

국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구

2009. 3.

연 구 위 원 김 필 규

연 구 위 원 이 석 훈

연 구 위 원 황 세 운

고 려 대 학 교 김 용 재

덕성여자대학교 조 인 호



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

자본시장 국제화와 유가증권 거래량 증대 등에 따라 국제적 표준에 따른 거래기간의 단축, 거래 편의성 제고 및 효율적 예탁결제시스템 구축 등과 같은 자본시장 인프라 설정에 대한 관심이 증대되고 있다. 특히 최근 서브프라임 사태에 따른 글로벌 금융위기 발생 이후 자본시장 하부구조 선진화의 중요성은 더욱 증대될 것으로 예상된다.

전자증권제도는 실물증권을 전자등록부로 대체함으로써 모든 증권의 권리가 전자적으로 처리되는 완전한 무권화(無券化) 제도이다. 자본시장이 발달된 주요 선진국의 경우 각국의 금융상황과 인프라 구축의 정도 및 시장여건 등에 근거하여 다양한 방식으로 전자증권제도를 도입하고 있다. 국내의 경우에는 유가증권의 집중예탁제도 등 예탁결제제도의 선진화가 도입되어 왔으나, 일부 증권은 여전히 실물 발행이 이루어지고 있어 완전한 무권화는 이루어지지 않고 있다. 이에 따라 실물 발행 등에 따른 다양한 비용을 절감하고, 유가증권시장의 투명성을 제고하며, 유통시장의 거래 효율성을 제고하는 전자증권제도를 도입할 필요성이 크게 증대하고 있다.

본 보고서에서는 국내 전자증권제도의 효율적 도입 방안에 대해 검토하고 있다. 이를 위해 전자증권의 기본적인 개념을 살펴보고 국내 전자증권제도의 도입 여건과 외국의 전자증권제도 도입 현황을 분석하고 있다. 이를 바탕으로 국내 전자증권제도의 구체적인 도입 구조와 도입 효과를 분석하는 한편, 도입 시 예상되는 문제점과 그 해결방안을 제시하고 있다.

전자증권제도의 도입에는 다양한 대안들이 존재하며 그중 시장의 효율성과 투명성을 제고하고 제도 도입의 효과를 극대화하는 방안으로 전

자증권제도가 도입되어야 한다. 본 연구는 이러한 기준 하에 전자증권제도에 대한 다양한 분석에 근거하여 한국 금융환경에 적합한 전자증권제도 도입을 제안하고 있다. 이러한 연구가 국내 금융 인프라의 도약을 도모하고 한국의 금융시스템 발전에 크게 기여하기를 기대해 본다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 김필규 박사, 이석훈 박사, 황세운 박사 그리고 고려대학교 김용재 교수, 덕성여자대학교 조인호 교수에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서의 지정 논평을 맡아준 정윤모 연구위원과 보고서 편집에 도움을 준 이현진 선임연구원에게 감사의 뜻을 전한다. 그리고 다양한 자료와 연구 지원을 해준 한국예탁결제원 임직원에게도 감사를 드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2009년 3월
자본시장연구원
원장 김 형 태

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xvi
I. 서론	3
II. 전자증권의 개념과 구조	9
1. 전자증권의 기본 개념	9
2. 전자증권의 구조	12
3. 전자증권제도 및 법률적 근거	20
III. 국내 전자증권제도의 도입 여건	27
1. 전자증권제도의 도입 여건	27
2. 전자증권제도의 도입 필요성	44
IV. 외국의 전자증권제도 현황	51
1. 외국의 전자증권제도 도입 개황	51
2. 영국의 전자증권제도	52
3. 스웨덴의 전자증권제도	61
4. 프랑스의 전자증권제도	64
5. 미국의 전자증권제도	69
6. 일본의 전자증권제도	73
7. 국내 전자증권제도 도입의 시사점	78

V. 전자증권제도 도입의 효과 분석	83
1. 전자증권제도 도입 전후의 프로세스 변화	83
2. 경제모형에 기초한 전자증권의 경제적 효과 분석	87
3. 전자증권제도 도입의 비용절감효과 분석	100
4. 전자증권제도 도입의 사회경제적 효과	104
VI. 전자증권제도의 도입방안	109
1. 전자증권제도	109
2. 전자증권의 법제화 방식	113
3. 국채 등록기관	118
VII. 요약 및 결론	137
참고문헌	143

표 목 차

<표 III-1> 금융권역별 전자금융 거래 현황	29
<표 III-2> 종이어음과 전자어음의 비교	30
<표 III-3> 전자증권제도에 관한 국제단체의 권고	35
<표 V-1> 모니터링 비용 감소에 따른 자본시장의 사회적 효과	99
<표 V-2> 전자증권제도 도입에 따른 비용 절감 요인	102
<표 VI-1> 각국의 국채등록·결제기관	132

그림 목 차

<그림 II-1> 전자증권제도의 개관	13
<그림 II-2> 전자등록부의 구조	18
<그림 II-3> 직접등록방식과 간접등록방식의 비교	20
<그림 III-1> 전자금융 이용실적	28
<그림 III-2> 주식의 예탁비율 추이	38
<그림 III-3> 주식의 불소지율 추이	38
<그림 III-4> 채권의 예탁비율	41
<그림 III-5> 증권 유형별 예탁 현황	44
<그림 IV-1> 영국의 전자등록구조	55
<그림 IV-2> 스웨덴의 전자등록구조	63
<그림 IV-3> 프랑스의 전자등록구조	66
<그림 IV-4> 미국의 DRS 등록구조	71
<그림 IV-5> 미국의 Book-entry 시스템 등록구조	72
<그림 IV-6> 일본의 전자등록구조	76
<그림 V-1> 전자증권 도입에 따른 주식업무 프로세스 변화	84
<그림 V-2> 전자증권 도입에 따른 채권업무 프로세스 변화	85
<그림 V-3> 전자증권 도입에 따른 기업어음 업무 프로세스 변화	87
<그림 V-4> 모니터링 비용감소에 따른 시장균형 변화	98
<그림 V-5> 전자증권제도 도입에 따른 비용절감 효과	103
<그림 V-6> 전자증권제도 도입에 따른 요소별, 거래참가자별 비용 절감 효과	103
<그림 VI-1> 모델 I: 중앙등록기관 일원화	119
<그림 VI-2> 모델 II: 현행 업무처리 방식 준용	120
<그림 VI-3> 모델 III: 중앙등록기관 이원화	121

약 어 표

ABS	Asset-backed Securities
ABCP	Asset-backed Commercial Paper
BIS	Bank for International Settlements
CBF	Clearstream Banking AG Frankfurt
CD	Certificate of deposit
CGO	Central Gilts Office
CLFI	Consolidated Law on Financial Intermediation
CMO	Central Moneymarket Office
CP	Commercial Paper
DMO	Debt Management Office
DRS	Direct Registration System
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation
DVP	Delivery Versus Payment
EBPP	Electronic Bill Presentment and Payment
ELS	Equity-Linked Securities
ELW	Equity-Linked Warrants
ETT	Electronic Transfer of Title
FICC	Fixed Income Clearing Corporation

FRB	Federal Reserve Board
GSCC	Government Securities Clearing Corporation
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISSA	International Securities Services Association
JASDEC	Japan Securities Depository Center
MBCA	Model Business Corporation Act
MBS	Mortgage-backed Securities
NSCC	National Securities Clearing Corporation
OS	Operator System
SICOVAM	Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières
SLB	Securities Lending and Borrowing
STP	Straight Through Processing
TAURUS	Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock
UCC	Uniform Commercial Code
VPC	Vaerdepaperscentralen

《 Executive Summary 》

최근 자본시장의 국제화와 거래량 증가 등으로 국제적 표준에 따른 거래기간의 단축, 거래 편의성제고 및 효율적 예탁시스템 구축 등과 같은 자본시장 인프라 설정의 중요성이 증대되고 있다. 이러한 맥락에서 각국은 전자증권제도의 전면적 혹은 부분적 도입을 적극 추진하고 있다.

우리나라도 유가증권의 집중예탁제도가 정착됨에 따라 실물증권의 불발행이 확대되고 이를 통해 실물증권의 수요가 점차 감소되는 모습을 보이고 있다. 그럼에도 불구하고 일부 증권은 여전히 실물 발행이 이루어지고 있어 금융 인프라의 개선을 위해서는 완전한 무권화(無券化)를 의미하는 전자증권제도의 도입이 시급한 상황이다.

전자증권의 개념과 구조

전자증권제도는 전자등록에 의한 증권의 발행과 유통의 전자화로 정의될 수 있다. 실물증권이 전자등록부로 대체됨으로써 모든 증권의 권리가 전자적으로 처리된다. 이와 같은 전자증권제도 하에서 증권의 발행은 전자등록부상 증가기재로 처리되고, 증권의 양도는 전자등록부상 계좌대체로 처리되며, 증권의 권리는 전자등록부상 등록을 기준으로 행사된다.

전자증권제도는 발행회사, 중앙등록기관, 등록대행기관, 그리고 투자자들이 참가하여 운영되는 시스템으로서, 전자증권제도의 적용대상(유가증권, 기업어음 및 양도성예금증서)과 적용방법(의무적

· 임의적 적용여부), 전자등록부 등록방식(직접등록방식·간접등록방식)에 따라 다양한 제도가 도입될 수 있다.

전자증권제도의 도입 필요성

자본시장 규모의 급격한 성장으로 거래량이 급격히 증대하고 국제간 거래가 확대됨에 따라 실물증권의 수수와 같은 전통적인 방식으로 청산 및 결제를 처리하는 데에는 한계가 존재한다. 이미 ISSA, IOSCO, G30 등의 국제단체들은 국제정합성 및 국제경쟁력을 증진시키고 결제 및 청산업무상에 존재하는 위험요인을 줄이며 효율성을 높일 수 있도록 증권의 무권화제도 도입을 권고하고 있다.

국내의 경우에도 무권화와 관련된 다양한 제도가 도입되었으나 일부 증권은 여전히 실물로 발행되는 등 완전한 무권화제도는 시행되지 않고 있다. 실물증권으로 발행되는 증권의 경우 실물증권 거래의 불편함과 함께 증권발행 관련 비용이 소요되고 시장 투명성에 제약이 존재하며, 음성적인 거래에 사용될 가능성도 있다. 또한 실물증권과 불발행증권이 혼재함에 따른 운영상의 비효율성도 존재한다.

따라서 전자증권제도의 도입을 통해 유가증권의 발행, 양도 및 권리행사 등 모든 거래행위를 전자적으로 기록·관리함으로써 금융산업의 투명성을 획기적으로 제고하고 실물증권 발행에 따른 제반비용의 대폭적인 절감 효과를 도모할 필요가 있다. 이와 더불어 전자증권제도는 모든 투자증권에 적용될 수 있는 통일적인 법제를 도입함으로써 제도의 법적 안정성을 제고하는 역할도 한다.

외국의 전자증권제도 현황

외국의 전자증권제도 도입 현황을 살펴보면, 1984년 덴마크가 세계 최초로 전자증권제도를 도입한 이후, 현재 50여개 국가가 전자증권제도를 전면적 혹은 부분적으로 시행하고 있다.

영국은 1993년부터 중앙은행인 영란은행(Bank of England)을 중심으로 현재의 임의적 형태의 전자증권제도인 CREST 시스템의 개발을 시작하였다. CREST 시스템은 대부분의 유가증권을 대상으로 하지만 임의적 방식의 전자증권제도이다. 프랑스의 전자증권제도는 프랑스 내에서 발행되고 프랑스법의 적용을 받는 모든 유가증권을 적용대상으로 한다. 중앙등록기관인 Euroclear France가 예탁자 명의로 장부를 관리하는 간접등록 방식을 채택하고 있다. 스웨덴은 1989년 「주식계좌법(Share Account Act)」을 제정하여 VPC(Vaerdepaperscentralen)를 중앙등록기관으로 하는 전자증권제도를 도입하였다. 스웨덴의 전자증권제도는 강제적 방식을 채택하고 있고 대부분의 증권을 대상으로 한다. 투자자는 계좌관리기관을 통해 보유하고 있는 증권을 VPC에 자신의 명의로 직접 등록하도록 하고 있다. 미국은 일부 유가증권에 대하여 부분적으로 전자증권제도를 도입하고 있다. 미국의 전자증권제도는 DRS(Direct Registration System)와 Book-entry시스템의 이원적 방식으로 운용되고 있다. DRS는 회사법상의 주식을 대상으로 하고, Book-entry의 경우 정부증권, 뮤추얼펀드 주식, 그리고 단기 금융상품을 대상으로 한다. 일본의 경우 전면적인 전자증권제도 도입을 목표로 점진적 방식의 전자증권제도를 도입하고 있다. 전자증권 대체시스템의 도입은 국채부분 이후 단계적으로 단기

사채, 일반채, 투자신탁수익권에 대해서도 확대되었고, 2009년에는 주식에 대한 대체시스템이 도입되었다.

전자증권제도 도입의 효과 분석

전자증권제도의 도입 효과를 분석하기 위해 각 유가증권별 전자증권제도 도입 전후의 프로세스 변화를 살펴본다. 주식의 경우 모든 상장주식이 전자등록부에 기재됨에 따라 일부 실물발행이 폐지되고 완전한 불소지가 이루어진다. 채권의 경우에도 전자증권제도 도입에 따라 실물채권 발행제도가 사라지게 된다. 한편 전액 실물로 발행되고 있는 기업어음(CP)의 경우에는 전자증권제도가 도입되는 경우 실물발행이 전자등록으로 대체됨으로써 발행 프로세스가 크게 변화될 것으로 예상된다.

본 연구에서는 전자증권제도 도입 이후의 효과를 모니터링 비용의 관점에서 경제적인 모형을 설정하여 분석하였다. 분석 결과 전자증권제도의 도입은 모니터링 비용의 감소를 통해서 발행회사로부터는 사회 후생적 측면에서 보다 효율적인 노력수준을 유도하고, 투자자들에게는 직·간접적인 후생 증가를 제공하며, 시장 전체적으로는 균형이자율을 낮출 뿐 아니라 자본시장을 보다 활성화할 가능성을 높일 것이라는 결과를 보이고 있다.

또한 본 연구에서는 2010년부터 모든 대상증권들의 전자증권화가 이루어졌다는 가정 하에 전자증권 도입에 따른 비용 분석을 실시하였다. 분석결과 전자증권이 도입되면 이후 5년간 연평균 1,125억원, 누적으로는 5,626억원의 비용절감효과가 있는 것으로 나타나고 있다. 비용 요소별 절감효과를 보면, 전체적으로는 운용

비용의 절감효과가 가장 크고, 위험비용과 기회비용의 순서로 나타났다. 한편 거래참가자별 비용절감 효과를 보면 발행인의 절감효과가 가장 큰 것으로 나타났다.

이와 더불어 전자증권제도의 도입은 실물발행에 따른 문제점을 해소하고, 시장의 투명성과 효율성을 제고시켜 사회경제적으로도 효과를 거두는 것으로 분석되었다.

전자증권제도의 도입방안

국내 상황에 적합한 전자증권제도의 도입을 적용증권, 등록방식 및 법적인 근거 등에 대해 살펴보면, 우선 적용증권과 관련해서는 구체적으로 자본시장법상 증권에 대해 적용하되 양도성예금증서를 포함시킬 필요가 있다. 이 경우 기업어음도 당연히 전자증권의 대상에 포함된다. 그러나 기업어음의 경우 어음의 특성과 증권특성의 특성을 지니고 있어 전자증권제도를 전면적으로 도입하는데 일부 제약이 존재한다. 따라서 기업어음의 경우에는 단기사채제도를 도입하고 기업어음을 단기사채로 유도하는 방안이나 기업어음에 적합한 전자증권제도의 도입 방안이 마련될 필요가 있다.

등록방식은 직접등록방식의 경우 시스템 구축과 운용비용이 과다하기 때문에 간접등록방식이 보다 바람직한 방식이 될 수 있다. 투자자 보유방식의 경우 현행 예탁제도의 법리와 유사하고 투자자 권리보호를 강화할 수 있는 자기명의방식의 도입이 바람직하다. 또한 외국의 많은 사례와 같이 발행과 유통을 결합한 일원화 방식이 필요하다고 판단된다.

기발행 증권의 전자증권 전환 방법으로는 단계적으로 대상증권을 확대하고, 점진적으로 완전한 전자증권화 방식을 도입하는 것이 시장충격을 최소화하는 방안으로 판단된다. 이와 더불어 전자증권제도의 도입에 따라 기존의 채권등록제도, 명의개서대행제도 및 예탁제도의 개선이 요구된다.

전자증권제도 관련 법률의 제정방법에 있어서는 전자증권제도가 상법과 유가증권법 발행근거 법률로 다원화되어 운영될 경우 주무기관의 다원화 등으로 인하여 통일적인 정책수행에 제약을 받게 된다. 반면 특별법을 통해 전자증권제도의 도입이 이루어질 경우 기본적으로 증권거래법상 모든 유가증권과 자본시장법에 포함된 계약상의 권리에 대해서도 적용될 수 있을 뿐 아니라, 상법의 경우와는 달리 의무적 적용이 가능하고 중앙등록기관에 의한 일원화 관리가 가능하게 된다. 따라서 상법에서는 전자증권에 대한 근거만을 제시하고 보다 구체적인 사항은 특별법의 형태로 법률체계를 마련하는 것이 바람직하다.

국채 등록기관의 경우 국채를 포함한 모든 증권의 등록기관을 중앙등록기관으로 일원화하는 방안과 현행 업무처리방식을 유지하는 방안 그리고 국채에 대해서는 중앙은행이 중앙등록기관을 담당하는 방안의 대안이 있다.

경제적인 측면, 관리의 측면 및 외국의 전자증권제도의 변화 방향에서 각 대안을 분석해본 결과 국채를 포함한 모든 증권의 중앙등록기관을 예탁기관으로 일원화하는 방안이 가장 효율적인 방안이라는 결과가 도출되었다.

본 연구는 향후 국내의 전자증권제도 도입에 있어 검토되어야 하는 방안을 다양한 측면에서 살펴보았다. 앞에서 살펴본 바와 같이 전자증권제도는 각국의 금융상황과 인프라구축의 정도 및 시장여건에 따라 다양한 형태로 도입되고 있다. 국내의 경우 전자증권제도 도입이 실효성을 거두기 위해서는 도입에 대한 기본적인 기준이 마련되어야 한다. 전자증권 도입에 있어 가장 우선적으로 검토되어야 하는 점은 전자증권제도 도입의 효과를 극대화하고, 가장 효율적인 방안으로 추진되어야 하며, 특히 시장투명성을 제고하는 방안으로의 대안이 선택되어야 한다는 점이다. 이러한 기준 하에 기존의 다양한 이해상충을 해소하고, 시장발전을 우선적으로 검토하며 한국의 금융여건에 적합한 전자증권제도가 시급히 마련되어야 한다.

《 Abstract 》

The financial markets are globally linked through the development of cross border trading and financial investments, and it is important to establish appropriate capital market infrastructures that allow time reduction of the trade process that match international standards, ease the process of trading, and establish an efficient depository system. For this purpose, many countries have introduced electronic registered securities with full or partial systems to their financial markets.

In Korea's case, the issues of physical securities and the demands of the physical securities have reduced gradually with the introduction and maturity of various centralized depository systems. Nevertheless, the electronic registered securities system for complete dematerialization is necessary to improve our current financial infrastructure.

Concept and structure of electronic registered securities

An electronic registered securities system is defined as an electronic issuing and circulation of securities by registering or recording in electronic records called "book entries". In particular, under the electronic registered securities system, issued securities are processed through a book-keeping entry, the circulation of the securities is processed through book transfer and the rights over the securities are based on the book registration. Thus, the core of electronic registered securities system is book entries.

As a system with issuers, a central registrar, registration agents (or account keeper) and investors, electronic registered securities systems have different features depending on the types of securities available, application methods (mandatory or voluntary) and registration process (direct or indirect registration).

Domestic conditions for electronic registered securities

Domestic financial markets have developed significantly not only in market size but also in various financial instruments. The development of depository regulations demands the introduction of electronic registered securities. The Korea Securities Depository was established in 1974 with an introduction of a concentrated depository securities system. Then it set up incentives for investors to place their securities at the Korea Securities Depository. The proportion of deposited securities is 73.3% of the total and the proportion of deposited bonds is 96.4%. Nevertheless, the current en bloc depository system is not free of materialization in that it is a system that issues real securities in principle. Therefore, it needs to eliminate the inefficiency of real securities and non-transparency in the financial market through the introduction of electronic registered securities.

International organizations such as ISSA, IOSCO, and G30 have recommended dematerialization through electronic registered securities. This is one of a series of recommendations for reducing credit risk factors and inefficiency in the clearing and settlement process as well as matching international standards.

Physical securities can be used for illegal trades that facilitate tax-evading transfers, inheritance or gifts, and they may restrict fair trade in the capital market. A mixture of the physically issued securities and non-physically issued securities may incur inefficiency in operation.

Foreign electronic registered securities system

After Denmark introduced the world's first electronic registered securities system, currently around 50 countries operate electronic registered securities system either fully or partially.

In 1993, the Bank of England, the UK central bank, started to develop the CREST system, the current electronic registered securities system. The CREST system operates for most securities with voluntary application method. France's electronic registered securities system covers all securities under the French law and Euroclear France, the central registrar, maintains indirect registration that manages the book in the name of depositor. In Sweden, Vaerdepaperscentralen(VPC) became the central registrar

by the enactment of the "Share Account Act" in 1989. The electronic registered securities system in Sweden covers most securities with a mandatory application and investors should register with the VPC directly using their own names for the securities managed by the account manager. The electronic registered securities system is run via a direct registration system(DRS) and book-entry system in the US partially in the sense that it covers only some types of securities. The DRS operates for securities under the Company Act while the book-entry system operates for government bonds, mutual funds and short-term financial products. The Japanese electronic registered securities system initially only covered national bonds but has since been extended for short-term corporate bonds, straight bonds and so on. The electronic registered securities system is expected to operate for stock in 2009.

The economic effect of the electronic registered securities

Once the electronic registered securities system is introduced, all physical listed stock securities will disappear after recording in the electronic registration record. The electronic registered securities system will also change the commercial paper(CP) issuing process which currently issues CP physically.

We considered the economic effects of the electronic registered securities system by analyzing a theoretical model that reflects the reduction in investors' cost of monitoring issuers after the system is introduced. The results suggest that the electronic registered securities system will provide issuer with incentive to be more socially efficient, increase investors' welfare directly and indirectly, and decrease the equilibrium market interest rate while enhancing the capital market.

We also simulated the impact of electronic registered securities on the cost of market participants under the assumption of all securities' book-entry starting in 2009. It is expected that the cost reduction will be ₩112 billion annually and ₩563 billion in total for the next five years. The cost reduction was greatest in operation, cost reduction in risk was second, while the opportunity cost reduction was the lowest.

Schemes for electronic registered securities introduction

The electronic registered securities system should cover securities under in 「the Capital Market and Financial Investment Service Act」 and need to include certificate of deposit (CD). Corporate paper certainly should be included, but, in the case that its application is difficult, substituting short-term corporate bonds for corporate paper should be considered.

Indirect registration would be more efficient than direct registration because direct registration demands the high cost of building and operating a system. Like many foreign countries, the united system combining issuance and circulation of securities would be optimal. Transferring existing physically issued securities to electronic registered securities needs a step by step process while extending the range of applicable securities. Simultaneously, current depository regulations associated with physical securities system should be improved.

The enactment of the electronic registered securities based on commercial laws and regulations corresponding to each security will be difficult to regulate the electronic registered securities system with consistency. In contrast, the enactment of special laws for electronic registered securities will make it easier to subject all securities under the securities exchange law and for the contract rights to be included under the investor protection regulations in 「the Capital Market and Financial Investment Service Act」, and further will facilitate mandatory application and the united system of a central registrar. Therefore, it would be optimal that the commercial law provides the basis for electronic registered securities and that special laws give more detailed provisions.

There is a debate as to which government institution should be the registrar for the government bonds. Most financially advanced

countries except the US and Japan provide an authority for settlement of the dematerialized government bonds to central securities depository. This is supported by the fact that besides extension of settlement processes to the private sector through the enactment of CLFI in Italy, CRESTCo in U.K., Euroclear France and Monte Titoli carry out settlement process for the government bond.

So, efficiency and convenience should be the most important criteria for the government bond registration and settlement institution.

1. 서론

I. 서론

최근 국경을 넘어서는 투자 확대 및 금융거래 활성화 등의 금융 글로벌화가 급속히 확대되고 있다. 이러한 금융 글로벌화의 추세에 따라 국제적 표준에 따른 거래기간의 단축, 거래 편의성제고 및 효율적 예탁 시스템 구축 등과 같은 자본시장 하부구조 설정의 중요성이 증대되고 있다. 효율적인 증권시장 하부구조의 설정은 그 나라 금융경쟁력을 좌우하는 요인으로 작용하고 있다. 이러한 맥락에서 각국은 전자증권제도의 전면적 혹은 부분적 도입을 적극 추진하고 있다. 전자증권제도의 도입은 실물증권의 발행 및 관리와 관련한 각종 비용을 제거하고, 실물증권에서 파생된 각종 비효율적인 증권제도를 개선하여 기업과 증권산업의 경쟁력을 강화하는 것이기 때문이다.

우리나라도 자본시장의 발전에 따라 예탁결제시스템의 선진화를 도모하는 다양한 노력을 기울여왔다. 주식의 일괄 예탁제도, 공사채등록법에 의한 채권등록제도, 그리고 간접투자증권의 일괄 예탁제도 등 유가증권의 집중예탁제도가 정착되고 있다. 이러한 제도가 정착됨에 따라 실물증권의 불발행이 확대되고 이를 통해 실물증권의 수요가 점차 감소되는 모습을 보이고 있다. 그럼에도 불구하고 일부 주식과 양도성예금증서(CD) 및 기업어음(CP)과 같은 증권인 경우에는 여전히 실물이 발행되거나 예탁이 이루어지지 않는 경우가 있다. 이에 따라 금융 인프라의 개선을 위해서는 완전한 무권화(無券化)를 의미하는 전자증권제도의 도입이 시급한 상황이다.

4 국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구

전자증권제도¹⁾는 전자등록에 의한 증권의 발행과 유통의 전자화로 정의될 수 있다. 즉 실물증권을 등록계좌부로 대체함으로써 모든 증권의 권리가 전자적으로 처리되는 제도이다. 이러한 전자증권제도의 도입을 통해 자본시장의 거래비용을 절감하고, 시장의 투명성을 제고하며, 궁극적으로 금융의 국제경쟁력을 제고시키는 효과를 거둘 수 있다. 전자증권제도가 효율적으로 도입되기 위해서는 법률적·제도적인 근거와 구체적인 추진방안 그리고 고려되어야 하는 제반의 문제점 및 해결방안에 대한 검토가 필요하다.

그동안 전자증권제도와 관련하여 다양한 논의가 있어 왔으나 논의만 무성할 뿐 본격적인 제도의 도입이 추진되지는 못하였다. 그러나 최근 정부가 증권의 전자등록에 관한 법률 제정을 통해 전자증권제도의 도입을 추진하고 있으며, 이에 따라 국내 금융환경에 적합한 전자증권제도에 대한 관심이 증대하고 있는 상황이다.

이에 본 연구는 국내 전자증권의 도입여건을 점검하고, 효율적인 도입방안을 제시한다. 이와 더불어 전자증권제도 추진 시 예상되는 문제점 및 해결방안을 검토한다. 이를 위해 본 연구에서는 전자증권의 기본적인 개념과 전자증권제도 추진에 따른 증권제도의 변화를 살펴본 후, 국내 전자증권제도의 도입여건을 분석하고, 외국 전자증권제도의 현황을 비교 분석한다. 이를 바탕으로 국내 전자증권제도의 구체적인 구조를 검토하고, 도입 효과를 분석하는 한편, 시행 시 예상되는 문제점과 그 해결방안을 제시한다. 또한 국내 전자증권제도의 도입절차 및 이를 위한 구체적인 방안을 검토한다.

1) 전자증권은 증권 권리를 전자등록으로 대체하는 것과 증권의 권면을 전자 문서로 대체하는 것으로 구별될 수 있다. 본 연구에서는 증권 권리를 전자 등록으로 대체하는 것을 전자증권이라는 개념으로 사용한다.

본 연구는 향후 국내 전자증권제도의 효율적인 도입방안을 제시한다는 의의를 지니고 있다. 즉 전자증권제도 도입의 구체적이고 효율적인 실행방안을 제시함으로써 국내 금융 인프라의 도약을 도모하고 금융시스템 발전에 기여할 것으로 기대한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 전자증권제도의 개념과 구조를 파악하고, 제Ⅲ장에서는 전자증권제도의 도입 여건을 살펴본다. 제Ⅳ장에서는 외국의 전자증권제도의 도입 사례를 검토하고, 제Ⅴ장에서는 전자증권제도의 도입효과를 살펴본다. 특히 전자증권 도입에 따른 개별 증권의 발행 및 유통 프로세스의 변화에 대해 알아보고, 전자증권제도 도입에 따른 비용절감효과를 분석한다. 이와 더불어 전자증권제도 도입에 따른 경제적인 효과를 경제모형을 도입하여 살펴본다. 이어서 제Ⅵ장에서는 전자증권제도 도입에 따라 제기되는 다양한 이슈들에 대해 분석하고 해결방안을 검토하고, 이를 바탕으로 국내 상황에 적합한 전자증권제도 도입방안을 제시한다.

II. 전자증권의 개념과 구조

1. 전자증권의 기본 개념
2. 전자증권의 구조
3. 전자증권제도 및 법률적 근거

II. 전자증권의 개념과 구조

1. 전자증권의 기본 개념

가. 전자증권의 개념

정보기술의 발전과 자본시장의 지속적인 성장에 따라 증권 시장의 효율적인 발행과 유통을 위한 다양한 제도가 도입되었다. 특히 증권 시장의 부동화(demobilization) 및 무권화(dematerialisation)를 위한 제도로 예탁결제제도를 비롯하여 주권불소지제도, 채권등록제도, 일괄 예탁제도, 대권제도 등의 제도가 도입되었다.

전자증권제도²⁾는 증권을 실물로 발행하지 않고 등록기관의 전자적 증권등록부에 등록(registration)함으로써 증권이 표창하는 권리에 대한 권리자와 권리내용을 인정하고, 이러한 권리의 양도·담보설정 및 제반 유가증권 권리행사 등을 전자적 기록에 의하여 처리하는 제도라고 할 수 있다. 이와 같이 전자증권제도는 실물증권 뿐만 아니라 그 대체증서의 발행과 유통도 완전히 배제하고 전자적인 거래가 가능하게 하는 제도이다.

전자증권이라는 개념은 전자문서방식과 전자등록방식으로 구분될 수 있다. 전자문서방식은 증권의 권면을 전자문서로 대체하는 방식이다. 즉 전자문서의 교부에 의하여 증권을 이전하는 것으로 이를 위해서는 전자서명 등의 요건을 필요로 한다. 한편 전자등록방식은 증권상 권리를 전

2) 보다 엄밀한 의미에서 “전자증권”이라는 용어보다는 “증권의 전자등록제도”라는 표현이 합당하다. 그러나 전자증권이라는 용어가 광범위하게 사용되고 있기 때문에 본 연구에서는 증권의 전자등록제도를 전자증권이라는 용어로 사용한다.

자등록부에 기록하여 공시하는 제도를 의미한다. 대량으로 발행되어 유통되는 유가증권의 경우에는 전자문서를 개별적으로 교부하여 유통하는 방법은 그 효과가 크지 않으며 따라서 전자등록방식이 보다 적합한 방식이라고 볼 수 있다. 따라서 전자증권제도는 기존 유가증권을 전자등록부로 대체하는 전자등록방식으로서의 전환이라고 볼 수 있다.

전자증권제도의 핵심은 전자등록부³⁾이다. 전자증권제도하에서 증권의 발행은 전자등록부상 증가기재로 처리하고, 증권의 양도는 전자등록부상 계좌대체로 처리하며, 증권의 권리는 전자등록부상 등록을 기준으로 행사된다. 특히 정보통신기술의 발달로 전자적 증권등록부에 기초한 유가증권의 발행과 이전 및 권리의 행사가 가능해짐에 따라 전자증권제도 도입을 위한 여건은 충분히 마련되었다고 볼 수 있다.

전자증권은 다양한 용어로 사용되고 있다. 대표적인 예로는 전자증권(electronic securities), 대체기재증권(book-entry securities), 등록증권(registered securities), 무증서증권(uncertificated securities), 무권화(dematerialisation) 등이 있다. 전자증권이라는 용어는 유가증권상 권리의 발생·이전의 효력을 가져오는 증권등록부가 전자적 형태로 작성·저장 또는 관리되고 있다는 점을, 대체기재증권 또는 등록증권은 장부상에 등록을 통하여 유가증권이 발행된다는 점을, 무증서증권과 무권화는 실물증권이 없다는 점을 강조한 것이다.

나. 전자증권제도와 실물증권 관련제도의 비교

전자증권제도는 실물증권을 배제하고 현행 예탁결제제도를 더욱 고도화시키기 위한 증권 인프라의 정비이다. 따라서 전자증권제도는 기존

3) 전자등록부는 증권의 권리자와 권리내용을 기록하는 전자적 형태의 장부를 의미한다. 이에 대해서는 제2절 전자증권의 구조에서 보다 자세히 논의한다.

실물 증권의 발행 및 유통비용을 절감하기 위해서 도입된 증권예탁결제제도, 주권불소지제도, 채권등록제도, 그리고 일괄 예탁제도 등과 근본적인 차이가 있다.

전자증권제도와 증권예탁결제제도를 비교해보면, 실물증권의 이동 없이도 장부상의 기재만으로 증권의 양도나 질권설정 및 권리행사 등이 이루어진다는 점에서 두 제도는 유사하다. 그러나 증권예탁결제제도는 실물증권 발행을 전제로 하는 제도인데 반해, 전자증권제도에서는 실물증권이 발행되지 않으며 장부상의 기재와 이의 대체기재가 곧 증권 그 자체의 보유와 교부를 의미한다는 점에서 증권예탁결제제도와 크게 다르다고 볼 수 있다.

주권불소지제도는 주주가 발행회사에 주권을 소지하지 않겠다는 신고를 하고 주권을 불소지하는 제도로서, 주권의 도난·분실 등 주권관리의 불편을 덜어주기 위해 도입되었다. 그러나 주권불소지제도는 기명주식의 주주가 주권이 필요할 경우 회사에 대하여 주권의 발행 또는 반환을 청구할 수 있다. 따라서 전자증권제도와 달리, 주권불소지제도는 주식을 양도하거나 질권 설정에 있어서 여전히 주권에 의하도록 하고 있다는 점에서 완전한 의미의 증권 무권화 제도라고 볼 수 없다.

채권등록제도는 채권자가 직접 채권실물을 소지하지 않고 등록기관의 장부(등록부)에 자신의 권리내역을 등록하는 것만으로 채권자로서의 지위를 인정받는 제도이다. 채권등록제도의 경우도 채권자는 언제든지 채권의 발행을 청구할 수 있다는 점, 등록채권의 권리자가 권리행사에 있어 매우 복잡하다는 점에서 전자증권제도와 차이가 있다.

일괄 예탁제도는 주권불소지제도, 채권등록제도 등과 결합하여 증권 발행 전에 불소지·등록을 활성화함으로써 증권의 발행단계에서부터 실물 발행을 최대한 억제하려는 제도이다. 일괄 예탁제도는 유가증권을 인수 또는 청약하는 경우 유가증권의 발행인이 청약자 또는 인수인의 신

청에 의해 한국예탁결제원을 명의인으로 유가증권을 발행 또는 등록하는 제도를 말한다. 특히, 주권불소지제도 및 채권등록제도 등의 증권 불발행제도와 일괄 예탁제도의 결합으로 실물증권 없는 증권거래의 기초가 마련되었다. 실제 주식과 채권의 경우 전체 예탁수량 중 70~80%가 일괄 예탁제도를 통하여 실물증권의 발행 없이 직접 발행과 동시에 예탁되고 있다.

증권예탁결제제도를 비롯하여 주권불소지제도, 채권등록제도, 그리고 일괄 예탁제도 등은 상호 결합함으로써 현재 우리나라 실물증권의 축소와 부동화를 실천하는 제도적 기능을 수행하고 있다. 그럼에도 불구하고 이러한 제도들은 실물 발행을 기본 전제로 하고 있어 완전한 무권화를 이루지 못하고 있으며, 유가증권의 발행비용 절감과 증권시장의 효율성 증대라는 목표에는 여전히 한계를 드러내고 있다.

2. 전자증권의 구조

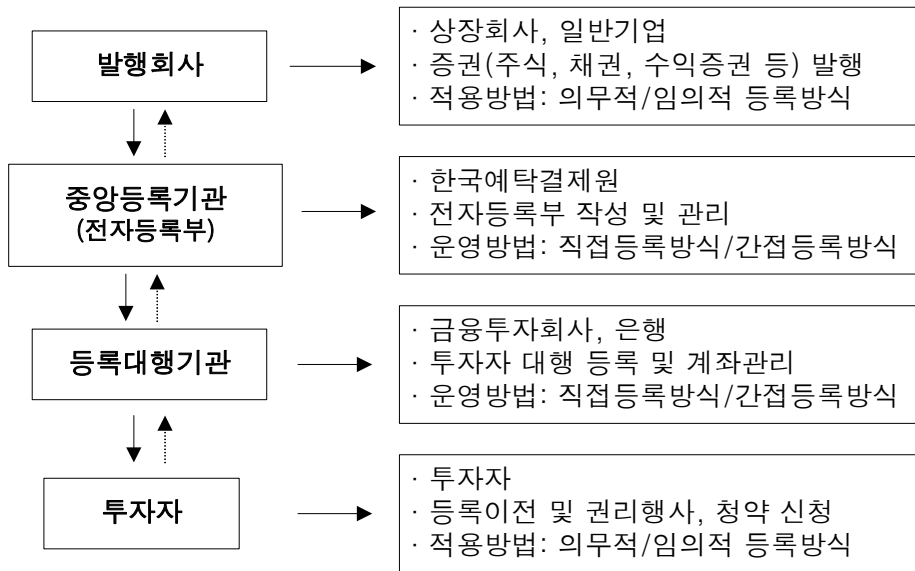
가. 전자증권의 기본 구조

전자증권제도는 발행회사, 중앙등록기관, 등록대행기관, 그리고 투자자들이 참가하고, 증권의 발행 및 권리이전 등이 전자적 형태의 등록부에 의해 운영되는 시스템이라 할 수 있다.

전자증권제도하에서 증권의 발행은 발행회사가 중앙등록기관에 직접 증권등록을 하거나 등록대행기관을 통해 등록을 하는 방식으로 증권의 발행이 이루어진다. 증권의 유통은 증권보유자가 자기가 계좌를 개설한 등록기관 또는 계좌관리기관에게 신청하여 계좌관리기관이 양수인의 계

좌에 증가기재, 양도인의 계좌에 감소기재를 함으로써 증권의 양도가 이루어진다. 이와 같이 전자증권제도하에서는 증권의 발행 및 유통이 전적으로 전자등록부에 의해 이루어진다. 즉 전자등록부는 증권의 권리와 권리내용을 기록하고 권리의 이전 및 담보설정 등 권리관계의 변동을 기록하는 전자장부인 셈이다.

<그림 II-1> 전자증권제도의 개관



나. 전자증권제도 참가기관

1) 중앙등록기관

전자증권제도하에서 중앙등록기관은 등록증권의 권리자 및 권리내용을 담고 있는 전자적 형태의 장부인 전자등록부를 작성하고 관리하는 기관을 의미한다. 중앙등록기관은 모든 투자자에 대해서 전자증권의 발행 및 유통에 따르는 등록업무를 수행하고, 전자증권의 발행계좌 관리 및 발행정보를 공시할 뿐 아니라 전자증권의 유통정보를 관리하고 공시하는 역할을 담당한다.

중앙등록기관은 증권결제기능으로 증권 거래에 따른 결제업무를 계좌대체에 의하여 수행하고, 투자자 신청에 의한 전자증권 관련 권리를 행사한다. 즉 중앙등록기관은 전자등록부의 기재를 통해서 증권의 등록업무를 수행하고 있다는 점에서 중앙예탁기관과 다르지만, 전자등록부를 관리·운영함으로써 증권예탁기관의 예탁결제업무와 유사한 기능을 가지고 있다.

중앙등록기관과 관련해서는 단일의 중앙등록기관을 둘 것인가, 다수의 중앙등록기관을 둘 것인가의 대안이 존재한다. 각국 전자증권제도의 중앙등록제도를 살펴보면 증권예탁제도의 발전과정 및 전자등록제도의 도입 시 제도 및 상황에 따라 서로 상이한 모습을 보이고 있다.

2) 등록대행기관

등록대행기관은 증권 발행기업을 대신하여 증권을 중앙등록기관에 등록하는 업무를 대행하는 기관이다. 이러한 등록대행기관은 일정한 자격요건을 갖춘 금융기관들이 담당하고 있다. 이러한 등록대행기관으로는 투자중개업업을 수행하는 증권회사, 간접투자자산운용업법상 자산보관회

사, 판매회사, 우리사주조합 주식을 예탁받아 관리하는 한국증권금융, 정부소유 유가증권을 보관 및 관리하는 한국은행, 금융채, CD 등을 발행·매출하는 은행 등이 있다.

다. 전자증권제도 적용대상 및 적용방법

1) 적용대상

전자증권의 적용방식은 다양한 대안이 존재한다. 즉 어떤 유가증권에 전자증권제도를 도입할 것인지, 발행인을 어느 범위까지 포함시킬 것인지 그리고 모든 대상에 대해 전자증권제도를 의무화할 것인지 여부에 따라 다양한 방식이 도입될 수 있다.

전자증권제도의 대상이 되는 유가증권 범위의 경우에는 일반적으로 다수에 의해 증권이 소유되고 유통시장을 통해 활발히 유통되는 증권을 전자증권제도의 대상으로 하고 있다. 실제로 예탁결제제도의 적용을 받는 유가증권이 비교적 용이하게 전자증권제도에 포함될 수 있을 것이다. 그러나 현재 실물 발행이 이루어지고 있는 증권의 경우에도 유통시장의 효율화를 위해 전자증권제도의 대상에 포함시킬 필요가 있다. 예를 들어 기업어음이나 양도성예금증서와 같은 증권을 전자증권제도의 대상에 포함시킬 것인가에 대한 검토가 이루어져야 한다. 또한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)」에서는 유가증권의 개념을 포괄적으로 정의하고 있는 바, 이러한 제도하에서 전자증권의 대상을 어디까지 포함시켜야 할지의 여부에 대한 검토가 필요하다.

발행인의 경우 대상 유가증권 전체에 대해 전자증권제도를 도입할 것인지 아니면 상장기업 등 일부에 대해서만 적용할지의 여부에 대한 검토가 이루어져야 한다. 주식의 예를 들면 현재 상장기업의 경우 주권

불소지제도에 의해 주식을 불발행하는 제도가 도입되어 있다. 그러나 일부 상장주식의 경우에는 다양한 이유로 여전히 일부 주식의 실물 발행이 이루어지고 있다. 상장기업에 대해 전자증권제도를 의무적으로 적용할 경우 현재 실물 발행되고 있는 상장주식 전체가 전자증권제도에 포함된다. 또한 현재 일부 비상장주식의 경우에도 예탁이 되고 있는 상황이며, 이러한 비상장주식을 전자증권제도에 포함시킬지의 여부와 비상장주식을 전자증권제도에 포함시킨다면 대상 범위에 대한 검토가 이루어져야 한다.

2) 적용방법

전자증권제도는 그 적용방법에 따라 의무적 전자증권제도와 임의적 전자증권제도로 구분된다. 의무적 전자증권제도의 경우 발행회사는 오직 전자증권 방식으로만 증권을 발행하고 실물증권은 발행하지 않는다. 따라서 의무적 전자증권제도에서는 유가증권의 완전한 무권화가 이루어진다. 의무적 전자증권제도를 채택하고 있는 국가로는 프랑스, 이탈리아, 스웨덴, 덴마크 등이 있다. 이러한 의무적용 방식은 실물증권제도와 전자증권제도와 실물증권제도를 동시에 운영하는 이원적 제도에 따른 비효율을 제거할 수 있다는 장점이 있다.

반면 임의적 전자증권제도에서는 발행회사가 전자등록제도의 도입여부를 자유롭게 채택할 수 있고, 투자자들도 실물증권을 요구할 수 있는 청구권을 가진다. 따라서 임의적 전자증권제도는 실물증권과 전자증권이 병존되는 제도이다. 이러한 제도는 발행회사와 투자자 모두에게 실물증권의 발행 또는 보유의 자율성을 제공한다는 장점을 가지고 있으나, 전자증권제도와 실물증권의 이원적 체제가 동시에 운영된다는 점에서 비효율성이 있다. 임의적 전자증권제도를 도입하고 있는 대표적인 국가로는 영국과 미국을 들 수 있다.

라. 전자증권제도 운영

전자증권제도에서는 중앙등록기관이 전자등록부에 투자자의 계좌를 등록하고 관리하는 방법에 따라 직접등록방식과 간접등록방식으로 구분될 수 있다.⁴⁾

1) 전자등록부

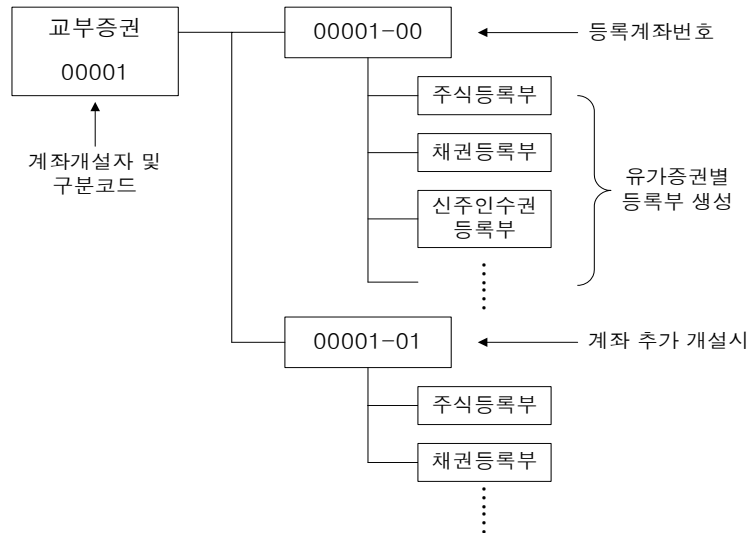
전자등록부는 증권에 권리와 권리내용을 기록하고 권리의 이전 및 담보설정 등으로 인하여 발생한 권리관계의 변동을 공시하는 전자적 형태의 장부이며, 중앙등록기관에 의해 관리된다. 유가증권에 관해서는 유가증권의 절대적 기재사항과 발행 및 권리내용이, 주주명부에 관해서는 발행회사의 명칭, 증권종류, 증권총발행수량, 증권소유자의 성명 및 주소, 등록수량, 증권취득연월일 등이 전자등록부에 기재된다.⁵⁾ 위의 기재내용이 함의하고 있듯이, 전자등록부는 유가증권의 권리를 표창하는 기능을 할 뿐 아니라 주주명부의 기능도 담당할 수 있다.

직접등록방식에서는 중앙등록기관이 전자등록부와 예탁자계좌부(직접등록계좌)를 동시에 작성하며, 전자등록부를 통해서 상세한 투자자 권리보유내역을 관리한다. 반면 간접등록방식에서는 중앙등록기관이 전자등록부와 예탁자계좌부(간접등록계좌)를 동시에 작성한다는 점은 동일하지만, 직접등록방식과 달리 전자등록부는 예탁자 명의로 담고 있다. 여기서 직접등록계좌는 계좌관리자(등록대행기관) 이외의 투자자가 자신이 보유하고 있는 증권의 등록을 위하여 본인 명의로 중앙등록기관에 개설

-
- 4) 직접등록방식을 채택하고 있는 대표적인 국가는 스웨덴과 덴마크이고, 간접등록방식을 채택하고 있는 국가는 프랑스, 스페인, 영국 등이 있다.
- 5) 그러나 주권번호나 대표이사의 기명 날인 또는 서명, 증권번호 등은 증권등록부의 기재에서 제외된다.

하는 등록계좌인 반면 간접등록계좌는 계좌관리자가 자기분 증권과 고객분 증권을 등록하기 위하여 중앙등록기관에 개설하는 등록계좌이다.

<그림 II-2> 전자등록부의 구조



자료: 한국예탁결제원(2006)

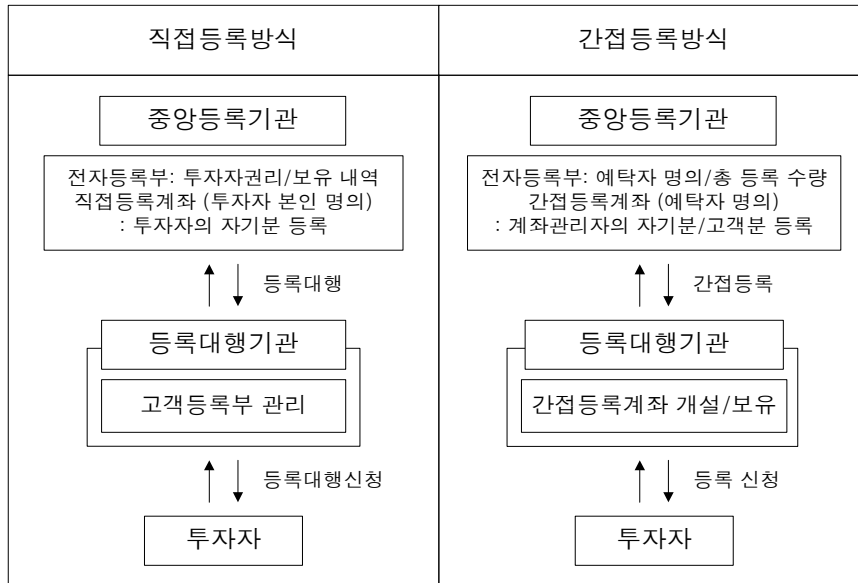
2) 등록방식

전자등록부 등록방식중 직접등록방식은 등록대행기관(계좌관리자)과 유가증권의 실질소유자 명의를 중앙등록기관이 관리하는 전자등록부에 직접 등록되고 관리되는 방식이다. 이에 따라 중앙등록기관은 발행회사의 발행총량과 더불어 계좌관리자 및 유가증권 소유자 명의로 이의 소유지분내역 등을 전자등록부를 통해서 관리한다. 그러나 직접등록방식이라 하더라도 등록대행기관이 중앙등록기관에 계좌를 개설하고 이전 및 담보 등록을 한다. 직접등록방식에서는 소유자별 지분내역이 중앙등록기관에 보관되어 관리되기 때문에, 발행회사 또는 등록대행기관은 권리변

동사항을 중앙등록기관에 통보한다. 권리변동사항을 통보받은 후, 중앙등록기관은 소유자 현황을 확정하여 발행회사 또는 등록대행기관에 다시 통보한다. 즉 이러한 직접등록방식은 중앙등록기관을 통해서 실시간 유가증권 소유자의 소유지분내역이 관리되기 때문에 권리확정이나 권리행사가 신속하게 이루어질 수 있다. 특히 직접등록방식에서는 실시간으로 주주내역을 파악할 수 있고 신속한 권리이전이 가능하기 때문에 신주발행시 주주명부 확정이 가능하여 발행회사는 신속한 자금조달을 할 수 있고 적대적 M&A 방어를 위한 정보파악이 용이하다. 반면 직접등록방식은 소유자별 지분내역을 실시간으로 관리해야 하므로, 이를 위한 시스템 구축과 운영에 따른 비용을 지불해야 하고 투자자의 정보유출이나 시스템 안전성 문제에 대비해야 한다는 단점을 가지고 있다.

간접등록방식은 중앙등록기관이 관리하는 증권등록부상에 계좌관리자의 명목과 수량만이 관리되는 방식이다. 즉 중앙등록기관은 오직 발행회사의 발행 총수량과 계좌관리자의 예탁수량 등을 관리한다. 반면 등록대행기관(계좌관리자)은 개별투자자의 보유내역을 관리하되 중앙등록기관에 일일이 통지하지 않는다. 이에 따라 간접등록방식에서는 개별 투자자의 보유내역이 실시간으로 파악되기 어렵다. 간접등록방식에서는 개별 투자자의 보유내역이 등록대행기관에 의해서만 관리되고 있어 투자자에 대한 정보유출 가능성이 적다. 또한 현재의 증권예탁제도 시스템과 유사하여 제도 도입에 따른 비용부담이 상대적으로 적다. 그러나 중앙등록기관이 관리하는 전자등록부에 투자자의 보유내역이 등록되어 있지 않기 때문에, 투자자에 대한 정보 관리가 미흡하고 직접등록방식에 비해 상대적으로 주주확정기간이나 자금조달기간이 길다.

<그림 11-3> 직접등록방식과 간접등록방식의 비교



3. 전자증권제도 및 법률적 근거

가. 전자증권의 법 이론적 논의

전자증권의 법적인 실체와 관련하여 국내에 소개된 이론들로는 가치권이론, 장부증권이론, 전자적 권리표창이론 등이 있다.

가치권이론은 권리의 유체적 표창형식을 전제하지 않고서도 물권으로의 성질을 부여할 수 있는 이론이다. 그러나 가치권이론은 실물증권의 발행을 전제로 한 이론이라는 점에서 전자증권제도에 대한 설명으로는 적절치 못하다는 것이 중론이다.

장부증권이론은 장부기재에 권리를 부여한 이론으로서, 실물증권이 예탁보관되면 증권상의 권리표창이 증권에서 예탁기관의 장부로 옮겨지고 그 권리가 예탁기관의 대체기재를 통해서 이전된다는 이론이다. 유가증권 개념의 연장선상에서 증권등록부상 등록된 권리를 유가증권상의 권리로 의제하는 장부증권이론이 전자증권의 법적 성질을 나타내기 무난하다는 견해가 있다.

마지막으로 전자적 권리표창이론은 정보처리기술이 발달하면서 유가증권의 권리가 전자매체를 통해서 표창되고 있는 점에 착안되어 발달된 이론이다. 즉 전자적 권리표창이론은 전자적 장부기록을 유가증권 표창의 한 방식으로 해석하고 있다. 이 이론은 실물증권의 발행을 전제하지 않고 전자적 장부상의 기록에 의해 권리변동을 인정한다는 점에서 전자증권의 법 이론적 근거가 될 수 있다는 견해가 있다. 다만 유가증권제도 하에서 발전한 두 이론 모두 전자등록부의 등록발행과 전자등록부 기록에 의거한 공시제도와 같은 전자증권제도의 본질을 정확하게 설명하지 못하고 있다고 한다.

나. 전자증권의 유가증권성 논의

앞에서 논의된 바와 같이 전자증권제도는 유가증권제도를 부인하고 그 이전의 권리인 채권으로 환원되는 제도라기보다는 장부증권이론이나 전자적 권리표창이론을 통해서 유가증권제도의 연장선으로 이해될 수 있다는 견해가 있다. 반면 전자증권 또는 전자등록증권이 유가증권적인 성질을 가지는지에 대한 논의는 유가증권 법리의 적용여부에 있어 중요하다.

유가증권은 증권에 의해서 재산권이 표창되고 권리의 이전 및 행사가 이루어지고 있다. 여기서 증권은 서면증권으로서 교부가 가능하고 발행인의 기명날인 또는 서명이 필요하다. 학계에 따르면 권리표창의 증권이 존재하고 증권에 의하여 권리의 발행 및 이전·행사가 이루어질 때 유가증권이 될 수 있다고 보고 있다. 이에 따라 유가증권 법제는 대체로 증권소지에 따른 권리의 추정, 증권교부를 통한 권리양도, 증권소지자에 대한 권리보장 규정 등을 두고 있다.

유가증권과 달리, 전자증권은 발행회사가 아니라 중앙등록기관에 의해서 전자등록부에 작성되고 발행회사의 기명날인이나 서명에 근거를 두지 않고 있다. 또한 이러한 전자증권은 중앙등록기관에서 관리하는 장부로서 교부의 대상이 되지 않는다는 점에서 전자등록부를 유가증권제도에서 말하는 증권으로 해석하기 어렵다는 주장이 존재한다. 한편 전자등록제도에서는 전자등록부 소지를 통해서 권리를 소유하는 것이 아니므로 전자등록부가 권리를 표창하고 있다고 볼 수 없다. 즉 전자증권은 유가증권이 가지는 권리와 증권의 결합성을 가지고 있지 않다. 전자증권은 유가증권과 다른 성질을 가지고 있다는 관점에서 유가증권법리의 적용에 무리가 있다는 논의가 있다.

다. 유가증권의 발행과 유통에 관한 법제의 통합

권리의 양도가능성을 높이기 위해 고안된 유가증권이 유통의 확대 등으로 인하여 권리의 양도에 불편함을 초래하는 현상이 발생하였고, 이를 해결하기 위해 권리와 전자기술을 접목시킨 보완된 유가증권의 개념으로 보는 견해도 존재한다.

전자증권제도는 실물 유가증권의 불발행을 위하여 전자등록시스템에 권리를 등록하고, 그 시스템에 의하여 전자증권의 거래에 따른 결제(book-entry)를 처리하는 것이다. 즉 현행 채권등록제도와 예탁결제제도를 단일의 제도로 통합하는 것으로서 발행시장과 유통시장에 분리되어 있는 두 가지 법제를 단일법제로 통합하는 의미가 있다. 이에 따라 현재의 예탁결제에 관한 법제와 채권등록에 관한 법제는 전자증권제도로 통합될 수 있다.

Ⅲ. 국내 전자증권제도의 도입 여건

1. 전자증권제도의 도입 여건
2. 전자증권제도의 도입 필요성

III. 국내 전자증권제도의 도입 여건

1. 전자증권제도의 도입 여건

가. 정보통신기술의 발달

금융의 급속한 전자화는 금융거래의 방식, 금융상품 및 금융중개에 영향을 미치고 있다. 우선 금융전자화는 금융서비스 전달채널을 크게 변화시키고 있다. 그동안 금융서비스 전달채널은 창구거래에서 CD·ATM 및 전화기로 발전하였고, 이어 컴퓨터를 통한 거래가 크게 확대되고 있다. 또한 전자상거래의 발달로 고객, 인터넷쇼핑몰, 금융기관을 연결하여 결제서비스를 제공하거나, 결제대금예치서비스 및 인터넷을 통해 각종 대금을 조회하고 납부할 수 있는 전자고지 결제(Electronic Bill Presentment and Payment: EBPP)서비스와 같은 새로운 전자금융서비스가 등장하면서 전자금융거래의 이용이 활성화되고 있다. 이와 더불어 전자어음, 전자외상매출채권과 같은 기업 고객을 위한 전자지급수단이 개발되기 시작하였다.

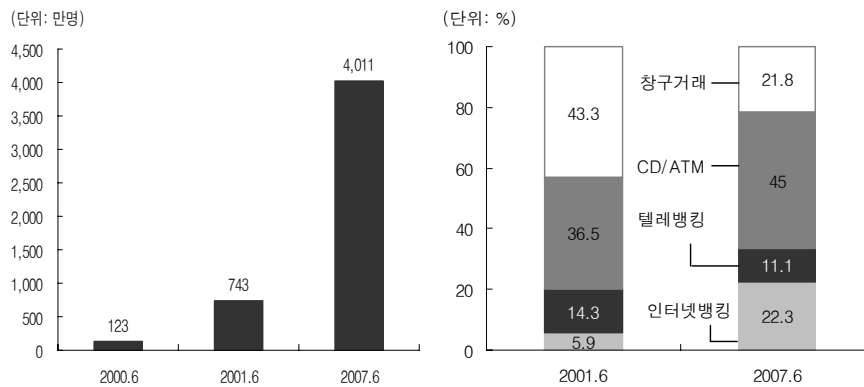
2007년 6월말 현재 인터넷뱅킹 등록고객수는 4,011만명으로 2000년 6월말의 등록고객수인 123만명에 비해 무려 33배 증가하였다. 인터넷뱅킹의 등록고객수 증가는 인터넷뱅킹 이용 증가에도 영향을 미쳐 2007년 2/4분기 중 인터넷뱅킹을 통해 조회, 자금이체, 대출신청 서비스 등을 이용한 건수가 일평균 1,687만건으로 전년도 동 분기의 1,238만건(2006년 2/4분기)에 비해 36.3% 증가하였다.

인터넷뱅킹을 포함하여 CD·ATM, 텔레뱅킹을 이용한 전자금융거래 비중도 창구거래를 상회하고 있다. 특히 2001년 6월에 43.3%의 이용 비

중을 차지한 창구거래의 경우 2007년에는 21.8%로 절반이나 감소한 반면, 인터넷뱅킹의 경우는 이용 비중이 5.9%에서 22.3%로 4배 규모로 증가하여 인터넷뱅킹을 중심으로 전자금융거래가 빠르게 늘어나고 있다.

<그림 III-1> 전자금융 이용실적

(a) 인터넷뱅킹 등록 고객수 (b) 전달 채널별 이용비중



증권과 보험에서도 전자금융거래는 증가하고 있는 추세이다. 금융감독원의 금융권역별 전자금융 취급실적자료를 살펴보면, 2007년 중 온라인 증권거래대금은 5,809조원을 기록하여 전년도 4,818조원에 비해 다소 증가하였다. 이는 주식시장 활황에 따라 주식과 선물거래가 급증하고 펀드에 대한 관심의 증가로 기타 거래도 큰 폭으로 증가한데 따른 것이다. 그러나 전체 증권거래대금 중 온라인 증권거래대금의 비중은 2007년도 60.9%로 전년의 61.2%에 비해 다소 낮아진 것으로 나타나고 있다.

<표 Ⅲ-1> 금융권역별 전자금융 거래 현황

(단위: 천명, 천건, 십억원, %, %p)

		2006년 (A)	2007 (B)	증감 (B-A)
은행	이체건수	3,810,155 (76.9)	4,452,465 (79.5)	642,310 (2.6)
	인터넷	1,125,698 (22.7)	1,382,827 (24.7)	257,129 (2.0)
	모바일	43,378 (0.9)	68,291 (1.2)	24,913 (0.3)
	CD·ATM	1,993,373 (40.2)	2,347,411 (41.9)	354,038 (1.7)
	폰뱅킹	647,706 (13.1)	653,936 (11.7)	6,230 (△1.4)
	이체금액	7,531,703 (19.8)	9,811,246 (21.1)	2,279,543 (1.3)
	인터넷	6,144,860 (16.1)	8,376,674 (18.0)	2,231,814 (1.9)
	모바일	29,967 (0.1)	38,972 (0.1)	9,005 (-)
	CD·ATM	723,007 (1.9)	752,430 (1.6)	29,423 (△0.3)
	폰뱅킹	633,869 (1.7)	643,170 (1.4)	9,301 (△0.3)
	가입자수	65,243	77,945	12,702
	전자금융대출	11,023 (2.0)	14,443 (1.9)	3,420 (△0.1)
증권	거래금액	4,817,750 (61.2)	5,809,270 (60.9)	991,520 (△0.3)
카드	이용건수	213,139 (6.8)	245,810 (7.0)	32,671 (0.2)
	이용금액	68,613 (20.9)	74,672 (20.8)	6,059 (△0.1)
보험	체결건수	163 (0.2)	255 (0.4)	92 (0.2)
	체결금액	52 (0.1)	117 (0.1)	65 (-)

주: 1) 은행: 전자금융거래 중 센터컷(일괄이체)은 제외, 가입자 수는 은행간, 경로 간 중복가입을 모두 집계

2) 증권: 온라인 수탁거래기준(매수·매도액의 합산)

3) 카드: 신용판매, 현금서비스, 카드론의 전자금융을 통한 이용금액

4) 보험: 인터넷을 통한 청약 및 초회보험료(1회)를 전자금융으로 납입한 보험

5) ()은 당해 업무 전체실적대비 전자금융거래 비중을 나타냄

자료: 금융감독원

이와 더불어 정보통신기술의 발달은 전자증권의 도입을 촉진시키고 있다. 전자문서방식의 전자증권은 2004년 「전자어음의 발행 및 유통에 관한 법률」 제정을 통해 도입되었다. 전자어음은 어음을 전자적인 형태로 작성하고 전자어음을 발행하고자 하는 자가 전자어음관리기관에 등록된 약속어음으로 종이어음과 동일한 효력을 가지는 유가증권이다. 즉 전자어음은 어음법상의 약속어음을 전자화한 전자결제수단으로, 종이어음의 발행과 결제 과정을 전자화함으로써 처리과정의 효율성을 제고하고 종이어음의 유통을 점차 축소시켜 디지털시대에 맞는 전자지급결제 수단을 마련하기 위한 제도이다. 전자어음은 발행, 배서, 권리행사, 소멸 등이 온라인상에서 이루어지고 반드시 전자어음관리기관을 통해서 제반 사항을 등록해야 사용할 수 있다는 점에서 기존 종이어음과 차이가 있다. 또한 전자어음을 이용하면 위·변조나 분실의 위험이 없고 보관비용과 관리 비용을 절감할 수 있으며, 발행 내역이나 부도 내역 등을 실시간으로 조회할 수 있는 장점이 있다.

<표 III-2> 종이어음과 전자어음의 비교

구분	종이어음	전자어음
형태	서면	전자문서
대상	환어음 및 약속어음	약속어음
근거법률	어음법	전자어음법
발행	대면발행 (기명날인 또는 서명)	인터넷 발행(전자서명)
만기일	무제한	1년
배서횟수	무제한	20회
교환	실물제시 (수취인(제시인)→지급인)	전자제시 (전자어음관리기관→지급인)
보관	실물(또는 마이크로 필름)	전자정보

한편 예탁결제제도의 고도화로 인하여 유가증권을 실물로 발행하지 않고 전자등록으로 대체하는 방식도 빠르게 발전하였다. 국내의 경우에도 완전한 전자증권제도는 도입되지 않았으나 예탁결제제도를 비롯하여 주권불소지제도, 채권등록제도, 일괄 예탁제도, 대권제도 등의 제도가 도입되었다.

나. 금융 글로벌화의 진전

국경을 넘어서는 거래의 활성화와 금융투자회사의 업무확대 등에 따라 금융 글로벌화가 확대되고 있으며, 이러한 국제화의 진전에 따라 전세계적으로 자본시장의 효율성과 안정성 제고가 매우 중요한 이슈로 등장하고 있다.

특히 금융 글로벌화의 추세에 따라 국제적인 정합성에 부합하는 증권거래 인프라의 국제적 표준을 도입하려는 다양한 노력들이 이루어지고 있다. 자본시장 규모의 급격한 성장으로 대량거래와 국제간 거래 등에 따른 결제를 실물증권의 수수와 같은 전통적인 방식으로 처리하는 데에는 한계가 존재한다. 따라서 전자적 증권등록부에 기초한 증권의 발행과 이전 및 권리의 행사를 통한 증권 인프라의 마련과 이의 국제적인 표준화의 중요성이 증대되고 있는 상황이다.

이미 ISSA, IOSCO, G30 등의 국제기구도 국제정합성 및 국제경쟁력 증진을 위하여 전자증권제도와 같은 증권의 무권화를 권고하고 있다. 더욱이 이러한 전자증권제도는 고효율·저비용 구조를 갖춘 자본시장 육성의 밑받침이 될 수 있기에, 국제 경쟁력 강화를 지향하는 우리나라 금융산업의 중요한 발판이 될 수 있다.

1) ISSA⁶⁾

ISSA는 2000년 “Recommendations 2000”이라는 보고서를 통하여 국제결제업무의 표준화 수준을 높이고, 결제업무위험을 축소하기 위한 다양한 권고사항을 제안하였다. 동 보고서는 유가증권 시장에 존재하는 잠재적 위험을 완화하기 위하여 동시결제(Delivery Versus Payment: DVP) 체제의 구축, T+1으로의 결제주기 단축, 그리고 전자증권제도의 도입 등을 권고하였다.

동 보고서는 시장위험과 운용상의 위험을 결제위험으로 인식하고 있는데, 이러한 결제위험을 줄이는 한 가지 방법으로서 전자증권제도의 도입을 권유하였다. 일반적으로 결제위험이라 함은 증권거래의 당사자 중 에서 한쪽이 결제의무를 다하지 못하였을 때 발생하는 위험을 말하는데, 결제에 앞서 거래상대방의 지급불능사태로 인해 거래가 취소되는 시장 위험과 거래상대방의 의무불이행으로 인해 정해진 날짜에 결제가 완료 되지 못하는 운영위험으로부터 발생한다. 이러한 위험을 줄이는 방안으로는 동시결제체제의 구축이 필요하다. 동시결제체제는 증권과 현금을 동시에 교환하는 방식의 결제시스템으로, 결제의 신속한 완료를 가능하게 하는 익일결제방식과 더불어 결제위험을 줄이는 중요한 수단이 된다.

ISSA는 실물증권을 이용하는 결제시스템을 가진 국가들이 상당수 존재하고 있는 현실을 지적하고, 이러한 국가들이 전자증권제도를 도입하지 않는다면, 세계적 추세인 T+1 결제주기 하에서 정상적인 결제이행이 불가능할 것으로 판단하였다. 실물증권을 이용한 결제시스템과 전자증권 결제시스템 사이의 결제주기 차이는 결국 실물증권 결제시스템의 결제 위험을 증가시킬 것이며, 이것은 다시 시장의 유동성 저해와 증권 소유자의 불이익을 야기할 것이다. 전자증권제도의 도입은 이러한 비효율성을 제거할 수 있는 좋은 수단이 될 것으로 판단되었다.

6) International Securities Services Association

2) BIS/IOSCO⁷⁾

BIS/IOSCO는 2001년 “Recommendations for Securities Settlement System”이라는 보고서를 통하여 결제업무 선진화의 권고사항으로 전자증권제도 도입을 제안하였다. 대다수의 국가에서 증권 거래량과 결제량이 폭증하고 있는 현실을 감안할 때, 증권결제시스템이 금융시장의 인프라로서 가지는 역할의 중요성은 점차 확대되고 있다. 또한 세계적인 경제통합의 추세에서 국경간의 거래와 결제는 더욱 빈번해지는 경향을 고려할 때, 결제시스템의 취약성은 유동성에 대한 압력증가와 신용위험 증가라는 방식을 통하여 국제결제 시스템 전체에 대하여 영향을 미치게 된다. 이에 BIS/IOSCO는 결제시스템의 효율성과 안정성을 개선하기 위해 연속결제(continuous linked settlement)의 수용, 주문/매매 확정주기의 단축, SLB(securities lending and borrowing), 전자증권제도의 도입 등을 권고하였다.

전자증권 도입에 관련된 권고사항은 중앙예탁시스템과 연결되어 있는데, 증권의 부동산화 또는 무권화, 중앙예탁기관의 증권기록부 대체기제를 통한 증권거래를 권장한다. 부동산화 또는 무권화 시스템의 구축과 이로 인한 대체기제 거래방식은 증권결제에 관련된 비용을 크게 감소시킬 것으로 기대된다. 단일운영기관에 의하여 증권등록 및 결제관련 업무를 중앙집중화시키면, 규모의 경제를 통하여 비용절감 효과는 더욱 커지게 된다. 이와 더불어, 전산화를 통한 자동화의 진척은 수작업에 내재하는 업무처리상의 실수와 지연문제를 효과적으로 줄일 수 있어, 시스템의 안정성도 향상된다.

7) Bank for International Settlements/International Organization of Securities Commissions

3) G30⁸⁾

G30은 2003년 “Global Clearing and Settlement: A Plan of Action”이라는 보고서를 통하여 결제 및 청산업무상에 존재하는 위험요인을 줄이고 효율성을 높일 수 있는 일련의 권고사항을 제안하였다. 이러한 권고의 일환으로 전자증권제도 도입을 통한 실물증권의 완전한 폐지를 강력히 권고하고 있다.

이를 보다 자세히 살펴보면 다음과 같다. 결제·청산업무의 인프라를 제공하는 주체 및 이와 관련된 금융당국은 유가증권의 발행회사 및 시장참가자들과의 협력을 통하여 실물증권의 발행, 사용, 유통 및 보유를 신속히 폐지할 필요가 있다. 즉 모든 시장참가자들은 유가증권의 발행에서 유통에 이르는 모든 과정들을 정보기술을 이용하여 가능한 범위내에서 전자화시켜야 한다. 또한 유가증권의 거래형태와 조건에 관한 정보의 교환도 전산시스템을 통하여 이루어지는 것이 바람직하다. 이러한 전자증권화의 과정을 통해 중복적인 데이터 기록과 수작업을 통해 이루어지는 정보의 침삭업무를 제거함으로써 유가증권 발행과 관리의 효율성을 증대시킬 수 있다.

이와 같은 전자증권화의 목적을 달성하기 위해서 각국의 전자증권제도 도입주체는 각각의 유가증권시장에 대하여 실물증권 폐지를 위한 단계적인 제도시행 계획을 수립하여야 하고, 관련된 시한설정도 필요하다. 아울러 실물증권의 발행을 강제하는 법률이나 규정은 전자증권화 도입 계획에 맞추어 개정되어야 한다. 전자증권제도의 성공적인 시행은 시장참가자의 제도에 대한 인식수준에 의해서도 크게 영향을 받으므로, 문서의 전자적 기록에 대한 인식수준도 제고될 필요가 있다.

8) The Group of Thirty

개별적인 시장참가자들의 적극적인 참여는 제도 성공의 중요한 열쇠가 된다. 시장참가자들은 실물증권의 발행이 야기하는 여러 가지 문제점들을 파악하여, 이를 전자증권제도의 설계에 반영하여야 한다. 또한 실물증권의 발행을 강제하는 법률이나 규제들의 비효율성을 지적하여 관련당국의 제도 개선으로 연결될 수 있도록 적극적으로 제도개선과정에 참가하여야 한다.

<표 III-3> 전자증권제도에 관한 국제단체의 권고

단체명	권고형식	권고내용
G30	Global Clearing and Settlement: A Plan of Action/2003. 1.	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권 실물증서를 제거하고, 자료수집·전달·보완방식을 자동화하여야 함 • 시장참가자는 발행, 이전, 보유 등에 사용되는 유가증권을 무권화하여야 함
BIS/IOSCO	Recommendations for Securities Settlement System/2001. 11.	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권은 가능한 한 부동화 또는 무권화되어야만 하며, 가능한 최대한으로 중앙예탁기관의 계좌대체방식으로 이전되어야 함
ISSA	ISSA Recommendation / 2000. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 부동화 또는 무권화는 최대한도로 달성되어야 함

자료: 한국예탁결제원(2006)

다. 예탁결제시스템의 발전

증권결제제도는 유가증권 매매시장에서 증권이 거래된 이후 증권을 인도하고 대금을 지급함으로써 거래 쌍방이 채권과 채무를 이행하여 거래를 완결시키는 것을 의미한다. 증권결제시스템은 이러한 증권결제를 가능하게 하는 증권거래의 매매확인, 청산, 결제 및 증권의 보관 등을

포함하는 일련의 장치들이다. 최근 증권화의 진전, 증권시장의 급성장 및 전자통신 제도의 발전 등에 따라 안정적이고 효율적인 증권예탁결제 시스템의 구축은 자본시장의 발전에 매우 중요한 요소가 되고 있다.

1) 집중예탁제도 도입 현황

국내에서는 효율적인 증권결제를 위해 시장제도의 지속적인 발전이 이루어졌다. 1974년 한국예탁결제원(舊 증권예탁결제원) 설립과 더불어 유가증권 집중예탁제도를 도입하고 집중예탁을 유도하여 왔다. 집중예탁을 유도하기 위한 제도 개선 사례를 살펴보면 증권거래법에서 증권회사가 고객 또는 자신의 유가증권, CD 그리고 금융감독위원회가 정하는 외화증권을 지체없이 한국예탁결제원에 의무 예탁하는 제도가 마련되었다. 또한 수탁회사의 신탁재산에 속하는 유가증권의 예탁을 의무화하는 제도도 도입되어 집중예탁을 적극 유도하였다.

1990년대 이후부터는 증권불발행제도가 정비되어 실물증권이 발행되지 않고 직접 예탁되는 비중이 크게 증가되고 있다. 현재 예탁 유가증권 중 주식의 약 83%, 수익증권의 100%가 불소지 방식에 의하여 실물증권을 발행하지 아니하고 있다. 또한 채권은 일괄등록제도에 의하여 처음부터 실물을 발행하지 않고 있으며 ELS 및 Warrant 증권은 1매의 대권(大券)만을 발행하고 있다.

이와 같이 집중예탁 및 부동화의 정착에 따라 실물증권에 대한 수요는 점차 감소되고 있다. 유통되는 실물증권의 대부분은 실물보관 관행이 강한 개인보유분, 정부보유분, 담보거래분 및 보호예수분 등이다. 또한 실물증권이 요구되는 담보거래의 경우에도 예탁제도와 연계함으로써 실물증권의 수요가 한층 축소되고 있다.

2) 유가증권의 예탁현황

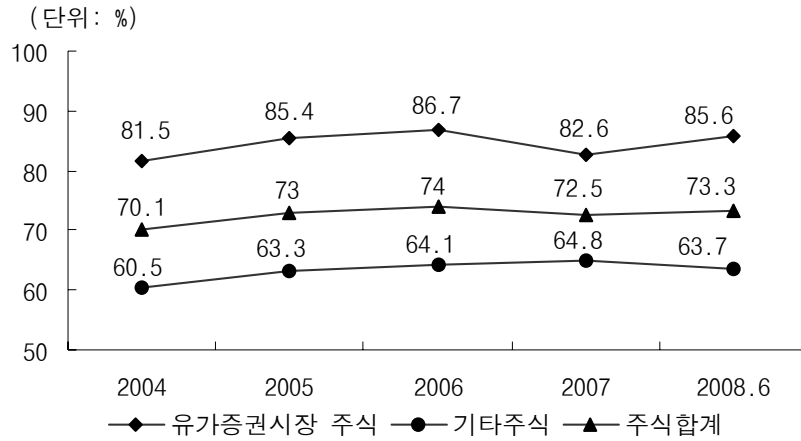
가) 주식

예탁대상주식은 명의개서대행회사 선입, 통일규격 유가증권 사용 및 양도의 제한이 없을 것이라는 요건을 부과하고 있다. 통일규격증권 사용 주식 중 90% 정도가 예탁대상증권이다.

전체 주식의 예탁현황을 보면 2008년말 현재 예탁 주식은 500억주로 유통주식 총발행량 683억주 중 약 73.3%가 예탁되고 있다. 전체 주식의 예탁비율 추이를 보면 2004년 70.1%에서 2008년 6월말에는 73.3%로 증가하였다. 시장별 예탁비율을 보면 유가증권시장의 경우 2008년 6월말 현재 약 85.6%가 예탁되고 있으며, 코스닥시장을 포함한 기타 주식은 63.7%의 예탁비율을 나타내고 있다.

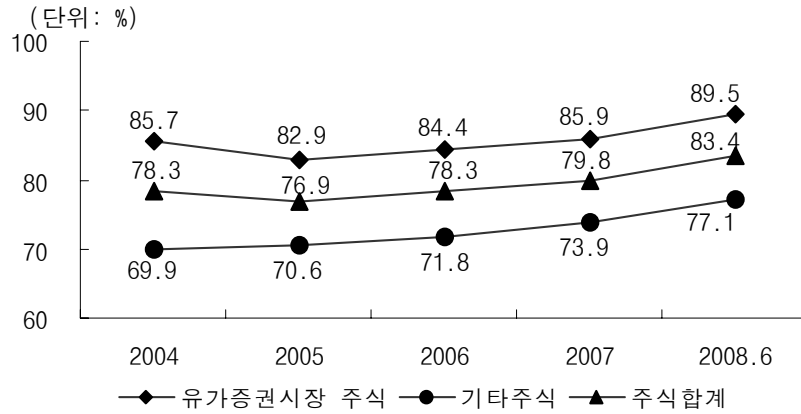
그러나 예탁대상주식의 26.7%인 약 183억주는 예탁되지 않고 있다. 미예탁주식은 한국은행, 한국증권금융, 명의개서대행회사 및 개인투자자가 각각 보관하고 있다. 한국은행의 경우 정부 유가증권 취급 규정에 의거하여 정부 유가증권을 보관하고 있다. 한국증권금융의 경우 우리사주조합주식을 보관하고 있다. 명의개서 대행회사 보관분은 명부주주가 찾아가지 않은 미교부주식이 대부분이다. 한편 개인이 보관하는 경우는 증권사에 대한 불신, 조세회피적 거래목적, 질권설정의 필요 등에 의해 예탁이 기피되고 있는 것으로 파악되고 있다.

<그림 III-2> 주식의 예탁비율 추이



자료: 한국예탁결제원

<그림 III-3> 주식의 불소지율 추이



자료: 한국예탁결제원

한편 예탁주식 중 불소지로 주권이 발행되지 않는 주식의 비율은 2008년 6월말 현재 전체 예탁주식을 기준으로 83.4%를 기록하고 있다. 불소지율의 추이를 보면 전체주식을 기준으로 2004년에는 78.3%를 기록하였으나 점차 그 비율이 증대되어 2007년말에는 78.8%로 증대되었고, 2008년 6월말에는 83.4%를 기록하고 있다.

시장별로는 2008년 6월말 현재 유가증권시장의 불소지율은 89.5%를 기록하고 있고, 코스닥시장 포함 기타 주식의 경우 77.1%를 기록하고 있다.

나) 신주인수권부증권

신주인수권부증권은 주식회사가 분리형 신주인수권부사채 발행 시에만 무기명으로 발행되고 있다. 신주인수권부증권의 경우 상장종목 및 관심 부족으로 장내거래가 활성화되고 있지 못하여 2000년 시장개설 당시 상장종목 1개, 현재에도 상장종목은 3개에 불과한 실정이다. 신주인수권부증권은 통일규격 유가증권 사용시 예탁이 가능하며 현재 잔존하는 신주인수권이 모두 예탁대상 종목이다.

다) 신주인수권증서

신주인수권증서는 주식회사가 신주 발행시 신주인수권만을 양도할 수 있다고 결정한 경우에만 발행할 수 있다. 신주인수권증서는 일괄 발행될 수도 있지만 보통은 주주의 신청에 의해 개별적으로 발행되고 있다. 신주인수권증서는 한국예탁결제원이 정한 비통일 규격 용지를 사용하고 있다. 특히 예탁주식에 대한 배정분의 경우에는 대권형태로 1장만 발행하여 일괄 예탁하고 있다.

신주인수권증서의 장내시장은 존재하지만 거래량은 미미하며, 장외시장의 경우도 마찬가지이다. 예탁대상은 명의개서대행회사가 직접 예탁하는 증서(예탁주식 배정분)만 예탁가능하며, 명부주주에게 개별적으로 발행되는 신주인수권증서의 경우 예탁이 되지 않는다.

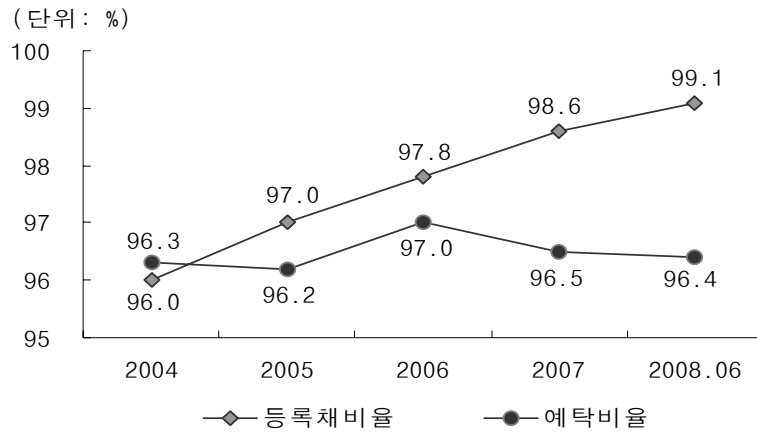
라) 채권

채권은 회사채와 금융채 일부를 제외하고는 전량 등록발행이 이루어지고 있다. MBS의 경우에는 수익증권 형태로 발행됨에도 불구하고 채권으로 분류되어 등록발행이 이루어지고 있다.

등록기관을 보면 국민주택채권 및 각종 공사채의 경우 한국예탁결제원에 등록을 하도록 되어 있으며, 통화안정증권은 한국은행에 등록을 하고, 금융채는 창구 직접 매출분의 경우 해당 은행에서 등록을 하고 있다.

채권의 예탁현황을 보면 2008년 6월말 현재 예탁대상채권의 96.4%인 905조원 규모의 채권이 예탁되고 있다. 연도별 채권의 예탁비율 추이를 보면 2004년도에 96.3%에서 2006년까지는 예탁비율이 다소 증가하였으나 2007년에는 전년 대비 다소 감소하는 모습을 보이고 있다. 예탁채권 중 등록채권의 비중은 매년 증가하여 2008년 6월말에는 99.1%를 기록하고 있다.

<그림 III-4> 채권의 예탁비율



자료: 한국예탁결제원

미예탁채권의 경우 주로 연기금, 은행 등 금융기관 및 일반투자자가 만기까지 보유할 목적으로 직접보관하거나 자신 명의로 등록하고 있다. 개인이 직접 보관하는 채권의 경우 무기명이라는 점을 이용한 조세회피적 거래가 주목적인 것으로 추정된다.

마) 간접투자증권

투자신탁의 경우 수익증권으로, 투자회사의 경우에는 주식으로 발행된다. 간접투자증권은 한국예탁결제원의 간접투자증권 설정·환매 시스템을 통해 발행되며, 발행시점부터 한국예탁결제원에 일괄 예탁되어 불소지제도가 운영되고 있다. 폐쇄형 간접투자증권은 한국거래소에 상장되어 있으며, 개방형 간접투자증권은 환매방식이 일반적이지만 장외에서 매매도 가능하다.

간접투자증권의 경우 자본시장법에 의하여 모든 간접투자증권이 예탁대상이다. 따라서 발행 시 모든 간접투자증권이 일괄 예탁되고 있다.

바) 기업어음

기업어음은 약속어음으로 전량 실물 발행된다. 일반적으로는 증권회사, 종합금융회사 등의 할인·중개기관을 통해 간접 발행되고 있다. 기업어음은 장외에서 할인·중개기관을 중심으로 거래되고 있다.

기업어음은 자본시장법상 기업어음 및 간접투자재산에 속하는 기업어음은 의무예탁대상이나 종금형 기업어음의 경우 금융기관이 직접보관하고 있다. 미예탁 기업어음의 경우에는 예탁수수료 부담 등으로 금융기관이 자체 보관하고 있다.

사) 양도성예금증서

양도성예금증서는 창구에서 직접 발행되거나 중개기관을 통해 발행되고 있다. 양도성예금증서는 실물 발행이 원칙이나 통장교부 방식도 사용되고 있다. 양도성예금증서는 장외에서 할인·중개기관을 중심으로 거래되므로 정확한 규모를 파악하기 어렵다.

양도성예금증서는 모두 예탁대상이나 실제로는 약 40%만이 예탁되고 있다. 미예탁 양도성예금증서의 경우 개인 또는 법인이 직접 보관하고 있다. 양도성예금증서는 무기명증권이고, 은행의 신용도로 발행되기 때문에 부도위험이 적으며, 배서 등의 요건이 필요하지 않아 다양한 목적으로 개인 또는 법인이 보유하는 것으로 판단된다.

아) 주식워런트증권(ELW)

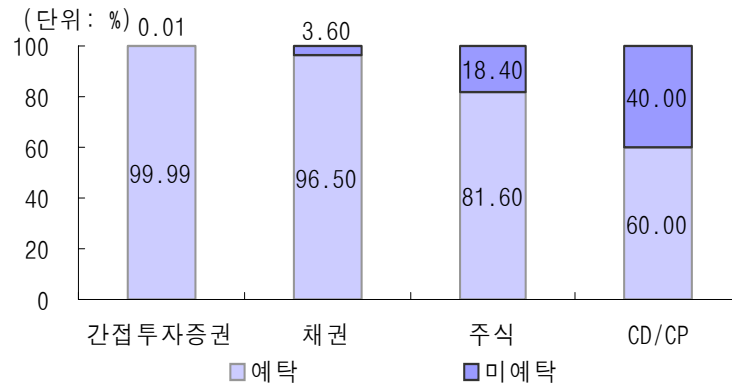
주식워런트증권은 대부분 사모로 발행되나, 일괄 예탁되어 1장의 대권으로 발행되고 있다. 주식워런트증권은 장외에서 증권회사를 통해 거래되고 있으며, 현재 100% 예탁되고 있다.

3) 유가증권 예탁시스템의 한계

현재의 일괄 예탁시스템은 실물 발행을 전제로 하고 있기 때문에 완전한 불발행제도라고 보기 어렵다. 또한 일부 주식과 전체 기업어음은 여전히 실물 발행되고 있기 때문에 이로 인한 발행비용은 유통시장과 연계된 완전한 전자증권제도의 도입에 제약요인이 되고 있다. 특히 기업어음은 약속어음으로 전량 실물 발행되고 있는데, 미예탁되는 기업어음으로 인하여 실제 발행되는 기업어음의 정확한 통계 집계가 어려울 뿐만 아니라 거래상황을 정확히 파악하지 못하는 문제가 발생하고 있다. 이에 따라 기업의 효율적인 단기자금 조달수단인 기업어음의 유동성에도 제약이 존재하고 있다.

양도성예금증서의 경우 모두 예탁대상이나 실제로는 약 71%만 예탁되고 있는 상황이다. 특히 개인 또는 법인이 보유한 미예탁 양도성예금증서는 비실명적인 거래 등으로 이용되기도 하여 금융거래 투명성을 저하시키는 요인으로 작용하기도 한다. 전자증권제도가 도입되면 이러한 미예탁 유가증권이 전자증권화되어 시장의 투명성을 크게 제고시킬 수 있다. 따라서 완전한 전자증권제도의 도입을 통해 실물 발행에 따른 비효율과 시장의 불투명성을 제거할 필요성이 크게 증대되고 있다.

<그림 III-5> 증권 유형별 예탁 현황



자료 : 한국예탁결제원

2. 전자증권제도의 도입 필요성

가. 시장투명성

전자증권제도의 도입은 시장의 투명성을 제고하는 기능을 한다. 전자증권제도가 도입되면 유가증권의 발행, 양도 및 권리행사 등 모든 행위가 전자적으로 기록·관리됨으로써 금융산업의 투명성을 획기적으로 제고할 수 있다. 실물증권으로 발행되는 증권의 경우 변칙거래를 통한 조세회피적 양도·상속·증여 등 음성적인 거래에 사용되기도 하며 공정한 금융거래에 제약 요인으로 작용하고 있다. 전자증권제도를 도입하는 경우 이와 같은 음성적인 거래를 차단하여 건전하고 공정한 금융환경을 제공할 수 있다. 또한 전자증권제도는 금융거래정보를 집중관리하고 기관투자자, 발행기관, 정책당국 등 수요자에게 양질의 정보를 적시에 제공함으로써 정보비대칭으로 인한 시장의 비효율성을 제거할 수 있다.

이와 더불어 전자증권제도는 규제기관의 입장에서 증권의 발행 및 유통과 관련된 정보를 손쉽게 파악할 수 있기 때문에 실물증권의 발행·관리에 따르는 규제 및 감독비용을 절감하고, 기관투자자 또는 기업 집단간 유가증권을 통한 자금이동 및 출자관계의 투명성을 제고하며, 증권거래 관련 정보수요자에게 양질의 정보를 적시 공급함으로써 참가자의 예측 능력을 제고할 수 있다.

나. 거래의 효율성

전자증권제도의 도입은 실물증권 발행에 따른 제반 비용의 획기적 절감 효과를 도모할 수 있다. 발행회사의 입장에서는 전자증권제도의 도입을 통해 실물유가증권 발행, 명의개서대리인 유지, 투자자들의 실물증권 관리, 중앙예탁기관의 실물·금고 관리 등으로 인한 제반비용이 제거될 수 있다. 또한 현재 실물증권을 발행하는 데 걸리는 10~15일 정도의 소요기간을 1일 내외로 단축할 수 있다. 주주확정 및 주권발행 등의 절차가 간소해지고 주주명부의 상시적 작성과 비치가 생략될 뿐 아니라, 신주인수권증서 등 실물증권에 의한 권리행사가 폐지되어 발행회사의 관련사무 처리비용이 절감될 것이다. 이와 더불어 전자증권제도에서는 예탁주식에 대한 주주현황을 적시에 확인할 수 있어 발행회사의 전략적 M&A에 대한 방어 전략에 큰 도움이 된다.

투자자들은 실물증권 보관에 있어 일어날 수 있는 도난, 분실, 멸실, 위·변조 등의 위험에서 벗어날 수 있다. 또한 이러한 사고들로 인하여 일어난 투자자 권리상실시 신고 및 소송 등의 소요비용과 이러한 위험을 방지하기 위한 실물증권 보관비용이 경감될 수 있다. 한편 현재의 실물증권 제도 하에서는 주식의 명의개서나 채권의 이전등록 등을 실기하여 상실될 수 있는 배당금, 의결권, 원리금 등이 있는데, 전자적 방식의

등록에서는 이러한 권리상실의 위험이 제거된다. 이와 더불어 유가증권의 양도에 의한 권리 이전이 전자등록방식으로 이루어지므로 주식의 명의개서 및 채권의 이전등록을 실기하여 배당금, 원리금, 의결권 등의 권리를 상실할 수 있는 위험을 제거할 수 있다.

금융중개기관의 경우 실물증권을 취급함에 있어서 소요되는 인력, 시설 등의 관리비용을 절감할 수 있고, 내부직원의 횡령 등의 사고발생 등을 차단할 수 있다. 또한 실물증권 인도에 따른 결제지연 방지 및 결제기간 단축 등에 의하여 거래비용을 절감할 수 있다. 실물증권이 없는 업무처리시스템에 의하여 내부통제, 리스크관리 등이 효율적으로 이루어질 수 있으며, 후선업무처리와 후선업무 처리기관을 일원화할 수 있어 효율성을 증대시킬 수 있다. 이러한 back-office 부문의 효율성 증대로, 금융투자회사는 핵심 업무인 투자은행업무, 자산관리업무 및 상품개발 등에 자원을 보다 집중시킬 수 있다.

이와 더불어 신종 금융상품 개발 시 유가증권 요건 구비, 예탁의 요건 및 업무처리체계 마련 등의 부담이 제거되어 새로운 상품의 도입에 있어 효율성을 제고할 수 있다.

다. 현행 실물증권 발행 법제상의 한계 극복

현행 채권등록제도 및 주권·수익증권의 불소지 제도는 실물증권 발행을 전제로 하는 제도로서 실물증권의 문제점을 근본적으로 해결하는데에는 한계가 있다. 불소지제도는 일괄 예탁제도와 결합될 경우에만 효과를 달성할 수 있다. 또한 실물증권과 불발행증권이 혼재함에 따라 증권 발행·유통시스템이 이원화되어 운영상의 비효율성이 존재한다.

한편 모든 증권에 적용될 수 있는 통일적인 법제가 부재함에 따라 시장 참가자의 혼란이 초래되고 제도의 법적 안정성이 저해되고 있다. 예를 들어 투자신탁 수익증권 및 수익증권형 MBS에 대해서는 주권불소지제도가 준용되어 실물증권을 불발행할 수 있으나, 수익증권형 ABS 및 특정금전신탁 수익증권은 이러한 제도가 없어 실물증권으로 발행되고 있다. 전자증권제도가 도입되면 복잡한 법제 운영상의 불편과 혼란을 해소할 수 있을 것이다.

현행 예탁결제법제는 혼장예탁 상태의 공유지분에 대하여 실물증권에 대한 법리를 적용하여 '의제방식'으로 증권의 점유 및 교부를 인정하고 있다. 전자증권제도는 권리의 계좌등록에 공시의 효력을 부여함으로써 권리의 인정, 이전 등의 법리의 구성이 명확해지는 장점을 지닌다.

IV. 외국의 전자증권제도 현황

1. 외국의 전자증권제도 도입 개황
2. 영국의 전자증권제도
3. 스웨덴의 전자증권제도
4. 프랑스의 전자증권제도
5. 미국의 전자증권제도
6. 일본의 전자증권제도
7. 국내 전자증권제도 도입의 시사점

IV. 외국의 전자증권제도 현황

1. 외국의 전자증권제도 도입 개황

외국의 경우 1980년대 중반부터 각국의 상황에 적합한 전자증권제도를 도입하고 있다. 1984년에 덴마크가 세계 최초로 전자증권제도를 도입한 이후, 전자증권제도를 도입하는 국가의 수는 꾸준히 증가하여 현재에는 50여개의 국가가 이 제도를 전면적 혹은 부분적으로 시행하고 있다.

각국은 그 나라의 증권제도와 예탁결제시스템 그리고 시장환경 등에 따라 상이한 모습의 전자증권제도를 도입하고 있다. 각국은 증권시장의 경쟁력 향상을 위해 전자증권제도를 도입하였고, 적용대상 유가증권을 단계적으로 확대하고 있다.

스웨덴, 프랑스 등 다수의 서유럽 국가들은 대부분의 유가증권에 대해 전면적인 전자증권제도를 시행하고 있다. 이러한 국가들에 공통적으로 나타나는 전자증권제도 도입의 환경을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 스웨덴과 프랑스의 경우, 전자증권제도의 전면적 실시 이전에 이미 중앙예탁기관에의 집중예탁비율이 상당한 수준으로 높아서 제도 도입으로 인한 혼란의 소지가 크지 않았다. 둘째, 이들 국가에서는 정보통신에 관련된 기술의 축적 수준이 매우 높았다. 정보통신기술의 발전은 유가증권의 발행에서 유통에 이르는 과정을 전자화하는 데에 필수적인 요소라 할 수 있는데, 서유럽의 많은 국가들이 이 분야의 기술수준이 높았음은 전면적인 제도 도입을 촉진하는 결과로 이어졌다.

영국의 경우 발행회사가 전자증권발행여부를 선택할 수 있는 임의적 방식의 전자증권제도를 운용하고 있으나, 향후 전면적인 전자증권제도로의 변경을 추진하고 있다.

유럽의 여러 국가들과는 달리 미국의 경우에는 일부 유가증권에 대해서만 부분적으로 전자증권제도를 도입하고 있다. 미국의 전자증권 도입환경을 살펴보면 우선 중앙예탁기관에의 집중예탁비율은 서유럽 국가들과 비교하여 상당히 낮은 수준에 머무르고 있다. 미국의 경우 전자증권제도 도입을 위한 장기적 목표는 가지고 있으나, 이에 앞서 집중예탁에 의한 부동화율 제고를 위해 DRS(direct registration system)를 확대하고 있는 상황이다. 한편 일본의 경우는 단계적인 전자증권제도의 도입을 통해 궁극적으로는 전면적인 전자증권제도의 도입을 추진하고 있다.

2. 영국의 전자증권제도

가. 전자증권제도의 도입 배경 및 현황

오랜 역사와 전통의 증권시장을 가진 영국은 집중예탁시스템의 발달이 상대적으로 미비하여 실물인도방식의 결제가 지속되어 왔다. 그러나 유가증권 거래규모가 지속적으로 증가함에 따라 결제업무량 및 비용이 폭증하였고, 특히 1987년의 주식시장 대폭락 시에는 결제업무가 마비되는 상황에까지 이르게 되었다. 이에 런던거래소를 중심으로 실물주권을 전면적으로 폐지함으로써 발행회사의 주주관리체제를 완전 무권화체제로 전환시켜 실물증권의 발행 및 관리에 따른 제비용 절감을 목적으로 한 TAURUS(Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock) 시스템의 개발을 추진하였다.

TAURUS 시스템은 실물주권을 완전히 폐지하여 계좌대체만으로 결제업무를 처리하고, 투자자의 주식을 참가자를 통하여 중앙예탁기관의

명의로 등록함으로써 법적인 주주권을 부여하는 것을 주된 내용으로 하였다. 그러나 관련기관 간의 이해상충과 과도한 개발비용, 그리고 사회적 신뢰형성 미흡으로 인하여 이 제도의 도입은 실패로 끝나고 말았다. TAURUS 시스템의 도입은 중앙예탁기관으로 모든 등록기능의 이관을 필요로 하였는데, 기존의 등록기관들이 이러한 기능 이관에 강력히 반발하였다. 발행회사들도 주주명부상 중앙예탁기관이 단일 명의대리인으로 존재하는 것에 따른 주주관리상의 문제로 도입을 반대하였다. 이러한 상황에서 도입방향에 혼선이 생기게 되었고, 시스템의 개발일정은 점점 지연되어 갔으며, 개발비용도 과도하게 증가하였다. 예탁결제시스템 개발 실패로 인해 TAURUS 시스템에 대한 사회적 신뢰는 형성되지 못하였으며 결국 이 시스템을 통한 전자증권제도의 도입은 이루어지지 않았다.

주식의 무권화 추진은 실패로 끝났으나 비효율적인 증권결제시스템을 개선하여 증권시장의 경쟁력을 높이고자 하는 노력은 계속되었다. 1993년에는 영란은행(Bank of England)을 중심으로 현재 임의적 형태의 전자증권제도인 CREST 시스템의 개발이 시작되었다. 이후 임의적 전자증권제도의 도입을 위한 법률적 기반이 마련되었고, 1994년에 이르러 중앙등록기관인 CRESTCo가 설립되었다. 1995년에는 개정된 「회사법(the Companies Act)」을 바탕으로 하여, 전자증권결제시스템 운영의 법률적 근거를 제공하는 「무증서증권규정(the Uncertificated Securities Regulations)」이 제정되었다. 1996년 중앙등록기관인 CRESTCo가 업무를 시작하였고, 1997년 4월부터 본격적인 임의적 전자증권제도가 시행되었다.

그러나 1995년 규정에서는 무권화된 증권의 발행 및 관리주체가 CRESTCo임에도 불구하고 법적 장부의 관리권자는 발행회사이거나 그 명의개서대행기관(또는 등록기관)으로 되어 있었다. 즉 무권화된 증권의 소유권 이전 및 권리의 기록은 CRESTCo를 통하여 최초로 기록·관리되지만 발행회사나 그 명의개서대행기관의 법적 장부에 기재된 이후에야 당해 무권화된 증권의 법적인 권리가 확정되었던 것이다. 이에 따라

증권이 결제되는 시점과 최종적으로 법적인 권리가 확보되는 시점 간에 차이가 생기는 결제위험이 발생하였다.

「2001년 무증서증권규정」에서는 이러한 결제위험과 법적 불확실성을 제거하기 위하여 '법적 소유권의 전자적 이전제도(Electronic Transfer of Title: ETT)'가 시행되었으며 이 제도는 「2005년 무증서증권규정」에서도 유지되고 있다. ETT 제도에서는 CRESTCo가 관리하는 장부(operator register)를 무권화된 증권의 법적 장부로서 인정하고 있다. 이는 무권화된 증권의 발행 및 관리주체가 CRESTCo이므로, 무권화된 증권의 법적 장부 역시 CRESTCo가 갖는다는 점을 명시한 것이다. 이를 통해 증권결제와 소유권 변동시에 CRESTCo의 등록부상 명의변경만 이루어지면 즉시 법적 효력이 발생하므로, 구 규정하에서의 시간적인 격차로 인한 결제위험이 해소되었다.

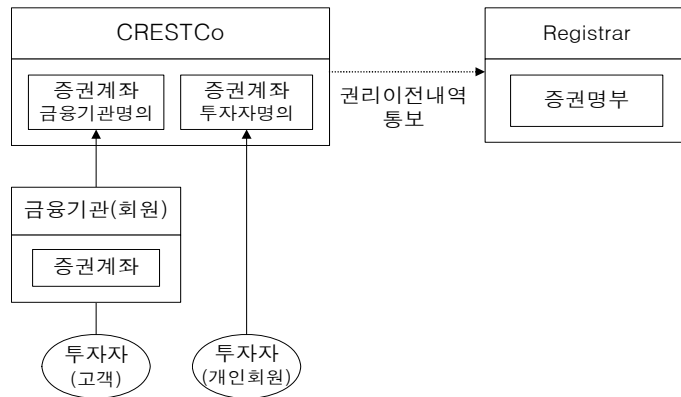
이와 더불어 전자증권제도의 적용범위를 넓히기 위하여 2000년 국채의 예탁결제기구인 국채사무국(Central Gilts Office: CGO)이 CRESTCo에 통합되었고, 2003년에는 단기금융상품의 예탁결제기구인 단기금융상품사무국(Central Moneymarket Office: CMO)도 통합되었다.

나. 전자증권제도의 유형 및 운영 특성

CREST 시스템은 증권시장에서 유통되는 대부분의 유가증권을 대상으로 하고 있기는 하나, 임의적 방식의 전자증권제도이다. 즉 유가증권의 발행회사는 이사회 결의로 CREST 시스템의 참여 여부를 결정할 수 있고, 발행회사가 CREST 시스템의 참가를 결정한 경우에도 투자자는 실물증권의 발행을 청구할 수 있다. 다만, 상장기업의 경우에는 한국거래소 규정에 의거하여 예외적으로 참가가 의무화되어 있다.

유가증권의 등록은 간접등록방식으로 되어있으나, 예외적으로 직접등록도 허용하고 있다. 은행, 증권브로커, 투자기관, 보증기관 등으로 구성된 회원은 자신 및 고객의 보유증권을 CREST 시스템에 회원의 명의로 등록을 하고, 일반투자자로 이루어진 고객은 회원을 통하여 CREST 시스템에 등록하도록 되어있다. 그러나 증권등록부 및 증권명부에 직접 등록되기를 희망하는 일반투자자는 개인회원제도를 통하여 CREST 시스템에 등록하는 것도 가능하다. 투자자는 명의대리인을 선택할 수 있으므로 결과적으로 투자자는 자신의 명의, 계좌관리 금융기관의 명의, 그리고 명의대리인의 명의 중 어느 형태로도 중앙등록기관에 참여할 수 있다.

<그림 IV-1> 영국의 전자등록구조



시스템에서 사용되는 계좌는 크게 증권계좌와 대금관리계좌로 구분된다. 증권계좌는 회원이 소유하는 유가증권의 종목에 따라 개설되는데, 특별한 제한 없이 일반적인 증권의 계좌대체에 이용되는 일반계좌, 자신의 소유이지만 처분이 제한되는 경우에 이용되는 에스스로 계좌, 그리고 실물증권 매도시 전자증권으로 전환되어 결제되기 전까지 이용되는 예탁연계계좌로 구분된다. 대금관리계좌는 회원의 증권에 대한 대금지급의

무를 기록·관리하는 계좌를 말하는데, 계좌상으로 실제현금이 예치 및 이체되는 것은 아니다.

CREST 시스템에서는 계좌에 등록된 자가 증권의 권리자로 인정되고, 전자증권에 대한 법적 소유권은 발행회사가 관리하는 증권명부가 아니라 CRESTCo의 계좌부상에 기재될 때 확정적으로 이전된다.⁹⁾ 증권명부는 CRESTCo에 등록된 모든 유가증권을 대상으로 작성되는데, 전자증권등록부와 실물증권등록부(certificated register of securities)에 의하여 등록기관(registrar)이 작성하게 된다. 전자증권등록부는 중앙등록기관인 CRESTCo가 작성·관리하는 무증서증권에 대한 법적 장부이고, 실물증권등록부는 발행회사 또는 지정된 등록기관이 작성·관리하는 실물증권에 대한 법적 장부이다. 시스템 상 권리이전내역은 발행회사 또는 등록기관에 1일 단위로 통보되어 갱신된다.

권리행사는 간접행사방식으로 이루어져서, 증권명부에 기재된 자가 소유자로서 권리를 행사한다. 주식에 대한 배당금 및 채권에 대한 이자 지급은 CREST 시스템을 통하여 이루어진다. 의결권 행사에 있어서는 증권명부에 기재된 자가 행사하게 되는데, 일반회원의 경우 투자자의 지시를 받아 의결권을 행사하고, 개인회원인 경우 투자자가 직접 행사한다. 전자적 방법을 통하여 의결권을 행사하는 편의도 제공되는데, 주주총회의 소집통지, 대리인 선임, 의결권 지시 및 주주총회의 결과보고에 이르는 모든 절차가 전자시스템 상에서 이루어진다.

영국은 증권대행업무 관련기관으로 CRESTCo와 명의개서대행기관(혹은 등록기관)이 있다. CRESTCo는 무권화된 증권의 발행, 결제 및 권리를 주관하는 중앙등록기관이다. 명의개서대행기관은 발행회사를 대신하여 주주명부 관리, 실물증권의 발행, 통지, 배당금 지급업무 등을 수행하

9) 이를 법률적으로 뒷받침하고자 2001년 법적 소유권의 전자적 이전제도(Electronic Transfer of Title)가 도입되었다.

는 기관이다. 보통 금융기관들이 부수업무로서 명의개서대행업무를 수행하는데, 영국에서는 Lloyds TSB 은행을 포함한 약 10여개의 기관이 업무를 영위하고 있다.

영국에서 증권의 법적 장부를 나타내는 등록부에는 무권화된 증권의 등록부와 실물증권의 등록부가 있다. 무권화된 증권은 중앙등록기관인 CRESTCo에서 작성·관리하고 있다. 무권화된 증권의 등록제도하에서 각각의 발행회사는 무권화된 증권의 주주 현황을 파악하여 각종 회사 업무 등에 활용하기가 용이하지 않다. 따라서 이러한 난점을 극복하기 위하여, 발행회사는 CRESTCo로부터 무권화 증권의 소유자 현황을 수령한 후 이를 자체적으로 관리하는 기록부(issuer record of securities)를 보유하고 있다. 한편 실물증권등록부는 발행회사나 발행회사가 지명한 등록기관(명의개서대행기관)에서 이를 작성·관리한다.

다. 국채등록제도

1) 국채등록제도 도입 연혁 및 현황

영국에서 무권화된 국채의 법적 소유권 장부는 CRESTCo가 보유한다. 종래에는 CRESTCo의 Operator System(OS)이 국채의 결제, 즉 법적 보유권한에 대한 거래와 기록만을 담당하였고, 영란은행은 국채등록기관의 역할을 수행하였다. 그런데 OS와 영란은행이 무권화된 증권의 거래에 있어서 거의 동일한 기록을 한다는 것은 중복에 따른 비용의 낭비를 초래하였고, 양 기록간에 사실상 시차가 있어 결제상 위험도 존재하였다. 2001년 11월 26일 ETT가 시행되어 CRESTCo의 OS에 결제를 함과 동시에 무권화된 증권에 대하여 마치 유효한 등록이 이루어진 것처럼 간주되었다. 즉 결제업무를 영위하는 CRESTCo의 장부상 등재를 하는 시점에 주주명부상의 기재와 마찬가지로의 효력을 부여한 것이다.

ETT의 도입은 결제와 등록시점 사이의 시차를 제거하였지만, 2개의 상이한 등록시스템으로 인해 비용적인 측면에서는 비효율성이 존재하였다. 예를 들어 무증서증권규정에 의하면, “OS 내에 비치된 ‘운영자의 등록부(operator register)’상의 내용은 무권화된 증권의 등록인이나 대리인의 기록과 완전히 일치”되어야 하므로, 등록(register)과 발행기록(record) 간 일치를 위한 정기적인 조정 행위가 요구되었다.¹⁰⁾ 사실 주식의 경우 유통등록과 일치되는 별도의 기록이 정기적으로 필요(따라서 회사법에서는 회사주식의 소유관계를 항상 정립하도록 요구함)하지만, 국채의 경우 매매거래가 행해질 때와 이자지급 및 원리금 상환이 이루어질 때 소유관계가 입증되면 된다. 그럼에도 불구하고 ETT의 시행은 중복에 따른 추가적인 비용의 문제가 발생한 것이다. 따라서 국채의 경우 중복을 해소하고 좀 더 효율적인 시스템을 개발할 것이 권고되었다.

2004년 7월 15일 Computershare Investor Services plc(이하 Computershare)가 영국 재무부로부터 영국국채 중 실물국채의 신규등록자로 임명되었다. 이에 따라 Computershare가 영국재무부를 대신하여 수령과 지급에 있어서 대리인 기능을 포함한 제반의 국채등록서비스에 대한 책임을 맡게 되었다. Computershare의 서비스에는 국채관리국(the UK Debt Management Office: DMO)을 대리하여 이자지급, 상환, 국채신규발행사 무 취급 및 중개서비스의 운영 등이 포함된다. 계약은 5년간 효력이 있으며 추가로 5년 더 갱신할 수 있도록 하였다. 영란은행과의 긴밀한 협조 하에 Computershare는 기존의 국채등록업무를 동년 12월부터 이관

10) 국채의 경우 OS에서의 모든 결제거래들은 ‘Register Update Record(등록 갱신기록)’를 생성하는데, 이는 발행기록을 갱신하기 위해 송신된다. 장부와 기록 간의 균형을 위한 조정과정은 매일 밤마다 이루어지는데, 이는 기록이 모든 거래를 담고 있고 정확한 기재의 일치가 이루어져서 이자의 지급이 정확하기 이루어질 수 있도록 하기 위한 것이다. 따라서 이러한 시스템에서 기록을 유지하는 자도 실물국채와 무권화된 국채 양자에 대한 지급대리인인 셈이다.

받아 현재 동 업무를 원만하게 수행하고 있다.¹¹⁾ 따라서 Computershare는 실물국채의 등록 및 결제를 전담하는 one-stop 기관이 되었다.

무권화된 국채의 경우 CRESTCo의 등록기능과 Computershare의 관리기능은 분리된다. 즉 CRESTCo는 등록기관으로 기능하는데 반하여, Computershare는 국채의 지급·수령대리인으로서 기능하는 일종의 국채사무관리기관이 되는 것이다. Computershare는 본연의 기능을 원활하게 수행하기 위하여 CRESTCo가 보유한 법적 장부와 동일한 기록을 유지한다.

2) 국채결제제도

영국에서 국채결제제도의 특징을 살펴보려면 1999년의 CRESTCo와 CGO 및 CMO의 합병을 살펴볼 필요가 있다. 동 합병을 계기로 국채결제기능이 종래 중앙은행으로부터 중앙예탁기관으로 이관되었다. 1998년 영란은행과 CRESTCo는 국채와 단기금융상품(money market instrument)의 결제에 대한 책임을 CRESTCo에게 맡기기로 하는 협정을 체결하였다. 필요한 법규의 개정과 신규 계약의 체결에 의하여, 영란은행은 1999년 후반기부터 CGO와 CMO의 사무에 대한 책임을 CRESTCo로 하여금 수행토록 한 것이다. 여기서 CRESTCo와 CGO의 합병은 매우 의미가 있다. 원래 CGO는 영란은행과 런던증권거래소의 주도하에 1986년 국채 및 특정국(non-British) 국채증서의 결제를 목적으로 설립되었다. 이로 인해 합병 이전에는 영란은행의 산하인 시장서비스부(Market Service Division)에 설치되었다. 이러한 변화가 가져올 수 있는 다양한 이해상충을 조정하기 위하여 CRESTCo는 영란은행과 DMO 양 기관이 CRESTCo의 이사회 후보를 지명할 수 있도록 하였다.¹²⁾

11) UK Press Release(2004)

CRESTCo와 CGO 및 CMO의 합병은 시장참여자들의 단일결제시스템의 도입에 대한 압력에 의한 것이었으며 이러한 합병은 매우 긍정적인 평가를 받았다. 당해 합병은 런던의 금융시스템이 지속적으로 가장 효율적이고 효과적인 증권결제인프라를 제공할 수 있도록 하였으며, 런던이 전세계의 주요한 금융중심지 중 하나로서 그 지위를 공공히 하는데 커다란 기여를 한 것으로 평가된다.

-
- 12) 영란은행으로부터 CRESTCo가 책임을 이양받았을 때, 1999년 2사분기 중 CGO와 CMO의 양 서비스는 CRESTCo의 관리하에 영란은행의 건물과 설비를 이용하여 영란은행이 계속적으로 운영하는 것으로 함으로써, 사무의 원활한 이관이 이루어질 수 있도록 하는 완충장치를 마련하였다. 그리고 다음 3사분기에는 CRESTCo가 CMO 서비스를 자체 건물과 설비를 이용하여 제공토록 하였으며, 국제결제기능이 CREST 시스템으로 흡수되는 2000년 2사분기까지 CGO 서비스는 계속 영란은행에 의하여 수행되었고 이후 완전한 이관이 이루어졌다. 이는 Bank of England(1998)를 참조하였다.

3. 스웨덴의 전자증권제도

가. 전자증권제도의 도입배경 및 현황

1980년대 스웨덴 증권시장이 급성장함에 따라 유가증권의 발행과 거래량이 크게 증가하였다. 이에 따라 실물증권에 의한 결제처리에 소요되는 시간과 비용이 증가하였고, 결제시스템의 효율성을 개선시킬 필요성이 증대되었다. 인접한 덴마크가 1983년 세계 최초로 전자증권제도를 도입하자 덴마크와 유사한 증권제도를 보유한 스웨덴에서도 정부의 주도하에 전자증권제도의 도입을 추진하였다.

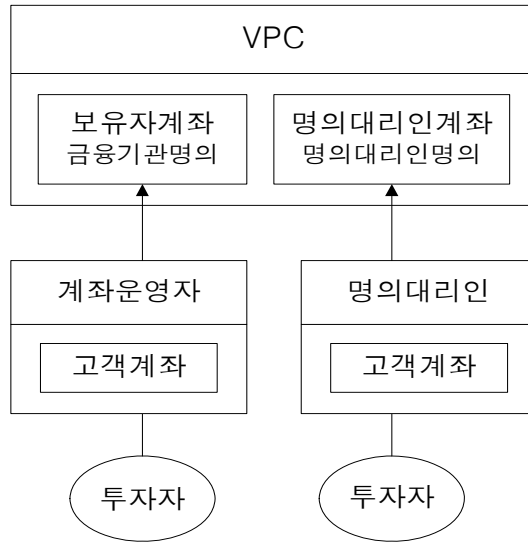
전자증권 도입과 관련된 최초의 논의는 1968년 스웨덴 증권거래소 조사위원회에서 있었으나, 사회적 인식이 부족하고 당시의 증권거래 관행에 비추어 지나치게 급진적이라는 이유로 논의가 철회되었다. 1970년대에 접어들면서 증권의 부동화가 진척되기 시작하였는데, 1971년에 「주식관리 간편화에 관한 법(Act on the Simplified Handling of Shares)」이 제정되어 중앙예탁기관인 VPC(Vaerdepaperscentralen)가 설립되었고, 주식을 VPC에 집중예탁함으로써 주식권리행사의 편의성을 개선하였다. 1982년에는 부분적인 증권불발행제도를 시행하여 대권제도(global certificate)와 함께 명의대리인(nominee) 명의로 등록된 주권에 대하여 실물불발행을 인정하였다. 이후 1989년 「주식계좌법(Share Account Act)」이 제정되어 VPC는 중앙등록기관의 지위를 가지게 되었고, 주권의 발행을 계좌등록으로 대체하게 되었다. 1993년에 이르러서는 전자증권제도가 단기금융상품시장으로 확대되었고, 1998년에 「금융증서의 등록에 관한 법」이 제정되면서 모든 유가증권에 대하여 전면적으로 전자증권제도가 실시되었다.

나. 전자증권제도의 유형 및 운영특성

스웨덴의 전자증권제도는 적용대상 유가증권 발행인의 참가가 의무화되어 있는 강제적 방식을 채택하고 있으며 주식, 신주인수권, 채권, 단기금융상품 등 유가증권시장에서 거래되는 대부분의 증권을 대상으로 한다. 투자자는 계좌등록의 방법으로만 유가증권을 보유할 수 있는데, 계좌관리 금융기관을 통해 보유하고 있는 증권을 VPC에 자신의 명의로 직접등록해야 한다. 다만 명의대리인을 통한 간접등록도 예외적으로 허용되고 있는데, 투자자는 보유하고 있는 유가증권을 명의대리인의 명의로 VPC에 등록할 수 있다. 이 경우 명의대리인은 투자자가 보유하는 증권의 총량을 등록하고 자신의 계좌에서 실소유자내역을 관리하게 된다.

실소유자 명의의 직접등록방식으로 인하여 증권등록부가 전자증권에 대한 증권명부의 역할을 대체한다. VPC는 투자자 등록계좌를 발행인별로 구성하여 증권등록부를 작성하고, 발행인은 언제든지 VPC에 증권등록부의 작성을 요구할 수 있다. 명의대리인 계좌의 경우 발행인의 요청에 의하여 VPC가 명의대리인으로부터 실질소유자 명세를 취합하여 발행인에게 통보한다. 증권등록부에 실소유자의 명의로 등록됨에 따라 권리행사가 신속하다는 장점이 존재하고, 모든 증권은 증권등록부의 등록에 의하여 투자자가 직접 권리를 행사하게 된다. 직접 등록된 주주는 직접 의결권을 행사하고, 명의대리인 계좌를 통해 증권을 보유하는 주주는 증권등록부에 임시 등록하여 직접 의결권을 행사하며, 명의대리인에 의한 의결권 행사는 인정되지 않는다.

<그림 IV-2> 스웨덴의 전자등록구조



스웨덴에서는 다른 국가들과는 달리 별도의 등록대행기관이 존재하지 않고 VPC가 단일 등록대행기관의 역할을 수행하는데, 이는 VPC가 전자증권제도의 도입 이전부터 명의개서기관의 역할을 담당해 왔기 때문이다. VPC는 현물시장의 결제업무도 함께 수행하는데, 중앙등록결제기관의 증권결제뿐만 아니라 청산결제의 업무도 담당한다. 이와 같은 VPC의 업무범위는 스웨덴 전자증권제도의 특성을 결정짓는 중요한 요인이 되어왔다. 유가증권의 발행에서 유통, 결제에 이르는 모든 과정이 VPC에 의해 일원화되어 신속히 처리되고, 중앙등록기관에서 법적인 장부인 증권등록부를 관리함으로써 발행회사의 증권사무업무 및 권리행사가 간편해지는 장점을 가진다.

4. 프랑스의 전자증권제도

가. 전자증권제도의 도입배경 및 현황

프랑스의 금융제도 발전은 1980년대 초반까지만 해도 다른 선진국에 비하여 낮은 수준이었고, 유가증권의 발행과 유통에 있어서도 관련비용이 과도하게 소요되는 비효율적 자본시장 구조를 지니고 있었다. 그러나 유럽의 다른 국가들에 비해 중앙예탁기관¹³⁾이 빨리 설립되었고, 이로 인한 높은 수준의 부동화는 전자증권제도 도입을 위한 호의적인 환경을 제공하게 되었다.

전자증권제도의 도입은 증권시장 근대화 계획의 일환으로 페루즈(Perouse) 위원회가 1980년 유가증권관리제도의 개혁을 위한 유가증권의 실물폐지제안을 재무성에 제출하면서 시작되었다.¹⁴⁾ 이후 1981년 「금융법(Loi de Finances)」 제 94조-II의 신설을 통해 전자증권의 법적 근거가 마련되었고, 일련의 하위법령 및 관련규정의 제정을 통하여 1984년 11월 정부주도의 전자증권제도가 강제적으로 시행되었다. 이를 위해 프랑스

13) 프랑스는 1949년 중앙예탁기관인 SICOVAM이 설립되었고, 이후 2000년에 SICOVAM과 Euroclear가 합병되어 프랑스의 중앙등록결제기관인 Euroclear France가 탄생하였다. 스웨덴이나 덴마크와는 달리 청산과 결제의 개념이 분리되어, Euroclear France는 증권결제와 장외결제를 담당하고, 현물시장에 별도의 청산기관인 Clearnet이 존재하여 장내결제를 담당한다.

14) 페루즈 보고서는 원칙적으로 계좌등록의 의무화를 모든 유가증권에 대해 적용할 것을 제안하였다. 이를 위해 증권보유 방법을 계좌등록으로 통일하고, 기명증권은 발행회사가 소유자를 파악할 수 있도록 조치하며, 각 기관별 기존 금융업무의 분담기능을 존중할 것을 권유하였다. 이와 같은 조치를 통해 실물증권을 완전히 폐지할 경우 관리비용이 40~45%가량 절감될 것으로 추정되었고, 발행회사의 증권관리비용 절감, 증권거래기간 단축, 증권등록업무의 단순화, 그리고 복식부기에 의한 계좌관리 등에 의하여 금융기술 및 증권시장의 발전 효과가 있을 것으로 기대되었다.

정부는 1984년 11월부터 1988년 5월까지 모든 유가증권에 대해 금융기관, 발행회사, 그리고 중앙등록기관에의 예탁을 의무화하였다. 1988년 5월 이후부터는 미등록 유가증권의 무효화가 실시되었고, 발행회사는 미등록 증권을 강제 매각하여 매각대금을 예금공탁소에 공탁하게 되었는데, 2018년 5월 3일까지 인출되지 않을 경우 공탁된 매각대금은 국고로 귀속될 예정이다. 1989년 12월, 유가증권 실물이 법적으로 파기됨으로써 완전한 전자증권제도의 시행이 이루어졌다.

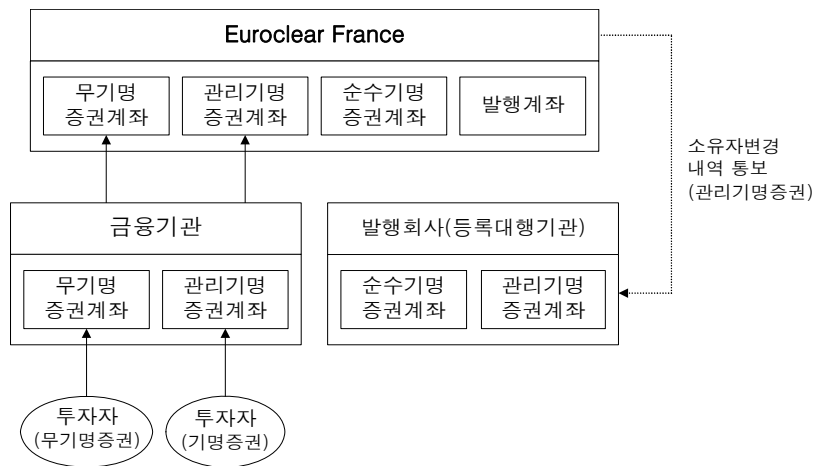
나. 전자증권제도의 유형 및 운영특성

프랑스의 전자증권제도는 프랑스 내에서 발행되고 프랑스법의 적용을 받는 모든 유가증권을 적용대상으로 한다. 따라서 상장증권뿐만 아니라 비상장증권에 대해서도 의무적으로 적용된다. 다만, 추첨상환식 채권, 외국에서 유통되는 프랑스의 유가증권 및 영구국채의 경우 실물 발행이 예외적으로 허용되고 있다. 적용 대상이 되는 유가증권의 발행회사는 강제적으로 전자증권시스템에 참가해야 하고, 투자자는 계좌등록의 방법으로만 증권을 보유하게 된다.

유가증권의 등록방식에 있어서는 중앙등록기관인 Euroclear France가 예탁자 명의로 장부를 관리하는 간접등록 방식을 채택하고 있다. 중앙등록기관은 특정시점이나 필요시 계좌관리기관과 등록대행기관의 협조를 통해서만 실소유주를 확인할 수 있다. 스웨덴의 경우와 비교해보면, 주주명부가 법적 장부의 역할을 한다는 점과 주주명부의 작성이 발행회사 혹은 발행회사에 의해 선임된 등록대행기관에 의해 이루어진다는 점에서 차이가 있다. 일반투자자는 증권의 종류에 따라 발행회사 및 금융중개기관에 등록을 하게 되고, 발행회사나 금융중개기관은 투자자에 의해 등록된 증권의 총량만을 중앙등록기관인 Euroclear France에 재등록한다.

중앙등록기관의 예탁계좌에는 발행계좌, 기명증권계좌 및 무기명증권계좌가 있다. 발행계좌는 모든 발행회사가 Euroclear France에 개설하는 발행회사 명의의 계좌를 의미하는데, 유가증권 종목별로 발행총량을 등록하기 위해 개설된다. 발행회사는 자체적으로 또는 등록대행기관에의 위임을 통해 발행계좌를 개설한다. 기명증권계좌는 기명증권의 등록을 위하여 발행회사가 운영하는 순수기명증권계좌와 금융중개기관이 운영하는 관리기명계좌로 구분된다. 무기명증권계좌는 무기명증권의 등록을 위하여 금융중개기관이 운영하는 계좌이다.

<그림 IV-3> 프랑스의 전자등록구조



증권명부의 관리에 있어서는 등록계좌가 소유자명부를 대체한다. 완전 무권화된 증권의 발행 법인이나 자연인이 유가증권의 보유주체가 되려면 기명·무기명증권에 관계없이 증권계좌를 개설하여야 한다. 완전 무권화된 증권의 법적 계좌로서는 무기명 증권관리계좌와 기명증권관리계좌를 들 수 있다. 기명증권은 순수기명증권과 관리기명증권으로 이분된다. 순수기명증권의 보유자는 발행회사의 계좌에 자신의 증권을 등록

하고 발행회사는 다시 Euroclear France의 계좌에 2차 등록하여야 한다. 만일 순수기명증권 보유자가 매매, 계좌대체 등과 같이 소유권 변동을 원하는 경우에는 금융중개기관에 계좌를 개설한 후 관리기명증권으로 등록하여야 한다. 이는 발행회사가 금융기관의 성격을 갖지 않으므로 업무 능력에 한계가 있기 때문이다.

무기명증권을 보유한 투자자는 금융중개기관에 1차적으로 계좌를 개설하여야 한다. 이렇게 금융기관에 계좌를 개설함으로써 무기명증권 투자자는 매매 주문과 계좌대체 및 담보권 설정 등을 할 수 있다. 그리고 주주가 소유한 무기명주식은 모두 강제적으로 Euroclear France에 등록하고 계좌 기재되어야 한다. 즉 금융중개기관은 투자자의 등록내역 및 권리를 중앙등록기관에 2차 등록하면서 계좌에 기재하여야 하는 것이다.

다. 국채등록제도

프랑스도 과거에는 국채등록과 결제업무를 중앙은행이 관장하였지만, 완전 무권화 제도의 전면적인 시행과 함께 국채관련업무를 one-stop 서비스기관이 주도적으로 처리한다는 차원에서 중앙예탁결제기관으로 집중하였다. 여기에는 양 기관의 결제시스템을 통합한 것이 촉매제로 작용하였다. 즉 1998년 중앙은행인 프랑스은행(the Banque de France)과 증권결제기관인 SICOVAM(Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières)은 그 이전까지 양 기관으로 분리되어 있던 동시결제시스템, 즉 '국채 및 기타 유통성있는 채무증권의 동시결제를 위한 SATURNE 결제시스템'과 '유통성있는 주식의 동시결제를 위한 RELIT 결제시스템'을 통합하였다. 증권을 통화정책수단으로 사용하기 위한 견지에서 1988년 프랑스은행은 SATURNE 시스템을 가동하였고, 이는 10년 동안 금융기관들에게 국채와 기타 유통성있는 채무증권을 거래하는데 있어서 매우 효율적이고 안전한 수단을 제공하여 왔다. 그러나

동일한 필요성을 충족시킬 목적으로 양립하는 2개의 시스템, 즉 SATURNE과 RELIT을 유지하는 체제는 프랑스의 중개기관들에게 많은 부담을 주었다. 결과적으로 1995년 지급의 실시간 종료(real-time finality of payment)가 요구되는 거액의 거래에 대해 고속의 RELIT 시스템인 RGV를 창설함으로써, 기존의 프랑스중앙은행이 운영하던 SATURNE은 1998년 6월 폐쇄되었다. 프랑스중앙은행과 SICOVAM 사이의 협력은 지급시스템과 결제시스템 간 연계의 중요성을 시사하는 것이다.¹⁵⁾

이러한 시스템의 통합으로 국채발행등록과 유통등록은 프랑스중앙은행이 아닌 SICOVAM이 전적으로 관장하게 되었다. 즉, 프랑스 국내에서 발행되는 모든 국채는 관련 법령, 발행주체에 관계없이 중앙예탁기관인 SICOVAM을 통해 등록 발행되어야 하고 소유권의 이전은 계좌대체에 의하도록 법적으로 강제되었던 것이다. 1949년 창설된 SICOVAM은 2001년 1월 Euroclear Bank와 합병하여 Euroclear France가 되었는데, Euroclear France는 명실상부한 프랑스의 중앙증권예탁결제기관으로서 SICOVAM이 구축한 RGV를 계속 운영하고 있다.¹⁶⁾

프랑스중앙은행은 1995년 증권결제에 대한 인프라를 재정비하는데 중요한 역할을 하였다. 즉 그 당시 이미 중앙은행은 자신이 운영하는 증권결제시스템인 SATURNE을 폐쇄하고 대신 새로운 시스템인 RGV를 가동하기로 결정한 것이다. 1998년 6월 SATURNE의 폐쇄 이후 프랑스은행은 더 이상 증권결제시스템에 직접적으로 관여하지 않는다. 다만 프랑스은행은 프랑스 증권결제시스템의 결제대리인으로 참여하고 있다.

15) Hannoun(1998)을 참조하였다.

16) CPSS-Red Book(2003)의 138면을 참조하였다.

5. 미국의 전자증권제도

가. 전자증권제도의 도입배경 및 현황

미국은 일부 유가증권에 대하여서만 부분적으로 전자증권제도를 운영하고 있다. 이는 유가증권의 무증서발행과 등록에 관한 법적근거가 이미 오래전에 마련되었음에도 불구하고, 투자자들의 실물증권 소유에 대한 전통적인 선호, 전산시스템에 대한 불신, 그리고 실제 거래관행과는 부합하지 않는 법규정 등으로 인해 전면적인 전자증권제도의 도입을 위한 사회적 합의가 형성되지 못했기 때문이다. 1960년대 이후로 증권거래량이 비약적으로 증가하게 되자, 실물증권의 결제가 실거래량을 따라가지 못하는 현상이 나타나게 되어 실물증권의 거래에 따른 결제의 지연이 금융시장의 문제점으로 등장하게 되었다. 이에 미국법률협회는 이러한 문제점을 해소하기 위하여 주권 및 채권의 실물 발행 폐지를 내용으로 하는 「모범사업회사법(Model Business Corporation Act: MBCA)」과 「통일상법전(Uniform Commercial Code: UCC)」의 개정을 제안하게 되어, 이후 전자증권제도 도입을 위한 입법적 노력의 시초가 되었다.

미국의 통일상법전은 1978년 제8장의 개정을 통하여 투자증권(investment securities)에 대한 불발행과 간접 보유되는 무증서증권(uncertificated securities)의 법률관계를 규정하였다. 또한 비슷한 시기에 모범사업회사법을 통해 무증서증권을 규정함으로써 회사가 발행하는 주권 및 채권에 대한 실물 발행을 생략할 수 있는 법적 근거를 마련하였다. 모범사업회사법에 따르면 회사의 경우 정관 또는 업무규정에 특별한 규정이 없는 한 이사회가 결의만으로 회사발행증권의 일부 또는 전부를 무증서증권으로 발행할 수 있다.

모범사업회사법 및 통일상법전의 개정을 통하여 주식 등의 회사발행 증권을 무증서증권의 형태로 발행하는 것이 가능하게 되었음에도 불구하고, 미국의 경우 완전한 전자증권제도의 운용이 이루어지지 않고 있는 것은 상기 법률하에서도 주주는 언제든지 실물 발행을 청구할 수 있고 또한 대부분의 주회사법이 모범사업회사법과 통일상법전에 배치되어 실물증권의 발행을 강제하여 무증서증권의 발행이 사실상 불가능하였기 때문이다. 다만 최근 들어 대부분의 주에서 회사법 개정을 통하여 모범사업회사법의 증권불발행에 대한 규정을 수용하여, 2005년 이후로는 아리조나주와 푸에르토리코에서만 강제적인 실물증권의 발행이 유지되고 있다.

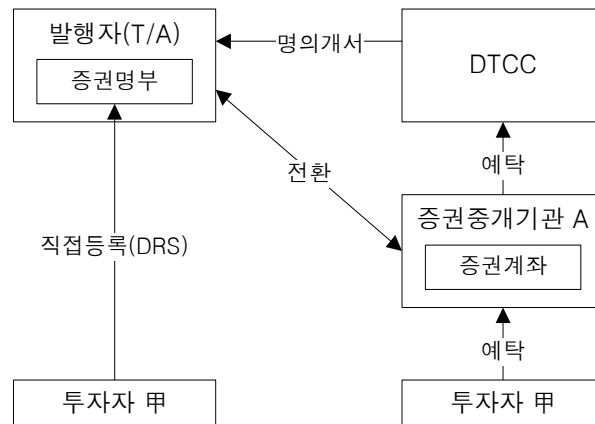
미국에서 증권의 무권화가 이루어진 가장 대표적인 경우는 미재무성 증권이다. 연방재무성규정을 통해 연방국채의 불발행이 규정되었는데, FRB의 계좌기재만으로 무기명증권의 교부 및 점유, 질권설정 등의 법적 권리를 부여함으로써 계좌등록에 의한 증권의 보유가 실물증권 보유를 대체하게 된 것이다.

나. 전자증권제도의 유형 및 운영특성

미국의 전자증권제도는 그 대상증권에 따라 크게 두 가지 시스템에 의해 운용되고 있는데, DRS(Direct Registration System)와 Book-entry 시스템이 그것이다. DRS의 경우 회사법상의 주식을 대상으로 하며, 발행되는 증권을 투자자 명의로 주주명부에 등록함으로써 보유를 인정하는 직접등록방식을 채택하고 있다. 따라서 DRS를 통하여 증권을 발행할 경우, 실물주권은 불발행되며 발행인의 주주명부에 투자자의 명의를 그대로 기재된다. 다만 DRS를 이용한 증권의 발행은 강제적인 것은 아니어서, 발행인이 상황에 따라 자유로이 선택할 수 있고, 투자자 또한 발행

인이 DRS를 이용한 경우에도 실물증권의 발행을 언제든지 청구할 수 있다. 발행된 증권이 장외거래를 통해 유통되는 경우에는 주주명부상에서의 직접 이전이 이루어지며, 시장거래를 통해 유통되는 경우에는 간접보유형태로 전환된다. 즉, DRS방식으로 주식을 보유하고 있는 투자자가 시장거래를 하고자 할 때에는 증권중개기관(broker/dealer)에 증권계좌를 개설한 후 자신의 증권계좌정보와 보유방식 변경 의사를 명의개서대리인에게 통보하게 된다. 명의개서가 이루어지면 DTCC(Depository Trust & Clearing Corporation)¹⁷⁾가 제공하는 DRS Profile System을 통해 간접보유로 전환되고, 주주명부에는 명의대리인의 명의로 등록이 이루어진다. 주주명부 작성에 있어서는 등록된 개별투자자를 주주로 하여 명의개서대리인이 명부를 작성하게 되고, 주주명부에 직접 등록된 자에 의하여 권리행사(corporate actions)가 이루어진다.

<그림 IV-4> 미국의 DRS 등록구조



17) 1999년 중앙예탁기관인 DTC와 청산기관인 NSCC가 통합되어 설립된 지주회사로 뮤추얼펀드 주식 및 단기금융상품에 대한 Book-entry 시스템의 운영을 맡고 있으며, 증권거래법에 의하여 등록된 결제기관이기도 하다.

주명부에 직접 등록된 자에 의하여 권리행사가 이루어지는 반면, 정부증권이나 단기금융상품의 경우 증권권리보유자의 지시에 따라 증권중개기관이 권리행사를 하게 된다.

6. 일본의 전자증권제도

가. 전자증권제도의 도입배경 및 현황

일본의 경우 일부 유가증권에 대해서 부분적으로 전자증권제도를 도입하고 있으며, 점진적으로 그 대상을 확대하고 있다. 일본의 경우 전면적인 전자증권 도입을 위해 이미 법률적 기반을 완비하였고, 2009년부터는 전면적인 전자증권제도가 시행될 예정이다.

일본의 전자증권제도 도입의 근본적 원인은 다른 국가와 비슷하게 결제시스템의 개혁 필요성에서 찾을 수 있다. 유가증권의 종류에 따라 개별적인 결제기관을 운영하여 왔던 일본에서는 결제비용의 증가와 결제기관별 중복 투자 등으로 인하여 결제시스템의 고비용·저효율 문제가 대두되었다. 또한 유가증권 종류별로 관련 법률이 상이하여, 주식의 경우 「주권 등의 보관 및 대체에 관한 법률」의 적용을 받고, 채권의 경우 「사채 등 대체에 관한 법률」이 적용되었다. 관련 법률에 규정된 업무처리 방법과 절차가 실물증권에 바탕을 두고 있었고, 발행에서 유통으로의 연결이 유기적이지 못해 운영상의 비효율성으로 지적되었다. 따라서 실물 유가증권에 의한 거래의 지연, 사회적 비효율성 증가 등의 문제를 해결하기 위해 유가증권의 완전한 무권화 요구가 증대되었다. 이와 더불어 빠른 속도로 글로벌화 되어가는 증권거래환경에서 T+1 결제,

DVP 및 STP 실현 등을 통한 증권결제시스템의 개혁은 일본 자본시장의 국제경쟁력 제고에 중요한 요인으로 인식되었다.

일본의 전자증권제도는 정부주도하에 유가증권별로 단계적으로 도입되었다. 국채부분에 대해 가장 먼저 전자증권을 통한 대체시스템이 도입되었는데, 일본은행이 국채등록기관의 역할을 수행하면서 독자적인 대체결제시스템도 운영하고 있다. 국채의 전자증권화 이후 단계적으로 단기사채, 일반채, 투자신탁수익권에 대해 대체시스템의 도입이 확대되었고, 2009년 주식에 대한 대체시스템의 도입이 이루어지면 전면적인 전자증권화가 완비될 것으로 예상된다.

나. 전자증권제도의 유형 및 운영특성

일본 전자증권제도의 도입은 「사채, 주식 등의 대체에 관한 법률」에 그 법적 근거를 두고 있다. 이 법률은 기존 「주권 등 보관대체법」을 대체하는 특별법으로서 유가증권을 완전히 불발행하는 대체제도를 규정하고 있다. 법률의 적용을 받는 유가증권은 크게 사채그룹과 주식그룹의 두 종류로 구분되는데, 사채그룹에는 사채, 국채, 지방채, 특별법인채, 투자신탁수익권 및 대부신탁(금전신탁)수익권 등이 포함되며, 주식그룹에는 주식, 신주인수권, 신주예약권, 신주예약권부사채, 투자신탁법상의 출자좌 및 SPC법상 우선출자 등이 포함된다. 중앙등록기관은 대상 유가증권에 따라 이원화되었는데, 국채의 경우 일본은행이 기존의 국채대체기관 자격을 인정받아 2003년 국채의 대체기관으로 지정되었고, 국채를 제외한 모든 유가증권에 대해서는 JASDEC(Japan Securities Depository Center, inc.)이 2003년 대체기관으로 지정되었다.

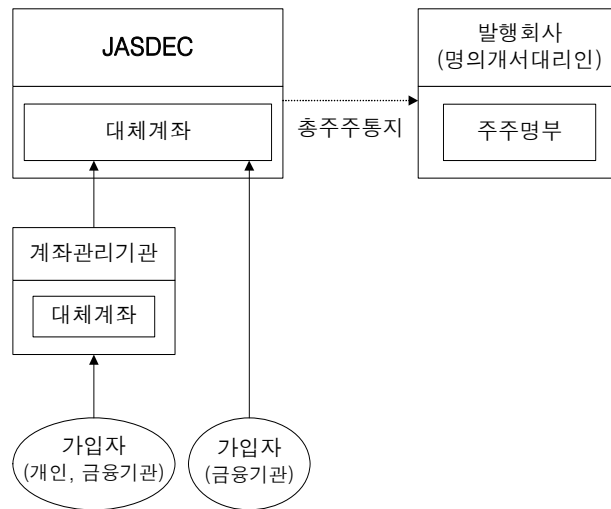
발행인이 대체시스템에 참가하는 경우 실물증권의 불발행이 강제된다. 투자자도 유가증권의 발행인이 대체시스템에 참가하는 경우 실물증권의 발행을 청구할 수 없도록 법적으로 규정되었다. 다만, 발행회사가 대체시스템을 탈퇴하게 되면 실물증권의 발행을 청구할 수 있으나, 주식에 한하여 회사가 정관 등을 통하여 상법상의 주권불발행제도를 채택한 경우에는 주권발행을 청구할 수 없도록 하였다.

대체시스템의 구조를 살펴보면 법적으로 지정된 대체기관과 투자자인 가입자 사이에 복수의 계좌관리기관이 존재하는 다층구조로 이루어져 있다. 계좌관리기관은 대체기관에 계좌를 개설할 수 있고, 하위 계좌관리기관들이 계좌관리기관에 계좌를 개설하며, 이러한 다층구조는 최하위 계좌관리기관에 이를 때까지 반복된다. 투자자인 가입자의 경우 최하위 계좌관리기관에 계좌를 개설하게 되는데, 다만 가입자가 금융기관일 때에는 계좌관리기관을 거치지 않고 직접 대체기관에 계좌를 개설하는 것이 가능하다.

증권의 등록은 간접등록방식을 채택하고 있는데, 일반투자자 등의 가입자는 계좌관리기관의 계좌에 자신이 보유한 증권을 등록하고, 계좌관리기관은 가입자가 등록한 증권의 총량을 대체기관의 계좌에 재등록하게 된다. 계좌의 종류는 대체계좌, 특별계좌, 그리고 기관계좌로 나눌 수 있다. 대체계좌는 계좌관리기관이 대체기관이나 상위 계좌관리기관에 자기분의 증권을 관리하기 위해 개설하는 자기계좌와 고객분의 증권을 관리하기 위해 개설하는 고객계좌를 의미한다. 자기계좌에는 계좌관리기관이 보유한 권리를, 고객계좌에는 계좌관리기관의 가입자가 보유한 권리의 총량을 등록하게 된다. 특별계좌란 대체주식의 최초 등록시 주주 및 등록질권자로부터 계좌의 통지가 없는 경우 그 주식을 관리하기 위해 개설되는 특별한 목적의 계좌를 말하는데, 발행인의 청구에 의해 대체기관 혹은 계좌관리기관에 주주 및 등록질권자의 명의로 개설된다. 기관계

좌는 초과기재에 따른 소각의무와 관련하여 대체기관이 해당 증권을 취득하기 위하여 운영하는 계좌이다.

<그림 IV-6> 일본의 전자등록구조



대체기관이 취급하는 증권에 대한 권리의 귀속은 대체계좌부의 기재에 의해 정해진다. 가입자 및 계좌관리기관의 법적 권리는 그 계좌의 기재에 의해서 인정되며, 선의취득 또한 인정된다. 양도에 의한 권리이전이 필요할 경우에는 양수인 계좌로의 대체기재를 통해 법적 권리이전이 이루어지며, 질권설정의 경우 질권자 계좌로의 해당사항 대체기재를 통해 법적 효력이 발생한다.

주주명부의 작성에 관하여서는 기준일과 발행인의 요청이 있는 경우에 대체기관이 발행인에게 총주주내역을 통지하고, 발행인이 통지내용에 의하여 주주명부를 작성하게 된다. 발행인은 주주명부 작성업무를 명의개서대리인에게 위탁하는 것이 일반적이며, 주주명부의 작성과 배당금지급 등의 권리행사가 명의개서대리인을 통해 이루어진다.

대체시스템하의 권리행사는 직접행사방식으로 이루어지는데, 대체계좌에 등록된 자가 발행회사에 대하여 모든 권리를 직접 행사하도록 규정되어 있다. 의결권 행사의 경우 기명주식은 주주명부의 기재를 통해 이루어지고, 사채와 같은 무기명증권일 경우 대체기관이 발행한 증명서의 공탁으로 이루어진다. 다만 대체기관이 발행회사에 대하여 개별 주주 내역을 통보한 경우에 한하여 주주명부의 기재없이도 소수주주권 등의 개별주주권의 행사가 가능하다.

전자증권 도입 후의 투자자보호는 크게 연대보증책임과 가입자보호신탁제도로 특징지을 수 있다. 기록 오류에 의해 발행총액이 초과된 경우 기록 오류를 행한 대체기관 또는 계좌관리기관은 소각의무와 더불어 손해배상책임을 부담하게 된다. 해당 대체기관이나 계좌관리기관이 파산한 경우 그 하위에 있는 모든 계좌관리기관이 연대보증의 책임을 지며, 투자자의 손해를 보전하기 위해 가입자보호신탁제도도 운영되고 있다. 보호신탁제도하에서는 대체기관이 위탁자, 신탁회사 등이 수탁자, 그리고 손해를 입은 투자자가 수익자가 되도록 규정되어 투자자를 보호한다.

다. 일본의 국채등록제도

일본에서 국채등록과 결제업무는 중앙은행인 일본은행이 전담한다.¹⁸⁾ 그리고 국채등록의 구체적인 절차는 1922년 제정된 '국채규칙'에 상세히 규정되어 있다. 국채등록·결제와 관련하여 일본에서는 주목할 만한 제도개혁이 이루어진 바 있다. 즉 1980년부터 조세개혁을 원인으로 참가자들과 일본은행 간의 계약에 의하여 실시되는 국채대체결제시스템이 이

18) 국채거래는 금융기관들간에 국채를 이전하는 온라인 시스템인 BOJ-NET JGB Services를 통하여 실시간 동시결제에 의하여 이루어진다. CPSS-Red Book(2003)의 276-277면을 참조하였다.

원적으로 운영되면서, 국채보유의 기본적인 패러다임도 기존의 국채등록제도에서 국채대체제도로 전환되고 있는 것이다.¹⁹⁾ 국채대체결제시스템의 도입은 국채 거래량과 결제규모의 급속한 성장과도 관련된다. 이는 중층구조의 시스템인데, 직접참가자와 간접참가자, 외국의 간접참가자, 고객 및 보관기관(일본은행) 등으로 구성된다. 일본은행이 참가요건을 부과할 수 있는데, 참가자들의 유형에는 은행과 증권회사들이 포함된다.

7. 국내 전자증권제도 도입의 시사점

각국의 전자증권제도 도입 환경을 살펴보면 모든 국가에 공통적으로 나타나는 요인과 배경이 존재하는 것은 아니지만, 제도 도입의 궁극적인 목적은 일관되게 나타나고 있다. 즉 전자증권제도의 도입을 통하여 금융시장의 효율성과 안정성을 개선함으로써 증권시장의 경쟁력을 향상시키기 위한 것이었다. 현재 우리나라의 상황은 집중예탁의 성숙화로 인해 증권의 부동화 및 불발행제도가 정착되어 실물증권의 문제는 크지 않은 편이나, 국제적인 경쟁력을 확보하고, 동북아 금융허브 달성을 위해서는 증권시장의 효율성을 제고할 수 있는 전자증권제도의 도입이 필요하다.

각국의 전자증권 도입환경에서 나타난 특성을 바탕으로 국내 전자증권제도 도입에 대한 시사점을 정리하면 다음과 같다.

19) 1971년 동경증권거래소의 업무규정 및 수탁계약준칙 등에 근거한 주권등의 대체결제제도가 실시되었는데, 국채도 이러한 대체결제제도의 영향을 받아 1979년부터 일본은행과 참가자 간의 계약에 의하여 국채대체결제시스템이 시행되었다. 따라서 국채의 경우 국채등록제도와 국채대체결제시스템이 이원적 제도에 의하여 발행·유통이 이루어지고 있다. CPSS-Red Book(2003)의 278면을 참조하였다.

첫째, 국내 전자증권제도의 도입은 정부의 주도하에 추진될 필요성이 높다. 거의 대부분의 국가에서 전자증권제도의 운영주체는 각국의 중앙예탁기관이나, 제도의 도입은 자본시장의 모든 참가자에게 이해관계를 가지므로 특정기관만의 역량으로 추진하기에는 한계가 크다. 영국의 경우 런던증권거래소의 주도로 TAURUS 시스템의 도입·개발을 추진하였으나 시장참가자의 이해관계 조정실패에 대한 반발로 인하여 실행되지 못한 사실은 다양한 이해관계를 조정할 수 있는 주체의 필요성을 보여주는 대표적인 사례이다. 정부가 전자증권제도 도입의 뚜렷한 목표를 설정하고, 이해관계자들간의 이해상충문제를 조정해 나가는 주도적 역할을 담당할 필요가 있다.

둘째, 전자증권제도의 도입은 유가증권별로 단계적으로 추진될 필요가 있다. 즉, 전자증권제도로의 전환에 무리가 적은 증권부터 단계적으로 시행해 나갈 필요가 있다. 일괄적으로 급격히 전자증권제도를 도입하는 것은 시장참여자의 반발을 일으킬 가능성이 높다. 다른 국가의 도입 사례에서 알 수 있듯이, 적용대상 유가증권의 범위를 단계적으로 확대함으로써 유가증권시장의 충격을 최소화하고 제도 도입의 목적을 달성할 수 있다. 프랑스의 경우 원칙적으로 모든 유가증권에 대한 전자증권화를 추진하였으나, 제도 시행에 5년간의 유예기간을 둠으로써, 시장에 초래되는 혼란을 줄이고자 하였다. 단계적인 제도 시행을 통한 시장안정성의 확보는 이해관계자들의 전자증권제도에 대한 신뢰수준을 높여, 증권부동화로부터 전면적인 전자증권시스템으로의 전환을 원활히 할 것이다.

셋째, 전자증권의 도입은 중앙예탁기관의 계좌등록시스템을 통한 전자화 방식이 일반적이다. 각국의 전자증권제도는 공통적으로 중앙예탁기관의 book-entry 시스템에 등록의 효력을 부과하여 중앙예탁기관이 전자등록부를 운영하는 방식으로 구성되어 있다. 영국의 경우를 보면, 초기에는 소유자명부를 작성하는 등록기관에의 등록을 필요로 하였으나, 권

리이전의 법적 확실성을 보장하기 위하여 중앙예탁기관인 CRESTCo의 계좌대체에 등록의 효력을 부여하였다. 우리나라에서도 이와 비슷하게 중앙예탁기관이 운영 중인 예탁자계좌부에 등록의 법적 효력을 부여하는 방식으로 전자증권제도를 도입하는 것이 제도 변경에 따른 혼란을 줄일 수 있을 것으로 기대된다. 이 경우 현행 증권관리체계가 유지되어 전자등록시스템의 구축이 용이하다는 장점이 있다.

V. 전자증권제도 도입의 효과 분석

1. 전자증권제도 도입 전후의 프로세스 변화
2. 경제모형에 기초한 전자증권의 경제적 효과 분석
3. 전자증권제도 도입의 비용절감효과 분석
4. 전자증권제도 도입의 사회경제적 효과

V. 전자증권제도 도입의 효과 분석

1. 전자증권제도 도입 전후의 프로세스 변화

전자증권제도의 도입은 증권의 발행, 거래 및 소멸에 있어 큰 변화를 초래한다. 이에 따라 본 절에서는 개별 유가증권별로 전자증권 도입 전후의 업무프로세스의 변화를 파악함으로써 전자증권제도 도입의 효과를 보다 구체적으로 살펴본다.

가. 주식

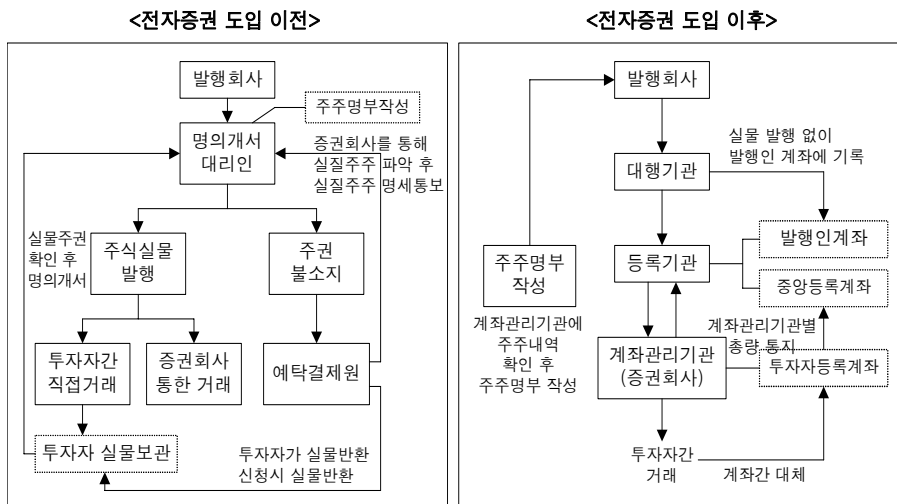
주식의 경우 현재에도 주권불소지제도 도입을 통해 대부분의 상장주식이 불발행되고 있다. 불소지제도는 주주가 발행회사에 주권불소지를 신청하면 발행회사가 실물을 발행하지 않고 한국예탁결제원이 불소지필증을 발행·교부하는 시스템이다. 그러나 주주가 발행회사에 주권발행을 신청하는 경우에는 불소지필증을 제출하고 발행회사는 실물증권을 발행하여 교부하여야 한다.

현재 상장주식의 약 89%, 비상장주식의 경우 75% 정도가 불소지제도에 의해 실물 발행을 하지 않고 있다. 그러나 일부의 경우에는 실물로 주식이 발행되고 있다. 이는 증권회사에 대한 불신, 조세회피적 거래목적, 절권설정의 필요 등이 주된 이유로 판단된다. 실물증권은 증권 보관에 따른 다양한 비용이 유발되고, 분실 등의 리스크에 노출되어 있으며, 금융시장의 투명성을 저해하는 요인으로 작용하기도 한다. 한편 미예탁주식의 경우 주주명부를 확정함에 있어 증권회사 등을 통해 실질주주를 파악해야만 실질주주 명세를 작성할 수 있다. 이에 따라 발행회사를 대

신하여 주주명부를 관리하는 업무를 한국예탁결제원, 국민은행 및 하나은행이 수행하고 있다. 이러한 업무로 인하여 발행회사의 경우 명의개서 대행에 따른 비용이 유발된다.

전자증권제도가 도입되는 경우 현재의 실물발행 주식이 전자등록으로 대체되기 때문에 상장주식의 경우에는 100% 주권불소지가 이루어진다. 주식이 발행될 경우 발행인은 발행내역을 등록기관에 통지하여 전자등록계좌에 등록함으로써 증권발행의 효과를 거둘 수 있다. 이에 따라 발행절차와 시간이 대폭 축소되는 효과를 달성할 수 있다. 증권 양도의 경우에는 증권보유자가 계좌관리기관에 신청하면 양수인의 계좌에 증가기재, 양도인의 계좌에 감소기재되고 거래가 완결된다. 이와 같이 전자증권제도가 도입되면 증권의 발행과 유통이 신속하게 이루어지게 된다. 주주명부 작성의 경우 명부상의 주주가 실질주주이기 때문에 증권발행 및 명의개서대행업무가 필요하지 않으며 따라서 주주명부가 신속하게 작성될 수 있다.

<그림 V-1> 전자증권 도입에 따른 주식업무 프로세스 변화

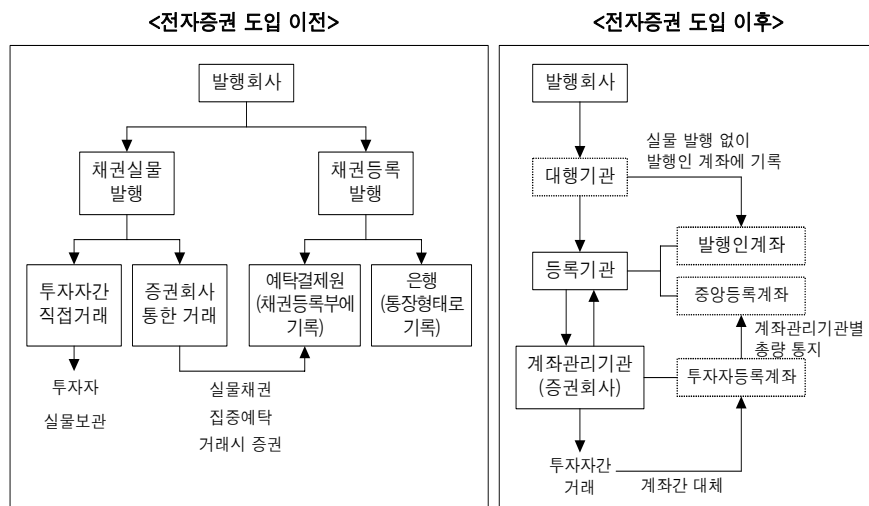


나. 채권

채권의 경우 현재 국채법 및 공사채등록법에 따라 등록기관에 권리를 등록하고 채권을 발행하지 않고 있다. 그러나 채권자가 청구할 경우나, 발행조건이 특이하여 권리행사가 어려운 채권의 경우에는 실물 발행을 하고 있다. 채권 등록업무는 국채의 경우 한국은행이, 공사채의 경우 예탁결제원과 은행이 등록기관 업무를 수행하고 있다. 현재 상장채권은 100% 예탁되고 있으며, 일부 비상장채권은 예탁되지 않고 있는 상황이다. 전자증권제도가 도입되는 경우 모든 채권이 전자등록부에 등록을 통해 발행되며, 이에 따라 실물채권 발행제도는 사라지게 된다.

한편 채권의 등록기관과 관련해서는 현재 국고채와 통안증권의 발행은 한국은행이 등록기관의 역할을 하고 있으며, 나머지 채권은 한국예탁결제원이 등록기관의 역할을 담당하고 있다.

<그림 V-2> 전자증권 도입에 따른 채권업무 프로세스 변화



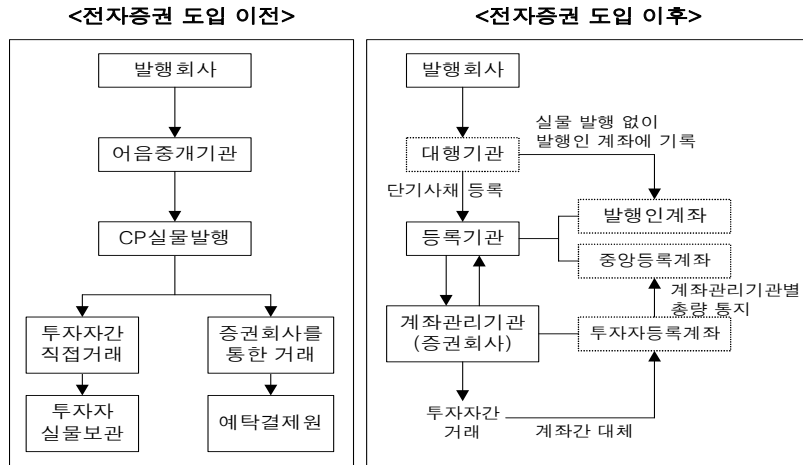
다. 기업어음

기업어음(CP)은 증권의 특성과 어음의 특성이 혼재되어 있는 증권이다. 동 증권은 현재는 100% 실물로 발행되며, 이중 증권회사가 중개하는 증권거래법상의 기업어음과 간접투자재산에 포함된 기업어음은 의무 예탁이 이루어지고 있다. 이에 따라 예탁이 이루어지지 않은 기업어음의 경우 발행규모 및 보유현황의 파악이 쉽지 않고 이로 인해 현재 발행되는 기업어음의 정확한 규모의 산출이 어려운 상황이다. 특히 SK 글로벌 사태나, 카드사태 및 최근 프로젝트 파이낸스에 기초한 ABCP의 급등 등에서도와 같이 재무곤경에 처한 기업이 기업어음의 발행을 급격히 증대시키면서 전체 금융시장 전반에 신용경색을 초래하는 문제를 발생시키기도 하였다.

따라서 기업어음의 경우 다른 증권에 비해 전자증권화의 필요성이 크다고 할 수 있다. 기업어음의 전자증권화는 크게 두 가지 방향에서 이루어질 수 있는데, 하나는 기업어음을 전자증권화하는 방안이고 다른 하나는 기업어음 대신 단기사채제도를 도입하는 방안이다. 어떠한 방향이라도 전자증권제도를 도입하는 경우에는 단기자금조달 시 실물을 발행하지 않고 전자등록부에 등록을 하는 방식을 도입하게 된다. 이를 통해 전체 시장규모를 정확히 파악할 수 있고, 거래 실명제가 도입되어 시장 투명성에 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 다만 기업어음의 경우 어음의 특성을 지니고 있기 때문에 전자등록제도를 도입하는데 일부 제도적인 제약요인이 존재한다.

기업어음의 전자증권제도가 도입되는 경우 현재 100% 실물 발행을 하고 있는 기업어음이 전자등록으로 대체됨으로써 기업어음 발행 프로세스가 크게 변화하게 된다. 즉 현재의 실물 발행이 완전히 전자등록부로 대체됨으로써 발행시간과 비용이 단축되고 시장의 투명성이 크게 제고될 수 있을 것이다.

<그림 V-3> 전자증권 도입에 따른 기업어음 업무 프로세스 변화



2. 경제모형에 기초한 전자증권의 경제적 효과 분석

전자증권의 도입 이후 투자자들이 발행기업의 주주 및 재무현황(주식, 채권, CP 및 기타 유가증권)에 대한 정보를 수집하는데 소요되는 모니터링 비용이 크게 감소하여 투자자(기관 및 일반투자자)와 정책당국이 유가증권의 발행, 양도 및 권리행사와 기업의 주주 및 재무현황과 같은 '금융거래정보'를 보다 수월하게 접할 수 있을 것이다. 이하에서는 다수의 발행기업과 투자자가 공존하는 자본시장 모형을 기초로 투자자의 모니터링 비용 하락이 자본시장 투자자들의 후생효과와 더불어 발행기업의 자본비용, 자본시장 활성화 등에 미칠 영향에 대해 고찰한다.

가. 발행기업 문제

모형에서는 자금조달의 유보가치(또는 프로젝트 유보가치)가 상이하다는 점을 제외하고는 동일한 발행기업이 무수히 많이 존재하고 그 규모는 K 라고 가정한다. 설비 투자자금 1이 투입되면 성공할 때 R , 실패할 때 0의 수익을 얻게 되는 프로젝트가 있다고 가정한다. 또한 아래의 식(1)에서와 같이 프로젝트 성공확률 $p(e)$ 가 노력수준²⁰⁾ e 에 대해 증가하는 오목함수(concave function)임을 가정한다.

$$p'(e) > 0 \quad p''(e) < 0 \quad (1)$$

1) 자기자본 투자 시 발행기업의 최적 노력수준

여기서는 먼저 발행기업이 자신의 자본으로 프로젝트를 수행할 때 노력수준을 선택하는 문제를 고려한다.²¹⁾ 이 경우 발행기업의 기대이윤은 프로젝트 성공확률에 성공 시 수익을 곱한 값에서 노력수준에 따르는 비용과 투자비용을 뺀 것으로서 아래의 식(2)와 같다.

$$\max_e p(e)R - e - 1 \quad (2)$$

또한 최적의 노력수준이 0보다 크도록 발행기업 이윤이 적정 노력구

20) 여기서 노력이란, CEO의 개인 유용이나 개인적으로 보다 중요한 사업에 치중하지 않고 프로젝트에 대한 충실한 업무추진을 의미한다.

21) 이것은 자본시장에서 투자자와 유가증권 발행기업과의 관계에서 일어나는 대리인 비용 문제를 비교하기 위해서 분석한 상황이다.

간에서 $p(e)R - e - 1 > 0$ 라고 가정한다. 이 때 식(2)를 1계 미분하여 구한 발행기업의 최적노력수준은 $\hat{e} = p'^{-1}(1/R)$ 또는 $p'(\hat{e}) = 1/R$ 이 된다.²²⁾ 특히 식(2)에서 구한 최적의 노력수준은 타인의 자본을 이용하여 발생하는 대리인 비용(agency cost)에 의해 왜곡되지 않음을 알 수 있다. 노력수준 $\hat{e} = p'^{-1}(1/R)$ 은 결국 사회적 후생을 극대화하는 수준이다.

2) 외부 투자자로부터 자금조달 시 발행기업의 최적노력수준

반면 발행기업이 프로젝트에 대한 자금을 전액 외부 투자자들로부터 조달하는 경우, 발행기업은 식(3)의 이윤함수를 극대화하는 노력수준을 선택하게 된다. 아래의 식(3)에서 r 은 외부 투자자가 발행기업에게 설비 투자자금 1을 투입할 때 프로젝트 성공 시 받게 될 보상이 된다. 외부 투자자 또한 프로젝트 실패 시 0의 보상을 받게 된다.

$$\max_e p(e)(R-r) - e \quad (3)$$

식(3)을 e 에 대해서 1계 미분하여 구한 발행기업의 최적 노력수준은 $e^* = p'^{-1}(1/(R-r))$ 또는 $p'(e^*) = \frac{1}{R-r}$ 임을 알 수 있다. 여기서의 노력수준 e^* 는 앞에서 구한 사회적 최적노력수준 \hat{e} 보다 작다.²³⁾ 이유는 투자자의 자금을 이용한 경우 자신의 자본을 투자한 경우보다 노력수준을 증가함에 따라 그에 상응하는 보상 중 일부분을 외부 투자자와 나누어 가져야 하고 이에 따라 발행기업은 이전보다 낮은 노력을 하기 때문이다.

22) 식(2)의 1계 조건은 $p'(e)R - 1 = 0$, 2계 조건은 $p''(e)R < 0$ 이다.

23) $p'(\hat{e}) (= 1/R) < p'(e^*) (= 1/(R-r))$ 이고 $p'(\cdot)$ 가 노력에 대해서 감소함수($\because p''(e) < 0$)이므로, $e^* < \hat{e}$ 이 성립된다.

3) 투자자 모니터링과 발행기업의 최적 노력수준

모형에서는 특히 발행기업의 건전한 재무현황이 CEO 및 임원들의 프로젝트에 대한 노력수준에 의해 크게 영향을 받는다고 가정한다. 즉 투자자들이 모니터링을 통해서 노력수준과 관련이 높은 재무현황을 알아낼 수 있다면 투자자는 모니터링을 하는 것이 보다 나을 수 있다. 모니터링이 가능할 때의 발행기업 이윤함수는 아래의 식(4)와 같다.

$$\max_e \lambda [p(e)(R-r) - e - \Pr(B|e)\delta] + (1-\lambda)[p(e)(R-r) - e] \quad (4)$$

여기서 λ 는 투자자의 모니터링 확률이다. 투자자가 모니터링을 하게 되면 모니터링 정보(information, signal)가 “bad(B)” 아니면 “good(G)” 둘 중의 하나가 나오고, 노력수준 e 가 감소할수록 bad signal이 나올 확률이 증가한다고 가정한다. ($\frac{\partial}{\partial e} \Pr(B|e) < 0$) 이러한 가정에 기초하여 식(4)의 첫 번째 항은 투자자 모니터링 시 투자자가 얻게 되는 정보가 “bad(B)”로 나오면 발행기업이 추가적인 자금조달비용 δ (24)을 지불하게 됨을 의미한다. 아래의 식(5)는 식(4)로부터 구한 1계 조건이다.

$$\frac{\partial p(e^*)}{\partial e} (R-r) - 1 - \lambda \delta \frac{\partial}{\partial e} \Pr(B|e^*) = 0 \quad (5)$$

식(5)로부터 투자자의 모니터링 확률 λ 가 증가함에 따라 발행기업 노력 수준 또한 증가함을 알 수 있다.²⁵⁾ 이유는 투자자의 모니터링 정보가

24) 외부 투자자는 모니터링으로부터 구한 정보를 기초로 하여 투자회수를 조기에 하거나 발행기업에 대한 자금지원이나 투자를 감소시킴으로써 프로젝트의 금융비용을 추가로 높일 수 있다.

25) λ 의 증가에 따라 노력 수준이 증가함을 증명하기 위해서는 식(5)의 1계조

“bad”일 때 추가적인 자금조달비용(δ)에 직면하게 되지 않도록 발행기업은 모니터링이 없었을 때보다 노력수준을 증대하려고 하기 때문이다.

4) 투자자 모니터링과 발행기업의 투자자금 수요함수

여기서는 발행기업 이윤함수를 통해 투자자금에 대한 수요를 고려한다. 발행기업의 자금조달에 대한 유보가치 w 는 단일분포 $U[0, R]$ 를 가진다고 가정한다. 아래의 식(6)의 좌변은 발행기업이 최적의 노력수준으로 프로젝트를 수행했을 경우 얻게 되는 기대이윤이며, 이러한 기대이윤이 우변의 유보가치 w 보다 클 때만이 투자를 하게 될 것이다. 따라서 식(6)의 경우와 같이 좌변이 우변보다 큰 발행기업은 투자를 할 것이다.

$$p(e^*)(R-r) - e^* - \lambda \delta \Pr(B|e^*) > w \tag{6}$$

$$I_d = K \int_0^{\hat{w}} dw = \frac{K}{R} \hat{w} \tag{7}$$

식(7)에서 $\hat{w} = p(e^*)(R-r) - e^* - \lambda \delta \Pr(B|e^*)$ 은 자금조달의 유보가치와 현재의 자금조달로부터의 기대이윤이 동일한 발행기업의 유형이 된다. 결국 총 투자수요는 식(6)에서 \hat{w} 보다 작은 유보가치를 가진 유형의 발행기업 투자로 구성된다.

건의 좌변식이 λ 의 증가함수임을 보이면 된다. 가정($\frac{\partial}{\partial e} \Pr(B|e) < 0$)에 의해서 $-\lambda \delta \frac{\partial}{\partial e} \Pr(B|e) > 0$ 임을 알 수 있고, 이에 따라 식(5)의 1계조건 좌변식은 λ 의 증가함수임을 알 수 있다.

정리 1. 총 투자수요는 이자율 r 과 투자자의 모니터링 확률 λ 에 대해 감소한다.

증명) 투자수요 함수 $I_d = K \int_0^{\hat{w}} dw = \frac{K}{R} \hat{w}$ 를 이자율 r 에 대해서 1계 편미분하게 되면 $\frac{\partial(K\hat{w}(r,\lambda)/R)}{\partial r} = -\frac{p(e^*)K}{R} < 0$ 이 되어, 이자율 증가에 대해 투자수요는 감소한다. 또한 모니터링 확률 λ 에 대해서도 투자수요 함수를 미분하면 $\frac{\partial(K\hat{w}(r,\lambda)/R)}{\partial \lambda} = -\delta \text{Pr}(B|e^*)K < 0$ 이 된다. 즉 모니터링 확률이 클수록 발행기업에 의한 총 투자수요는 감소한다.

이상의 분석에서 유도된 정책적 함의는 투자자에 의한 모니터링 증가는 발행기업으로 하여금 노력수준을 증대시켜 발행기업 CEO 또는 임직원들에 의한 도덕적 해이(moral hazard) 문제를 완화시킨다는 점이다. 이자율이 동일하다면 투자자의 모니터링 증가로 노력수준을 증대해야 하는 발행기업 중 몇몇은 현재의 자금조달을 포기하게 되고 이에 따라 자금수요는 감소하게 된다.

나. 투자자 문제

1) 모니터링 비용과 투자자의 효용함수

투자자의 경우 투자의 유보가치와 모니터링 후 투자금 조기회수로 인한 비용이 상이하다는 점을 제외하고는 동일한 투자자는 무수히 많이 존재하고 그 규모는 S 라고 가정한다. 특히 투자의 유보가치나 투자금 조기

회수로 인한 비용은 투자자 개인의 사적 정보라고 가정한다.²⁶⁾ 그들의 선택은 자신들의 효용을 극대화하기 위해서 투자여부와 동시에 최선의 모니터링 선택(모니터링 확률)을 한다. 모니터링 후 bad signal을 받았을 때 투자금 조기 회수시 추가비용을 감안한 이자율을 $r_{LD}(r_{LD} \leq r)$ 라 정의하자. 특히 r_{LD} 는 확률변수로서 분포 $F[0, r]$ 를 가지며 투자자의 유형을 결정한다. F 는 일반적인 분포함수로서 어떠한 특정한 분포를 지칭하지 않는다. 또한 r_{LD} 에 대한 분포 가정은 투자금 조기회수시 이자율을 전혀 받지 못하거나($r_{LD} = 0$) 투자금 조기회수에 따른 추가비용이 전혀 없는($r_{LD} = r$) 투자자의 유형을 모두 포함하고 있다.²⁷⁾

투자자가 모니터링을 한다면, bad signal일 때는 r_{LD} 의 이자율로 투자금의 회수가 가능하고 good signal일 때는 프로젝트 성공 시 이자율 r 로 투자금의 회수가 가능하다. 단, 이때 모니터링에 따른 비용 μ 를 지불해야 한다. 반면 투자자가 모니터링을 하지 않는다면 signal을 받지 못하므로 기대된 성공확률에서 이자율 r 을 받게 된다. 아래의 식(8)은 투자자의 효용 함수로서 다음과 같다.

-
- 26) 투자자의 유형은 투자의 유보가치와 투자금 조기회수로 인한 비용에 의해 결정될 것인데, 이러한 두 변수는 상호 독립적이라고 가정한다.
- 27) 이러한 양 극단의 투자자들이 실제로 나타나기는 어렵지만 투자자 유형의 영역을 이러한 극단 점까지 확장하고 분포 또한 특정한 분포로 제한하지 않더라도 모형에서의 질적인 결과에는 영향을 주지 않는다. 예를 들면, 투자금 조기회수시 추가적인 비용이 들어가지 않는 투자자의 경우 모니터링을 할 가능성이 높으며 추가적인 비용이 매우 큰 투자자의 경우 모니터링을 하지 않을 가능성이 높다. 다만 분포에 따라서 균형 모니터링 투자자의 비율이 높거나 낮을 수 있다.

$$U(\lambda; r_{LD}) = \begin{cases} \Pr(B)r_{LD} + \Pr(G)E[p(e)r|G] - \mu - 1 & \text{if } \lambda = 1 \\ \Pr(B)r_{LD} + \Pr(G)E[p(e)r|G] - \mu - 1 \text{ or } E[p(e)r] - 1 & \text{if } \lambda \in (0,1) \text{ (8)} \\ E[p(e)r] - 1 & \text{if } \lambda = 0 \end{cases}$$

여기서 μ 는 투자자의 모니터링 비용이다. 식(8)에서 알 수 있듯이 투자자들은 r_{LD} 와 모니터링 여부에 따라 효용이 결정된다. 만약 모니터링 시 효용이 더 높다면($\Pr(B)r_{LD} - \mu > \Pr(B)E[p(e)r$]), 투자자는 모니터링을 할 것이며, 그 반대라면 투자자는 모니터링을 하지 않을 것이다. 즉 r_{LD} 에 따라 투자자는 모니터링 여부를 결정하게 된다.

첫째로 모니터링 비용(μ)이 낮을수록 투자자들은 모니터링 할 때의 효용이 증가함을 알 수 있다. 직접적인 비용 감소로 인한 모니터링 증가는 높은 위험성을 지닌 발행기업으로부터 조기의 자금회수를 가능하게 만들어 투자자의 효용을 증가시키게 된다. 둘째로 모니터링 비용감소로 인한 모니터링 증가는 발행기업의 노력수준을 높이고 이에 따라 재무구조의 signal이 good일 확률을 높일 것이다. 즉 투자자는 보다 높은 이자율 회수확률(프로젝트 성공확률)을 가지게 되어 간접적으로 보다 높은 효용을 얻게 될 것이다. 정리하자면 모니터링 비용의 감소는 투자자의 효용을 직간접적으로 증대시켜 종국적으로는 투자공급을 증가할 가능성이 높다.

2) 모니터링 비용과 투자자의 투자자금 공급함수

여기서는 투자자의 효용함수를 통해 투자자금에 대한 공급을 고려한다. 투자의 유보가치(ν)가 단일분포 $U[0, R]$ 를 가진다고 가정한다. 이에 따라 투자자는 발행기업 프로젝트 투자로부터의 기대효용이 대안적인

자신의 유보가치보다 클 때 프로젝트에 투자할 것이다. 아래의 식(9)는 모니터링을 하게 될 투자자의 투자결정, 모니터링을 랜덤하게 할 투자자의 투자결정과 모니터링을 하지 않을 투자자의 투자결정 조건을 나타내고 있다. 식(9)에서 쉽게 알 수 있듯이 투자의 유보가치가 낮은 투자자일수록 투자자의 유형(r_{LD})에 상관없이 투자할 가능성이 높음을 알 수 있다.

$$\begin{cases} \Pr(B)r_{LD} + \Pr(G)E[p(e)r|G] - \mu - 1 > \nu & \text{if } \lambda = 1 \\ \Pr(B)r_{LD} + \Pr(G)E[p(e)r|G] - \mu - 1 = E[p(e)r] - 1 > \nu & \text{if } \lambda \in (0,1) \\ E[p(e)r] - 1 > \nu & \text{if } \lambda = 0 \end{cases} \quad (9)$$

전체 투자공급 함수는 식(9)로부터 아래와 같이 구할 수 있다.

$$\begin{aligned} I_s = S \int_{E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)}}^r \int_0^{\Pr(B)r_{LD} + \Pr(G)E[p(e)r|G] - \mu} \frac{1}{R} dv dF(r_{LD}) & \quad (10) \\ + S \int_0^{E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)}} \int_0^{E[p(e)r]} \frac{1}{R} dv dF(r_{LD}) \end{aligned}$$

여기서 S 는 잠재적인 투자자의 규모를 나타내고 있다. 위의 식(10)은 총 투자공급함수²⁸⁾가 잠재적인 투자자 규모에 발행기업의 프로젝트에 투자함과 동시에 모니터링을 하는 투자자 비율과 프로젝트에 투자하지 만 모니터링을 하지 않는 투자자비율을 곱한 값임을 나타내고 있다.

28) $1(1 > \lambda > 0)$ 은 $r_{LD} = E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)}$ 일 확률과 동일하며, 연속 분포함수($r_{LD} \sim F[0, r]$)의 특징으로 인하여 그러한 확률은 0이 된다. 따라서 전체 투자공급 함수에서 제외되어도 무방하다.

정리 2. 전체 투자공급은 이자율 r 에 대해서는 증가하지만 모니터링 비용 μ 에 대해서는 감소한다.

증명) 전체 투자공급 함수를 이자율 r 에 대해서 1계 미분하여 구하면 아래의 식과 같이 전개된다.

$$\begin{aligned} \frac{\partial}{\partial r} I_s &= \left\{ 1 - F(E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)}) \right\} \frac{\Pr(G)E[p(e)|G]}{R} - \\ &- f(E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)})E[p(e)|B] \left\{ \frac{\Pr(G)E[p(e)r|G] - \mu + \Pr(B)E[p(e)r|B] + \mu}{R} \right\} \\ &+ F(E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)}) \frac{E[p(e)]}{R} + f(E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)})E[p(e)|B] \frac{E[p(e)r]}{R} \\ &= \left\{ 1 - F(E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)}) \right\} \frac{\Pr(G)E[p(e)|G]}{R} + F(E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)}) \frac{E[p(e)]}{R} \end{aligned}$$

$E[p(e)r] = \Pr(G)E[p(e)r|G] + \Pr(B)E[p(e)r|B]$ 이기 때문에, 위의 1계 조건은 투자공급함수가 이자율에 우상향임을 의미한다. 또한 전체 투자공급함수를 모니터링 비용 μ 에 대해서 1계 미분하면 아래의 식과 같이 된다.

$$\frac{\partial}{\partial \mu} I_s = - \left\{ 1 - F(E[p(e)r|B] + \frac{\mu}{\Pr(B)}) \right\} \frac{1}{R}$$

위의 1계 조건에 의해서 모니터링 비용 μ 이 증가함에 따라 투자공급은 감소하게 된다.

다. 시장 균형(Walrasian Equilibrium)

1) 시장 균형과 정태분석

여기서는 모니터링 비용감소에 따른 균형의 변화를 이해해 봄으로써 모니터링 비용이 시장에 미치는 영향(투자자, 발행기업, 그리고 시장이자율 및 균형 투자규모)을 알아보고자 한다. 시장 균형은 아래의 식(11)과 같이 시장 균형은 앞서 구한 총 투자수요 함수와 총 투자공급 함수가 만나는 이자율과 투자량이 될 것이다. 특히 이러한 균형에서는 균형 이자율과 투자량 이외에도 균형 모니터링 확률과 균형 노력수준도 함께 결정된다.

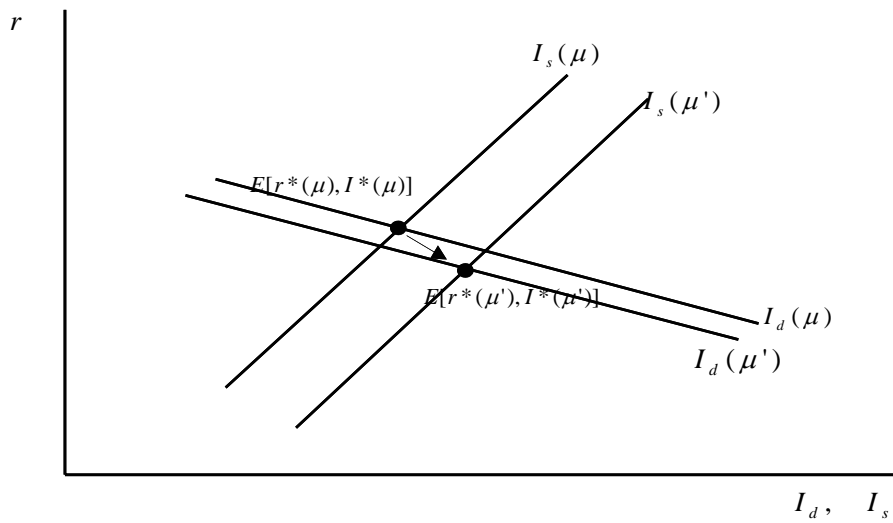
$$I_d(r^*, \lambda^*, e^* | \mu) = I_s(r^*, \lambda^*, e^* | \mu) \quad (11)$$

정리 2로부터 모니터링의 비용감소는 투자공급을 증가시킴을 알 수 있다($\mu \downarrow \mu' \rightarrow I_s(\mu) \uparrow I_s(\mu')$). 또한 모니터링 비용감소는 투자자들의 모니터링을 보다 증가시킬 것이다. 이로부터 발행기업은 증대된 투자자 모니터링에 반응하여 노력수준을 증대시킬 것이다. 즉 발행기업은 보다 높은 노력에서 오는 비용 증대로 투자수요의 감소를 가져올 것이다. 결국 모니터링의 비용감소는 투자수요를 감소할 것이다($\mu \downarrow \mu' \rightarrow I_d(\mu) \downarrow I_d(\mu')$).

<그림 V-4>는 모니터링 비용감소로 균형 이자율이 하락함을 보여주고 있다. 자금조달 수준은 투자자의 투자공급함수와 투자수요함수의 변화량에 따라 달라질 수 있는 반면 우리의 분석결과는 균형 자금조달수준이 다소 증가할 것으로 예상된다. 투자자의 모니터링 비용감소와 발행기업의 도덕적 해이 감소 등의 직접적인 혜택이 크기 때문에 투자공급

함수의 증가(이동)가 클 것인 반면, 투자자의 모니터링 활동의 증가로 인한 발행기업의 투자수요의 감소는 상대적으로 작기 때문이다.

<그림 V-4> 모니터링 비용감소에 따른 시장균형 변화



2) 자본시장에 대한 사회적 효과 분석

모니터링 비용 감소에 따른 새로운 균형에서, 발행기업과 투자자의 행태변화(behavior change)와 후생변화(welfare change)로 구분하여 고려한다.

<표 V-1> 모니터링 비용 감소에 따른 자본시장의 사회적 효과

	행태 변화	후생 변화
발행기업	<ul style="list-style-type: none"> - 노력수준의 증가 (도덕적 해이 감소) - 투자자금 수요의 감소 	<ul style="list-style-type: none"> - 후생의 미약한 감소 · 노력수준 증가로 비용 증가 · $p(e)$의 증가로 이윤 증가 · 이자율 감소로 이윤 증가
투자자	<ul style="list-style-type: none"> - 모니터링 활동 증가 - 투자자금 공급의 증가 	<ul style="list-style-type: none"> - 후생의 증가 · μ의 감소로 효용 증가 · 노력증가에 따른 $p(e)$ 증가로 효용 증가 · 이자율 감소로 효용 감소

투자자의 모니터링 비용 감소는 직접적인 비용 감소 외에도 새로운 균형에서 노력수준 증가로 투자자의 효용을 증가시킬 것으로 기대 된다. 그로 인하여 균형 이자율의 감소가 있지만 투자자의 기대효용은 증가하게 되고 전체 투자자금의 공급이 증가할 것이다. 한편 모니터링 증가로 인한 노력 수준의 증가는 발행기업의 비용을 증가시키지만, 발행기업의 도덕적 해이를 완화시킨다는 점에서 사회 후생적으로 바람직하다고 할 수 있다.

전자증권의 도입은 여기서 가정한 투자자의 모니터링 비용을 크게 감소시킬 것이다. 제시된 모형으로부터 전자증권의 도입은 모니터링 비용의 감소를 통해서 발행기업으로부터는 사회 후생적 측면에서 보다 효율적인 노력수준을 유도하고, 투자자들에게는 직·간접적인 후생증가를 제공하며, 시장 전체적으로는 균형 이자율을 다소 낮출수 있을 뿐 아니라 자본시장을 보다 활성화할 가능성을 높일 것이라는 시사점을 도출하였다.

3. 전자증권제도 도입의 비용절감효과 분석

가. 분석방법

본 분석에서는 2010년부터 모든 대상 증권들의 전자증권화가 이루어졌다는 가정하에 전자증권 도입에 따른 비용절감 효과를 분석한다.

전자증권제도 도입의 경제적인 효과 분석을 위해 전자증권 도입을 전후한 비용 변화를 유발하는 요소를 검토하고 개별 요인별로 비용의 증감을 분석하는 방식을 도입한다.

전자증권 도입을 통한 비용절감 요인을 크게 대별해 보면<표 V-2> 실물증권이 전자증권으로 대체됨에 따른 실물증권 발행비용의 절감 등과 같은 운용비용 절감요인이 있고, 발행된 실물증권의 도난이나 위변조 등에 따른 위험비용의 절감요인이 있으며, 유상증자시 발행기간의 단축에 의한 금융비용 절감과 같은 기회비용 요인이 있다. 비용절감의 주체별로는 발행인, 투자자, 금융중개기관 및 등록기관 등에서 발생하는 비용이 개별 요소별로 절감되는 효과를 보일 수 있다.

비용절감의 효과를 추정하기 위해 각 요소별로 거래참여 주체들의 전자증권 도입을 통해 절감되는 비용이 추정되어야 한다. 우선 운용비용의 경우 발행인이 실물증권 발행을 하지 않음으로써 절감되는 비용 효과가 있다. 이를 추정하기 위해 각 증권별로 과거 7년간 실물 발행의 추이를 분석하고 이러한 추이가 앞으로 지속된다는 가정하에 향후 5년간 실물 발행비용을 예측하여 전자증권제도 도입에 따른 실물 발행 비용의 절감효과를 분석한다. 예탁비용 절감효과의 경우 투자자의 측면에서 실물증권 미발행에 따른 예탁비용 절감효과를 추정하였고, 금융중개회사는 실물 입출고에 소요되는 인적요소 및 제반 비용의 절감효과를 추정하였

으며, 등록회사의 경우에는 예탁업무 폐지에 따른 인건비, 예탁금고 유지비용 등을 추정하였다. 전자증권제도가 도입됨으로써 권리관계를 파악하기가 용이해져서 발행인이 주주명부 작성 등에 지불하는 비용이 크게 절감될 수 있으며, 이러한 주주명부 작성에 따른 과거 비용에 근거하여 동 비용의 절감효과를 추정하였다. 한편 위험비용은 실물증권과 관련한 사고에 의해 발생하는 비용을 의미한다. 동 비용의 추정을 위해 본 분석에서는 CD, CP 등의 과거 사고실적 추이를 분석하여 향후 5년간 사고 발생 가능성을 통계적으로 추정하였다. 전자증권이 도입되는 경우 실물증권의 사고발생 가능성이 크게 줄어들기 때문에 위험비용의 현저한 감소효과를 기대할 수 있다. 기회비용의 경우 실기주 감소 등으로 인한 금융비용 및 유상증자시 발행기간 단축으로 인한 금융비용이 절감될 수 있다는 가정하에 동 비용을 추정하였다.

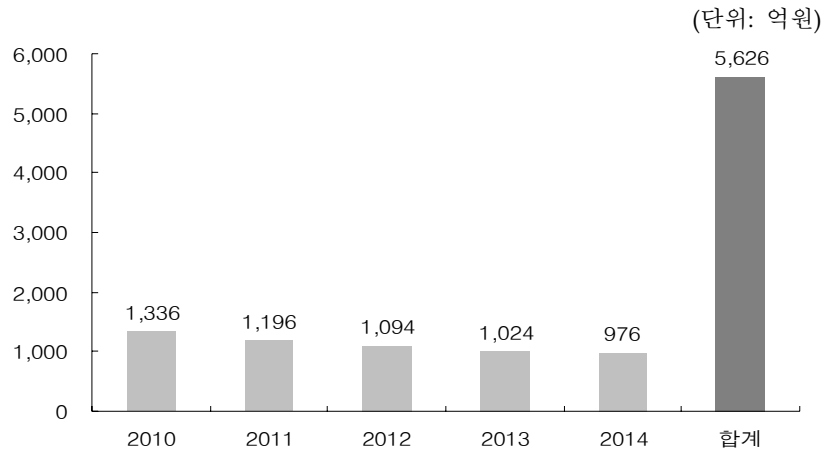
<표 V-2> 전자증권제도 도입에 따른 비용 절감 요인

구분	비용요소	시장참여자	주요 비용 요소
운용 비용 절감	실물 발행	발행인	실물증권 제조, 교부 및 폐지 관련 비용 절감
	예탁비용	투자자	실물보관비용
		금융중개회사	실물 입출고 관련 비용
		등록기관	예탁, 반환, 입고 등에 따른 인건비 및 예탁금고 유지비용
	매매, 청산, 결제	금융중개회사	사고관리비용
		등록기관	사고증권의 예탁, 반환, 입고의 처리 비용
	권리관계	발행인	주주명부작성 비용
		금융중개회사	실기주 관리 비용
		등록기관	명의개서비용, 실기주 관리비용
위험 비용	매매, 청산, 결제	투자자	실물증권의 도난, 위변조에 따른 손실
		발행인	실물증권의 도난, 위변조에 따른 손실
기회비용	기회비용	투자자	실기주 감소로 인한 금융기회 비용, 신규 발행 증권 조기 유통을 통한 금융비용 절감
		발행인	유상증자시 발행기간 단축에 따른 금융기회 비용

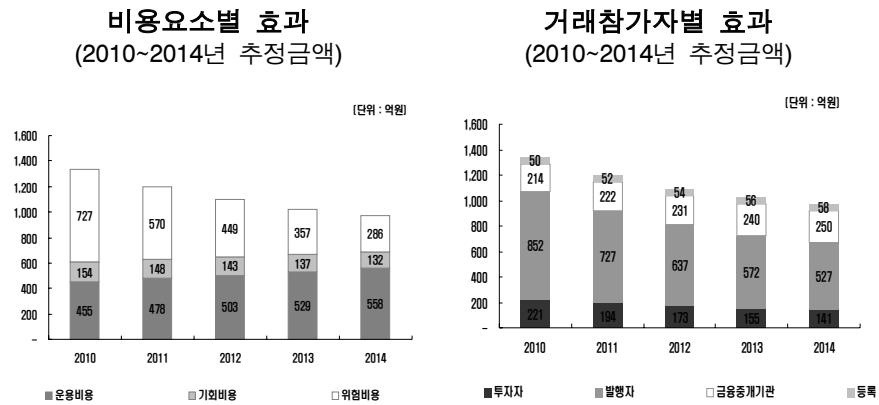
나. 분석결과

전자증권 도입에 따른 비용절감효과를 분석한 결과 도입 이후 5년간 연평균 1,125억원, 누적으로는 5,626억원의 비용절감효과가 있는 것으로 나타나고 있다. 연도별로 보면 전자증권제도 도입 초년도에 비용절감효과가 가장 큰 것으로 나타나고 있고, 그 효과는 점차 감소하는 모습을 보이고 있다. 이는 실물증권 발행에 따른 비용 및 위험비용이 전자증권제도 도입 이후 점차 감소하는 데에 따른 것으로 보인다.

<그림 V-5> 전자증권제도 도입에 따른 비용절감 효과



<그림 V-6> 전자증권제도 도입에 따른 요소별, 거래참가자별 비용절감 효과



비용 요소별 절감효과를 보면, 전체적으로는 운용비용의 절감효과가 가장 크고, 위험비용과 기회비용의 순서로 나타났다. 연도별로는 도입 초년도에는 위험비용이 운용비용에 비해 절감효과가 큰 것으로 나타났고, 이후 위험비용은 점차 감소하는 것으로 나타나고 있다.

한편 거래참가자별 비용절감 효과를 보면 발행인의 절감효과가 가장 큰 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 전자증권 도입에 따라 일부 실물로 발행되었던 주식 및 기업어음의 실물 미발행으로 인한 비용절감 효과가 큰 것에 기인한다.

4. 전자증권제도 도입의 사회경제적 효과

전자증권제도의 도입은 제반 비용의 절감과 더불어 금융시장의 투명성을 제고시키는 효과를 나타낼 것으로 기대된다. 특히 실물로 발행되고 있는 유가증권을 전자등록으로 대체함에 따라 비용절감효과와 더불어 시장의 투명성을 제고시키는 효과를 기대할 수 있다.

현재 전액 실물발행이 되고 있는 기업어음이나 양도성예금증서의 경우 투자자가 발행 정보에 쉽게 접근할 수 없고, 사모 형태로 발행되고 있기 때문에 시장투명성이 낮은 상황이다. 기업어음은 발행절차가 간편²⁹⁾하고 담보없이 신용으로 발행되기 때문에 신속한³⁰⁾ 자금조달수단으

29) 주식, 회사채 발행을 위해서는 상법, 증권거래법 등에 의해 이사회 의결, 금융위원회에 발행기업 등록, 유가증권신고서의 제출 등 복잡한 절차가 필요하나 기업어음은 어음법상의 요건만 충족하면 발행할 수 있다.

30) 채권발행의 경우 인수기관 선정으로부터 발행대금 납입에 이르기까지 통상 7일 정도의 기간이 소요되고 은행 대출의 경우에도 근저당권 설정(담보대출의 경우, 대출건별 약정체결(한도거래 제외) 등의 절차가 요구됨에 따라 신속한 자금조달이 곤란하다.

로 이용되며 금리면에서도 은행대출보다 일반적으로 유리하다.

기업어음 발행기업의 요건과 발행조건은 할인가관에 따라 다소 차이가 있다. 증권회사가 할인하는 경우 발행기업은 상장법인, 금감원 등록법인 또는 정부투자기관이어야 하고 한국기업평가, 한국신용평가, 한국신용정보, 서울신용평가정보 등의 4개 신용평가기관중 2개 이상의 기관으로부터 B등급 이상의 신용등급을 받아야 한다. 발행조건을 보면 기업어음의 최장만기는 1년 이내이고 최소액면금액은 1억원 이상으로 제한되어 있다.

종합금융회사가 할인하는 경우 종합금융회사는 해당기업에 대한 철저한 신용조사와 함께 재무구조 및 경영상황 등을 분석하여 적격업체를 선정한 후 약정을 체결하고 동일인 여신한도³¹⁾ 이내에서 적정할인한도를 설정한다. 다만 할인어음의 매출 시 적어도 B등급 이상이 요구되고 있기 때문에 증권회사와 마찬가지로 신용등급 B등급 이상 기업을 위주로 하고 있다.

한편 자본시장법 시행령 제4조에서는 현행의 기업어음의 요건을 모두 삭제하고 기업의 위탁으로 지급을 대행하는 은행이 교부한 어음용지(조폐공사용지)를 활용한 기업어음은 모두 금융투자상품(증권)에 포함시키고 있다. 이에 따라 기업어음의 만기, 신용등급 등의 제약이 사라짐으로써 발행조건이 이전에 비해 더욱 확대되었다.

이와 같이 기업어음은 등록 등의 절차가 없어 발행절차가 간편하고, 신속한 자금조달 수단의 기능을 하고 있기 때문에 기업의 단기자금조달 수단으로 널리 활용되어 왔다. 그러나 기업어음시장에 대한 정보투명성이 낮기 때문에 기업어음시장에 대하여 적절한 규제가 이루어지지 못하다는 문제가 존재한다. 이에 따라 기업어음 발행 규모가 큰 기업이 부실화되는 경우 투자자들이 큰 손실을 입게 되고, 기업어음시장이 급격하게 위축됨은 물론 기업어음을 편입한 간접투자상품에 대한 환매요구가 집

31) 종합금융회사에 관한 법률 제15조 제4항에 의해 자기자본의 20%이내이다.

중됨으로써 금융시장 전체가 불안정해지는 문제가 종종 발생하였다.

전자증권제도를 도입할 경우 이러한 시장투명성의 문제가 해소될 수 있다. 기업어음이 전자증권제도에 포괄되는 경우 투자자 및 규제기관이 기업어음 발행정보 및 유통정보를 쉽게 파악할 수 있기 때문에 동 시장의 투명성이 제고될 수 있다. 또한 실물증권의 변칙거래를 통한 음성적인 거래를 차단함으로써 사회경제적으로 효익을 높이는 효과도 기대할 수 있다. 특히 전자증권제도의 도입은 금융거래정보를 집중 관리하고 투자자, 발행기관 및 정책당국 등에 양질의 정보를 적시에 제공함으로써 시장 투명성을 제고하는 효과를 기대할 수 있는 것이다.

그럼에도 불구하고 기업어음은 어음의 특성과 유가증권의 특성을 동시에 지니고 있어 전자등록제도를 도입하는 데에 제약이 존재한다. 따라서 기업어음의 경우에는 이를 대체하는 단기사채제도를 도입할 것인지 아니면 배서·양도의 특성을 부가한 기업어음 전자등록제도를 도입할 것인지의 여부에 대한 추가적인 검토가 필요한 상황이다.

VI. 전자증권제도의 도입방안

1. 전자증권제도
2. 전자증권의 법제화 방식
3. 국채 등록기관

VI. 전자증권제도의 도입방안

1. 전자증권제도

외국의 전자증권제도 도입 사례를 보면 해당 국가의 증권시장 특성과 예탁결제제도 및 금융환경에 따라 내용이 서로 다르게 나타나고 있다. 국내 전자증권제도 도입에 있어서도 국내 금융상황에 적합한 제도의 도입을 검토할 필요가 있다. 즉 전자증권제도의 도입목적과 도입을 위한 기준을 설정하고, 국내의 상황에 대한 검토에 기초하여 적용대상 증권, 적용범위, 등록방식, 전자증권제도 관련 법률, 등록기관의 측면에서 가장 바람직한 제도를 설정해야 한다.

가. 전자증권제도 적용대상 증권의 범위

우선 전자증권제도가 적용되는 증권의 범위와 관련하여 어떤 증권을 대상으로 할 것인가에 대한 검토가 필요하다. 또한 대상증권에 대해 의무적으로 전자등록제도를 적용할 것인지의 여부도 고려해야 한다.

전자증권제도의 적용대상 증권과 관련하여 시장의 투명성과 거래의 효율성을 제고시킬 필요가 있는 증권은 모두 전자증권제도에 포함시킬 필요가 있다. 구체적으로 자본시장법 상 증권에 대해 적용하되 증권과 유사한 특성을 지니고 유통성을 지니고 있는 양도성예금증서를 포함시킬 필요가 있다. 이 경우 기업어음도 자본시장법 상 채무증권에 포함되기 때문에 당연히 전자증권의 대상에 포함된다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 기업어음의 경우에는 증권의 특성과 어음의 특성을 동시에 지니고 있기 때문에 전자등록방식의 도입에 제약이 존재한다. 따라서 기업

어음에 대해 전자증권제도 도입이 어려울 경우 단기사채제도를 도입하고 기업어음을 단기사채로 유도하는 방안도 검토되어야 한다.

한편 모든 대상 증권을 전자증권화할 것인지, 아니면 상장 및 공모 발행증권만을 전자증권화할 것인지와 같은 증권의 전자등록제도 적용범위에 대해서도 검토가 필요하다. 모든 증권을 전자증권화하는 경우 제도 도입의 효과를 극대화하고 투자자의 혼란을 방지한다는 장점이 있으나 증권발행을 하지 않는 소규모 기업 등도 그 대상이 되기 때문에 발행기업의 부담이 증가할 수 있다. 따라서 원칙적으로 발행인이 신청하여 전자증권제도의 적용을 받을지 선택을 하되 상장증권 및 공모 발행증권의 경우에는 의무적용을 하는 것이 바람직한 방안이 될 수 있다. 또한 실물 증권과 전자등록의 이원적인 운용의 비효율을 제거하기 위해 일정한 기간을 두고 전자증권제도가 적용되는 증권의 경우에는 실물 발행을 금지하는 방안도 마련되어야 한다.

나. 등록방식

등록방식은 모든 투자자가 중앙등록기관에 계좌를 직접 개설하는 직접등록방식과 일반투자자는 계좌관리기관에 계좌를 개설하고 기관투자자만이 등록기관에 계좌를 개설하는 간접등록방식이 있다. 직접등록방식의 경우에는 시스템 구축과 운용에 비용이 과다하게 소요되며, 대용량 데이터 처리가 요구되는 문제가 있기 때문에 간접등록방식이 보다 바람직할 수 있다. 다만 증권회사를 이용하지 않는 투자자 등의 등록을 유도하기 위해 개인 투자자의 경우 간접등록방식을 기본으로 하되 개인투자자가 신청하는 경우 직접등록방식을 허용하는 혼합등록방식을 도입하는 것이 바람직하다.

투자자 보유방식의 경우 투자자가 자기명으로 등록계좌에 직접등록하는 방식과 등록명의인을 이용하여 중앙등록기관에 간접등록하는 방식이 있다. 자기명의등록방식은 현행 예탁결제제도하에서의 투자자에 의한 직접보유의 효과를 승계할 수 있고, 발행인에 대한 직접 권리행사로서 투자자의 권리를 강화할 수 있다는 장점을 지니고 있다. 그러나 증권회사 등의 계좌부에 등록의 효과를 부여함으로써 전자등록제도의 신뢰성 및 안정성에 대한 우려가 발생할 수 있다는 단점을 지니고 있다. 투자자 보유방식의 경우 현행 예탁제도의 법리와 유사하고, 발행인에 대한 직접적인 대항력 확보로 투자자 권리보호를 강화할 수 있기 때문에 자기명의방식의 도입이 바람직하다.

다. 중앙등록기관

중앙등록기관은 계좌 집중등록의 역할을 하고, 전자등록부를 통해 전자증권의 발행 및 유통정보의 관리와 공시를 담당하며, 증권에 대한 권리를 관리하는 기관을 의미한다. 현재 국내의 경우에는 대부분 증권에 대해 한국예탁결제원이 등록기관의 역할을 담당하며, 국채와 통안증권은 한국은행이 발행 등록기관의 역할을 담당하고, 창구매출 은행채의 경우에는 은행이 등록기관의 역할을 하고 있다.

외국의 경우 전반적으로 중앙등록기관을 일원화하는 방향으로 전자증권제도가 마련되고 있다. 이는 전자증권제도가 본질적으로 계좌관리시스템을 전자등록시스템으로 전환하여 운용되는 제도이며 효율성과 체계적인 관리를 통한 안정성 제고의 측면에서 일원적인 관리가 필요하기 때문이다.

국내 전자증권제도의 경우에도 중앙등록기관의 일원화가 추진되어야 할 것으로 판단된다. 발행과 유통을 결합한 효율적인 시스템의 구축 및 전자증권제도의 도입 취지에 부합하는 시스템 구축을 위해서는 일원화 방식이 필요하기 때문이다. 다만 현재 채권 등록업무가 다양한 기관에 의해 이루어지고 있기 때문에 입법과정에서 기존 채권등록기관 간의 긴밀한 협의를 통해 이견을 해소하는 방식으로 일원화를 추진할 필요가 있다.

라. 기존 제도의 개편

전자증권제도가 도입되면 기존에 발행되었던 증권들도 전자증권으로 전환되어야 한다. 기발행 증권의 전자증권 전환 방법으로는 점진적인 전환 방식과 유예기간 후 일괄 시행하는 대안이 있다. 점진적인 전환 방식은 시장충격을 방지하는 효과는 있으나 제도 병존에 따라 비용이 발생하는 단점이 있으며, 일괄 시행 방식은 비용을 절감하는 효과는 있으나 도입에 따른 시장충격의 문제점이 발생할 수 있다. 국내의 경우에는 단계적으로 대상증권을 확대하고, 점진적으로 완전한 전자증권화 방식을 도입하는 것이 시장충격을 최소화하는 방안으로 판단된다.

이와 더불어 전자증권제도의 도입에 따라 기존의 채권등록제도, 명의 개서대행제도 및 예탁제도는 개선이 불가피하다. 채권등록제도의 경우 전자증권제도의 시행시 원칙적으로 폐지하는 것이 바람직하다. 다만 비상장 사모채권 등의 경우 발행인이 전자증권제도 참여여부를 선택할 수 있기 때문에 전자증권제도가 전면 시행되기 전까지 채권등록제도를 병존하되 전면 시행 시에는 채권등록제도를 완전 폐지하는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

명의개서 대행제도의 경우 전자증권제도가 도입되면 명부상의 주주가 실질주주화 되므로 증권발행 및 명의개서 대행업무는 발생하지 않게 된다. 이에 따라 상장법인에 대해 명의개서 대행회사를 의무적으로 선임토록하고 있는 유가증권시장상장규정이 개정되어야 한다.

전자증권제도가 도입되는 경우 개별 실물을 보관하는 예탁제도를 유지하지 않아도 된다. 다만 발행인이 전자증권제도로 전환하지 않는 경우를 대비하여 완전한 전자증권제도 시행 전까지 예탁제도를 일부 유지하되 전면 도입 시에는 예탁제도를 폐지하는 단계적 방안이 바람직하다.

2. 전자증권의 법제화 방식

전자증권제도 관련 법률의 제정에 있어서는 특별법을 제정하여 전자증권제도를 도입하는 방안과 상법을 통해 전자증권제도를 도입하는 방안이 있다. 본 절에서는 상법의 개정을 통해 전자증권제도를 시행하는 경우 나타나는 특징에 대해 살펴보고 특별법의 제정을 통한 경우와 그 장·단점을 비교하고자 한다.

가. 상법상의 전자등록제도 도입과 문제점

현재 개정을 추진 중인 상법개정안에서는 증권의 전자등록제도의 도입에 관한 내용을 담고 있다. 개정방향을 살펴보면, 상법에 주식·사채 등의 유가증권 전자등록에 관한 근거와 전자등록부 기재효력 등의 전자등록제도에 관한 기본적인 사항을 규정하고, 전자등록기관의 지정 및 기타 필요한 사항은 대통령령에 의해 시행하는 것을 주된 내용으로 한다.

상법상의 전자증권제도는 구체적으로 다음과 같이 특징지을 수 있다. 첫째, 상법상의 전자등록제도는 임의적 채택방식을 따르고 있다. 이에 따라 회사는 정관의 규정에 의해 자유로이 전자등록여부를 채택할 수 있다. 정관에 의해 전자등록을 채택한 경우에만 실물유가증권의 발행이 금지된다.

둘째, 상법상의 전자등록대상 유가증권에는 주식, 사채, 그리고 상업증권³²⁾이 해당된다.

셋째, 전자등록부는 공인된 전자등록기관에 의해서만 운영되고, 전자등록기관의 지정은 대통령령에 의하도록 규정되어 있다. 주식의 경우 전자등록부는 주주명부로 간주되고, 전자등록부의 기재에 의해서만 양도·입질의 효력이 발생하며, 권리추정력 및 선의취득 또한 인정된다. 주식의 경우 회사성립일 혹은 주금납입 즉시 전자등록이 이루어져야 하고, 사채의 경우 사채금 납입이 완료된 후 즉시 등록되어야 한다.

상법의 개정을 통한 증권의 전자등록제도 도입 시 나타날 수 있는 문제점은 다음과 같다. 첫째, 상법상의 유가증권은 자본시장에서 거래되는 유가증권 중 일부인 주식과 채권에만 국한되기 때문에 전자증권제도가 상법의 개정을 통하여 이루어질 경우, 자본시장의 모든 유가증권에 대한 포괄적인 도입이 곤란해진다. 그러나 전자증권제도는 자본시장의 모든 유가증권에 대하여 통일된 제도로 규정되는 것이 바람직하다. 간접투자증권, 국·공채, 양도성예금증서, 기업어음, 파생결합증권(ELW, ELS 등) 등의 유가증권에 대한 전자화도 필요한데, 이들 증권은 상법에 의해 규정을 받지 않으므로 상법을 통한 전자화는 제도상의 한계가 있다. 이 경우 전자증권의 도입은 관련된 개별 법령을 개정하거나 별도의 특별법을 제정하여 이루어지게 되므로, 전자증권제도의 관리가 이원화되는 단점을 가진다.

32) 상업증권은 금전의 지급·재화의 인도 또는 사원의 지위를 표시하는 유가증권을 의미한다.

둘째, 증권발행에 관한 일반법인 상법은 본질적으로 증권시장에서의 유통과 결제를 규정하는 데에 있어 한계가 있다. 전자증권제도의 중요한 특징 중의 하나는 증권의 발행(등록)과 유통(결제)업무를 일원화함으로써 제도의 효율성을 증대시킬 수 있다는 사실이다. 상법개정안은 증권유통 및 결제에 관련된 내용이 포함되어 있지 않아서 효율적인 전자증권제도 도입의 장애요인으로 작용할 가능성이 있다.

이러한 잠재적인 문제점들과 관련하여 외국의 사례들을 살펴보면 회사법은 실물증권의 불발행 근거만 규정하고, 전자등록에 관한 사항은 자본시장의 특별법으로 규정하는 것이 일반적이다.³³⁾

나. 특별법을 통한 전자등록제도

전자증권제도가 상법과 유가증권별 발행근거 법률로 다원화되어 운영될 경우 통일적인 정책수행에 제약을 받게 된다. 구체적으로 살펴보면 주식과 회사채는 상법에 의하여, 국·공채는 국채법과 지방채정법에 의하여, 그리고 간접투자증권과 파생결합증권은 자본시장법에 의하여 각각 운영된다. 이와 더불어 유가증권의 발행(등록)과 유통(결제)제도의 분리 운영이 불가피하게 되는데, 유가증권의 전자등록(발행)은 상법에 의하여, 그리고 결제(유통)제도는 자본시장법에 의하여 운영된다. 이는 발행과 결제의 일원화를 통해 효율성을 극대화하고자 하는 전자증권제도의 도입 목적에 제약요인이 될 가능성이 높다.

기술한 바와 같이 전자증권제도의 특성과 안정성 확보를 위하여 기존의 증권에 관한 많은 법률을 일일이 개정하여 전자증권제도를 도입하

33) 영국, 스웨덴 및 일본은 주무부처에서 별도의 특별법을 제정하여 전자증권제도를 도입하였고, 프랑스와 중국은 기존의 금융법 및 증권법을 개정하여 제도의 도입을 추진하였다.

고 그에 따른 여러 가지 법률관계를 규정한다는 것은 법 기술적으로 매우 번잡한 작업이 될 것이므로, 전자증권제도에 관한 특별법을 제정하여 모든 유가증권을 대상으로 통일적으로 도입하는 것이 유리할 것이다. 특별법을 통해 전자증권제도의 도입이 이루어질 경우 다음과 같은 특성을 가질 수 있을 것이다.

첫째, 특별법상의 전자증권제도는 기본적으로 자본시장법상 모든 증권(투자증권)을 대상으로 도입되고, 자본시장법에 포함된 계약상의 권리에 대해서도 적용될 수 있다. 구체적으로 살펴보면 현재 예탁대상 유가증권인 주식, 채권, 수익증권, 자산유동화증권(ABS, MBS) 등의 증권에 대하여 적용되고, 자본시장법에서 증권으로 분류하는 투자계약증권, 파생결합증권 등의 신종증권과 기업어음 및 양도성예금증서 등의 단기금융상품에 대하여서도 적용될 수 있다. 다만 현재 유가증권의 종류별로 실물증권에 대한 수요 및 부동화·무권화 정도가 다르기 때문에 특별법에 의해 도입하더라도 모든 유가증권에 대하여 일시에 전자증권제도를 도입하기는 곤란하고, 도입여건이 성숙된 유가증권별로 단계적으로 도입하는 것이 타당할 것이다.

둘째, 특별법상의 전자증권제도는 임의적 채택방식을 따르는 상법의 경우와는 달리 의무적 적용이 가능하다. 상장증권의 경우에는 증권시장의 효율성을 위하여 상장규정 등에 의하여 전자증권제도를 의무적으로 적용하고, 비상장증권의 경우에는 발행인이 정관 등에 의하여 전자증권제도의 이용 여부를 선택할 수 있도록 하는 것이 합리적일 것이다. 다만 비상장증권 중에서도 공모로 모집·매출하는 증권에 대해서는 상장증권과 동일한 취지에서 감독정책상의 필요에 따라 의무적으로 적용할 필요가 있다. 특별법상의 전자증권제도가 적용되는 유가증권에 대해서는 투자자의 실물증권 발행청구권을 배제하는 방법으로 실물증권의 발행을 금지할 필요가 있는데 이는 실물증권과 전자증권을 혼용하는 경우 그 발행·유통상 혼란이 가중되고 각종 관리비용이 증가하여 전자증권제도 도입의 목적을 달성하기 곤란하기 때문이다.

셋째, 특별법을 통한 전자증권제도 하에서는 투자증권의 발행 및 유통에 따르는 등록업무, 발행·유통정보의 공시업무, 증권거래에 따른 결제업무, 전자증권의 관리업무 등이 중앙등록기관에 의해 일원화된다. 상법을 통해 전자증권제도를 도입할 경우 증권거래의 등록과 유통을 총괄하는 단일 중앙등록기관을 통한 효율성 제고에 한계를 가지게 된다. 이는 전자증권의 도입 이후에도 증권거래의 형태에 따라 여전히 채권등록기관과 명의개서대리인 등에 의한 개별적 관리가 이루어지게 되어 집중화를 통한 비용절감효과가 상대적으로 제한을 받기 때문이다. 특별법을 통한 경우, 전자증권의 발행에 초점을 맞추고 있는 상법에 비하여 유통(결제)을 아우르는 포괄적인 시스템을 갖출 수 있다. 증권별로 분산되어 있는 등록기관을 중앙등록기관으로 집중화하고, 증권거래의 발행인과 중앙등록기관을 직접적으로 연결함으로써 증권거래의 발행 및 유통이 상대적으로 효율화되어 관리비용의 절감에 있어서도 효과가 더 클 것으로 예상된다.

넷째, 특별법에 의한 경우, 증권거래의 발행과 유통에 관련된 모든 정보가 중앙등록기관에 집중된다. 중앙등록기관은 취합된 증권관련정보를 시장참가자 및 감독기관에 적절히 제공함으로써 시장의 투명성을 높일 수 있고, 감독기관은 시장대처 능력을 향상시킬 수 있다. 이는 궁극적으로 시장의 투자자보호 기능의 강화를 가져오게 된다.

이상에서와 같이 전자증권제도가 실효성을 거두기 위해서는 특별법의 형태로 법률체계를 마련할 필요가 있다. 외국의 경우 전자증권제도를 도입한 대부분의 국가가 특별법 형태로 전자증권제도를 도입하고 있다. 이는 전자증권제도가 일반법에 의해 적용되기 어려운 기술적인 특성을 지니고 있으며, 상황의 변화에 따른 유연한 법개정 등이 필요하기 때문이다. 국내의 경우에도 전자증권제도의 적용 유가증권 대상을 보다 확대하고, 전자증권 적용범위는 원칙적으로 회사가 선택할 수 있으나 상장증권 또는 공모증권의 경우에는 의무적용이 필요하다. 또한 예탁제도와 채권등록제도의 개선을 동시에 도모하고, 기술적인 상황에 대한 보다 정교

한 규율체계를 마련하는 방안이 필요하다. 따라서 상법에서는 전자증권에 대한 근거만을 제시하고 보다 구체적인 사항은 특별법의 형태로 법률체계를 마련하는 것이 바람직하다.

3. 국채 등록기관³⁴⁾

전자증권제도의 도입에 있어 국채의 등록기관을 어떤 기관이 담당해야 할지에 대한 쟁점이 존재한다. 이에 따라 가장 적합한 방안을 모색하기 위한 검토가 필요하다.

이에 본 절에서는 국채등록기관의 장단점을 검토하기 위해 국채등록기관과 관련한 세 가지 대안을 검토한다.

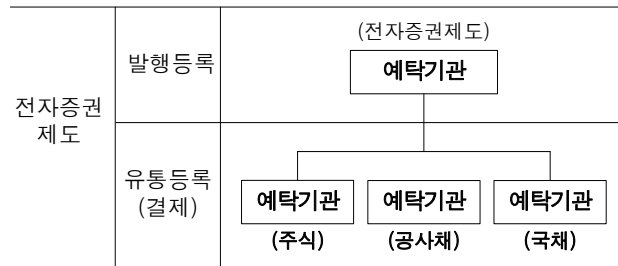
가. 국채등록기관 검토 모형

1) 모델 I

모델 I은 국채를 포함한 모든 증권이 등록기관을 중앙등록기관으로 일원화하는 방안이다. 이 경우 중앙등록기관이 발행등록 및 유통등록을 수행한다.

34) 본 절은 김용재 교수와 조인호 교수가 집필하였다.

<그림 VI-1> 모델 I : 중앙등록기관 일원화



주: 중앙등록기관이 국채를 포함한 모든 증권에 대해 발행등록 및 유통등록(결제) 수행기관이 됨

2) 모델 II

모델 II는 국고채, 재정증권, 통화안정증권 등의 국채³⁵⁾에 대해서는 중앙은행이 발행등록기관이 되고, 중앙예탁기관은 유통등록기관이 되며, 위 국채를 제외한 모든 증권에 대하여는 중앙예탁기관이 등록기관으로서 발행등록 및 유통등록을 수행하는 모델로서, 현행 업무처리방식을 유지하는 방안이라고 할 수 있다.

35) 엄밀히 말하면 통화안정증권은 국가가 지급을 보증하는 국채가 아니고, 통화안정증권법에 의해 등록발행하는 특수채의 일종이지만 중앙은행이 발행등록기관이라는 점을 고려하여 이 보고서에서는 편의상 국채로 분류하기로 한다.

<그림 VI-2> 모델 II: 현행 업무처리 방식 준용

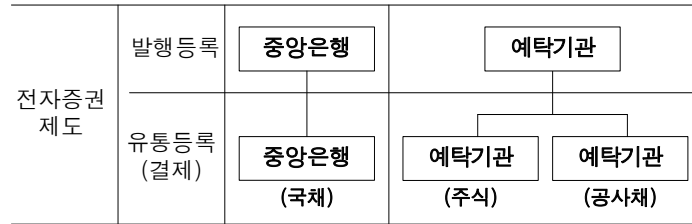
	(전자증권제도)	(전자증권제도)	(전자증권제도)
발행등록	예탁기관	예탁기관	중앙은행
유통등록 (결제)	예탁기관 (주식)	예탁기관 (공사채)	예탁기관 (국채)

주: 국채(국고채, 재정증권, 통화안정증권)에 대하여는 중앙은행이 발행등록기관이 되고, 예탁기관은 유통등록(결제)기관이 됨.
 국채를 제외한 모든 증권에 대하여 예탁기관이 중앙등록기관(발행등록+유통등록(결제))이 됨

3) 모델 III

이것은 중앙등록기관을 이원화하는 모델인데, 국고채, 재정증권, 통화안정증권 등의 국채에 대해서는 중앙은행이 중앙등록기관으로서 발행등록 및 유통등록을 담당하고, 위 국채를 제외한 모든 증권에 대해서는 예탁기관이 중앙등록기관으로서 발행등록 및 유통등록을 담당하는 모델이다.

<그림 VI-3> 모델 III: 중앙등록기관 이원화



주: 중앙은행이 국고채, 재정증권, 통화안정증권 등 국채의 중앙등록기관(발행등록+유통등록(결제))이 됨. 국채를 제외한 모든 증권에 대하여는 예탁기관이 중앙등록기관(발행등록+유통등록(결제))이 됨

4) 자기명의방식과 nominee방식

전자등록제도에서 전자증권에 대한 권리의 보유방식에 관하여 자기명의방식과 nominee방식이 있다. 전자에서 일반투자자는 중앙등록기관에 증권에 대한 권리를 자신의 명의로 기재하고 법적 권리를 직접 행사하는데 반하여, 후자에서 일반투자자는 증권에 대한 권리를 nominee의 명의로 중앙등록기관에 기재하고 nominee가 법적 권리를 행사한다. 본 연구에서는 국채의 발행등록에 관하여 모델 I 과 모델 III은 자기명의방식을 택한 것으로, 모델 II는 nominee방식을 택한 것으로 가정한다.

5) 법제화

국채를 포함한 모든 증권의 중앙등록기관을 예탁기관으로 일원화하는 모델 I 에서는 무엇보다도 국채에 대한 발행등록권한을 중앙은행에게 주고 있는 현행 국채법의 해당규정을 폐지하는 것이 필요할 것이다.³⁶⁾ 이것에 비해 모델 II는 현행법 체제 하에서 큰 법적 변화를 초래

하지 않고 유지될 수 있다. 다만, 전자증권 제도에 관한 특별법을 제정할 때, 다른 증권의 경우와 달리, 국고채, 재정증권, 통화안정증권 등의 발행등록은 중앙은행에서, 유통등록은 예탁기관에서 각각 수행한다는 조항을 명기해야 할 것이다. 모델 III에서는 국고채, 재정증권, 통화안정증권 등에 대해서는 중앙은행이 중앙등록기관으로서 발행등록 및 유통등록까지 담당하게 되므로 중앙은행 내에 유통등록시스템의 신규 구축에 대한 법적인 배려가 필요하다. 즉, 중앙은행을 유통등록기관으로 추가하는 법적조치가 자본시장법 상으로 필요하게 될 것이다.

나. 최적모델의 모색

1) 투자자보호 법리적 관점

모델 II에서는 중앙은행의 국채발행등록계좌부에 예탁기관 명의로 일괄등록되므로 예탁기관이 국가에 대하여 채권자로서의 대항력을 가지게 된다고 볼 수 있다. 즉 예탁기관의 예탁자계좌부에 기재된 국채보유자들이 채권의 실질소유자임에도 불구하고 그들이 직접 국가에 대한 채권자로서의 대항력을 가지지 못한다는 단점이 있다.³⁷⁾ 따라서 자기명의 방식을 택하는 모델 I 과 모델 III이 nominee방식을 택하는 모델 II에 비해 투자자(국채보유자)보호의 법리적 관점에서 볼 때 보다 나은 선택이라고 판단된다.

36) 현재 국채법 제8조 제3항은 국채에 관한 사무를 한국은행이 처리하도록 규정하고 있으며, 국채법시행령 제13조 제1항은 국채의 등록사무를 한국은행 본점이 처리하도록 규정하고 있다.

37) 한국예탁결제원·한국증권법학회·Booz Allen Hamilton(2006)의 73면과 허항진(2008)의 196-197면 참조하였다.

2) 효율성과 편의성의 관점

중앙등록기관을 이원화하는 모델 III은 시장참가자들이 복수의 네트워크와 결제시스템을 마련해야 하므로 추가적인 비용이 들어 비효율적인 면이 있다.³⁸⁾ 이에 비하여 국채를 포함한 모든 증권의 중앙등록기관을 예탁기관으로 일원화하는 모델 I은 모든 증권에 대한 발행등록 및 유통등록을 통합하여 예탁기관이 수행하게 되므로 업무 시너지 효과를 기대할 수 있고 업무 프로세스의 신속성 및 효율성을 제고할 수 있다고 판단된다. 효율성의 관점에서 보면 모델 II는 모델 I과 모델 III의 중간에 위치하고 있다고 볼 수 있다.

현재 담보거래에서 지급의 확실성으로 인하여 국공채 이용이 상당히 높은 비중을 차지하는 것으로 추정되는 바, 담보거래에 활용되기 위해서는 해당증권이 동일한 등록·결제시스템에서 처리되어야 한다. 그런데 모델 III에서는 일정한 국채의 발행등록 및 유통등록을 중앙은행이 담당하고 그 외의 모든 증권의 발행등록 및 유통등록은 예탁기관이 담당하게 되어서 중앙등록결제기관이 이원화되므로 국채담보거래의 편의성이 크게 저하된다는 단점이 있다.³⁹⁾ 또한 모델 III에서는 증권사 입장에서 보면, 국채를 활용한 대차거래, 환매조건부 채권매매 거래, 담보콜거래 등의 편의성이 저하되어 추가적인 무위험자산을 포트폴리오에 편입시켜야 하므로 최적 포트폴리오 구성이 어렵게 된다는 문제가 있다.⁴⁰⁾ 이러한 문제들은 모델 I을 따르면 해소될 것이다.

국채발행자의 입장에서 보면, 필요로 하는 개별투자자별 국채보유내역에 관한 정보를 중앙등록기관이 실시간으로 확인할 수 있는 자기명의

38) 한국예탁결제원·한국증권법학회·Booz Allen Hamilton(2006)의 98면을 참조하였다.

39) 한국예탁결제원·한국증권법학회·Booz Allen Hamilton(2006)의 99면을 참조하였다.

40) 한국예탁결제원·한국증권법학회·Booz Allen Hamilton(2006)을 참조하였다.

방식을 택하는 모델 I 과 모델 III이 nominee방식을 택한 모델 II에 비해서는 편의성이 높은 것으로 판단된다.⁴¹⁾ 그러나 국고채, 재정증권, 통화안정증권 이외의 다른 증권까지 포함하여 개별투자자별로 모든 증권의 보유내역을 감독당국의 입장에서 파악하는데 있어서는 모델 I 이 모델 III보다 편리하다.

시장참가자 입장에서 보면, 국고채, 재정증권, 통화안정증권에 대해서 발행등록기관(중앙은행)과 유통등록기관(예탁기관)을 분리하는 모델 II는 국채시장참가자가 복수기관을 상대해야 하므로 위 국채에 대해서 발행등록과 유통등록을 한 기관에 집중시킨 모델 I 과 모델 III에 비해서 불편이 예상된다. 예컨대 위 국채 중도상환의 경우에 처리방식을 보면, 입찰에 참여하여 낙찰받은 국채 Primary Dealer가 “중앙은행의 국채등록부상 올라가 있는 자기의 계좌”에서 등록수량을 보유한 후 중앙은행이 이를 삭제하여야 하므로, 위 국채 Primary Dealer는 예탁기관에 예탁된 국채를 “중앙은행의 국채등록부상 올라가 있는 자기의 계좌”로 이체하여야 하는 불편함이 있다.

3) 시장참가자의 결제준비금 차감효과

중앙등록기관을 일원화하는 모델 I 에 비하여 중앙등록기관을 이원화하는 모델 III은, 결제회원의 입장에서 볼 때, 결제준비금 차감효과가 감소되기 때문에 유동성 위험이 증가되는 면이 있다.⁴²⁾ 이것을 간단한 예를 들어 설명하면 다음과 같다.⁴³⁾ 어떤 증권회사가 특정일에 주식매수 포지션 400억원, 회사채 매수 포지션 200억원, ELS 매도 포지션 100억

41) 허항진(2008)의 196-197면을 참조하였다.

42) 한국예탁결제원 · 한국증권법학회 · Booz Allen Hamilton(2006)의 100면을 참조하였다.

43) 한국예탁결제원 · 한국증권법학회 · Booz Allen Hamilton(2006)을 참조하였다.

원, 국채 매도 포지션 300억원을 가지고 있다고 가정했을 경우, 그 증권 회사가 그 특정일에 마련할 결제준비금은 얼마나 될 것인가? 중앙등록 기관을 일원화하는 모델 I에서는 매수 포지션들의 합계 600억원에서 매도 포지션들의 합계 400억원을 뺀 200억원을 준비하면 될 것이다. 이것에 비하여 중앙등록기관을 이원화하는 모델 III에서는 국채를 일단 제외하고, 매수 포지션들의 합계 600억원에서 ELS 매도 포지션 100억원을 차감한 500억원을 결제준비금으로 마련해야한다. 모델 III에서는 국채의 중앙등록기관은 다른 증권들의 중앙등록기관과 별개의 것이므로 국채에 관해서는 준비금을 별도로 계산해야 된다.

다. 외국제도와외의 국제적인 정합성 추구

외국의 경우 각국의 상황에 따라 서로 다른 전자증권제도를 도입하고 있다. 국채 중앙등록기관의 경우에도 개별 국가의 상황에 따라 서로 다른 모습을 보이고 있다.

1) 영국

영국에서 무권화 증권의 법적 장부는 전적으로 중앙등록기관인 CRESTCo가 관리한다. 즉 법적 효력이 있는 주주등록부를 관리하고 법적 소유권 변동에 따른 명의변경업무를 수행하는 것이다. 발행회사가 지정하는 기관(receiving agent)은 실물증권이 발행되지 않으므로 명의개서 대행업무나 무권화된 증권의 대행업무를 수행하지 않고 단지 발행회사의 사무인 배당금 지급이나 통지업무 등을 수행한다. 즉 중앙등록기관인 CRESTCo 이외에 무권화된 증권의 등록 및 결제를 대행하는 기관은 존재하지 않는다. 그에 비하여 실물증권이 발행된 경우 명의개서대행기관

은 모든 실물증권 대행업무를 수행할 수 있다. 그리고 각자 발행회사를 위하여 등록업무를 수행한다.

2) 프랑스

프랑스에서는 금융중개기관과 중앙등록기관에 대한 계좌개설의 형식으로, 2단계의 간접등록방식을 운영하고 있다. 즉 투자자는 1차적으로 금융중개기관에 등록하고, 금융중개기관은 다시 중앙등록기관에 2차적으로 등록하는 전형적인 간접등록방식을 유지하는 것이다. 발행회사는 순수기명증권에 한하여 1차등록기관으로서의 역할을 수행한다. 발행회사는 순수한 기명관리를 타 금융기관(명의개서대행기관)을 선정하여 대행시킬 수도 있다. 이렇게 금융기관이 관리를 대행하더라도 결국 중앙등록기관인 Euroclear France에 재등록하고 계좌기재하여야 하므로, 금융기관은 중앙등록기관을 축으로 하는 완전 무권화된 증권운영시스템의 하부 구조에 불과할 뿐이다. 그렇지만 매매 등을 하려면 발행회사의 순수기명계좌에서 금융중개기관의 관리기명계좌로 대체하여야 한다.

금융중개기관과 발행회사는 완전 무권화 제도를 구성하는 계좌운영자로서의 역할을 수행한다. 발행회사를 대신하여 순수기명증권을 관리하는 금융중개기관이 선정되더라도 당해 금융중개기관은 간접등록방식의 무권화된 증권의 계좌관리를 구성하는 일부에 지나지 않을 뿐 등록기관이 되는 것이 아니다.

3) 일본

증권의 완전 무권화가 시행되기 이전에는 국채 이외 기타 증권의 등록업무와 결제업무를 취급하는 기관이 분리되어 있었다. 즉 기타 증권에 대한 등록은 명의개서대리인이나 대체결제기관이 대행하였고, 결제는 중

양예탁기관인 JASDEC이 수행하였다. 일본에서는 모든 종류의 증권을 통일적으로 포괄하면서 증권을 무권화하고 장부기재로 결제를 할 수 있도록 하는 단일의 rule이 정립되어 있지 않았으므로,44) 증권결제시스템에 있어서 혼란이 야기되었고 국채, 기업어음 및 회사채 등의 채권에 대한 증권결제를 개선하려고 해도 본질적인 한계가 있었다.

이런 상황에서 사채 등의 대체제도에 관한 논의가 본격적으로 대두되었다. 1999년 9월 증권결제시스템의 개혁에 관한 working group이 설치되어 다음해인 2000년 6월 '21세기를 지향한 증권결제시스템의 개혁에 대해서'란 제하의 보고서(이하 WG보고서)가 채택되었고 이후 단계적인 전자증권제도가 도입되었다. 우선적으로 CP의 대체제도 도입이 추진되었다. 이후 단기사채대체제도의 법률구성 및 실무를 바탕으로 증권결제시스템의 개혁을 위한 보다 전향적이고 포괄적인 정비가 추진되었다.

현재 사채 및 수익증권 등에 대하여는 보관대체기관인 JASDEC이, 국채에 대해서는 일본은행이 각각 대체기관으로 지정되어 있다. 그러나 이렇게 이원화된 시스템이 언제까지 지속될 지는 아무도 장담할 수 없다. 왜냐하면 일본에서 완전 무권화제도가 급속히 진전됨에 따라 종래와 같이 복수의 네트워크와 결제시스템의 마련 등으로 소요되는 추가적인 비용과 비효율성의 문제를 타파하고 영국, 프랑스와 같이 증권결제시스템을 단일화하여야 한다는 논의가 급물살을 탈 가능성이 매우 높기 때문이다.

44) 예를 들어 국채는 1906년 제정된 「국채에 관한 법률」의 적용을 받고 있고, 최근까지도 주권의 경우 1984년 「주권등의 보관 및 대체에 관한 법률」의 적용을 받았으며, 사채·지방채·특수채 등 국채 이외의 채권은 1942년 제정된 「사채등록법」의 적용을 받았다.

4) 이탈리아

유럽투자서비스지침이 시행된 이후인 1994년 이탈리아 의회는 정부로 하여금 「금융중개에 대한 통합법(Consolidated Law on Financial Intermediation: CLFI)」을 제정토록 하였다. CLFI는 금융시장과 증권결제시스템 및 중앙예탁기관의 관리가 기본적으로 사적인 성격(private nature)을 갖는다는 점을 확인하고 있다. 사적 회사가 수행토록 한 관리기능을 공공감독기관이 수행토록 한 감독기능과 분리시킴으로써 민영화의 달성되었다. 이와 관련하여, 이탈리아의 금융시장은 민영화의 진행되어 왔고, 거래에서부터 결제에 이르기까지 모든 금융서비스들은 더 이상 공적인 서비스로 간주되지 않는다. 금융서비스 제공자들간 경쟁을 제고하기 위하여, 금융시장은 사적인 회사들에 의하여 관리되고 결제서비스도 민영화 과정에 있다. 금융시장과 중앙예탁기관의 민영화는 CLFI(제61조, 제80조, 제204조)에 규정되어 있는데 반하여, 증권결제시스템과 어음교환소와 같은 결제시스템의 민영화는 CLFI(제69조와 제70조)에 근거한 규정을 제정한 결과이다.⁴⁵⁾

중앙예탁기관(CSD)에 대한 법적 골격은 '경제통화동맹(Economic and Monetary Union)'의 출범과 함께 제정된 금융증서의 무권화에 대한 규칙들(Rules on Financial Instrument Dematerialization)에 의하여 완성되었다. 모든 국채, 상장회사증권, 증권거래위원회(Consob)와 이탈리아은행이 유통의 정도에 따라 지정한 금융증서 등에 대해 무권화가 강제되고 있다.⁴⁶⁾

45) 1998년 시행된 동법에서 이탈리아 정부는 투자자 보호를 강화하고 소수지분권자들의 이익을 증진할 목적으로, 규제시장(regulated market)에서의 증권발행인에 대한 규제와 금융중개규제 및 금융시장과 중앙예탁기관에 대한 규제 등을 개정하였다. CPSS-Red Book(2003)의 221면을 참조하였다.

46) Monte Titoli, Centralised Administration Services Terms and Conditions, Title III, Article 4에서는 주식, 지분증권, 회사채 및 기타 자본시장에서 유

이탈리아의 결제시스템은 다른 나라와 마찬가지로 오랜 기간 분리주의(fragmentation)로 점철되어 왔다. 특히 중앙예탁기관의 업무 중에는 증권결제시스템의 관리업무가 완전히 배제되어 있었다. 국채의 등록·결제 등 중앙보관시스템은 이탈리아은행에 의하여 관리되어 왔지만, 사적증권의 보관시스템은 1974년 이래 Monte Titoli(이탈리아은행의 지배하에 있는 사적법인)에 의하여 운영되어 왔다. 그렇지만 CLFI의 시행은 이탈리아의 증권청산결제시스템을 재정비하고 민영화할 수 있는 기회를 제공하였다. Monte Titoli에 대한 이탈리아은행의 지분이 2000년도 12월에 매각되었다.⁴⁷⁾

Monte Titoli는 출범 이후 주식이나 사채와 같은 유통성있는 증권(transferable securities)의 중앙발행등록, 보관 및 관리서비스 등을 제공하여 왔다. 더욱이 2000년 8월 Monte Titoli는 그 때까지 이탈리아은행이 운영하였던 국채를 관리할 수 있는 권한을 이양받음으로써 한 단계 비약할 수 있는 계기를 마련하였다. 실제권한의 이양은 동년 말에 이루어졌다. 그 결과, 이탈리아은행은 현재 더 이상 국채보관업무나 관리업무를 수행하지 않고, 대신에 Monte Titoli가 동 업무들을 수행하고 있다. 사적인 증권과 국채를 망라하여 관리할 수 있는 새로운 단일 중앙예탁기관이 형성된 것이다. 무권화는 중앙예탁기관의 중요성을 더욱 증대시키고 있다. 왜냐하면 증권의 소유는 장부기재의 방식으로 입증될 수 있기 때문이다.⁴⁸⁾

통되는 채무증서, 수익증권, MMF, 국채 등을 망라하고 있다.

47) CPSS-Red Book(2003)의 222면을 참조하였다.

48) CPSS-Red Book(2003)의 227면을 참조하였다.

5) 미국

미국은 재무부가 국채를 발행한다. 한편 특정연방정부기관과 연방정부가 보증하는 사기업들도 채권을 발행할 수 있다. 미국정부의 재무담당자로서 연방준비은행은 당해 증권의 발행 및 지급사무를 대리하는 등록기관이다. 미국국채의 발행은 기관투자자를 대상으로 하는 공개경쟁 입찰발행 혹은 소액투자자를 대상으로 하는 소화발행의 방식으로 이루어지는데, 연방준비은행의 Fedwire Securities Service를 통하여 장부기재(book-entry) 방식으로 발행된다.⁴⁹⁾

과거부터 미국의 국채결제업무는 연방준비은행과 국채청산회사(the Government Securities Clearing Corporation: GSCC)로 이원화되어 있었다. 즉 당일 결제거래는 주로 연방준비은행에서 실시간 총량결제(RTGS) 방식으로 직접 결제가 이루어졌고, 거래일 이후 결제되는 거래는 GSCC의 차감을 거쳐 연방준비은행에서 최종적으로 결제가 이루어졌다. 여기서 차감시스템이란 개별증권의 GSCC 회원별 단일 결제포지션을 구하기 위하여 차감회원들이 제출한 거래결과인 인·수도 의무를 GSCC가 다자간 차감하는 시스템이다. 국채결제업무 분야에서 1982년부터 시행된 세계 최초의 총량결제시스템은 그 운영과정상 일부 비효율적인 면을 드러내게 된다. 따라서 1986년 전국증권청산회사(the National Securities Clearing Corporation: NSCC)는 GSCC를 설립하여 국채청산결제업무를 수행하게 된 것이다. 은행간 메카니즘을 통한 GSCC의 미국국채에 대한 차감결제와 관련하여, GSCC는 1940년 투자회사법에 근거한 Rule 17f-4의 취지상 증권보관기관으로서의 역할을 수행하였다. 그리고 GSCC는 1934년 증권거래법 제17A조에 의하여 청산기관으로서 SEC에 등록되었다.⁵⁰⁾

49) CPSS-Red Book(2003)의 447면을 참조하였다.

50) SEC(2002)를 참조하였다.

그런데 미국의 국채결제제도를 담당하는 기관에 상당히 주목할 만한 변화가 이루어졌다. 1999년 중앙예탁기관인 DTC(the Depository Trust Company)와 통합청산결제기관인 NSCC가 통합하면서 DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation)가 설립된 이후, 그 산하에 2003년 공동의 매매확인시스템을 이용하던 GSCC와 저당증권청산회사 (the Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation)를 합병하여 채권 청산회사(Fixed Income Clearing Corporation: FICC)를 설립한 것이다. 이러한 기관의 재배치가 시사하는 의미는 매우 크다. 왜냐하면 연방준비은행의 직접적인 영향을 받던 GSCC가 해체되고 이를 대체하는 FICC가 DTCC의 산하에 설치되면서, 총량결제제도를 제외한 차감결제방식에 있어서 국채결제제도의 중심축도 종래의 중앙은행에서 중앙예탁기관으로 옮겨갈 수 있는 토대가 마련된 것이다.

라. 소결

1) 국채등록·결제제도

다음의 <표 VI-1>에서 보는 바와 같이 일본과 미국을 제외한 대부분의 금융선진국에는 상당히 무권화가 진전된 국채에 있어서, 당해 결제업무를 중앙예탁결제기관으로 하여금 수행토록 하고 있다.

<표 VI-1> 각국의 국채등록·결제기관

구분	영국	프랑스	일본	이탈리아	독일	미국
등록	Computer-share(실물)/CRESTCo ¹⁾ (무권화)	Euroclear France	일본은행	Monte Titoli	독일금융청	FRB
결제	CRESTCo	Euroclear France	일본은행	Monte Titoli	CBF	총량: FRB 차감: FiCC (DTCC 자회사)

주: 1) Euroclear U.K. & Island의 전신(前身)이다.

그런데 일본과 미국에서 중앙은행이 국채의 예탁결제업무를 수행하는 이유를 통화정책과 같은 공공정책의 연장선상에서 파악하는 것은 적절하지 않다. 이는 이탈리아의 CLFI 제정에 따른 민영화 추진사례에서 잘 나타나고 있는데, 심지어 국채등록의 영역에서 마저 영국, 프랑스, 이탈리아는 민간공적기구(CRESTCo, Euroclear France, Monte Titoli) 혹은 순수한 아웃소싱업체(Computershare)로 하여금 동 업무를 수행토록 하고 있다. 따라서 일본과 미국에서 중앙은행이 국채등록 및 예탁결제업무를 수행하는 이유는 동 업무가 통화정책과 밀접하게 관련되기 때문이라고 단언할 수 없다. 오히려 양국은 역사적으로 경쟁력 있는 예탁기관을 배양하지 못한 체질적인 취약점을 지니고 있었다. 이로 인해 중앙은행은 어쩔 수 없이 국채등록과 결제업무를 같이 수행하는 상황에 이르게 되었다.

그러나 양국의 최근 동향은 주목할 필요가 있다. 우선 일본은 2000년대 들어 기업어음, 회사채, 국채, 주식 등 전체 증권들에 대해 완전한 대체결제시스템이 진행 중이다. 그와 함께 예탁결제시스템을 통일하여야 한다는 주장이 대세를 이루고 있다. 따라서 국채의 경우 일본은행이 계

속 결제업무를 수행할 것이라고 단언할 수 없는 상태이고, 조만간 제도의 변화가 예상되고 있다. 미국도 차액결제를 종래 FRB 산하에서 관장하다 이를 중앙예탁결제기관의 자회사인 FICC로 이관하였으므로, 향후 모든 증권의 무권화가 가파르게 진행될 경우 결제업무를 담당하는 기관이 변화될 가능성이 있다.

결국 어떻게 하면 국채등록·결제업무의 효율성이 증대되고 이용자의 편의가 제고될 것인지가 가장 중요한 요소일 것이다. 앞으로도 비교법적으로 각국의 동향을 계속적으로 살펴볼 필요가 있다고 판단된다.

2) 효율적인 국채등록 도입 방안

국고채권의 발행·등록 업무는 중앙은행이 운용·관리 업무를 담당하는 공공자금관리기금 업무와 상호 밀접한 관련이 있기 때문에 양 업무의 통합 관리가 필요하고, 통화안정증권의 발행·등록 업무는 중앙은행의 통화신용정책 수단인 공개시장조작 업무와 유기적인 통합 관리가 필요하므로 중앙은행이 국고채권 및 통화안정증권의 발행등록권한을 보유해야 한다는 주장이 가능할 수 있다. 그러나 위 채권의 발행시에 수행하는 등록업무는 순전히 기술적인 것으로 볼 수 있다. 그러므로 중앙은행이 통화·재정정책 수행을 위하여 위 국채 등의 발행권한을 가지는 것은 당연하지만, 기술적 문제라고 할 수 있는 국채등록업무는 가장 효율성이 높은 방안을 도입할 필요가 있다.

3) 기타 증권에서의 명의개서대행제도

무권화제도의 전면적인 시행과 함께 중앙예탁결제기관의 역할은 자연스럽게 증대할 것이지만, 실물증권의 발행을 전제로 제반의 부수적인 서비스업무를 제공하였던 명의개서대행기관의 역할은 위축될 수 밖에 없을 것이다. 그렇지만 이러한 위상의 변화에 대해 정책 당국의 인위적인 개입이 있어서는 안된다. 즉 정책당국은 기존 서비스 제공자들 간의 경쟁력을 저해하지 않으면서 치열한 경쟁이 이루어질 수 있는 제도적인 환경을 조성한 후, 시장에서 어떠한 기관이 좀 더 이용자에게 접근가능하고 안전하며 비용절약적으로 서비스를 제공하게 될 것인지를 예의주시하여야 할 것이다.

VII. 요약 및 결론

VII. 요약 및 결론

전자증권제도의 도입은 경제적으로 비용절감의 효과가 있고, 금융산업의 투명성을 제고하는 효과가 있기 때문에 시급히 제도를 도입하여 증권시장의 인프라를 선진화시킬 필요가 있다. 그러나 각국의 상황에서 볼 수 있듯이 전자증권제도의 도입은 그 나라의 증권시장 특성과 예탁결제제도 및 금융환경에 따라 도입 내용이 서로 다른 모습을 보이고 있다. 이에 따라 국내 전자증권제도 도입에 있어서도 국내 금융상황에 적합한 제도의 도입을 검토할 필요가 있다.

외국의 경우 다양한 국가에서 전자증권제도를 도입하여 자본시장의 인프라를 개선하고, 시장의 효율성을 도모하고 있다. 국내의 경우에도 전자증권제도의 도입을 위한 논의가 거의 10년 가까이 이루어졌으나 실제 도입을 위한 구체적인 움직임은 최근에 와서 이루어지고 있다.

전자증권제도 도입에 있어 검토되어야 할 내용으로는 적용대상 증권, 적용범위, 등록방식, 전자증권제도 관련 법률, 등록기관 등이 있다.

우선 전자증권제도가 적용되는 증권의 범위와 관련하여 어떤 증권을 대상으로 할 것인가에 대한 검토가 필요하다. 적용증권과 관련해서는 전자증권제도를 도입함으로써 시장의 투명성과 거래의 효율성을 제고시킬 수 있는 증권은 모두 포함시킬 필요가 있다. 구체적으로 자본시장법상 증권에 대해 적용하되 증권과 유사한 특성을 지니고 유통성을 지니고 있는 양도성예금증서를 포함시킬 필요가 있다. 이 경우 기업어음도 자본시장법 상 채무증권에 포함되기 때문에 당연히 전자증권의 대상에 포함된다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 기업어음의 경우에는 증권의 특성과 어음의 특성을 동시에 지니고 있기 때문에 전자등록방식의 도입에 제약이 존재한다. 따라서 기업어음에 대해 전자증권제도 도입이 어려울 경우 단기사채제도를 도입하고 기업어음을 단기사채로 유도하는 방안도 검토되어질 수 있다.

한편 증권의 전자등록제도 적용범위는 원칙적으로 발행인이 신청하여 전자증권제도의 적용을 받을지 선택을 하되 상장증권 및 공모발행증권의 경우에는 의무적용을 하는 것이 바람직한 방안이 될 수 있다. 또한 실물증권과 전자등록의 이원적인 운용의 비효율을 제거하기 위해 전자증권제도가 적용되는 증권의 경우에는 실물 발행을 금지하는 방안도 마련되어야 한다.

등록방식은 간접등록방식이 비용적인 측면에서 보다 효율적인 방식이 될 수 있다. 다만 증권회사를 이용하지 않는 투자자 등의 등록을 유도하기 위해 직접등록방식도 일부 허용하는 혼합등록방식을 도입하는 것이 바람직하다.

중앙등록기관은 발행과 유통을 결합한 효율적인 시스템의 구축 및 전자증권제도의 도입 취지에 부합하는 시스템 구축을 위해서는 일원화 방식이 필요하다. 다만 현재 채권 등록업무가 다양한 기관에 의해 이루어지고 있기 때문에 입법과정에서 기존 채권등록기관과의 긴밀한 협의를 통해 이견을 해소하는 방식으로 일원화를 추진할 필요가 있다.

국내의 경우에도 전자증권제도가 실효성을 거두기 위해서는 전자증권제도의 적용 유가증권의 대상을 보다 확대하고, 전자증권 적용범위는 원칙적으로 회사가 선택할 수 있으나 상장증권 또는 공모증권의 경우에는 의무적용이 필요하다. 또한 예탁제도와 채권등록제도의 개선을 동시에 도모하고, 기술적인 상황에 대한 보다 정교한 규율체계를 마련하는 방안이 필요하다. 따라서 상법에서는 전자증권에 대한 근거만을 제시하고 보다 구체적인 사항은 특별법의 형태로 법률체계를 마련하는 것이 바람직하다고 본다.

전자증권제도는 발행과 유통을 통합시키고 궁극적인 무권화제도를 완성시킴으로써 시장의 효율성과 투명성을 제고하는 제도이다. 전자증권제도의 실제 도입에 있어서는 다양한 대안들이 존재한다. 따라서 전자증

권제도 도입 방식에 있어 기본적인 기준이 마련되어야 한다. 전자증권 도입에 있어 가장 우선적으로 검토되어야 하는 점은 전자증권제도 도입의 효과를 극대화하고, 가장 효율적인 방안으로 추진되어야 하며, 특히 시장투명성을 제고하는 방안으로의 대안이 선택되어야 한다는 점이다. 이러한 기준 하에 기존의 다양한 이해상충을 해소하고, 시장발전을 우선적으로 검토하며 한국의 금융여건에 적합한 전자증권제도가 시급히 마련되어야 한다.

참고 문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김순석, 2003, 전자증권제도 도입에 따른 주주 보호방안, 한국상사법학회 학술대회 연구논집.
- 김순석, 2005, 주식 등의 전자등록제도 도입의 필요성과 법적 검토과제, 『상사법연구』 제24권 제3호.
- 김용재·조인호, 2008, 전자증권제도 도입시 국채의 합리적 발행·등록 방안, 한국증권연구원, 전자증권제도의 효율적 도입을 위한 정책 세미나 발표자료.
- 김이영, 2002, 전자고지 결제(EBPP)서비스의 현황 및 전망, 『정보통신정책』 제13권 18호 통권 287호.
- 김필규, 2008, 전자증권제도의 효율적 도입방안, 『증권예탁지』 2008-66호.
- 박철영, 2003, 일본의 유가증권 불발행(paperless) 제도에 관한 고찰, 『증권예탁지』 2003-48호.
- 손진화, 2003, 주식 등의 전자등록제도의 도입방안, 『상사법연구』 제22권 제3호.
- 송치승, 2001, 『청산결제시스템의 신조류 분석과 대응방안』, 한국증권연구원 연구보고서 01-06.
- 송치승·박연정, 2003, 『전자증권제도의 도입환경과 효과분석』, 한국증권연구원 연구보고서 03-06.
- 안성포, 2006, 전자등록제도의 도입을 위한 입법론적 고찰: 일본의 사례·주식등 대체법을 중심으로, 증권법학회 월례발표논문.

- 정경영, 2003, 전자증권의 법적 성질과 전자등록제도에 관한 고찰: 주주
관리방안을 중심으로, 한국상사법학회 학술대회 연구논집.
- 정경영, 2003, 전자증권의 법적 성질과 전자등록제도에 관한 고찰, 『상사
법연구』 제22권 제3호.
- 정승화, 2003, 전자증권제도에 관한 법적 연구, 고려대학교 법학석사학위
논문.
- 정찬영, 2001, 전자증권제도 도입에 따른 법적 문제 및 해결방안, 『증권
예탁』 2001-IV.
- 정찬영, 2003, 전자증권제도의 도입에 따른 법적 과제, 『상사법연구』 제
22권 제3호.
- 한국증권법학회, 2006, 『전자증권제도 법제화 방안』, 한국예탁결제원 연
구용역보고서.
- 한국예탁결제원, 1999, 『주요국 국채결제시스템에 관한 조사연구』 .
- 한국예탁결제원, 2003, 『증권예탁결제제도』 .
- 한국예탁결제원, 2005, 『전자증권제도 입법제도 및 입법(안)검토』 .
- 한국예탁결제원, 2006, 『전자증권제도 도입방안』 .
- 한국예탁결제원 · 한국증권법학회 · Booz Allen Hamilton, 2006, 한국자본
시장 인프라 빅뱅, 증권의 전자화 로드맵 세미나 자료.
- 허항진, 2008, 유가증권의 전자화와 그 법적 과제에 관한 연구, 『법학연
구』 제30집.
- 홍복기, 2003, 전자주주총회 제도의 도입, 한국상사법학회 학술대회 연구
논집.

<해외문헌>

- Bank of England, Merger of CGO, CMO and CREST, News Release, 1998 (September 17).
- Bank of International Settlements, 2001, Electronic finance: a new perspective and challenges, BIS Papers No. 7.
- Committee on Payment and Settlement Systems, 2001, Recommendations for Securities Settlement System, Bank for International Settlement and International Organization of Securities Commissions.
- Cox, P., Simpson, H., Jones, L., 2005, The future of clearing and settlement in Europe, Corporation of London.
- CPSS, 2003, *Red Book*.
- Evans, S., 2002, Proposed model for the re-engineering of gilts registration, HM Treasury Discussion Document.
- Glaessener, T., Kellermann, T., McNevin, V., 2002, Electronic security risk mitigation in financial transactions-public policy issues, World Bank Policy Research Working Paper.
- G Thirty, 2003, Global Clearing and Settlement : Final Monitoring Report.
- Hannoun, H., The switch of Paris financial markets to the Euro on 1st January, Banque de France Bulletin Digest No. 54, 1998 (June).

International Society of Securities Administrations, 1999, *ISSA Hand Book*, NZZ - Fretz AG, Zurich.

International Society of Securities Administrations, 2000, *Recommendation 2000*.

Japan Securities Dealers Association, 2007, *Paperless share system FAQ*.

Mann, R.J., 2006, *Payment Systems and Other Financial Transactions: Cases, Materials, and Problems*, ASPEN, 177-197.

Martínez-Calcerrada, I., 2005, *Note on statutory dematerialisation across the European Union*.

SEC, 2002, *Materials submitted by the investment management division*, PRI Order No. B0-0170.

Securities Industry Association, 2002, *Securities dematerialization white Paper*.

UK Press Release, *Computershare Wins HM Treasury Gilts Registration Mandate*, London, 2004 (July 16).

United Kingdom Debt Management Office, 2004, *A Private Investor's Guide to Gilts*.

証券決済システム改革 Working Group, 2002, *証券決済システムの改革及びこれに伴う投資家保護策について*.

崔香梅, *ペーパーレス法理(1) - 國債, 社債, 株式を中心に*.

CPのペーパーレス化に関する研究會, 2000, *CPのペーパーレス化に関する研究會報告書*.

<웹사이트>

금융감독원	http://www.fss.or.kr/
한국예탁결제원	http://www.ksd.or.kr/
HM Treasury	http://www.hm-treasury.gov.uk/
Computershare	http://www-us.computershare.com/
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	http://www.bafin.de/
Banque de France	http://www.banque-france.fr/