998, Stock markets, banks, and economic growth, *American Economic Review* 88, 537-558.
- McKinsey & Co., 2007, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*.
- Ogneva, M., Raghunandan, K. and Subramanyan, K.R., 2006, Internal control weakness and cost of equity: evidence from SOX 404 certifications, available at <http://ssrn.com/abstract=766104>.
- Oxera Consulting Ltd., 2005, *The cost of capital: An international comparison*.
- Rajan, R. and Zingales, L., 1998, Financial dependence and growth, *American Economic Review* 88, 559-586.
- Sherwin, E., 2005, The cost-benefit analysis of financial regulation: What the SEC ignores in the rulemaking process, why it matters, and

what to do about it, *available at* <http://www.law.harvard.edu/faculty/hjackson/pdfs/CBA.article.doc.pdf>

U. S. Government Accountability Office (GAO), 2006, *Financial Restatements: Update of Public Company Trends, Market Impacts and Regulatory Enforcement Activities.*

<웹사이트>

금융감독원 www.fss.or.kr

NASD www.nasd.com

NYSE rules.nyse.com

PCAOB www.pcaob.org

SEC www.sec.gov

< 부 록 > 우리나라의 관련 제도 현황

1. 증권집단소송제⁴⁸⁾

- 2007년 1월부터 상장기업 전체가 적용대상이 됨
 - 자산 2조원 이상 상장기업은 2005년 1월부터 적용
 - 과거 분식의 자발적 수정 시 2005년 3월부터 2년간 감리 유예 조치 해준 바 있음

- 적용대상 행위
 - 유가증권신고서 및 사업설명서의 허위기재 또는 중요한 사항의 기재 누락
 - 사업보고서·반기보고서 및 분기보고서의 허위기재 또는 중요한 사항의 기재 누락
 - 미공개정보의 이용·시세조작
 - 외부감사인의 부실감사

- 소송을 제기할 수 있는 원고의 요건
 - 피해 집단의 구성원이 50인 이상으로서 피고회사의 발행 유가증권 총수의 10,000 분의 1 이상을 보유

48) 금융감독원 배포자료 참조(<http://www.fss.or.kr>)

- 법률상 또는 사실상의 중요한 쟁점이 모든 구성원에게 공통되며, 당해 소송이 총원의 권리실현이나 이익보호에 적합하고 효율적인 수단인 경우에만 허용

○ 대표당사자 및 소송대리인의 자격

- 소송브로커 등에 의한 소송남발 방지를 위해 최근 3년간 3건 이상의 증권 관련 집단소송의 대표당사자 또는 소송대리인으로 관여했던 자는 원칙적으로 증권 관련 집단소송의 대표당사자 또는 원고 측 소송대리인이 될 수 없음

2. 주주 권리 관련 사항

가. 이사의 선·해임⁴⁹⁾

○ 이사의 선임

- 자격이 있는 후보들 중에서 주주총회에서의 과반수 투표로 선임
 - 총회의 모든 결의는 법령 또는 정관에 특별한 규정이 있는 경우를 제외하고 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식 총수의 4분의 1이상의 찬성에 의함(상법 제368조)
- 사외이사의 자격은 증권거래법과 정관에서 규정되는 것이 보통이며 내부이사의 자격에 대해서는 법령상 일반적인 제한이 없음

49) 김화진(2006)을 참고하였음

○ 집중투표제(cumulative voting system)

- 상법은 1998년 개정을 통해 명문으로 집중투표제 도입(제382조의2)
- 이사선임을 위한 주주총회에서의 투표에서 의결권 있는 주식에 선임될 이사의 수만큼 복수의결권을 인정하는 방법
- 집중투표제에 의해 이사를 선임하는 경우에는 투표의 최다수를 얻은 자부터 순차적으로 이사에 선임
- 상법은 집중투표제를 도입하면서 이를 정관의 규정으로 배제할 수 있도록 하였기 때문에 현재 대다수의 상장회사들이 정관에 집중투표제를 배제하는 규정 보유
 - 한국기업지배구조개선지원센터(CGS)의 2005년 발표에 따르면 상장법인의 10.23%만이 집중투표제 도입(전체 응답수: 528)
 - 집중투표제를 도입하고 있는 대표적인 기업으로는 KT, 포스코, SK텔레콤, 우리금융그룹, 국민은행 등이 있음
- 집중투표제를 정관에서 배제하지 않아 채택한 경우라 해도 이는 이사를 2인 이상 선임하는 경우에만 적용
 - 회사 측에서 제안한 이사 후보들에 대해서만 표결을 하는 것은 소수주주들에게는 아무런 의미가 없으므로 집중투표제의 실시에는 반드시 소수주주들이 추천하는 이사 후보가 필요하고 통상 회사 측에서 자발적으로 그 제안을 수용하지는 않을 것이기 때문에 소수주주들은 주주제안권의 행사를 통해 이사후보 추천

○ 이사의 해임

- 이사는 언제든지 주주총회의 결의에 의해 해임할 수 있으나, 이사의

임기를 정한 경우에 정당한 이유 없이 그 임기만료 전에 이를 해임한 때에는 그 이사는 회사에 대하여 해임으로 인한 손해의 배상을 청구할 수 있음(상법 제385조)

○ 시차임기제

- 현행법상 특별히 금지되어 있지 않음
- 현재 시차임기제를 도입하고 있는 기업으로는 삼성전자, 현대백화점, 현대미포조선, 현대모비스, 현대기아자동차 등이 있음

나. 경영자 보상

○ 한국상장회사협의회 조사결과에 의하면 2005년 10월 현재 전체 주권 상장법인 657개사 중 최근 정기보고서상 스톡옵션을 부여하여 운영 중에 있는 139개사로 전체의 21.2%

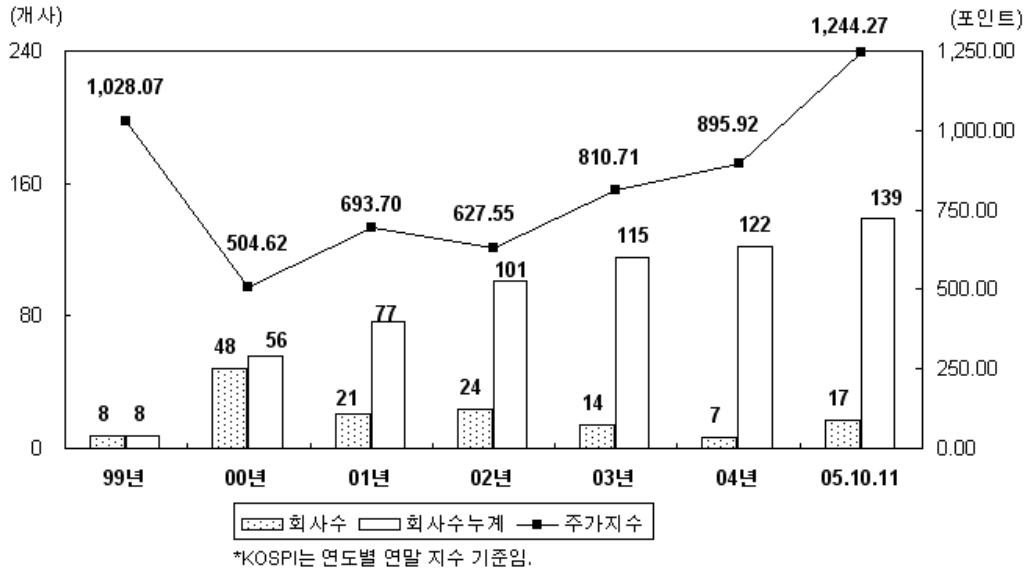
- 성과연동형 스톡옵션 부여회사는 9개사(6.5%)로 모두 금융업에서 활용

○ 기업회계기준서 제22호 「주식기준 보상」 제정: 기업회계기준의 국제적 정합성을 높이기 위하여 광범위한 주식기준 보상에 대해 체계적이고 일관된 회계처리기준과 공시기준을 정하여 2007년부터 시행

- 주식기준보상거래⁵⁰⁾를 재무제표에 인식하며 주식기준 보상거래를 다음 세 가지 유형으로 나누어 각각에 대해 인식과 측정의 원칙 규정

50) 회사가 재화나 용역을 제공받는 대가로 회사의 지분상품을 부여하거나 회사의 주식이나 다른 지분상품의 가치에 기초하여 현금이나 기타자산으로 결제하는 거래

<그림 부록-1> 연도별 스톡옵션 부여 현황



자료: 한국상장회사협의회

- 회사가 재화나 용역을 제공받는 대가로 회사의 지분상품(주식 또는 스톡옵션 등)을 부여하는 주식결제형 주식기준 보상거래: 제공받는 재화나 용역의 공정가치를 측정하고 그 금액을 보상원가와 자본(자본조정)으로 회계처리
- 회사가 재화나 용역을 제공받는 대가로 회사의 주식이나 다른 지분상품의 가치에 기초하여 현금이나 기타자산으로 결제하는 현금결제형 주식기준 보상거래: 제공받는 재화나 용역과 그 대가로 부담하는 부채를 부채의 공정가치로 측정
- 회사가 재화나 용역을 제공받는 대가로 회사 또는 재화나 용역의 공급자가 결제방식을 선택할 수 있는 권리를 부여하는 선택형 주식기준 보상거래: 거래의 실질에 따라 회계처리

— 주석기재 사항

- 회계기간에 존재한 주식기준 보상약정의 성격과 범위에 관한 정보
- 회계기간에 제공된 재화나 용역의 공정가치 또는 부여된 지분상품의 공정가치가 결정된 방법에 관한 정보
- 회사의 경영성과와 재무상태에 미치는 주식기준 보상거래의 영향에 관한 정보