

한국의 경제성장과 입법발전의 분석

자본시장법제

조혜신



한국법제연구원
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

법제교류 연구 12-21-②-2

한국의 경제성장과 입법발전의 분석 - 자본시장법제 -

조 혜 신

한국의 경제성장과 입법발전의 분석

– 자본시장법제 –

An Evaluative Analysis of Korean Legislative
Development in Relation with Economic Growth

– Establishment of Capital Market –

연구자 : 조혜신(부연구위원)

Cho, Hye-Shin

2012. 7. 4.



한국법제연구원

KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

요 약 문

I. 연구의 배경 및 목적

- 과거 한국이 적극적으로 경제성장을 추진했던 1960년대부터 1980년대까지 한국의 경제발전과정에 있어서 금융이 담당했던 역할을 ‘관치금융’ 혹은 ‘정책금융’으로 요약하기도 하는데, 이는 정부와 기업의 긴밀한 동반관계를 지칭하는 표현이라고 할 수 있음. 즉 정부가 정치적 및 경제적 영향력을 바탕으로 개별 기업의 사활을 결정할 정도의 권한을 갖는 동시에, 기업은 이에 자발적으로 협조하면서 정부의 지원과 통제 속에 근면과 모험정신을 바탕으로 기업의 성장을 도모하는, 양자간의 확고한 동반관계가 바로 금융을 통하여 형성되었던 것임
- 경제개발을 위한 자본적 기반이 극도로 제약된 조건 하에서, 최대한으로 자본을 동원하고 이를 가장 효과적인 방식으로 활용하였던 과거의 개발경험은 오늘날 한국경제가 이룬 성과의 기저를 이루고 있다는 점에서 충분히 의미해 볼 가치가 있을 것임. 특히 자본시장을 형성하고 육성하는데 있어서도 정부가 적극적인 역할을 담당하였던 한국 자본시장 및 관련 법제의 발전과정은 오늘날 개발도상에 있는 국가들에게 적지 않은 시사점을 줄 것임

- 이에 본 연구는 한국의 자본시장 형성 단계에서 자본시장을 규율하는 법제가 어떻게 변천해 왔는지를 살펴보고, 구체적으로 어떠한 제도들이 마련되었으며, 자본시장육성이라는 정책적 목표를 어떠한 수단을 통하여 달성하였는지를 상세히 살펴보고자 함. 물론 한국의 발전경로를 일반화하기는 어렵지만, 이를 통하여 국민경제의 발전단계와 자본시장의 발전단계에 따라 요구되는 자본시장법제의 典型을 어느 정도 파악할 수 있을 것임. 이는 현재 발전도상에 있는 나라들로 하여금 한국의 경제발전 모델을 참고하여 실질적으로 정책에 활용할 수 있도록 하는 기초적인 자료가 될 수 있을 것임

II. 연구의 결과

- 한국의 자본시장법제가 형성단계에 있었던 것으로 평가할 만한 시기는 증권시장이 처음으로 문을 연 1956년부터 전면적인 법 개정이 이루어진 1976년까지라고 할 수 있음. 이러한 한국 자본시장법제의 형성단계는 자본시장에 대한 정부의 전반적인 기조변화에 따라 크게 세 시기로 나누어질 수 있음. 제1기는 증시가 개장되고 최초로 「증권거래법」이 제정된 이래 증권파동을 맞아 그 원인에 대응하는 법 개정이 이루어진 시기로서, 이른바 ‘자본시장 출범기’라고 부를 수 있음. 다음으로 제2기는 정부가 「자본시장육성에관한법률」과 「기업공개촉진법」 등 일련의 입법적 조치를 통하여 자본시장의 육성에 나선 시기로서 ‘자본시장 육성기’라고 할 수 있음. 마지막으로 제3기는 자본(증권)시장의 성장에 맞추어 ‘일반투자자의 보호 및 육성’을 위한 시책들이 추진된 시기임

- 한국 자본시장법제의 형성기는 자본시장의 빠른 성장이라는 소기의 성과를 달성하는 동시에, 여러 가지 제도적 미비 및 시장참여자의 미성숙으로 인하여 치명적인 실패를 경험한 시기이기도 함. 즉 1962년 1월 「증권거래법」의 제정 이후 주식시장의 거래량이 증가하고 주식발행도 활발하게 이루어지면서 시장이 급성장할 조짐을 보이기 시작한 직후, 곧바로 1962년 5월에 증권파동이 일어나면서 증권시장은 장기침체에 빠지게 되고, 다시 증권시장을 회생시키기 위한 입법적 조치들이 취해진 시기임
- 한국에서 금융은 오랫동안 정부의 규제와 영향권 하에서 제조업의 성장을 뒷받침하는 역할에 치중하였음. 이는 경제개발 과정에서 협소한 국내시장의 한계를 극복하고 기술 및 자본재 수입에 필요한 외화를 획득하기 위하여 수출진흥에 치중하면서, 제조업을 더 중시하게 되었기 때문임. 따라서 한국의 자본시장은 수출지향적 발전경로를 선택한 경제시스템의 특징을 잘 보여준다고 할 수 있음
- 이 시기에 한국의 자본시장은 재무부의 전적인 관리 및 통제 하에 있었기 때문에, 자본시장이 안착하는 단계에서 발생할 수 있는 (예컨대, 증권파동과 같은) 난국에 대해 비교적 신속하고 강력하게 대응해 나갈 수 있다는 장점이 있었던 것임. 이러한 점에서 과거 개발연대의 다른 경제정책에서 보여준 바와 같이, 자본시장에서도 역시 정부 주도의 개발정책이 그 장점을 충분히 발휘했다고 평가할 수 있을 것임

Ⅲ. 연구의 시사점 및 활용방안

- 한국 자본시장법제의 형성 및 발전과정에서 도출한 시사점을 바탕으로, 오늘날 개발도상에 있는 국가들이 자본시장법제를 설계하고 운용할 때에 참고할 만한 사항들을 쟁점별로 정리해 보면 다음과 같음

- 첫째, 형성단계에 있는 자본시장법제, 특히 경제개발이 진행 중인 개발도상국의 자본시장법제에서는 전통적인 거래법적 규율이라 할 수 있는 투자자 보호를 위한 정보공시규제와 불공정거래규제 뿐 아니라 금융투자업 혹은 (금융투자상품의 범위를 증권으로 제한함을 전제로 할 경우) 증권업에 대한 산업법적 규제가 포함되는 것이 적절하며 한국의 경우도 이 경우에 해당함. 특히 증권회사, 증권거래소, 증권투자자, 상장회사 등 시장참여자들이 자본시장에 대하여 충분히 이해하지 못하여 시행착오를 겪거나 제도적 불비를 악용하여 부당하게 이익을 추구하는 일이 얼마든지 있을 수 있기 때문에, 이들 시장참여자들이 바람직한 시장행태를 익힐 수 있도록 어느 정도 상세한 행태적 규범이 법제화될 필요가 있을 것임

- 둘째, 변동성과 위험성을 본질로 하는 자본시장의 특성상, 이를 최소화할 수 있는 여러 가지 제도적 장치가 완비되어 있지 않은 형성단계의 자본시장법제에서는 금융시장에서 거래되는 상품의 범위, 즉 자본시장법의 규율범위를 ‘증권’으로 한정

하는 것이 바람직한 것으로 보임. 파생상품과 같이 복잡하고 위험이 큰 상품의 경우에는 이를 다룰 만한 물적·인적 기반의 조성이 반드시 선행되어야 함

- 셋째, 한국은 증시가 개장되고 최초의 「증권거래법」이 제정된지 얼마 안 되어 ‘증권파동’이라는 초유의 사태를 맞아 큰 위기에 처한 바 있음. 이를 통하여 교훈을 얻은 한국 정부가 가장 우선적으로 취한 조치는 증권업 내지 증권회사에 대한 규제를 정비한 것임. 즉 시장참여자들의 시장에 대한 이해가 충분치 않고 시장행태가 성숙하지 않은 상태에서는 시장참여자에게 의하여 악용될 소지가 다분히 높은 곳이 바로 증권회사나 증권거래소라는 것을 한국의 경험이 잘 보여준 것임
- 넷째, 오늘날 이른바 ‘글로벌 스탠다드’로 각광을 받고 있는 영미식 모델의 자본시장법제에서는 사적집행이 강조되는 경향이 있지만, 형성단계에 있는 개발도상국의 자본시장법제에게는 이러한 집행방식이 적절하지 않은 것으로 보임. 무엇보다도 사적집행을 담당할 사법시스템이 잘 갖추어져 있지 않을 뿐 아니라, 설사 갖추어져 있다 하더라도 국민들의 사법부에 대한 신뢰가 상당히 낮은 경우가 많기 때문임. 따라서 자본시장법을 강력하고 효율적으로 집행할 수 있는 규제기관을 중심으로 집행이 이루어지는 것이 나올 것으로 보임
- 마지막으로, 한국의 자본시장법제에 있어서 가장 성공적이었으면서 동시에 오늘날의 개발도상국에게도 큰 시사점을 주는

것은 바로 자본시장 육성정책, 즉 증시상장 촉진정책이라 할 수 있음. 기업의 공개를 유도하기 위한 소극적 지원 및 적극적 유도는 매우 다양한 차원에서 이루어질 수 있음

▶ 주제어 : 자본시장, 금융, 경제발전, 개발도상국, 증권거래법

Abstract

I . Background and purpose

- In Korea, the role played by the financial ministry in the course of the government-led economic development from the 1960s through the 1980s was called “government-led financial operation” or “policy financing.” Such expressions point to the close partnership between the government and private businesses. The government had such a powerful political and economic influence that it could close businesses outright or rejuvenate failing ones, so businesses earnestly cooperated with the government. The government helped businesses grow based on diligence and adventurism, while trying to control them in a way it found appropriate. Such a firm relationship between the government and businesses formed through financial policy.

- As a country with an extremely limited capital base, Korea used such a method effectively, and the experience has formed the basis of the achievement made by the country. Thus, the method adopted by the country during its process of development is worth noting. The process of development in the country’s capital market and the relevant legal system, in which the government played a definite role, can provide developing countries with many lessons to learn from.

- This study will check to see how the legal system regulating the capital market has changed, what institutions have been adopted, and how the policy objective of capital market development has been achieved in detail. It will be difficult to generalize the path of the country's economic development in a few words, but efforts made in this study will help those interested get a better grasp through this model of the capital market-related legal system required for different stages of a national economy's development. The results of this study will be a useful, basic material for developing countries wishing to benchmark Korea's economic development with similar efforts.

II. Main Contents

- It can be said that the formative stage of Korea's capital market-related legal system was from 1956, when the stock market was first opened, to 1976, when the law was revised wholly. The formative stage of the country's capital market-related legal system can be divided into three periods, depending on the overall changes in the government's policy concerning the capital market. The first period was the period in which the stock market first opened, the Securities and Exchange Act was enacted, and the law was revised to deal with the causes behind the stock market crisis that occurred. The second period was the period in which the government

took a series of measures, such as the enactment of the Act on the Furtherance of Capital Market and the Act on Promotion of the Initial Public Offering, to promote the capital market. That period can be called the capital market promotion period. Finally, the third period was the period in which measures for protection and development of investors were taken in step with the growth of the capital (stock) market.

- During the formative stage of the capital market-related legal system, the country achieved the desired goal of rapid growth of the capital market, but experienced a devastating failure due to various deficiencies in the system and the market participants' immaturity. Following the enactment of the Securities and Exchange Act in January 1962, trade volume increased in the stock market and businesses started issuing stocks briskly. Four months later, the stock market faced a crisis and legislative steps were taken to get the stock market out of the difficulties it faced.

- In Korea, the financial sector focused for a long time on the role of providing support for the growth of manufacturing, under the government's regulation and influence, in connection with a need to attach importance to manufacturing and exports in order to overcome the limitations of the small domestic market in the course of economic development and earn foreign currencies because the country needed to import technologies and capital

goods. The country's capital market displayed the characteristics of an economic system that selected an export-oriented path of development.

- At that time, the country's capital market was under the strict control of the Ministry of Finance and thus the country could cope efficiently with difficulties that occurred in the course of the formation of the capital market, including the stock market crisis in 1962. In this respect, it can be said that the government-led development policy exerted its merits in the capital market as in other economic policies.

III. Expected Effect

- In connection with Korea's experience of the formation and development of its capital market-related legal system, items that developing countries may want to benchmark in their effort to design and operate their capital market-related legal system are as follows:
- First, in the case of a developing country's capital market-related legal system, when it is in a formative stage, it is proper to impose regulations on the securities industry from an industrial perspective in addition to regulations on information disclosure and unfair trade designed for the protection of investors, as Korea did. Especially, it is necessary to operate a

legal system regulating detailed behavioral norms in a way that will train financial market participants to adopt desirable market behaviors, as it is feared that market participants, such as securities business operators, stock exchanges, stock investors, and listed firms, are likely to experience trials and errors due to an insufficient understanding of the capital market or will try to seek private interest by taking advantage of loopholes in the system.

- Second, it appears desirable to confine the scope of products traded in a financial market (i.e. the scope of products regulated under a capital market-related law) to stocks in the formative stage of a capital market-related legal system that does not yet have a variety of institutional apparatuses that can minimize volatility and risk, which are unavoidable features of a capital market. Transactions of products like derivatives, which entail complexity and risk, must be preceded by the formation of the relevant infrastructure, including human resources.
- Third, following the stock market crisis in 1962, just a few months after the opening of the market and the enactment of the Securities and Exchange Act, the first step taken by the Korean government was to revamp regulations on the securities industry. The experience showed that it was highly likely that financial market participants would abuse securities business operators or the securities exchange where they had an insufficient

understanding of the market and their market behavior remained immature.

- Fourth, in a common law-model of a capital market-related legal system, which is regarded as a global standard, private enforcement tends to be emphasized. Such a method of enforcement appears to not be proper for developing a country's capital market-related legal system when it remains in the formative stage. This is due to the lack of a proper judicial system for private enforcement and because people have low trust in the judiciary branch of the government. Thus, it is thought that it is better to leave the enforcement to regulatory agencies that can enforce the law on capital market powerfully and efficiently.
- Finally, it is Korea's capital market fostering policy (i.e. the policy of encouraging listing on the stock market) that was the most successful item in the country's capital market-related legal system and it will serve as an important lesson for later starting countries. Measures encouraging businesses' IPOs can be made on a diverse level ranging from inactive support to positive incentives.

► Key Words : capital market; financial policy; economic development; developing countries; the Securities and Exchange Act

목 차

요 약 문	3
Abstract	9
제 1 장 서 론	17
제 1 절 연구의 의의 및 목적	17
제 2 절 연구의 범위 및 방법	19
제 2 장 경제발전과 자본시장법제	21
제 1 절 경제발전에 있어서 자본시장법제의 의의	21
제 2 절 한국의 경제발전과 자본시장법제	23
제 3 장 한국 자본시장법제의 형성과정과 그에 대한 평가	29
제 1 절 한국 자본시장법제의 형성과정에 대한 검토	29
1. 제1기: 자본시장의 출범	30
2. 제2기: 자본시장의 적극적인 육성	39
3. 제3기: 일반투자자의 보호 및 육성	50
4. 요 약	62
제 2 절 한국 자본시장법제의 형성과정에 대한 평가	67

제 4 장 한국의 자본시장법제가 형성단계의 자본시장법제에 주는 시사점	81
제 1 절 금융투자상품(혹은 증권)의 범위	82
제 2 절 증권업 및 증권거래소에 대한 규제	86
제 3 절 집행방식 및 감독기관	89
1. 정보공시규제	91
2. 불공정거래규제	94
제 4 절 증시상장 촉진정책	96
제 5 장 결 론	101
참 고 문 헌	107

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 의의 및 목적

한 국가의 경제성장에 있어서 금융부문의 발전이 매우 중요한 의미를 갖는다는 것은 주지의 사실이지만, 특히 금융위기로 인한 여파가 일부 국가에 머무르지 않고 전방위적으로 크게 확산되는 오늘날에는 안정적이고도 효율적인 금융시스템의 중요성이 더욱 강조되고 있다. 이러한 점에서 오늘날에는 은행과 주식시장의 발달정도가 경제성장의 척도로 여겨지기도 한다. 이는 효율적이고 안정적인 금융시스템이 갖춰지지 않은 개발도상에 있는 국가들은 세계적인 금융위기에 더욱 취약할 수밖에 없으며, 그로 인하여 지속적인 경제성장에 상당한 어려움을 겪을 수 있기 때문이다. 그런데 금융부문의 발전은 법과 제도의 뒷받침이 없는 불가능하다는 점에서, 금융 관련 법제가 경제성장을 어떻게 뒷받침 하는지를 고찰하는 연구는 매우 중요한 의미를 갖는다.

경제발전을 도모하는 국가에 있어서 경제발전에 소요되는 자본을 조달하는 메커니즘을 구축하는 것은 가장 중요하고도 우선적인 과제라 할 수 있다. 이와 관련된 법제로는 외자 및 외국인투자 관련 법제, 중앙은행·일반은행·특수은행 등 은행 관련 법제, 그리고 자본시장(증권시장 및 파생상품시장) 관련 법제 등을 들 수 있으며, 이들을 포괄하여 넓은 의미에서의 ‘금융’ 관련 법제라 할 수 있을 것이다. 오늘날 경제발전과정에 있어서 갖추어져야 하는 바람직한 금융시스템으로서 일반적으로 받아들여지고 있는 금융시스템은 ‘자본시장’ 중심의 시스템이라고 할 수 있는데, 이는 개발도상국들이 주로 외국인투자로부터 경제개발에 소요되는 재원을 조달하고 있기 때문인 것으로 보인다. 따라서 오늘날에는 선진적인 자본시장을 갖추는 것이 가장 중요한 과제로 여겨지고 있으며, 자본시장의 발달정도가 경제성장의 척도로 여겨지기도 한다.

한편 과거 한국이 적극적으로 경제성장을 추진했던 1960년대부터 1980년대까지 한국의 경제발전과정에 있어서 금융이 담당했던 역할을 ‘관치금융’ 혹은 ‘정책금융’으로 요약하기도 하는데, 이는 정부와 기업의 긴밀한 동반관계를 지칭하는 표현이라고 할 수 있다. 즉 정부가 정치적 및 경제적 영향력을 바탕으로 개별 기업의 사활을 결정할 정도의 권한을 갖는 동시에, 기업은 이에 자발적으로 협조하면서 정부의 지원과 통제 속에 근면과 모험정신을 바탕으로 기업의 성장을 도모하는, 양자간의 확고한 동반관계가 바로 금융을 통하여 형성되었던 것이다. 주로 이러한 점으로 인해, 비록 1997년 외환위기의 원인으로서는 금융산업의 비효율성과 낙후성이 지목되기는 하였으나, 경제개발을 위한 자본적 기반이 극도로 제약된 조건 하에서, 최대한으로 자본을 동원하고 이를 가장 효과적인 방식으로 활용하였던 과거의 개발경험은 오늘날 한국경제가 이룬 성과의 기저를 이루고 있다는 점에서 충분히 의미해 볼 가치가 있을 것이다. 특히 자본시장을 형성하고 육성하는데 있어서도 정부가 적극적인 역할을 담당하였던 한국 자본시장 및 관련 법제의 발전과정은 오늘날 개발도상에 있는 국가들에게 적지 않은 시사점을 줄 것이다.

물론 오늘날 개발도상에 있는 국가들이 처해 있는 대외적 및 대내적 경제환경은 과거 1990년대 이전에 아시아의 발전국가(Developmental State)들이 처해 있던 그것과는 상당히 다르다는 점에 주의하지 않을 수 없는 바, 기업들의 경제활동이 국경을 자유롭게 넘나들며 이루어지고 있다는 점, 이들의 행위로 인한 효과 역시 어느 한 국가에만 머무르지 않게 되었다는 점, 특히 개별 국가들이 경제 관련 정책과 법제를 수립하는데 있어서도 초국가적으로 활동하는 기업들이나 IMF·World Bank 등과 같은 국제기구들의 영향을 받지 않을 수 없다는 점을 고려해야 할 것이다. 이 때문에 오늘날의 개발도상국가들은 과거 아시아의 발전국가들, 특히 한국이 채택했던 것과 같은 전략과 방법에 따라 경제발

전을 추진하기는 어려운 측면이 있다. 같은 맥락에서 자본시장 육성에 있어서도 한국이 채택했던 것과 동일한 방식을 적용하기는 어려울 것이다. 그럼에도 불구하고 과거 한국이 비교적 단기일 내에 자본시장을 형성하여 정착시키고 이를 통하여 긍정적인 성과를 도출해 낸 과정에서 동원된 각종 제도적 수단들은 여전히 유의미한 시사점을 줄 수 있을 것으로 보인다.

이에 본 연구는 한국이 정부주도로 경제개발을 도모하던 과정에서 주요 시기별로 자본시장법제, 특히 증권시장을 규율하는 법제가 어떻게 변천해 왔는지를 살펴보고, 특히 자본시장 형성 단계에서 구체적으로 어떠한 제도들이 어떠한 계기에서 어떠한 순서에 따라 마련되었으며, 자본시장육성이라는 정책적 목표를 어떠한 수단을 통하여 달성하였는지를 상세히 조사하고자 한다. 물론 한국의 발전경로를 일반화하기는 어렵지만, 이를 통하여 국민경제의 발전단계와 자본시장의 발전단계에 따라 요구되는 자본시장법제의 典型을 어느 정도 파악할 수 있을 것이다. 이는 현재 발전도상에 있는 나라들로 하여금 한국의 경제발전 모델을 참고하여 실질적으로 정책에 활용할 수 있도록 하는 기초적인 자료가 될 수 있을 것이다.

제 2 절 연구의 범위 및 방법

본 연구는 먼저 일반론으로서 한 국가의 경제발전에 있어서 자본시장법제가 갖는 의의와 한국의 경제발전에 있어서 자본시장법제가 어떠한 기능을 담당하였는지를 살펴봄으로써, 특히 경제개발 초기단계에 있어서 자본시장법제가 가져야 할 것으로 기대되는 역할을 논하고자 한다(제2장). 다음으로 한국에서 자본시장이 형성단계에 있던 시기에 자본시장법제, 특히 증권시장을 규율하는 법제가 어떻게 발전해 왔는지를 살펴보면서, 한국의 경제개발 초기단계에서 자본시장법제가 어

떠한 역할을 담당하였으며 그 성공 혹은 실패요인이 무엇이었는지를 개괄적으로 평가해 보고자 한다(제3장). 그리고 난 후에 이상의 검토를 바탕으로 국민경제와 자본시장의 발전단계에 따라 요구되는 자본시장법제의 典型, 그 중에서도 형성단계의 자본시장법제가 갖추어야 할 요소들을 대략적으로나마 도출하기 위하여 한국 자본시장법제의 발전과정으로부터 시사점을 찾아내 보고자 한다(제4장). 이는 현재 발전도상에 있는 나라들로 하여금 한국의 경제발전 모델을 참고하여 실질적으로 정책수립 및 입법에 활용할 수 있도록 하는 기초적인 자료가 될 수 있을 것이다.

제 2 장 경제발전과 자본시장법제

제 1 절 경제발전에 있어서 자본시장법제의 의의

금융시스템은 국내저축을 동원하여 자본시장과 기타 투자수단에 집결키는 기능을 한다.¹⁾ 일국의 금융시스템은 세 가지 요소로 이루어지는데, 저축(자본의 형성), 대출(신용의 공여), 이들 둘 간의 금융중개가 바로 그것이다.²⁾ 기본적으로 금융거래는 거래당사자 간의 ‘신용’을 바탕으로 이루어지는 것이기 때문에, 이를 담보하는 법적 및 제도적 장치가 없이는 원활하게 이루어지기 어렵다. 즉 금융거래의 정의 자체가 금융계약의 양 당사자의 이행시점이 다르다는 점을 함의하고 있기 때문에,³⁾ 여기에서 양 당사자 사이의 신뢰는 금융거래를 성사 및 유지시키는 핵심적인 조건이라 할 수 있으며, 이를 담보하는 효과적인 법 시스템의 완비는 금융부문의 발전에서 필수적인 요건이라 할 수 있다.

다른 한편 금융부문은 경제적 혹은 정치적 변수의 변화 혹은 시장심리의 변화로부터도 큰 영향을 받는, 국민경제에 있어서 가장 취약한 부분으로 여겨지기도 한다.⁴⁾ 특히 상호의존성이 매우 심화된 오늘날의 글로벌화 된 경제환경에서는 더욱 그러하다. 따라서 금융시스템의 이러한 취약성을 보완할 수 있는 장치를 마련하는 것은 금융법제의 또 하나의 중요한 과제가 되었으며, 이는 선진국에서보다 대외의존성이 큰 개발도상국에서 더욱 절실한 과제라 할 수 있을 것이다.

1) Sarkar, *International Development Law - Rule of Law, Human Rights, & Global Finance*, Oxford University Press, 2009, p. 408.

2) Sarkar, 위의 책, p. 408.

3) Dam, *The Law-Growth Nexus - The Rule of Law and Economic Development*, Brookings Institution Press, 2006, p. 160.

4) Dam, 위의 책, p. 160.

이처럼 효율적이고 안정적인 금융시스템을 형성하고 유지하는데 있어서 금융법제가 갖는 중요성 이외에도, 그간 경제성장과 금융시스템 및 금융법제의 관계에 대해서는 많은 연구가 이루어져 왔는데, 그 결과 은행 및 주식시장의 발전은 경제성장의 훌륭한 척도가 된다는 결론에 대체로 견해가 일치하게 되었다.⁵⁾ 물론 경제성장과 법제의 관계와 관련하여 어떤 법계(즉, common law 법계)가 다른 법계(즉, 대륙법계)보다 좀 더 경제발전을 촉진한다는 주장도 있고 또한 이에 대해 회의적인 입장도 있지만, 적어도 금융부문의 발전에 있어서는 법이 결정적인 역할을 한다는 데 의견이 일치하고 있다.⁶⁾

이처럼 경제성장에 있어서 금융법제가 매우 중요한 의미를 갖는다면, 이는 그러한 법제를 도입하고 정비하여야 할 정부의 역할이 매우 중요하다는 점을 함의하게 된다. 그런데 금융부문의 발전에 있어서 정부는 일면 모순적인 것으로 보이는 두 가지 역할을 동시에 감당하지 않으면 안 되는데, 하나는 금융시스템 전반의 안정성을 유지해야 한다는 것이고, 다른 하나는 다양한 유형과 정도의 위험을 감수하면서 경제성장을 촉진해야 한다는 것이다.⁷⁾ 이 두 가지 과제가 모순적일 수 있는 이유는 다음과 같다. 즉 정부가 금융시장의 안정성을 도모하기 위해서는 개별 금융기관에 대하여 광범위한 행위지침을 부과하여야 할 것이며, 여기에는 각 금융기관이 제공할 수 있는 여신의 양 및 유형에 대한 한계와 자본 및 유동성 관련 요건이 포함될 것이다. 하지만 정부가 경제성장의 촉진을 강조하게 되면, 정부는 금융기관으로 하여금 유망한 기업에게 투자자금을 공급할 수 있도록 하기 위한 유인을 제공하여야 할 것이다. 이러한 투자에는 다양한 유형과 정도의

5) Dam, 위의 책, p. 159.

6) Dam, 위의 책, p. 159-60.

7) Stallings & Studart, *Finance for Development - Latin America in Comparative Perspective*, Brookings Institution Press / United Nations ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean), 2006, p. 2 참조.

위험이 수반되는 바, 정부로서는 이로 인한 위험과 미시적 및 거시적 차원에서 국민경제 전체의 안정성을 조율하지 않으면 안 된다.

예컨대, 일반적으로 고용창출의 주요 원천으로 여겨지는 중소기업에 대한 신용공여는 큰 위험을 수반하기 마련인데, 만약 정부가 금융시스템의 안정성에 치우친 정책을 추진하게 된다면 자본시장이나 국제금융을 통한 자금조달이 어려운 중소기업으로서는 자금을 공급받기가 어려워지게 될 것이며, 이는 그 국가의 성장동력을 크게 잠식하게 될 것이다. 이처럼 정부는 금융부문을 운용하는데 있어서 서로 모순되는 두 가지 요구를 충족시키지 않을 수 없으며, 특히 경제성장이 최우선 과제로 자리 잡게 되는 개발도상에 있는 국가들에게는 이 두 가지 요구 중에서 안정성 보다는 위험의 감수를 통한 성장동력의 확충을 중요시하게 될 것이나, 이는 다른 한편 개발도상국의 경제가 대내외적 변수에 더욱 취약하게 되는 요인이 되기도 한다.

제 2 절 한국의 경제발전과 자본시장법제

21세기에 경제발전을 도모하는 여러 개발도상국들은 과거 전후 20세기의 개발도상국들과는 사뭇 다른 경제환경에 처해있기 때문에, 이들 각각을 나누어 살펴볼 필요가 있다. 먼저 개발도상국들은 국내저축의 동원능력에 한계가 있기 때문에, 경제발전에 소요되는 자본의 상당부분을 외자로 충당할 수밖에 없다. 그런 과거의 발전국가들과 오늘날의 발전국가들이 외자를 동원하는 방식과 동원된 자본을 경제개발에 활용하는 방식에는 뚜렷한 차이점이 있다.

먼저 역사적으로 한국을 비롯한 아시아 일부 국가에서 경제성장이 급속도로 이루어졌던 제2차 세계대전 이후에, 이들은 외국 금융기관으로부터의 차입에 크게 의존하였으며, 이러한 자금을 국내에 들여와 조직적으로 배분하고 관리하기 위하여 은행시스템을 활용하였다. 따라서 은행부문

을 중심으로 금융시스템이 운용되었으며, 은행부문은 바로 정부에 의하여 강력하게 통제되고 있었다.⁸⁾ 이는 한편으로는 금융의 안정성에 대한 고려 때문이기도 했지만, 다른 한편으로는 국가의 경제발전전략을 실행하는데 은행이 유용한 수단이 될 수 있었기 때문이기도 했을 것이다.⁹⁾

이러한 금융시스템 하에서 은행을 통한 금융부문에 대한 통제는 다양한 차원에서 이루어졌다.¹⁰⁾ 첫째, 예금과 대출에 대한 이자율은 모두 정부에 의해 결정되었으며, 둘째, 지급준비율이 매우 높았기 때문에 상업은행들은 자신의 포트폴리오를 확장하기가 매우 어려웠다. 셋째, 정부는 상업은행에 대하여 여신 배분에 관한 행정지침을 내렸고, 넷째, 정부는 또한 상업은행의 외자차입을 금지하거나 그러한 자본의 규모 및 활용에 대하여 제한을 부과하였다. 마지막으로 정부소유의 은행들이 막대한 규모의 여신을 제공하였으며, 차입외자와 국내 차입자를 중개하는 역할을 하였다. 이처럼 정부는 은행부문을 통하여 금융시스템을 관리 및 통제하는데 다양한 정책수단을 사용하였는데, 이러한 금융시스템 운용방식을 이른바 ‘관치금융’ 혹은 ‘금융억압(financial repression)’이라고 부르기도 한다. 요컨대 외국으로부터의 금융차입을 통하여 경제개발자금을 조달하던 방식에서는 은행시스템이 가장 적합한 수단이 되었다고 할 수 있을 것이다.

과거 한국이 위와 같은 은행중심의 금융시스템을 채택한 데에는 대외적인 환경과 자본의 흐름이 결정적인 배경으로 작용하였다고 할 수 있다. 마찬가지로 21세기의 발전국가들이 과거와는 다른 양상의 금융시스템을 채택하게 된 것도 대외적 경제환경과 자본의 흐름에 있어서 나타난 변화와 밀접히 관련되어 있다. 즉 1970년대 까지만 해도 국제

8) Stallings & Studart, 위의 책, p. 22.

9) Stallings & Studart, 위의 책, p. 22.

10) Stallings & Studart, 위의 책, p. 22.

적인 자금의 흐름은 개발도상국의 공공차관에 집중되었다.¹¹⁾ 특히 많은 미국과 유럽의 상업은행들은 1976년과 1979년의 오일쇼크 이후 밀려드는 오일머니(petrodollar deposits)를 대대적으로 개발도상국에 대여하기 시작하였다. 이는 미국을 비롯한 주요 채권국의 채권은행들에게 공공차관은 디폴트 되지 않을 거라는 믿음이 있었기 때문이다. 그러나 1980년대 초반 및 중반의 채무위기(debt crisis)로 인하여 이러한 믿음에는 커다란 손상이 가해졌다.

한편 오늘날 개발도상국에 유입되는 자금은 민간 자본(private capital flows)이 대부분이다. 물론 공적 원조기관이나 다자간 은행으로부터의 공공차관이 여전히 개발도상국에게 유용한 것으로 남아있기는 하지만, 개발도상국이 금융에 있어서 글로벌 자본시장에 좀 더 긴밀하게 통합되면서, 이제 차관은 외자동원 방법으로는 뒤떨어진 것이 되었다.¹²⁾ 즉 과거에는 외국 금융기관으로부터의 상업차관이 주종을 이루었던 것에 반하여, 1980년대 주요 개발도상국가들의 외채위기 이후 최근에는 외국인투자(foreign investment)에 의존하는 경향이 뚜렷해졌다. 주지하다시피 외국인투자에는 포트폴리오투자(portfolio investment)와 외국인직접투자(foreign direct investment)가 있는데, 이러한 외국인투자는 은행과 같은 금융중개기관을 통하지 않고 자본시장을 통하여 직접적으로 이루어지게 된다. 이러한 점에서 오늘날 발전도상국들이 경제개발에 소요되는 자본을 조달하는 시스템은 은행부문보다 자본시장부문을 중심으로 운용된다고 할 수 있으며, 그 자본시장은 국제자본시장에 (정도의 차이가 있을 수 있지만) 다소간 통합되어 있다. 요컨대 오늘날의 개발도상국들에서는 과거 한국의 경제개발과정에서 금융시스템이 형성되고 발전되었던 양상과는 사뭇 다른 금융시스템이 형성되고 발전되고 있는 것을 알 수 있다.

11) Sarkar, 주 1)의 책, p. 397-8.

12) Sarkar, 위의 책, p. 401.

최근에 국제기구와 선진국들에 의하여 주도된 개발도상국들의 금융 자유화 개혁은, 이자율과 여신규모 및 수신자에 대한 정부의 규제를 폐지함으로써 은행시스템이 작동하는 방식을 바꾸어 놓고 있다.¹³⁾ 동시에 이들 국가들에서 일어나고 있는 민영화를 통하여 자본시장이 확대 내지 강화되고 있으며, 특히 국영기업의 민영화는 주식을 통한 자본조달의 중요성을 높이고 있다.¹⁴⁾ 더 이상 ODA나 국제기구, 정부, 금융기관을 통한 차관이 주된 외자조달 방식이 아닌 것이다. 이러한 점에서 21세기의 개발도상국들이 놓인 여건은 20세기의 개발도상국들이 놓였던 여건과 큰 차이가 나는 것이다. 이를 고려한다면, 과거 한국이 효과적으로 활용했던 은행 중심의 금융시스템을 그대로 오늘날의 개발도상국에 적용하기는 어려울 것이라고 말할 수 있을 것이다.

하지만 오늘날의 개발도상국들은 새로운 환경에 놓인 만큼 새로운 위험과 어려움에 처하게 되었는데, 국제자본시장의 불안정성에 노출되어 있다는 점이 바로 그것이다. 국제자본시장으로부터의 지대한 영향력 하에서 형성되고 운영되는 개발도상국의 자본시장은 아직 상대적으로 규모가 작기 때문에, 규모가 크고 변동성이 큰 국제자본의 움직임에 크게 영향을 받게 된다.¹⁵⁾ 이로 인하여 국제자본의 움직임에 따라 개발도상국의 거시경제적 안정성이 위협을 받을 수 있으며, 결국 경제 성장과 균형적인 발전에 심각하게 부정적인 결과를 야기할 수도 있다. 또한 실제로 개발도상국에 대한 국제자본의 투자가 기대만큼 활발하게 이루어지지 않고 있는데, 이는 개발도상국들의 금융시스템이 안고 있는 여러 가지 약점들 때문이다. 특히 정보가 투명하게 제공되지 않는다는 점이나 소수주주에 대한 보호가 미흡하다는 점 등의 제도적 취

13) Stallings & Studart, 주 7)의 책, p. 111.

14) Sarkar, 주 1), p. 396.

15) Stallings & Studart, 주 7)의 책, p. 3 참조.

약성 때문에, 투자자들이 이들 개발도상국가에 자본을 투입하기를 꺼리는 경향이 있다.¹⁶⁾

앞서 살펴본 바와 같이, 국제자본시장에는 본질적으로 불안정성이 내재되어 있기 때문에, 여기에 통합되는 소규모 개발도상국의 자본시장 역시 대내외적 경제상황의 변화에 따라서 이러한 불안정성에 노출되지 않을 수 없는바, 이러한 문제에 대응하는 것이 오늘날의 개발도상국들이 해결해야 할 중요한 과제가 된다. 게다가 실제로 선진국의 자본은 정작 경제개발을 위한 자본의 수요가 매우 큰 개발도상국에는 활발하게 유입되지 않는 경향이 있는데, 이는 이들 개발도상국들의 자본시장에 정보의 불투명성 혹은 투자자보호의 미비 등과 같은 여러 가지 제도적 결함이 존재하기 때문이다.

그러므로 개발도상국의 자본조달구조 및 금융시스템은 거시경제적 안정성의 유지와 경제성장의 촉진이라는 두 가지 목적을 동시에 조화롭게 달성할 수 있도록 마련되어야 하며, 이는 결국 제도의 설계와 운용의 문제이기 때문에, 이를 위한 정부의 적극적이고도 적절한 역할이 매우 중요한 의미를 갖는다 하겠다. 이러한 의미에서 20세기의 개발도상국가와 21세기의 개발도상국가에 있어서 공히 정부의 역할이 결정적인 역할을 갖는다고 보아야 할 것이며, 특히 형성 단계에 있는 자본시장에서는 시장의 발전단계에 부합하는 제도를 설계하고, 운용 과정에서 나타나는 문제점과 시행착오에 적절하게 대응하여 제도를 정비해 나가는 정부의 의지와 능력이 반드시 요구된다. 이러한 점에서 과거 한국이 정부의 적극적인 역할을 통하여 이러한 과정을 어떻게 거쳐 왔는지를 면밀히 살펴보는 것은 오늘날의 개발도상국들에게도 여전히 유의미한 교훈을 줄 수 있을 것이다.

16) Litan, Pomerleano & Sundararajan ed., *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Brookings Institution Press, 2003, p. 8 참조.

형성단계에 있는 자본시장법제에 있어서 정부가 해야 할 역할에는 다음과 같은 것들이 있을 것이다. 먼저 공적개발원조(Official Development Assistance), 외국인직접투자, 국제채권 및 주식시장, 포트폴리오투자 등 다양한 자본조달원 각각의 장단점을 면밀히 검토하여, 해당 국가의 상황에 가장 적합한 조합을 도출할 필요가 있다. 특히 오늘날과 같이 글로벌화된 경제환경에서 쉽게 야기될 수 있는 대외적 경기변동에 대한 취약성을 가급적 최소화하도록 해야 할 것이다. 이러한 점에서 자본시장을 통한 금융은 경제개발에 필요한 자본의 조달에 있어서 부분적인 의의를 갖는데 머물러야 할 것이고, 여기에 전적으로 의존하지 않을 수 없는 금융시스템은 지양하는 것이 바람직한 것으로 보인다. 물론 오늘날 국제자본시장을 통한 자본조달에는 여러 가지 장점이 있기 때문에, 개발도상국의 자본조달구조를 설계하는데 있어서 이를 중요한 요소로 다루는 동시에, 정보공시나 투자자보호 등 핵심적인 제도적 장치를 마련함으로써 투명하고 안정적인 자본시장이 조성될 수 있도록 하여야 할 것이다.

이에 개발도상국의 정부는 명확하고도 체계적인 자본시장법 체계를 갖추어야 할 것인데, 먼저 주식시장에 대한 규제대상의 범위를 어떻게 설정할 것인지, 법령을 통한 정부의 규제범위와 자율규제기관(self-regulatory organization, SRO)에 의한 규제범위를 어떻게 설정할 것인지, 자본시장에 참여하는 자들의 책임과 의무를 어떻게 설정할 것인지, 그리고 등록, 공시 및 허가 요건을 어떻게 설정할 것인지 등을 결정해야 한다. 이는 자본시장법의 집행 메커니즘을 설계하는데 필수적인 요소들이 될 것이다. 이러한 사항들에 대한 선택을 바탕으로, 구체적으로 주식에 대한 소유권, 주식의 거래, 외국인의 투자 및 소유권, 소수주주의 이익 보호, 내부자 거래의 금지, 기타 투명성, 공시, 보고 의무와 관련된 규정을 마련하여야 한다.

제 3 장 한국 자본시장법제의 형성과정과 그에 대한 평가

제 1 절 한국 자본시장법제의 형성과정에 대한 검토

한국의 자본시장법제가 형성단계에 있었던 것으로 평가할 만한 시기는 증권시장이 처음으로 문을 연 1956년부터 전면적인 법 개정이 이루어진 1976년까지라고 할 수 있다. 1976년의 전면개정에서는 증권관리위원회와 증권감독기관이 설립됨으로써 자본시장법제의 기본적인 구성체계가 완성되었기 때문에, 한국 자본시장법제의 형성이 마무리된 시점으로서 의미를 부여할 수 있을 것으로 생각된다. 이러한 한국 자본시장법제의 형성단계는 자본시장에 대한 정부의 전반적인 기조변화에 따라 크게 세 시기로 나누어질 수 있는데, 먼저 제1기는 증시가 개장되고 최초로 「증권거래법」이 제정된 이래 증권파동을 맞아 그 원인에 대응하는 법 개정이 이루어진 시기로서, 이른바 ‘자본시장 출범기’라고 부를 수 있을 것이다. 다음으로 제2기는 정부가 일련의 입법적 조치를 통하여 자본시장의 육성에 나선 시기로서 ‘자본시장 육성기’라고 할 수 있다. 마지막으로 제3기는 자본(증권)시장의 성장에 맞추어 일반투자자를 보호 및 육성하기 위한 시책들이 추진된 시기로서 ‘일반투자자의 보호 및 육성기’라고 지칭할 수 있다. 이하에서 각각의 시기에 이루어진 법제정 및 개정사항에 대하여 상세하게 살펴보도록 한다.

1. 제1기: 자본시장의 출범

(1) 증시개장(1956년) 및 「증권거래법」¹⁷⁾의 제정(1962년)

한국에서는 1956년 3월 3일 은행, 보험회사, 증권회사들의 공동출자로 대한증권거래소가 개장되면서 근대적 의미의 증권시장이 시작되었으나, 신주나 사채의 발행 및 유통을 원활히 수행할 만한 제도적 기반을 갖추지 못하였다. 따라서 당시에는 기발행주권의 매매가 이루어지는 유통시장이 증권시장의 전부였고, 유통시장에 있어서도 주식보다는 국채가 매매의 대부분이었으며, 발행시장은 거의 불모지대에 가까웠다고 해도 과언이 아니었다.¹⁸⁾ 따라서 증권시장을 통한 기업자금 조달이라는 측면에서는 거의 효과를 기대하기 어려운 수준이었다고 할 수 있다.¹⁹⁾

제1차 경제개발 5개년계획이 착수된 1960년대 초에 정부는 국내저축의 동원수단으로서 자본시장을 육성키로 하였다.²⁰⁾ 이에 따라 1962년 1월 15일 「증권거래법」을 제정하는 한편, 대한증권거래소를 주식회사 체제로 개편하였는데, 이로써 증권시장이 종래의 국채시장으로부터 주식시장으로 진일보하게 되었다.²¹⁾ 이 때 제정된 「증권거래법」은 유가증권의 발행과 매매 기타의 거래를 공정하게 하고 유가증권의 유통을 정상화시켜 증권시장을 활성화하기 위한 것이었다. 동법은 당시 우리나라 증권시장의 수준에 비추어 볼 때 실제 입법수요를 고려한 것이 아니라 증권규제의 선진국인 미국과 일본의 법제를 도입하는데 그 의의가 있었다고 볼 수 있다.²²⁾ 「증권거래법」이 제정되면서 주식시장의 거래량이 증가하고 주식발행도 활발하게 이루어지면서 증시가 활기를

17) 법률 제972호, 1962. 1. 15. 제정, 1962. 4. 1. 시행.

18) 김두열(한국개발연구원) 편집 총괄, 『경제법제 60년사』, 해남, 2011, 77면.

19) 김두열(한국개발연구원) 편집 총괄, 위의 책, 77면.

20) D.C. 콜, 박영철 공저, 『한국의 금융발전: 1945~80』, 한국개발연구원, 1984, 93면.

21) D.C. 콜, 박영철 공저, 위의 책, 93면.

22) 김두열(한국개발연구원) 편집 총괄, 주 18)의 책, 77면.

따고, 증권회사도 60개로 급증하였다.

이 때 제정된 증권거래법의 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다. 먼저 유가증권의 내용을 다음과 같이 정하였는데(제2조), 이는 이후에도 「증권거래법」 체계 하에서는 큰 변화 없이 대체로 유지된다.

1. 국채증권
2. 지방채증권
3. 특별한 법률에 의하여 정부 또는 법인이 발행한 채권
4. 사채권
5. 특별한 법률에 의하여 설립된 법인이 발행한 출자증권
6. 주권 또는 신주인수권을 표시하는 증서
7. 외국 또는 외국법인이 발행한 증권 또는 증서로서 전각호의 증권 또는 증서의 성질을 구비한 것 중 재무부장관이 지정한 것
8. 기타 각령으로 정하는 증권 또는 증서

다음으로 유가증권의 모집 및 매출과 관련하여, 재무부장관에게 신고하여 그 효력이 발생한 후가 아니면 이를 하지 못하도록 하였으며, (제4조), 그 효력 발생일은 신고서를 재무부장관이 수리한 날로부터 30일을 경과한 날이었다(제5조). 또한 발행인이 작성한 사업설명서를 교부한 후가 아니면 유가증권을 취득시키거나 매도하지 못하도록 하였으며(제8조), 재무부장관에게는 일정한 경우에 유가증권의 발행, 모집, 매출 기타 거래를 정지 또는 금지시킬 처분권이 있었다(제12조).

동법상 ‘증권업자’는 동법에 의하여 증권업을 영위하는 자를 말하는데(제2조제7항), 증권업자는 주식회사로 하며 그 설립을 위해서는 재무부장관의 허가를 얻도록 하였으며(제13조), 재무부의 증권업자명부에 등록하지 아니하면 영업을 하지 못하도록 하였고(제17조), 3천만원 이상의 영업용 순자본액에 대한 제한이 있었다(제25조). 또한 증권업자에게는 일정한 경우에 재무부장관에게 허가 혹은 보고할 의무가 부과되었다(제23조 및 제24조). 증권업자는 허위의 시세를 유포하거나 이용하여서는

아니 되며(제33조 부정행위의 금지), 누구든지 유가증권시장을 거치지 아니하고 차금의 수수를 목적으로 하는 일체의 매매거래를 할 수 없었고(제41조 장외투기의 금지), 재무부장관은 증권업자가 영업 또는 재산 경리의 상태에 비추어 과도한 수량의 매매거래, 불건전한 방법에 의한 매매를 하기 위하여 금전 또는 유가증권의 차입을 하거나 과도한 수량의 유가증권의 차입 또는 예탁을 받거나 불건전하다고 인정되는 재산을 가진 경우에는 관계공무원으로 하여금 조사시킨 후 이유를 제시하고(고객의 매매위탁의 예탁은 제외한다) 이를 금지시키거나 당해 재산의 전부 또는 일부를 상각할 것을 명할 수 있었다(제42조 과도한 수량의 매매거래에 대한 금지).

동법상 ‘증권거래소’는 유가증권의 매매거래를 하기 위하여 필요한 유가증권시장을 개설함을 목적으로 동법에 의하여 설립된 자를 말하고(제2조제8호), ‘거래원’은 증권업자로서 증권거래소에 등록을 하고 당해 증권거래소가 개설한 유가증권 시장에서 상시로 유가증권의 매매거래에 종사할 수 있는 자를 말한다(제2조제10호). 제4장에서는 증권거래소의 설립허가기준 및 증권의 기재사항을 정하였는데, 증권거래소는 주식회사로 하였으며(제44조), 증권업자의 경우와 마찬가지로 거래원에 제도 영업용 순자본액에 관한 제한이 있었다(제53조). 증권거래소는 재무부장관의 인가를 얻은 유가증권에 한하여 상장하여야 하며, 유가증권의 상장을 폐지하고자 할 때에도 재무부장관의 승인을 얻어야 했다(제73조 및 제75조). 또한 재무부장관은 유가증권시장에 상장함이 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정되는 유가증권의 상장을 증권거래소에 명할 수 있었다(제76조 명령에 의한 상장).

그 밖에 동법에서는 유가증권시장에서의 매매거래와 관련하여, 장외거래의 제한(제71조),²³⁾ 허위매매의 금지(제86조),²⁴⁾ 시세조종의 금지

23) 제71조 (장외거래의 제한) 유가증권시장이외의 장소에서의 유가증권의 매매 기타의 거래에 관하여는 각령의 정하는 바에 의하여 그 수량, 방법 등을 제한할 수 있다.

24) 제86조 (허위매매의 금지) ①유가증권시장에서의 매매거래의 위탁을 받은 거래원

(제91조),²⁵⁾ 시세조작의 배상책임(제92조)²⁶⁾ 등에 관한 조항이 마련되어 있었다. 특히 재무부장관은 거래의 공정을 기하고 투자자를 보호하기 위하여 필요하다고 인정할 때에는 증권거래소에 대하여 정관, 업무규정, 수탁계약준칙과 기타 거래의 관행에 관하여 변경을 명할 수 있는 권한이 있었다(제101조). 또한 재무부장관은 증권거래소의 행위나 그 개설하는 유가증권시장에서의 매매거래의 상황이 공익 또는 투자자의 보호상 유해하다고 인정할 때에는 그 시정을 위하여 필요한 명령을

은 유가증권시장에서 매매거래를 하지 아니하고 자기가 그 상대방이 되거나 상대방의 대리인이 되어 매매를 성립시켜서는 아니된다.

②거래원이 전항의 규정에 위반한 때에는 증권거래소는 그 거래원에 대하여 유가증권시장에서의 매매거래를 정지시키거나 등록을 취소할 수 있다.

25) 제91조 (시세조작의 금지) ①누구든지 타인으로 하여금 유가증권시장에 상장한 유가증권의 매매거래가 성황하게 행하여지고 있는 듯이 오해를 주는 등 당해 유가증권의 매매거래상황에 관하여 타인에게 오해를 발생시킬 목적으로 다음 각호의1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 자기가 매도하는 동시에 그와 동가격으로 타인이 당해유가증권을 매수하는 것을 사전에 그 자와 통정한 후 매도를 하는 것
2. 자기가 매수하는 동시기에 그와 동가격으로 타인의 당해유가증권을 매도하는 것을 사전에 그 자와 통정한 후 매수를 하는 것
3. 전각호에 해당하는 행위의 위탁이나 수탁을 하는 것

②누구든지 유가증권시장에서의 유가증권의 매매거래를 유인하는 목적으로 다음 각호의1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 단독 또는 타인과 공모하여 당해유가증권의 매매거래가 성황하다고 오해를 시키거나 또는 그 시세를 변동시키는 매매거래나 그 위탁 또는 수탁을 하는 것
2. 당해유가증권의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 것
3. 당해유가증권의 매매를 하는데 있어 중요한 사항에 관하여 고의로 허위 또는 오해를 발생하게 하는 표시를 하는 것

③누구든지 단독 또는 타인과 공모하여 법령에 위반하여 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장에서 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하지 못한다.

26) 제92조 (시세조작의 배상책임) ①전조의 규정에 위반하는 자는 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 그 유가증권시장에서 해당 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 자가 당해 매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.

②전항의 규정에 의한 배상의 청구권은 청구권자가 전조의 규정에 위반된 행위가 있었던 사실을 안 때로부터 1년 그 행위가 있었던 때로부터 2년간 이를 행사하지 아니한 때에는 시효에 의하여 소멸한다.

하거나 임시로 매매거래의 전부 또는 일부의 정지를 명할 수 있었다 (제103조).

(2) 증권파동(1962년) 및 「증권거래법」²⁷⁾의 개정(1963년)

1962년 1월에 「증권거래법」이 제정되면서 증시가 활기를 띠게 되었으나, 곧이어 1962년 5월에 증권파동이 일어나 74일 간이나 증권거래소 개장이 중단되는 사태를 맞게 되었다. 증시개장 후 얼마 되지 않아 초유의 증권파동을 맞게 된 배경은 다음과 같다. 당시 증권거래는 한국증권금융, 대한증권거래소, 한국전력 등 세 종목에 대해서만 집중되면서 주가가 폭등했고, 대주주들은 주가상승으로 인한 차익만을 취득하고자 하였으며, 여기에 더하여 당시 증권거래의 상당부분을 차지했던 청산거래제도²⁸⁾로 인해 투기성 거래가 만연하여서, 이는 결국 증권파동으로 이어지게 된 것이다.²⁹⁾ 청산거래는 전형적으로 매월 말에 결제되었으므로 투자자들은 소액의 증거금만으로도 결제일 전에 반대매매를 체결함으로써 매매이익을 얻을 수 있었기 때문에, 이러한 형태의 거래와 결제방법은 주가가 실제가치를 지나치게 상회하는 수준까지 오를 정도로 투기와 주가조작을 조장하였다.³⁰⁾ 이러한 현상은 결국 1962년 말 주가의 폭락과 1963년 초 3개월간 시장붕쇄라는 사태를 초래하게 되었다. 이로 인해 증권시장이 장기침체에 빠지자 일반 투자자들은 증권시장을 외면하게 되었고 문을 닫는 증권회사가 속출하게 되었다.³¹⁾³²⁾ 전반적으로 당시의 증권시장은 기반이 취약한데다

27) 법률 제1334호, 1963. 4. 27. 일부개정, 1963. 4. 27. 시행.

28) 매매체결 후 1~2개월 후 계약이행이 이루어지기 이전까지 전매·환매가 가능하여 계약일에 차액만 정리하여 결제하는 방식을 말한다.

29) 김현중, 『한국 기업집단 소유지배구조에 대한 역사적 영향요인 고찰 및 시사점 연구』, 한국경제연구원, 2012, 67면.

30) D.C. 콜, 박영철 공저, 주 20)의 책, 93-4면 참조.

31) 김두열(한국개발연구원) 편집 총괄, 주 18)의 책, 78면.

32) 증권파동 사태를 공식적인 상황에 대하여 시간별로 정리하면 다음과 같다. 박진근, 「한국 역대정권의 주요정책2(5·16군사혁명 -박정희 제3차 경제개발 5개년 계

주식에 대해 고조되는 관심을 활용할 만한 준비가 되어 있지 않았다고 할 수 있다.

증권거래소는 1963년 5월 다시 개장되었지만, 이번에는 증권시장에 대한 일반의 신뢰를 회복하기 위해 거래소의 주식참여에 대한 정부의 강력한 통제가 뒤따르게 되었다.³³⁾ 즉 정부는 한국증권거래소의 조직이 주식회사 형태인 것에 1962년 증권파동의 원인이 있다고 판단하고, 이하에서 상세하게 살펴보는 바와 같이 1963년 4월 27일 「증권거래법」을 개정하여 한국증권거래소의 조직을 특수법인으로 변경하여 공영화하였다. 이 증권파동의 원인은 여러 차원에서 설명이 가능할 것이나, 아직 주식시장이 정착할 수 있을 만한 여건이 조성되지 않은 상태였다는 요지의 다음의 설명을 인용한다.³⁴⁾

무엇보다 먼저 대부분의 기업들이 폐쇄적 가족적인 경영체제를 고수함으로써 우량주식이 시장에 공급되지 않았다. 기업주들은 기업을 공개할 만

획)」 중 6. 5·16 군사혁명정부의 주요 경제정책(1961.5.16 ~ 1962.1.12)으로서 www.yif.co.kr/newhtml/print.html?category=m&serialnum=1185의 8~9쪽 참조(성승제, 「증권파동」, 2012. 5. 25. 한국법제연구원 워크숍 발표자료에서 재인용).

1962.1.15	증권거래법 제정
1962.5.31	증권파동 결제 불이행 등 문제화
1962.6.1	거래중지
1962.6.6	정부 증시정상화 방안
1962.8.31	증시휴장
1962.9.4	증시 재개장
1962.11.28	증권거래세법 제정
1963.2.25	주가폭락으로 증시 휴장
1963.4.27	증권거래법 1차 개정
1963.5.8	한국증권거래소 개장
1963..7.20	증시 가격제한폭 확대
1963.10.14	은행 대주주 주식양도 금지조항 폐지
1964.10.31	증권거래법 2차 개정
1965.6.28	증권업계 무기한 휴장결의
1965.6.29	증권거래소에 대한 현물출자 우선이행 결제

33) D.C. 콜, 박영철 공저, 주 20)의 책, 94면.

34) D.C. 콜, 박영철 공저, 위의 책, 94면.

한 유인을 갖지 못하였으며 오히려 기업공개로 인해 기업에 대한 통제권을 상실할 가능성이 있을 뿐만 아니라 재무보고서를 공시하고 배당금을 지급해야 하는 의무를 갖게 되며, 그리고 경우에 따라서는 기업이 공개되었을 때 기업의 비업무용 부동산소유가 허용되지 않음으로 인한 재정적 손실을 입을 수도 있었다.

한편 기업에 대한 일반의 인식 또한 좋지 않았다. 기업경영은 정부에 의해 좌우되었으며 소액주주들에게 정직하게 보고하거나 이들을 공정하게 대우할 것으로 신뢰될 수 없었다. 더욱이 증권투자보다 유리한 투자 기회가 상존하였는데 특히 부동산과 사금융시장이 그러하였다. 이와 같은 이유로 해서 자본시장은 1963년 한국증권거래소가 다시 개장한 후에도 5년 동안이나 침체를 면치 못하였다.

증권파동은 정부와 시중은행의 구제금융과 解玉³⁵⁾이라는 비상조치로 간신히 수습되었으나 거래소 조직, 청산거래, 증권금융 등 제도상의 미비점을 드러내었고, 주식시장의 발전에도 오랫동안 역효과를 미쳤다. 우선 증권거래소와 주식시장에 대한 불신을 초래하여 장기간 증권투자자의 이탈을 초래하였으며, 증권시장을 통한 자본조달의 길이 막힘에 따라 정부가 은행으로 하여금 정책금융기관화하게 되는 동기를 주게 된 것이고 정부가 외자 동원에 주력하는 계기로도 작용하였다.³⁶⁾

증권파동으로 인한 결과를 수습하고 그 원인에 강력하게 대응하기 위한 정부의 조치는 1963년 4월에 단행된 「증권거래법」 개정에서 잘 반영되어 있다. 앞서 언급한 바와 같이 정부는 한국증권거래소가 증권파동의 원인이라고 판단하였기 때문에, 이때의 법 개정은 증권거래소에 대한 규제와 이와 밀접한 관련성이 있는 증권업자에 대한 규제 사항에 집중되어 있다.

35) 불시에 일어난 시세의 급변으로 인한 혼란을 막기 위해 매매쌍방이 일정한 값을 정하여 매매를 해제하는 것.

36) 성승제, 주 32)의 글.

먼저 증권거래소에 관한 사항에 있어서, 증권거래소를 법인으로 한다는 제44조를 개정함으로써 한국증권거래소의 조직을 주식회사로부터 특수법인으로 변경하였고, 제54조의2(증권거래소의 감독)를 신설하여 증권거래소는 필요하다고 인정할 때에는 관계 직원으로 하여금 거래원의 유가증권의 매매 기타의 거래에 관한 업무·장부 기타의 서류를 검사할 수 있도록 하며, 이 때 미리 재무부장관의 승인을 얻도록 함으로써, 거래원에 대한 증권거래소 및 재무부장관의 감독권을 강화하였다. 또한 제80조의2(위약손해배상공동기금)를 신설하여, 거래원으로 하여금 매매거래의 위약으로 인하여 발생하는 손해를 배상하기 위하여 증권거래소에 위약손해배상공동기금을 적립하도록 하고, 거래원은 그 배상기금의 범위 안에서 거래원의 매매거래의 위약으로 인하여 발생하는 손해배상에 관하여 연대책임을 지도록 하였다.

다음으로 증권업자에 대한 규제와 관련하여, 자본금의 한도를 상향 조정하였고(제13조), 증권업자에 대한 재무부장관의 허가취소 요건을 강화하여 다음과 같이 제36조를 개정하였다.

개정 전	개정 후
<ol style="list-style-type: none"> 1. 부정수단에 의하여 허가를 얻은 사실을 발견한 때 2. 증권업자가 증권업을 영위할 수 있게 된 날로부터 2월이 경과하도록 영업을 개시하지 아니한 때 또는 단속하여 2월 이상 영업을 중지한 때 3. 영업에 관하여 사위행위로서 타인으로부터 금전 또는 유가증권의 교부를 받거나 업무에 관하여 타인에게 교부할 금전 또는 유가증권을 부정취득한 때 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 부정수단에 의하여 허가를 얻은 사실을 발견한 때 2. 증권업자가 증권업을 영위할 수 있게 된 날로부터 1월이 경과하도록 영업을 개시하지 아니한 때 또는 단속하여 2월 이상 영업을 중지한 때 3. 영업에 관하여 사위행위로서 타인으로부터 금전 또는 유가증권의 교부를 받거나 업무에 관하여 타인에게 교부할 금전 또는 유가증권을 부정취득한 때

개정 전	개정 후
4. 제38조의 규정에 의하여 영업의 정지를 당한 자가 그 영업정지처분을 받은 날로부터 2월 이내에 그 정지조건을 보정하지 아니한 때 5. 제40조 또는 제41조의 규정에 위반한 때	4. 제38조의 규정에 의하여 영업의 정지를 당한 자가 그 영업정지처분을 받은 날로부터 2월 이내에 그 정지조건을 보정하지 아니한 때 5. 제40조·제41조 ³⁷⁾ 또는 제55조제1항 ³⁸⁾ 의 규정에 위반한 때 6. 유가증권시장에서의 매매 기타의 거래의 계약에 위반하거나 수도를 이행하지 아니한 때 7. 제35조 ³⁹⁾ 의 규정에 의한 재무부장관의 명령에 위반한 때

특히 증권업자에 대한 재무부장관의 규제권한이 강화된 것으로서 주목할 만한 것은 제35조제2항의 신설이다. 동항에서는 (1) 천재·지변·사변·경제사정의 급변 기타 이에 준하는 사태의 발생으로 인하여 매매계약의 이행이 불가능한 때, (2) 매점·투매나 매매쌍방의 사수전의 격화로 인하여 시세 또는 거래량이 급변하여 증권거래에 혼란이 생겨 정상적 방법으로 그 수습이 불가능한 때에는 재무부장관이 증권거래계

37) 제40조 (명의대여금지) 증권업자는 자기의 명의를 가지고 타인으로 하여금 증권업을 경영시킬 수 없다.

제41조 (장외투기의 금지) 누구든지 유가증권시장을 거치지 아니하고 차금의 수수를 목적으로 하는 일체의 매매거래를 할 수 없다.

38) 제55조 (신원보증금) ①거래원은 증권거래소의 정관의 정하는 바에 의하여 증권거래소에 신원보증금을 예탁하여야 한다.

39) 제35조 (재무부장관의 명령권한) ①재무부장관은 각령의 정하는 바에 의하여 과도한 투기거래의 방지, 투자자의 보호 기타 공익을 위하여 증권업자에게 필요한 명령을 할 수 있다.

②재무부장관은 다음 각호의 1에 해당된다고 인정한 때에는 증권거래계약의 해약을 명할 수 있다.<신설 1963·4·27>

1. 천재·지변·사변·경제사정의 급변 기타 이에 준하는 사태의 발생으로 인하여 매매계약의 이행이 불가능한 때
2. 매점·투매나 매매쌍방의 사수전의 격화로 인하여 시세 또는 거래량이 급변하여 증권거래에 혼란이 생겨 정상적 방법으로 그 수습이 불가능한 때

약의 해약을 명할 수 있도록 하였고, 증권업자가 위 명령에 위반한 경우에는 증권업자에 대한 허가를 취소할 수 있도록 하였다(제36조제7호). 또한 제38조에서는 재무부장관이 영업의 전부 또는 일부를 정지시키거나 임원의 해임도 명할 수 있는 사유로서 위 제35조를 비롯하여 몇 가지 의무사항을 추가하였다. 이는 증시파동이란 초유의 사태에 대응하여 정부가 마련한 매우 강력한 조치라 할 수 있을 것이다.

증권의 발행에 대한 규제와 관련해서는 제8조의2 내지 제8조의4를 신설하여, 발행인이 유가증권의 신고서와 사업설명서 중 허위의 기재 또는 표시가 있거나, 이로 인하여 선의의 유가증권취득자에게 손해가 발생한 때에는 당해 유가증권의 신고자 또는 당해 사업설명서를 작성 또는 교부한 자는 당해 손해에 관하여 배상의 책임을 지도록 하였다.

2. 제2기: 자본시장의 적극적인 육성

(1) 「자본시장육성에관한법률」⁴⁰⁾의 제정(1968년)

1960년대 후반에 들어서 정부는 제2차 경제개발 5개년계획(1967~71)에서 설정된 높은 성장목표를 달성하기 위한 금융재원의 조달을 은행대출과 차관에 크게 의존함으로써, 많은 기업들은 단기부채를 위주한 높은 부채비율을 나타내게 되었다.⁴¹⁾ 이에 정부는 기업의 소유권을 분산시키고 기업의 자금조달원을 다양화하기 위하여 근대적인 자본시장을 육성하려는 노력을 재개하여 1960년대 후반부터 일련의 개혁조치를 취하기 시작하였다.⁴²⁾

먼저 정부는 증권파동 이후 기업의 공개와 주식의 분산을 촉진하고 국민의 기업참여와 자본조달을 원활하게 할 수 있는 투자여건을 조성

40) 법률 제2046호, 1968. 11. 22. 제정, 1968. 11. 22. 시행.

41) D.C. 콜, 박영철 공저, 주 20)의 책, 94면.

42) D.C. 콜, 박영철 공저, 위의 책, 94면.

함으로써 자본시장의 건전한 육성을 도모하려는 목적으로 1968년 11월 22일 「자본시장육성에관한법률」을 제정하여 발행시장 발전의 전기를 마련하고자 하였다. 이러한 방법으로 정부는 일반대중의 자본참여의 확대를 통해 기업소유권의 분산을 촉진하고자 하였고, 동시에 투자자에 대해서도 주식투자유인을 강화하고자 한 것이다.

구체적으로 동법에서는 주식을 분산하고 투자여건을 조성하기 위하여, 상장법인의 이익배당률이 대통령령이 정하는 룰 미만일 때에는 정부 이외의 주주에 대하여는 그 룰에 달할 때까지 우선하여 배당하고 정부소유주식에 대한 배당률은 인하 조정하도록 하였다(제3조). 또한 정부소유의 주식을 매각하는데 있어서, 재무부장관은 공익을 위하여 분산매각할 때와 공무원 또는 정부관리기업체의 종업원에게 매각할 때에 예산회계법 제70조 및 제70조의2의 규정에 불구하고 정부소유주식을 매각수량의 제한 없이 시가이하의 가격으로 매각할 수 있도록 하였다(제5조제1항). 그리고 상장법인이나 공개법인의 상용종업원(임원 제외)에게는 새로이 발행되는 주식(1972년 이후에는 기존의 주식까지 포함됨)의 10%까지 청약할 수 있는 신주인수권을 부여하였다(제6조). 심지어 주식가치를 높이기 위하여 한국증권거래소에 상장된 유가증권을 가지고 정부·지방자치단체 또는 정부관리기업체에 납부할 보증금 또는 공탁금으로 납부할 수 있도록 하였다(제4조).

세제상의 유인 또한 기업공개를 촉진하기 위하여 사용한 중요한 수단이었는데, 동법 제9조와 제10조에서 각각 법인세율과 감가상각의 특례를 정하였다. 즉 공개법인에 대한 세율은 법인세법이 정하는 바에 의하여 공개법인이 아닌 법인에 대한 세율에 비하여 이를 저률로 하도록 하였고, 공개법인 또는 상장법인의 고정자산에 대한 감가상각비의 계산은 법인세법의 정하는 바에 의하여 특례를 두었다. 그 결과 당시 최고급층에 속하는 법인소득의 경우, 비공개법인의 한계세율이 45%였는데 반해 공개법인은 35%이었고, 1969~71년까지 비공개법인과 공개법

인에 대한 법인세율은 45%와 25%로, 1972년 이후에는 40%와 27%로 각각 바뀌었다.

[표 1] 공개법인과 비공개법인의 법인세율⁴³⁾ 비교⁴⁴⁾

과세표준		1968	1969~71	1972~74	1975~76
100만원 이하	공개	20	15	16	20
	비공개	25	25	20	20
100~300만원	공개	30	20	20	20
	비공개	35	35	30	20
300~500만원	공개	35	25	27	27
	비공개	45	45	40	40

이러한 세제상의 혜택은 증권투자자들에게도 역시 주어져서, 총주식잔액의 3% 미만을 소유하는 소수주주가 받은 배당금과 금융기관을 통해 매출되고 총채권잔액의 10% 미만을 소유하는 투자자에 의해 보유된 회사채의 이자소득은 세금이 면제되었다. 대주주의 배당소득에 대해서는 5%의 세율이 부과되었을지라도, 이는 비공개법인의 배당에 적용되는 세율이 20%라는 점을 고려한다면 상당히 낮은 수준이었다.

그 밖에 유가증권의 발행과 분산을 촉진하고 그 인수를 원활히 하며 가격의 안정을 기하기 위하여, 정부와 민간은행의 공동출자로 한국투자개발공사가 설립되었다(제12조). 한국투자개발공사에 투자심의위원회를 설치하여(제20조제1항), 정부가 공사에 위탁매각하기로 결정한 정부소유주식의 매각계획을 세우며, 적정주가를 평정하여 조정하고 기타 위원회에 부여된 기능과 권한을 행사하도록 하였다(제20조제2항). 한국

43) 세율은 과표의 특정계층에 해당되는 한계세율임.

44) D.C. 콜, 박영철 공저, 주 20)의 책, 95면.

투자개발공사는 1976년 말에 해체될 때까지 신주와 회사채의 분배자로서 중추적인 역할을 담당하였다.⁴⁵⁾

(2) 「증권거래법」⁴⁶⁾의 개정(1968년)

1968년 12월 31일에 있었던 「증권거래법」 개정 역시 증권회사에 대한 규제를 강화하는데 그 목적이 있었다. 즉 증권업에 대한 허가를 증권의 매매를 위주로 하는 업무의 허가와 증권의 인수를 겸영하는 업무의 허가로 구분하였는데, 전자의 증권업은 유가증권의 매매, 위탁매매, 중개 또는 대리 그리고 매매에 관한 위탁의 중개, 주선 또는 대리를 업무로 하는 것인 반면, 후자의 증권업은 여기에 더하여 유가증권의 인수, 모집 또는 매출의 주선까지 업무로 할 수 있는 것이었다(제13조제1항). 그리고 전자의 경우에는 증권회사의 자본금을 3,000 만원 이상으로, 후자의 경우에는 5,000 만원 이상으로 하였다(제13조제2항). 또한 증권업자의 등록에 관한 제17조 내지 제21조가 삭제됨으로써 등록제가 폐지되었다.

또한 증권회사의 순재산액에 대한 부채의 비율은 종전에 300 만원 이상으로 지정되었으나, 동개정에서 대통령령이 정하는 일정 비율을 초과하지 못하도록 개정되었다(제25조). 그리고 증권거래준비금제도가 신설되어, 대통령령이 정하는 바에 의하여 유가증권의 거래량에 비례한 증권거래준비금을 적립할 의무가 증권회사에게 부과되었는데, 이러한 준비금은 유가증권의 매매 기타 거래에 관하여 발생한 손실의 보전에 충당하는 이외에는 사용할 수 없었다(제25조의3).

마지막으로 증권회사의 임원, 즉 이사 또는 감사가 고의 또는 과실로 임무를 해태하거나 회사의 사무를 행함에 있어서 제3자에게 손해를 가한 때에는 연대하여 배상책임을 지도록 하였는데, 이는 제26조에 따

45) D.C. 콜, 박영철 공저, 위의 책, 98면.

46) 법률 제2066호, 1968. 12. 31. 일부개정, 1968. 12. 31. 시행.

라 증권회사가 타인에게 끼친 손해에 대하여 지는 책임과는 별개이다 (제38조의2).

(3) 「증권투자신탁업법」⁴⁷⁾의 제정(1969년)

1969년 8월 4일에는 「증권투자신탁업법」이 제정됨으로써 우리나라에서도 증권투자신탁제도를 이용한 간접투자의 길이 열렸다. 증권투자신탁제도는 소액투자자나 증권에 대하여 전문지식이 없는 일반투자자들을 위하여 증권투자를 대행하여 줌으로써 증권인구를 확대시키고, 기관투자자들로 인하여 증권시장의 안정을 꾀할 수 있는 제도이다.⁴⁸⁾ 이로서 경제개발에 소요될 산업자금을 공급해 주는 계기를 마련하고자 한 것이었다. 동법에 따라 1970년에 한국투자개발공사가 서울신탁은행을 수탁회사로 하여 1억 원의 증권투자신탁기금을 조성하고 우리나라 최초로 증권투자신탁업을 개시하였다. 이 한국투자개발공사는 「자본시장육성에관한법률」에 의하여 설립된 것이었는데, 이 공사는 1970년에 설립된 투자신탁의 운영과 주가의 안정을 위하여 증권매매에 직접 참가하게 된 것이다. 증권투자신탁기금의 조성은 일반 소액저축을 유치하기 위한 수단이었으며, 이 제도는 증권시장의 발전에 크게 기여하였다. 이후 1970년대 중반에 들어서 자본시장 관련 제도가 어느 정도 정착되고 산업자본이 대형화되면서 증권시장을 통한 자본조달의 필요성이 커짐에 따라, 1974년에는 증권투자신탁 전업회사인 한국투자신탁주식회사가 설립됨으로써, 이 한국투자개발공사의 업무는 한국투자신탁주식회사에 이관된다. 이러한 변화는 증권투자신탁제도가 비약적으로 발전하는 계기가 되었으며, 동시에 기존 증권회사들의 증자가 장려되었고, 보험회사와 한국신탁은행의 출자로 대규모 증권회사들이 설립되었다.

47) 법률 제2129호, 1969. 8.4. 제정, 1969. 8. 4. 시행.

48) 김두일(한국개발연구원) 편집 총괄, 주 18)의 책, 81면.

(4) 「기업공개촉진법」⁴⁹⁾의 제정(1972년)

1971년 이후 정부가 주도한 일련의 경제정책은 증권시장의 투자환경 조성에 긍정적인 역할을 하여 기업과 국민의 눈을 증권시장으로 돌리게 하면서 증권시장에 대한 인식을 새롭게 하였다.⁵⁰⁾ 하지만 현저히 늘어난 수요에 비해 증권의 공급은 크게 늘어나지 않았다. 1968년에 「자본시장육성에관한법률」이 제정된 이후 4년 동안 겨우 32개 기업만이 주식을 새로이 상장함으로써 1972년 말의 상장기업총수도 66개사로 늘어나는데 그쳤다.⁵¹⁾ 이러한 수요와 공급간의 불균형은 주식가격에 반영되어 주가는 1971년과 1972년 사이에 급상승하였고, 1972년에만 하더라도 배당수익이 액면가격의 20% 수준에 머물렀음에도 불구하고 종합주가지수는 배 이상으로 상승하였다.⁵²⁾

이에 따라 정부는 주식의 공급을 늘리기 위한 일련의 강력한 조치를 취하기 시작하였는데, 그 일환으로 1972년 12월 30일 「기업공개촉진법」을 제정하였다. 동법은 그 제정이유를 다음과 같이 밝히고 있다. 즉 고도성장을 이룩하는 과정 속에서 미약한 자기자본으로 출발했던 기업은 단기고리의 차입금에 의존하지 않을 수 없어 기업의 재무상태가 취약하여 건실한 성장의 저해요인이 되고 있어, 경제의 성장과 안정에 관한 긴급명령에 의하여 기업의 채권채무관계의 의법조정 및 차주기업에 대한 출자전환이 이루어졌으나, 지속적인 경제성장을 이루기 위하여는 기업의 장기자금조달방법의 확충이 필요하므로, 주식공모발행에 의한 자금조달방법을 개선함으로써 생산성을 제고하고 국제경쟁력을 강화하며 민간투자활동을 유발하는 한편, 기업과 국민의 일체감을 조성하여 경제의 안정과 지속적인 성장에 기여하려는 것이다.

49) 법률 제2420호, 1972. 12. 30. 제정, 1973. 1. 5. 시행.

50) 김두얼(한국개발연구원) 편집 총괄, 주 18)의 책, 80면.

51) D.C. 콜, 박영철 공저, 주 20)의 책, 99면.

52) D.C. 콜, 박영철 공저, 위의 책 99면.

이러한 목적에 따라 제정된 동법의 핵심내용은 재무부장관으로 하여금 공개대상기업을 지정하여 공개를 명령할 수 있는 권한을 부여하는 것이었다. 공개대상기업은 차관이나 은행대출이 지나치게 많은 기업 혹은 1972년 8·3 조치에 의해 1억 원 이상의 조정사채를 보유한 기업 중에서 선정되었으며, 기업의 자본금규모, 배당능력, 주식시장에서의 전망 등을 감안하여 선정되었다. 구체적으로 공개지정의 대상이 되는 기업을 선정하는 기준을 정하고 있는 제4조는 다음과 같다.

제 4 조 (공개의 지정) ①재무부장관은 다음 각호의 1에 해당하는 법인(이하 “대상법인”이라 한다) 중에서 그 법인의 자본금, 재산상황, 배당능력, 그 주식의 거래전망 및 증권시장의 동향등 대통령령으로 정하는 기준에 따라 공개함이 적당하다고 인정되는 법인(이하 “적격법인”이라 한다)을 선정하고 그 법인의 공개를 명한다. 다만, 외자도입법에 의한 외국인투자기업중 대통령령으로 정하는 법인은 대상법인에서 제외한다.

1. 외자도입법의 규정에 의하여 대통령령으로 정하는 금액이상의 현금 차관계약 또는 자본재도입계약에 대한 인가를 받은 법인
2. 경제의안정과성장에관한긴급명령(이하 “긴급명령”이라 한다) 제19조의 규정에 의한 조정사채(긴급명령 제22조의 규정에 의하여 조정사채를 출자로 전환한 분을 포함한다)의 총액이 1억원 이상인 법인
3. 금융기관으로부터 10억원 이상의 여신을 받고 있는 법인
4. 그 기업을 공개함이 국민경제의 발전을 위하여 필요한 법인으로서 대통령령으로 정하는 법인

② 재무부장관은 전항의 규정에 의하여 공개를 명하고자 할 때에는 심의회의 의결을 거쳐야 한다.

동법에서는 기업의 공개를 심의·의결하기 위하여 국무총리를 의장으로 하고, 경제기획원장관, 재무부장관, 상공부장관, 한국은행총재, 한국투자공사 사장, 한국증권거래소 이사장, 학식과 경험이 풍부한 자 중에서 대통령령이 위촉하는 5인 이내의 위원으로 구성되는 기업공개심의회를 두도록 하였으며(제3조), 기업을 공개하여야 할 대상 법인을 지

정하였다. 이에 따라 기업의 공개를 명할 때에는, 공개하여야 할 주식의 수, 주주 1인 외 주식소유 비율, 공개의 방법과 조건, 공개의 기한, 기타 대통령령으로 정하는 사항을 정하도록 하였으며(제5조제1항), 공개하여야 주식소유비율은 발행주식총수의 100분의 51을 초과하지 못하도록 하였다(제5조제2항).

공개지명법인이 공개를 이행하지 않을 때에는 법인세와 소득세 면에서 다른 법인과 차등대우 하도록 하였으며, 그 상세한 내용은 동법 제12조 내지 제18조⁵³⁾에 규정되어 있다. 실제로 공개를 한 공개대상지정

53) 제12조 (자산재평가에 대한 특례) ①지정법인 또는 공개법인은 그 자산중 대통령령이 정하는 비사업용토지에 대하여 1회에 한하여 자산재평가법의 규정에 따라 재평가할 수 있다.

②전항의 규정에 의하여 재평가한 비사업용토지에 대한 재평가세율은 자산재평가법 제13조의 규정에 불구하고 그 재평가차액의 100분의 27로 한다.

③전항의 규정에 의하여 산출한 재평가세액이 500만원을 초과하는 경우에는 재평가일로부터 5년을 초과하지 아니하는 범위내에서 대통령령이 정하는 바에 따라 분할납부할 수 있다.

④대통령령이 정하는 지정법인의 과점주주인 법인이 소유하는 지정법인의 주식은 자산재평가법 제38조의 규정에 불구하고 자산재평가법의 규정에 따라 재평가할 수 있다.

⑤전항의 규정에 의하여 재평가한 지정법인의 주식의 양도에 대하여는 자산재평가법 제18조 단서의 규정을 적용하지 아니한다.

⑥제1항의 규정에 의하여 비사업용토지를 재평가한 법인이 공개법인의 요건을 갖추지 아니한 때에는 그 비사업용토지에 대한 재평가차액은 법인세법 또는 소득세법의 규정에 의한 익금 또는 유보소득에 산입한다. 이 경우에 납부한 재평가세는 법인세에서 공제한다.

⑦지정법인 이외의 법인으로서 공개법인이 되고자 하는 경우에도 전각항의 규정을 적용받을 수 있다.

제13조 (종합소득세의 특례) 공개법인의 주주의 1인(법인세법 제22조제3항제1호의 규정에 의한 주주 1인을 말한다)으로서 발행주식총수의 100분의 30이하를 소유한 주주가 그 공개법인으로부터 받는 배당소득(1976년 12월 31일까지의 배당소득으로 한다)이 소득세법 제62조의 규정에 의한 종합소득금액에 합산된 경우에는 동법 제64조의 규정에 의한 종합소득세액중 그 배당소득분에 해당하는 세액의 100분의 50에 상당하는 금액을 감면한다.

제14조 (조세범처벌에 대한 특례) ①지정법인이 제4조의 규정에 의한 명령을 이행하고 공개법인이 된 때에는 이 법 시행전에 사기 기타 부정한 행위로 조세를 포탈한 자산 및 환부받은 조세 또는 징수하지 아니하거나 징수하고 납부하지 아니한 조세에 해당하는 자산을 재무제표에 계상하는 경우에는 조세범처벌법 제7

조·제9조·제11조 및 제12조의3제3항 또는 특정범죄가중처벌등에관한법률 제8조의 규정을 적용하지 아니한다.

②지정법인 이외의 법인으로서 주식의 모집 또는 매출에 의하여 공개법인이 된 법인에 대하여도 전항과 같다.

제15조 (주식인수기구에 대한 비과세특례) ①제9조의 규정에 의한 주식인수기구가 그 주식을 잔액인수(주식을 취득하는 자가 없을 때 잔부를 취득하는 것을 말한다)의 방법으로 인수한 지정법인의 주식중 그 인수한 날로부터 6월내에 매출한 주식에서 생긴 매매차익에 대하여는 1976년 12월 31일까지 종료하는 사업연도까지 법인세법 제10조의 규정에 의한 비과세소득으로 본다.

②전항의 규정에 의한 매매차익은 매출금액에서 매입가액, 매매수수료, 매입에 따른 차입금에 대한 지급이자 및 매매를 위한 광고선전비를 공제한 금액으로 한다.

제16조 (공개불이행시의 법인세과세특례) ①지정법인으로서 제4조의 규정에 의한 명령을 이행하지 아니하거나 그 명령을 이행한 후 제5조제1항제2호의 규정에 의한 주식소유비율을 유지하지 아니한 법인(이하 “공개불이행법인”이라 한다)에 대하여는 공개기한일이 속하는 사업연도와 그 후 명령을 이행한 사업연도까지의 각 사업연도 또는 주식소유비율을 유지하지 아니한 날이 속하는 각 사업연도(이하 “공개불이행사업연도”라 한다)의 소득 금액은 다음 각호에 의하여 계산한다. 다만, 법인세법 제41조제1항제2호의 규정은 이 경우에 적용하지 아니한다.

1. 법인세법 제9조제3항의 규정에 불구하고 그 법인의 주주 또는 임원으로부터 차입한 채무에 대한 지급이자는 각 사업연도의 소득금액계산상 손금에 산입하지 아니한다.

2. 법인세법 제18조제1항의 규정에 불구하고 비지정기부금과 접대비 또는 이에 유사한 비용의 합계금액을 그 지출한 사업연도의 손금에 산입하는 한도금액의 계산에 있어서는 그 영업세과세표준이 되는 금액 또는 이에 준하는 성질의 금액에 1,000분의 5를 곱하여 산출한 금액과 발행주식액면 총액(50억원을 최고한도로 한다)에 1,000분의 25를 곱하여 산출한 금액의 합계액을 그 한도금액으로 한다.

3. 법인세법 제12조의2·제12조의3·제14조 내지 제14조의3·제28조·제30조제5항·제31조제3항·제33조제2항 및 녹색신고법인에 대한 특별상각의 규정은 이를 적용하지 아니한다.

②공개불이행법인의 그 공개불이행 사업연도의 각 사업연도의 소득에 대하여 법인세법 제38조의 규정에 의한 법인세를 징수함에 있어서는 정부가 결정한 산출세액의 100분의 20에 상당하는 금액을 가산한 금액을 법인세로 징수한다.

③제1항제1호의 규정에 의하여 각 사업연도의 소득금액계산상 손금에 산입하지 아니하는 금액의 처분은 그 귀속자에 대한 상여로 본다. 이 경우 그 귀속자가 법인인 경우에는 이를 배당으로 본다.

제17조 (공개불이행시의 소득세 과세특례) ①공개불이행법인의 그 공개불이행 사업연도의 각 사업연도의 지상배당금액을 계산함에 있어서는 소득세법 제22조제2항제3호의 규정에 관한 시설적립금은 유보소득금액에서 공제하지 아니한다.

②공개불이행법인의 그 공개불이행 사업연도분의 배당소득(지상배당을 포함한다)이 그 주주의 종합소득금액에 합산한 때에는 소득세법 제63조의 규정에 의한 종합소득세 산출세액의 100분의 20에 상당하는 금액을 그 산출세액에 가산하여 징수한다.

기업은 약간의 세제상 혜택을 입었던 데 반해, 그렇지 않았던 기업은 소득세 및 법인세의 重課와 함께 은행대출에 있어서 제약이 가해졌다. 이미 공개된 기업은 물론 공개대상으로 지정된 기업은 비업무용토지의 재평가가 허용되었는데, 이에 대해서는 타기업에 대해 적용되던 40%보다 훨씬 낮은 27%의 재평가세율이 적용되었다.⁵⁴⁾ 동법은 또한 주식의 인수자와 공개법인의 대주주가 부담하는 세금에 대해서도 혜택을 주었는데, 인수자가 인수주식의 최초 공모일로부터 6개월 이내에 잔여주식을 매출하여 취득하는 자본수익은 1976년까지 세금이 면제되었다. 또한 총주식의 30% 미만을 소유하는 공개법인의 대주주는 1977년 이전까지 배당소득세의 50%가 감면되었다.

특히 동법에서 중요한 의미를 갖는 것은 상장에 따른 경영권 위협을 우려하여 상장을 회피하고자 하는 유인을 덜어주기 위해 마련된 경영권 보호 장치이다. 즉 동법 제5조제2항에서는 공개대상법인이 공개하여야 주식소유비율이 발행주식총수의 100분의 51을 초과할 수 없다고 규정함으로써 과반수 지분을 확보할 수 있도록 한 것이다. 경영권을 보호하기 위한 장치를 마련하여 기업의 상장을 유도하는 정책은 차등의결권보다는 경영권보호 장치로서 약한 측면이 있었으나, 가족지분 이외의 지분이 집중되지 못하도록 함으로써 경영권 위협을 약화시킬 수 있었다.⁵⁵⁾

「기업공개촉진법」은 주식시장을 통한 자본조성 활성화라는 측면에서 「자본시장육성에관한법률」과 그 입법취지가 동일하다.⁵⁶⁾ 그러나 「자본시장육성에관한법률」이 공개법인에 대하여 세제상의 혜택을 부여하여 기업의 공개를 유도하는 소극적인 방법인데 비하여, 「기업공

제18조 (공개불이행시의 여신제한) 재무부장관은 금융기관에 대하여 공개불이행법인에 대한 금융지원의 제한을 요구할 수 있다.

54) 이하 이 단락의 설명은 D.C. 콜, 박영철 공저, 주 20)의 책, 100면 참조.

55) 김현중, 주 29)의 책, 68면.

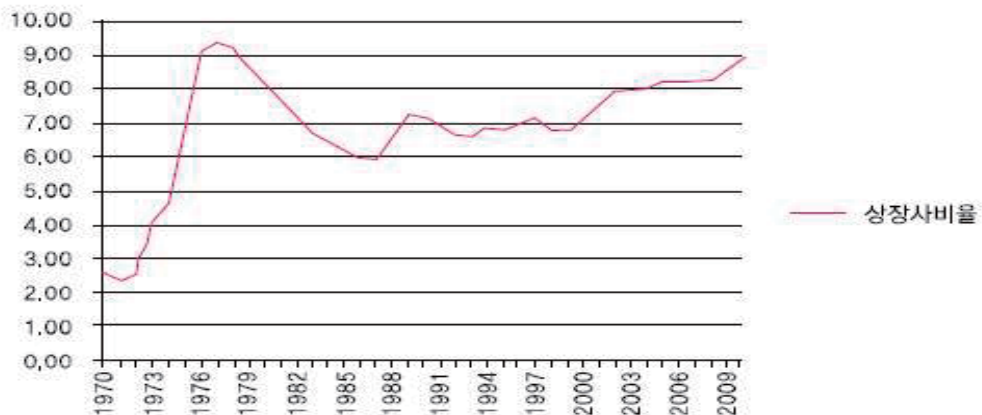
56) 이하 이 단락의 설명은 김두열(한국개발연구원) 편집 총괄, 주 18)의 책, 80면 참조.

개촉진법」은 기업공개 대상법인을 심사·선정하여 기업의 공개를 명하고 공개명령을 받은 법인이 이를 이행하지 않는 경우에는 세법상의 불이익을 부과하는 동시에 금융지원을 제한하는 등 강력한 강제조치를 취하는 적극적인 방법이라고 할 수 있다. 요컨대, 「자본시장육성에 관한 법률」이 증권시장의 근간을 이루는 여러 제도가 모습을 갖추게 한 것이라면, 「기업공개촉진법」은 발행시장이 본격적으로 성장하는데 있어 큰 역할을 하였다고 볼 수 있다. 이후 「기업공개촉진법」은 1987년 「자본시장육성에 관한 법률」이 전면 개정되면서 이에 흡수·통합되었다.

이러한 노력에 힘입어, 「기업공개촉진법」이 제정되기 전인 1971년에는 상장회사가 50개사에 불과하였으나, 제정 이후 1977년에는 323개사로 6.5배 정도 증가하였으며, 상장회사의 시가총액도 1971년에는 1,087억 원에 머물러 있었으나, 1977년에는 2조 3,508억 원으로 21.6배 정도 증가하였다. 특히 1973년 한 해만 해도 38개 기업이 주식을 상장하였으며, 35개 종목의 新株公募와 12개 종목의 舊株賣出이 이루어져 215억 원의 자금이 동원되었고, 주식거래실적은 1972년의 710억 원에서 1973년에는 1,610억 원으로 배 이상 늘어났다.⁵⁷⁾ 이는 동법의 실효성을 극적으로 보여주는 자료라고 할 수 있을 것이다.⁵⁸⁾

57) D.C. 쿨, 박영철 공저, 주 20)의 책, 100면.

58) 아래의 그림은 상장회사/비상장회사 비율의 추이를 보여준다. 출처: 한국신용평가의 KIS-Value 자료. 김현중, 주 29)의 책, 71면에서 재인용.



3. 제3기: 일반투자자의 보호 및 육성

1970년대 중반에 들어서면서 증권시장의 규모가 확대됨에 따라 경제발전에 필요한 막대한 자본을 조달하는 체제를 구축하는 동시에 일반투자자를 보호·육성하는 것이 당면과제로 떠올랐다.⁵⁹⁾ 정치적 측면에서 보자면, 이 시기는 박정희 대통령 정부의 통치후기에 해당하는 것으로서, 1973년 1월 「중화학공업선언」 이후 정부는 국가자원의 총동원체제의 구축을 서두르고 있었으며, 금융정책의 초점도 중화학공업의 지원에 맞추어지고 있었다.⁶⁰⁾

(1) 「증권거래법」⁶¹⁾의 개정(1973년)

1973년 「증권거래법」의 개정에서도 역시 증권회사 내지 증권업에 대한 규제와 관련하여 여러 가지 개정이 이루어졌는데, 먼저 앞서 1968년에 있었던 증권업무의 두 가지 구분을 다음과 같이 조정하였다(제13조제2항). 아래의 표에서 보는 바와 같이, 이러한 개정으로 유가증권의 인수와 유가증권의 모집 또는 매출의 주선만을 그 업무로 하는 증권업이 등장하게 된 것이다.

	1968년 개정	1973년 개정
제1종	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 매매 • 유가증권의 위탁매매 • 유가증권매매의 중개 또는 대리 	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 매매 • 유가증권의 위탁매매 • 유가증권매매의 중개 또는 대리

59) 김두열(한국개발연구원) 편집 총괄, 주 18)의 책, 81면.

60) 김병주, 「금융제도와 금융정책」, 차동세·김광석 편, 『한국경제 반세기 - 역사적 평가와 21세기 비전』, 한국개발연구원, 1995년, 201면.

61) 법률 제2481호, 1973. 2. 6. 일부개정, 1973. 2. 6. 시행.

	1968년 개정	1973년 개정
	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권시장에서의 매매에 관한 위탁의 중개, 주선 또는 대리 	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권시장에서의 매매에 관한 위탁의 중개, 주선 또는 대리
제2종	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 매매 • 유가증권의 위탁매매 • 유가증권매매의 중개 또는 대리 • 유가증권의 인수 • 유가증권의 모집 또는 매출의 주선 • 유가증권시장에서의 매매에 관한 위탁의 중개, 주선 또는 대리 	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 인수 • 유가증권의 모집 또는 매출의 주선

다음으로 증권회사의 자본금이 다시 증액되어 제1종 및 제2종 각각의 업무 중에서 하나의 업무만을 영위하는 증권회사의 자본금은 2억원 이상, 전부의 업무를 영위하는 증권회사의 자본금은 3억원 이상으로, 1968년 개정법의 3천만 원 이상, 5천만 원 이상에 비하여 크게 증액되었다(제13조제3항).

그 밖에 증권회사의 영업행위와 관련된 규제도 대폭 보완되었는데, 먼저 제26조의2가 신설되어 증권회사가 그 임원 및 사용인에게 유가증권의 매수대금의 일부, 유가증권의 대여 등 신용공여를 할 수 없도록 하였다. 또한 제32조의2 내지 제32조의5가 신설되었는데, 먼저 임원의 겸직제한과 관련된 것으로서 증권회사의 常務에 종사하는 임원은 재무부장관의 승인을 얻은 경우를 제외하고는 다른 회사의 상무에 종사하거나 사업을 영위할 수 없도록 하였고(제32조의2), 증권회사가 고객에게 신용을 공여하여 행하는 유가증권의 매매거래(‘신용거래’)에 있어

서의 신용거래의 한도, 보증금의 징수 등에 관하여 필요한 명령을 할 수 있는 권한을 재무부장관에게 부여하였다(제32조의3). 그리고 증권회사의 겸업제한과 관련하여, 제32조의5에서 증권회사는 증권업 이외의 다른 업무를 겸영할 수 없지만, 재무부장관의 인가를 받은 경우에는 겸업이 가능한 것으로 규정하고, 제32조의4에서는 재무부장관의 인가를 받아 증권저축업무를 할 수 있도록 하였다.

한편 유가증권의 범위를 정하고 있는 제2조가 개정되어, ‘특별한 법률에 의하여 설립된 법인이 발행한 채권’ 및 ‘유가증권시장에서의 매매에 관한 위탁의 중개, 위탁의 위탁·주선 또는 대리’가 추가되었다. 그리고 유가증권 모집·매출의 신고와 관련하여서도 개정이 이루어졌는데, 원래 유가증권의 모집 또는 매출은 발행인이 당해 유가증권에 관하여 재무부장관에게 신고하여 그 효력이 발생한 후가 아니면 하지 못하도록 하고 있었으며, 이 때 그 신고서를 재무부장관이 수리한 날로부터 30일이 경과한 날에 그 신고의 효력이 발생하도록 하고 있었다(1968년 개정 「증권거래법」 제4조 및 제5조). 그러나 이번 1973년 개정법에 따르면, 유가증권의 모집 또는 매출은 발행인이 그 유가증권에 관하여 재무부장관에게 유가증권신고서를 제출한 후에 하여야 하나, 그 효력은 재무부장관이 그 신고서를 수리한 후 따로 지정하는 날로부터 발생하도록 하고 있다(제4조제1항 및 제5조제1항). 즉 재무부장관의 신고서 수리 후 30일 이후에 자동적으로 신고의 효력이 발생하는 것이 아니며, 그 보다 더 긴 기간이 지난 후에 효력이 발생할 수도 있는 것이고, 이 때 재무부장관은 그 이유를 신고인에게 통지하면 된다(제5조제2항). 이러한 재무부장관의 효력발생일 지정은 그 신고서의 기재사항이 진실 또는 정확하다는 것을 인정하는 것이거나 정부에서 그 유가증권의 가치를 보증 또는 승인한 것은 아니며(제5조제3항), 신고 또는 통지의 효력이 발생하지 아니한 유가증권의 취득 또는 매수의 청약을 한 자는 그 유가증권을 취득 또는 매수할 수 없다(제5조의2).

(2) 기업공개, 건전한 기업 및 금융 풍토 조성에 관한 대통령의 특별 지시사항(「5·29 조치」)(1974년 5월 29일)

그간 정부의 각종 정책적 배려에도 불구하고 당시 기업들은 가족 중심의 폐쇄적 경영으로 전문경영인이 육성되지 않았을 뿐 아니라, 이는 노사간의 화합을 조성하기에도 불리한 분위기였다.⁶²⁾ 이에 따라 1974년 5월 29일 대통령은 다음과 같은 5개 항목의 행정지시를 시달하였다.

첫째, 기업공개를 적극 유도할 수 있도록 금융, 외자, 세제를 운용할 것
둘째, 비공개기업(계열기업도 포함)과 그 대주주의 차입금과 납세실적을 포괄적으로 점검·관리하는 체계를 세울 것
셋째, 대기업(특히 비공개 대기업)에 대한 여신관리를 강화, 과도한 은행 신용의존도를 낮추도록 지도할 것
넷째, 과도한 은행신용에 의존하는 기업인이 새로운 사업에 진출할 경우, 소요자금은 먼저 기존 기업의 일부를 매각하여 마련하도록 할 것
다섯째, 기업 및 그 대주주에 대한 세무관리 강화, 외부감사제도 보장을 통하여 기업의 공신력을 높이도록 할 것

위와 같은 「5·29 조치」에 대한 실행조치와 보완조치로서, 1974년 6월 7일에는 「자본시장수용태세확립대책」이 수립되고, 1975년 8월 8일에는 「기업공개촉진보완시책」이 수립된다. 먼저 「자본시장수용태세확립대책」은 이전에 행해진 일련의 기업공개촉진정책에 따라 증권시장에 대량의 주식공급이 나타날 것으로 예상됨에 따라, 정부가 증권인수체제를 마련하고 일반국민의 증권수요를 개방함으로써 자본시장의 안정기반을 다지고자 한 것이었다. 구체적으로는 증권회사, 단자회사, 은행, 보험회사 등으로 이루어진 증권인수기구의 구성, 기관투자가의 육성, 가입자에게 신주발행주식의 10%를 우선 배정하는 등의 할부식 증권저축제도의 도입, 공모주식비율을 종전의 20%에서 30%로 인상하는

62) 김병주, 주 60)의 책, 203면.

등 공모방식에 의한 주식분산유도 등을 그 주요 내용으로 하는 것이었다.

「기업공개촉진보완시책」은 「5·29 조치」의 시행과정에서 나타난 미비점을 보완하기 위한 것이었는데, 「5·29 조치」가 기업공개를 위한 여건조성에 초점을 두었던 반면에, 「8·8 시책」으로도 불리는 「기업공개촉진보완시책」은 구체적으로 공개대상기업을 선정하고 공개하도록 강제하는 권한을 부여하였다는 특징을 가진다. 즉 장기적으로 성장전망이 있는 국민적 대기업을 중심으로 기업공개를 추진하되, 공개대상기업의 선정, 공개권유 및 최고, 불이행기업에 대한 공개명령 등의 순서를 밟는 단계적 계획을 세워 실시한다는 것이었다.

(3) 「증권거래법」⁶³⁾의 개정(1974년)

1974년 개정에서도 앞서의 개정에 이어서 증권회사와 관련된 규제가 보강되었는데, 먼저 제25조의3이 개정되어 유가증권의 거래량 뿐 아니라 ‘매매익(賣買益)’에 비례한 증권거래준비금을 적립할 의무가 부과되었고, 증권회사의 임원 및 직원의 정보제공과 관련하여 제38조의3 내지 제38조의5가 신설되었다. 그 내용은 증권회사의 임원 또는 직원은 증권회사를 통하여 유가증권을 매매하였거나 매매하고자 하는 위탁자의 서면에 의한 요구나 동의를 받지 아니하고는 타인에게 당해 위탁자의 유가증권의 매매 기타의 거래 또는 그 예탁한 금전이나 유가증권의 내용에 관한 정보를 제공하거나 누설하여서는 아니 된다는 것이다(제38조의3제1항). 다만 법원의 제출명령이 있는 경우, 법관이 발부한 영장이 있는 경우와 기타 대통령령이 정하는 경우에는 증권회사의 임원 또는 직원에 대하여 정보의 제공을 요구할 수 있으며, 이 때에도 질문 또는 조사의 내용은 필요한 범위에 국한되어야 한다(제38조의4). 또한 제38조의5는 증권회사의 임원 또는 직원은 제38조의4의 규정에 위반된 요

63) 법률 제2684호, 1974. 12. 21. 일부개정, 1974. 12. 21. 시행.

구·질문 또는 조사에 대하여는 그 이유를 들어 이를 거부하여야 한다고 규정하고 있다.

다음으로 증권거래소에 관한 것으로서 제84조를 개정하여 증권거래소는 증거금·신원보증금과 수도결제를 위하여 납입된 대금 및 증권에 관하여 다른 채권자에 우선하여 변제를 받을 권리가 있다고 하였다. 이는 구법에서 증거금과 신원보증금에 관해서만 다른 채권자에 우선한다고 규정되어 있었던 것이 개정된 것이다. 그리고 동조 제2항에서는 증권거래소가 거래원에게 수도결제 완료 전에 수도증권을 인도한 경우에 그 거래원이 당해 수도결제를 이행하지 아니함으로써 증권거래소가 손해를 입은 때에는 증권거래소는 그 거래원의 재산에 관하여 다른 채권자에 우선하여 변제를 받을 권리가 있으나, 다만, 당해 수도결제의 이행기한이 도래하기 전에 설정된 전세권·질권 또는 저당권에 의하여 담보된 채권에는 우선하지 못한다고 규정하였다.

그 밖에 유가증권을 모집 및 매출하는 경우 이외에도, 유가증권시장에 상장한 유가증권의 발행인(상장법인)의 신주인수권자에 대한 신주의 발행의 경우에도 재무부장관에게 유가증권신고서를 제출하도록 제4조제1항이 개정되었고, 이와 관련하여 제5조제3항이 신설되어 재무부장관은 상장법인의 신주인수권자에 대한 신주의 발행이 그 유가증권의 공정한 가격의 형성과 안정 기타 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정할 때에는 제1항의 규정에 의한 효력발생일을 지정하지 아니할 수 있도록 하였으며, 이 경우에 재무부장관은 그 이유를 신고인에게 통지하도록 하였다.

(4) 「증권거래법」⁶⁴⁾의 전면개정(1976년)

1976년에는 「증권거래법」이 전면 개정되었는데, 그 취지는 증권시장의 규모확대에 따른 수용태세를 확립하여 경제발전에 필요한 막대한

64) 법률 제2920호, 1976. 12. 22. 전부개정, 1977. 2. 1. 시행.

내자의 조달체제를 구축하며 일반투자층을 보호 육성하려는데 있었다. 이에 따라 「증권거래법」은 제정 이후 처음으로 체제 전반이 바뀌는 큰 폭의 개정을 맞게 된다. 이 개정에 있어서 가장 큰 의의가 있는 개선 사항을 들자면, 바로 증권관리위원회와 증권감독기관이 설립된 것이다. 또 한 가지 두드러진 점이 있다면, 상장법인에 관한 규제가 대대적으로 도입되었다는 것인데, 지금까지의 「증권거래법」 개정이 주로 증권회사 내지 증권업에 대한 규제를 보완하는데 초점이 맞추어져 있었던 것에 비해서 상당히 눈에 띄는 변화라 할 수 있을 것이다.

먼저 증권관리위원회에 관한 제7장을 살펴볼 필요가 있는데, 제118조는 증권의 발행·관리 및 공정한 거래와 증권관계기관의 감독에 관하여 이 법이 정하는 사항을 심의·의결하기 위하여 증권감독원에 증권관리위원회를 설치하고, 이 위원회는 한국은행 총재, 한국증권거래소 이사장, 재무부 차관, 증권에 관한 학식과 경험이 풍부하고 덕망이 있는 자 중에서 재무부장관의 제청에 의하여 대통령이 임명하는 3인의 상임위원으로 구성되도록 하였으며(제119조), 위원장은 이상의 상임위원 중에서 대통령이 임명하도록 하였다(제120조). 또한 위원회가 의결한 사항은 지체 없이 재무부장관에게 보고하도록 하였으며, 재무부장관은 위원회의 의결이 위법이거나 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 심히 부당하다고 인정하는 때에는 의결의 일부 또는 전부를 취소하거나 그 집행을 정지시킬 수 있고, 재무부장관은 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 때에는 위원회에 대하여 필요한 조치를 요구할 수 있는데, 이 경우에 위원회는 지체없이 이를 심의·결정하여야 한다(제126조).

더불어 증권관리위원회의 집행기관으로서 무자본특수법인인 증권감독원이 설립되었는데, 이는 위원회의 지시·감독을 받아 유가증권의 발행을 촉진하고 그 관리와 공정한 거래의 철저를 기하며 증권관계기관의 감독과 검사를 통하여 건전한 자본시장을 육성하기 위한 것이다(제130조). 증

권감독원의 원장은 증권관리위원회의 위원장이 되고, 2인의 부원장은 재무부장관이 임명한다(제133조). 감독원이 담당하는 업무는 다음과 같다.

1. 유가증권의 등록에 관한 사항
2. 유가증권신고서에 관한 사항
3. 이 법에 의하여 감독원의 검사를 받아야 할 기관에 대한 검사에 관한 사항
4. 상장법인의 관리에 관한 사항
5. 유가증권등록법인과 상장법인의 기업분석 및 기업내용의 공시에 관한 사항
6. 유가증권시장 이외에서의 유가증권의 매매거래의 감독에 관한 사항
7. 정부대행업무와 정부로부터 위임받은 업무
8. 제1호 내지 제7호 이외에 이 법에 의하여 부여된 업무
9. 제1호 내지 제8호의 규정에 의한 업무에 부수되는 사항

또한 감독원에게는 동법에 따라 감독원의 검사를 받아야 할 증권관계기관의 임원 또는 직원의 일정한 위법행위에 대하여 해당 기관의 장에게 이를 문책 처분할 것을 요구할 권한이 있었다(제136조). 그리고 재무부장관은 감독원의 업무 또는 재무상황에 비추어 필요하다고 인정하는 때에는 정관·규정 또는 업무집행방법의 변경 기타 감독상 필요한 명령을 할 수 있었다(제142조). 그 밖에도 동법에서는 증권관계단체, 즉 증권금융회사, 증권업협회, 대체결제회사, 중개회사, 명의개서대행회사 등에 대한 비교적 상세한 규정을 마련해 두고 있다.

이번 개정에서 새롭게 추가된 제9장에서는 ‘상장법인의 관리’에 관한 사항을 규정하고 있는데, 먼저 공시제도의 확충을 위하여 상장법인의 경영상 중요한 사항을 감독원에 신고하도록 하였다(제186조). 이 때 신고사항에 해당하는 것은, 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 거래가 금지된 때, 영업활동의 일부 또는 전부가 정지된 때, 법률의 규정에 의한 법인의 정리절차개시의 신청이 있거나 사실상 정

리를 개시한 때, 사업목적이 변경된 때, 재해로 인하여 막대한 손해를 입은 때, 상장유가증권에 관하여 중대한 영향을 미칠 소송이 제기된 때, 위의 사유 이외에 법인 경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 사실이 발생한 때 등이다. 또한 상장증권관리의 효율화를 위하여 상장법인은 유가증권의 용지·발행·소각체환·폐기 기타 그 관리에 관하여 감독원이 정하는 유가증권취급규정에 따르도록 하였다(제187조).

동 개정에서는 상장법인의 불공정거래, 특히 내부자거래에 대한 규제가 도입되었는데, 제188조에 따르면 상장법인의 임원·직원 또는 주요주주(자기 또는 가설인을 포함한 타인의 명의로 발행된 주식의 총수 또는 출자총액의 100분의 10 이상의 주식 또는 출자증권을 소유하고 있는 주주 또는 출자자를 말한다)는 그 주식을 소유하지 아니하고 이를 매도하지 못하고, 상장법인의 임원·직원 또는 주요주주는 그 직무 또는 지위에 의하여 지득한 비밀을 이용하여 그 자가 그 법인의 주식을 매수한 후 6월 이내에 매도하거나 그 법인의 주식을 매도한 후 6월 내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 당해 법인은 그 이익을 그 법인에게 제공할 것을 청구할 수 있다.

동 개정에서는, 상장법인은 대통령령이 정하는 경우를 제외하고는 그 법인이 발행한 주식을 다른 상장법인이 소유하게 하고 이와 관련하여 그 다른 법인의 주식을 소유하여서는 아니 된다는 내용의 제189조가 신설됨으로써 상장법인에 대한 상호주 소유의 제한이 도입되었다는 점에도 주목할 필요가 있다. 그리고 제200조에서는 상장법인이 자기의 계산으로 소유할 수 있는 주식의 기준이 정해졌는데, 즉 누구든지 상장법인이 발행한 주식은 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 (의결권이 없는 주식을 제외하고) 다음의 기준을 초과하여 소유하지 못한다. 먼저 당해 유가증권이 신규로 상장된 당시에 총발행주식의 100분의 10이상을 소유하고 있는 주주는 그 소유비율, 그리고 그 이외의 자는 총발행주식의 100분의 10이다. 또한 상장법인의 총발행주식의 100

분의 10이상을 소유하는 자는 그 소유주식비율이 변동될 때마다 그 내용을 위원회에 신고하여야 한다(제201조).

상장법인이 영업의 전부 또는 중요한 일부를 양도하기 위하여 상법 제374조의 규정에 의한 결의를 얻고자 할 때에는 그 내용을 당해 주주총회 6월 전에 위원회에 신고하여야 하고(제191조), 증권관리위원회는 상장법인의 재무처리의 건전화를 위하여 재무관리기준을 정할 수 있게 되었는데, 즉 위원회는 상장법인에 대하여 투자자를 보호하고 공정한 거래질서를 확립하기 위하여 필요하다고 인정하는 때에는 상법 제458조의 규정에 의한 이익준비금 이외에 일정률의 별도적립금을 적립하게 하는 등 건전한 재무처리를 위한 상장법인재무관리기준을 정할 수 있도록 하였다(제192조). 그 밖에 상장기업에 대해서 반기보고서 제출의 의무화되었는데, 즉 사업년도가 1년인 상장법인은 그 사업년도 개시일 부터 6월간의 사업보고서(반기보고서)를 그 기간 경과 후 45일 내에 증권감독위원회와 증권거래소에 제출하여야 한다(제93조). 뿐만 아니라 증권관리위원회는 상장법인이 동법과 동법에 의한 명령 또는 위원회의 규정이나 명령에 위반한 때에는 그 법인의 주주총회에 대하여 임원의 해임을 권고할 수 있는 권한을 보유하고 있었다(제193조).

동 개정에서는 상장법인의 경영권 안정화 조치의 일환으로 유가증권 공개매수제도가 도입되었는데, 이를 정하고 있는 제21조에서는 불특정 다수인을 상대로 대통령령이 정하는 유가증권을 유가증권시장 외에서 매수(다른 유가증권과의 교환을 포함한다)의 청약을 하거나 매도(다른 유가증권과의 교환을 포함한다)의 청약을 권유하여 유가증권을 매수하고자 하는 자는 대통령령이 정하는 바에 의하여 신고서를 위원회에 제출하고 그 신고의 효력이 발생하지 아니하면 이를 하지 못한다고 규정하고 있다. 공개매수신고서를 제출한 자(이하 '공개매수자'라 한다)는 그 신고의 효력이 발생하기 전에 당해 신고서의 사본을 공개매수할 유가증권의 발행인에게 송부하여야 하고, 공개매수자는 공개매수신고의

효력이 발생한 때에는 지체없이 그 신고서에 기재한 내용 중 재무부령이 정하는 사항을 공고하고, 당해 유가증권이 상장된 때에는 그 신고서의 사본을 증권거래소에 제출하여야 한다(제22조). 그리고 공개매수자는 공개매수신고의 효력이 발생한 날로부터 그 매수기간이 종료하는 날까지 당해 유가증권을 공개매수에 의하지 아니하고는 매수하지 못하며, 증권감독위원회는 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 때에는 공개매수자에게 위원회가 정하는 조건과 방법에 따라 공개매수할 것을 명할 수 있다(제23조).

이상과 같은 증권감독기구에 관한 사항과 상장법인에 관한 사항 이외에도, 동 개정에서는 유가증권의 등록에 관한 제2장이 추가되었는데, 유가증권 발행의 공정과 기업의 공시를 위하여 유가증권시장에 유가증권을 상장하고자 하는 법인, 유가증권시장에 상장되지 아니한 유가증권의 발행인(비상장법인)으로서 유가증권을 모집 또는 매출하고자 하는 법인, 유가증권시장에 상장된 유가증권의 발행인(상장법인)이 비상장법인과 합병하고자 하는 경우의 그 비상장법인 등은 증권관리위원회에 등록하여야 한다는 것이다(제3조). 이러한 ‘유가증권등록법인’에 대하여 증권관리위원회는 자금조달의 방법, 재무구조의 개선, 기타 대통령령이 정하는 사항에 관하여 필요한 권고를 할 수 있었다(제6조).

동 개정에서도 역시 증권회사 내지 증권업에 대한 규제도 보장되었는데, 먼저 증권업 면허를 아래와 같이 3분화하여 전문화와 대형화를 유도하였다(제28조제2항).

1973년 개정		1976년 개정	
제1종	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 매매 • 유가증권의 위탁매매 • 유가증권매매의 중개 또는 대리 	제1종	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 매매

1973년 개정		1976년 개정	
	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권시장에서의 매매에 관한 위탁의 중개, 주선 또는 대리 		
제2종	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 인수 • 유가증권의 모집 또는 매출의 주선 	제2종	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 위탁매매 • 유가증권매매의 중개 또는 대리 • 유가증권시장에서의 매매에 관한 위탁의 중개, 주선 또는 대리
		제3종	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 인수 • 유가증권의 매출 • 유가증권의 모집 또는 매출의 주선

증권회사의 자본금 역시 영위하는 영업의 종류에 따라, 제1종의 증권회사는 5억원, 제2종의 증권회사는 20억원, 제3종의 증권회사는 30억원으로 정하여 졌다(제28조제3항). 그리고 증권회사의 과점주주가 소유하는 증권회사의 주식을 양도하고자 할 때에는 위원회의 동의를 받아야 했다(제28조제4항). 한편 증권시장에서의 공정거래의 확립을 위하여 증권회사의 임원 및 직원은 급여액에 대한 일정률을 증권저축하는 경우 기타 대통령령이 정하는 경우를 제외하고는 누구의 명의로 하든지 본인의 계산으로 유가증권의 매매거래 또는 그 위탁을 하지 못하도록 하였다(제42조). 또한 증권회사의 이사 또는 감사가 고의 또는 과실로 그 임무를 해태하거나 회사의 업무를 행함에 있어서 제3자에게 손해를 끼쳤을 경우에, 이사와 감사 뿐 아니라 과점주주도 연대하여 그 손해를 배상할 책임을 지게 되었으며, 이 때 과점주주가 자신의 요구 또는 동의에 의하여 이사 또는 감사의 임무해태가 이루어진 것이 아님을 증명하도록 하였다(제58조).

4. 요약

한국의 자본시장법제가 형성단계에 있었다고 할 수 있는 1950년대 중반부터 1970년대 중반에 「증권거래법」상 취해진 주요 제·개정 사항들을 정리하면 아래의 표와 같다.

1963년 4월	<ul style="list-style-type: none"> ①유가증권의 발행인의 투자자에 대한 손해배상책임을 신설함 ②증권업자의 자본금의 한도를 상향 조정함 ③과도한 투기적 증권거래계약의 해약명령권을 재무부장관에게 부여함 ④증권업의 허가취소요건을 강화함 ⑤증권업자의 임원의 해임 및 그 영업정지처분의 요건을 강화함 ⑥한국증권거래소의 조직을 주식회사로부터 특수법인으로 변경함 ⑦거래원에 대한 한국증권거래소 및 재무부장관의 감독권을 강화함 ⑧한국증권거래소에 거래원의 위약손해배상공동기금을 설치하고 거래원의 판매거래의 위약으로 인한 손해에 대하여 배상책임을 지도록 함 ⑨증권금융회사의 설립을 인가제로 함 ⑩증권금융회사의 업무를 정함 ⑪이 법에 의하여 제출되는 계산서류에는 계리사의 감사증명을 붙이도록 함
1964년 12월	<p>구거래소의 주식 또는 증권거래소의 출자증권을 정부소유의 다른 상장주식과 교환할 수 있게 하려는 것임</p>
1968년 12월	<ul style="list-style-type: none"> ①증권업에 대한 허가를 증권의 매매를 위주로 하는 업무의 허가과 증권의 인수를 겸영하는 업무의 허가로 구분하고 증권회사의 자본금을 그 업무에 따라 각각 3천만원 이상과 5천만원 이상으로 함

	<ul style="list-style-type: none"> ②증권회사의 순재산액에 대한 부채의 비율은 대통령령으로 정하는 일정률을 초과하지 못하게 함 ③증권거래준비금제도를 신설함 ④증권회사의 임원이 고의 또는 과실로 임무를 해태 하거나 회사의 사무를 행함에 있어서 제삼자에게 손해를 가한 때에는 연대하여 배상책임을 지도록 함
<p>1973년 2월</p>	<ul style="list-style-type: none"> ①유가증권의 범위를 조정함 ②증권업의 범위를 조정함 ③유가증권의 모집, 매출의 신고의 효력발생시기를 조정함 ④매출신고효력이 발생되지 아니한 유가증권은 취득 또는 매수할 수 없도록 함 ⑤증권회사의 자본금을 증액함 ⑥증권회사의 임원 및 사용인에게는 신용공여를 못하도록 함 ⑦임원의 겸직제한, 증권저축업무, 증권회사의 겸업제한에 관하여 규정함
<p>1974년 12월</p>	<ul style="list-style-type: none"> ①상장법인이 증자하는 경우에도 유가증권신고서를 제출하도록 함 ②증권회사의 과점주주가 그 소유주식을 매각할 때에는 재무부장관의 인가를 받도록 함 ③유가증권매매익에 대하여도 증권거래준비금을 적립하도록 함 ④증권회사의 거래객에 대한 매매거래사항등 비밀을 보장하도록 함 ⑤증권거래소의 다른채권자에 대한 우선권을 강화함 ⑥시세조정근거를 마련함 ⑦증권관계단체를 설립할 때에는 재무부장관의 허가를 받도록 함 ⑧증권금융회사의 업무를 조정함 ⑨증권금융회사의 임원의 임기를 조정하고 선임과 매매거래등의 제한을 일부 완화함 ⑩대체결제회사가 유가증권예치증을 발행할 수 있도록 함 ⑪대체결제회사에 대한 감독을 강화함

<p>1976년 12월 (전면개정)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ①상장전에 유가증권발행인의 등록을 하도록 함 ②경영권 안정화조치의 일환으로 유가증권공개매수제도를 도입함 ③증권업면허를 3분화하여 전문화와 대형화를 유도하고 과점주주의 주식양도에 있어서는 위원회의 동의를 얻도록 함 ④공정거래의 확립을 위하여 증권회사 임·직원의 매매거래를 제한함 ⑤증권회사임원의 업무해태로 인한 배상책임을 과점주주도 지도록 함 ⑥상장회사의 반기보고서 제출을 의무화함 ⑦유가증권의 발행, 관리 및 거래와 증권기관의 감독에 관한 사항을 심의 결정하기 위하여 증권관리위원회를 신설하되 위원은 6인으로 하고, 그중 3인은 상임으로 함 ⑧증권관리위원회의 집행기관으로서 무자본특수법인인 증권감독원을 신설함 ⑨공시제도의 확충을 위하여 상장법인의 경영상 중요한 사항을 감독원에 신고하도록 함 ⑩상장증권관리의 효율화를 위하여 상장법인은 증권감독원이 정하는 유가증권취급규정에 따라 유가증권을 발행·관리하도록 함 ⑪상장법인인 임·직원의 사내기업정보를 이용한 부당이득을 규제하기 위하여 내부자거래를 제한함 ⑫상장법인의 상호주소유를 제한함 ⑬상장법인의 재무처리의 건전화를 위한 재무관리기준을 위원회가 정할 수 있게 함 ⑭자기의 계산으로 소유할 수 있는 주식의 기준을 정함 ⑮증권감독원에 대하여 정부출연, 재산대여등의 근거를 마련함
---------------------------------	---

그 밖에 자본시장을 활성화하기 위한 새로운 법률이 제정되었는데, 이 때 제정된 법률로는 「자본시장육성에관한법률」(1968년 11월 22일 제정), 「증권투자신탁업법」(1969년 8월 4일 제정), 「기업공개촉진법」(1972

년 12월 30일 제정) 등이 있다. 이들 법률들의 제정목적 및 주요 제정 사항을 정리하면 아래의 표와 같다.

<p>자본시장 육성에 관한법률 (1968년 11월 제정)</p>	<p>제정목적: 기업의 공개와 주식의 분산을 촉진하고 국민의 기업참여와 자본조달의 원활을 기할 수 있는 투자여건을 조성함으로써 자본시장의 건전한 육성을 도모하려는 것임</p> <p>①상장법인의 이익배당률이 대통령령이 정하는 룰미만일 때에는 정부 이외의 주주에 대하여는 그 룰에 달할 때까지 우선하여 배당하고 정부소유주식에 대한 배당률은 인하조정함</p> <p>②공개법인에 대한 세율을 비공개법인에 대한 세율보다 낮게 하여 기업의 공개를 유도함</p> <p>③유가증권의 발행과 분산을 촉진하고 그 인수를 원활히 하며 가격의 안정을 기하기 위하여 한국투자개발공사를 설립함</p> <p>④공사에 투자심의위원회를 설치하여 유가증권에 관한 중요사항을 조정심의하고 정부가 공사에 위탁매각하기로 결정한 정부소유주식의 매각계획을 세우며, 적정주가를 평정하여 조정하도록 함</p>
<p>증권투자 신탁업법 (1969년 8월 제정)</p>	<p>제정목적: 증권투자신탁제도를 확립함으로써 증권투자가 내포한 위험성을 불식하고 일반투자자에 의한 증권투자를 용이하게 하는 동시에 경제개발에 소요될 산업자금을 공급해 주는 계기를 마련하려는 것임</p> <p>①증권투자신탁계약은 위탁회사를 위탁자로 하고, 수탁회사를 수탁자로 하는 것에 한하여 체결하도록 함</p> <p>②투자신탁의 수익권은 균등하게 분할하고, 그 분할된 수익권은 수익증권으로 표시하도록 하며, 수익권의 행사와 양도는 수익증권으로 하도록 함</p> <p>③수익증권은 위탁회사가 발행하되, 재무부장관의 인가와 수탁회사의 확인을 받도록 함</p> <p>④수익자는 언제든지 위탁회사에 수익증권의 환매를 청구할 수 있도록 함</p>

	<ul style="list-style-type: none"> ⑤위탁회사는 매년 이익의 100분의 10의 범위 안에서 분배준비금을 적립할 수 있도록 함 ⑥신탁재산은 주로 상장유가증권에 투자하여 운용하도록 하고, 일시 여유자금은 금융기관에의 예치 또는 단기대출(콜론)의 방법으로만 운용하도록 함 ⑦위탁회사는 자본금 5억원 이상인 주식회사로서 재무부장관의 허가를 받도록 함 ⑧위탁회사가 신탁계약을 체결하고자 할 때에는 재무부장관의 승인을 받은 증권투자신탁계약에 의하도록 함 ⑨위탁회사의 수탁회사에 대한 지시금지사항을 정함 ⑩위탁회사는 다른 업무를 겸영하지 못하도록 함 ⑪수탁회사는 수탁재산을 고유재산 또는 다른 신탁재산과 구별하여 관리하도록 함 ⑫수탁회사는 고유재산을 위하여 수탁된 신탁재산의 운용을 이용하지 못하도록 함
<p>기업공개 촉진법 (1972년 12월 제정)</p>	<p>제정목적: 고도성장을 이룩하는 과정속에서 미약한 자기자본으로 출발했던 기업은 단기고리의 차입금에 의존하지 않을 수 없어 기업의 재무상태가 취약하여 건실한 성장의 저해요인이 되고 있어 경제의 성장과 안정에 관한 긴급명령에 의하여 기업의 채권채무관계의 의법조정 및 차주기업에 대한 출자전환이 이루어졌으나 지속적인 경제성장을 이루기 위하여는 기업의 장기자금조달방법의 확충이 필요하므로 주식공모발행에 의한 자금조달방법을 개선함으로써 생산성을 제고하고 국제경쟁력을 강화하며 민간투자활동을 유발하는 한편, 기업과 국민의 일체감을 조성하여 경제의 안정과 지속적인 성장에 기여하려는 것임</p> <ul style="list-style-type: none"> ①기업의 공개를 심의·의결하기 위하여 국무총리를 의장으로 하는 기업공개심의회를 두도록 함 ②기업을 공개하여야 할 대상법인은 외자도입법인, 조정사채 1억원 이상인 법인, 금융기관으로부터 10억원 이상 여신을 받은 법인과 기타 국민경제상 필요하여 따로 대

	<p>통령령으로 정하는 법인으로서 자본금, 재산상황, 배당 능력, 거래전망 및 증권시장 동향 등의 기준에 합치하는 법인에 한하여 심의회의 의결을 거쳐 공개할 것을 명하도록 함</p> <p>③공개지명법인이 공개를 이행하지 않을 때에는 법인세와 소득세면에서 다른 법인과 차등 대우하도록 함</p>
--	---

제 2 절 한국 자본시장법제의 형성과정에 대한 평가

본 연구에서 분석대상으로 삼은 1950년대 중반부터 1970년대 중반까지는 한국의 자본시장법제가 형성단계에 있었던 시기로서, 자본시장이 빠른 성장이라는 소기의 성과를 달성하는 동시에, 여러 가지 제도적 미비 및 시장참여자의 미성숙으로 인하여 치명적인 실패를 경험한 시기이기도 하다. 즉 이 시기는 1962년 1월 「증권거래법」의 제정 이후 주식시장의 거래량이 증가하고 주식발행도 활발하게 이루어지면서 시장이 급성장할 조짐을 보이기 시작한 직후, 곧바로 1962년 5월에 증권파동이 일어나면서 증권시장은 장기침체에 빠지게 되고, 다시 증권시장을 회생시키기 위한 입법적 조치들이 취해진 시기라고 할 수 있다. 이처럼 한국의 자본시장법제는 그 형성 단계에서 성공과 실패를 동시에 경험한 만큼, 유사한 단계에 놓여 있는 개발도상국의 자본시장법제에 많이 시사점과 교훈을 줄 수 있을 것이다.

먼저 이 시기에 한국의 자본시장이 외형적으로 성장해 온 양상을 살펴볼 필요가 있을 것인데, 1956년 극심한 전쟁불황 가운데 대한증권거래소가 설립되었을 당시에는 정부의 국채가 주거래종목으로 부상하였고, 거래소 개장시에는 주식 12개 종목과 국채 3종목이 거래되었다. 또한 증권파동의 여파로 1960년대 내내 전반적으로 주식시장이 상당히 침

체되어 있었으며, 그 내용을 들여다보아도 주로 국채 중심의 거래소로서 역할을 하였으며 청산거래의 비중이 압도적으로 큰 취약성을 안고 있었다. 하지만 정부의 자본시장 육성정책이 본격화된 1970년대에 들어와서는 증권시장의 양적 확대도 두드러지게 나타나기 시작하여, 1972-73년 사이에는 거의 두 배에 가까운 성장세를 보이게 된다. 이를 보건대 「자본시장육성에관한법률」과 「기업공개촉진법」을 비롯한 일련의 자본시장 육성정책은 상당한 성공을 거두었다고 평가할 수 있을 것이다.

[표 2] 한국주식시장의 성장(출처: 한국증권거래소(1983))⁶⁵⁾

	상장 회사수	거래원수	주주수 (천명)	상장 자본금 (억원)	상장주식 시가총액 (억원)	시가총액 회전율(%)
1963	15	40	14.8	170	100	223
1964	17	36	13.9	222	171	364
1965	17	35	14.8	232	156	65
1966	24	26	31.8	325	195	57
1967	24	25	33.1	461	385	74
1968	34	27	40.0	966	643	48
1969	42	29	54.3	1,199	866	55
1970	48	28	76.3	1,343	979	46
1971	50	28	81.9	1,414	1,087	37
1972	66	27	103.9	1,743	2,460	39
1973	104	30	200.0	2,516	4,262	45
1974	128	30	199.6	3,813	5,328	38

65) D.C. 콜, 박영철 공저, 주 20)의 책, 105면.

	상장 회사수	거래원수	주주수 (천명)	상장 자본금 (억원)	상장주식 시가총액 (억원)	시가총액 회전율(%)
1975	189	28	290.7	6,434	9,161	48
1976	274	28	n.a.	11,533	14,361	54
1977	323	27	395.3	14,924	23,508	78
1978	356	27	963.0	19,135	28,925	66
1979	355	27	872.1	22,023	26,094	53
1980	352	27	753.3	24,214	25,266	44

이러한 외형적 성장에도 불구하고 실제로 증권시장이 기업금융의 조달이라는 본래의 기능을 담당하기까지는 상당한 시간이 걸린 것을 알 수 있다. 즉 1972년 이전까지만 해도 기업들은 공개시장에서 회사채를 발행하지 않았으며, 그 대신 은행을 통한 간접금융에 크게 의존하였다. 물론 그 간에 국공채시장은 꾸준한 성장세를 보였지만, 이들 국공채는 표면금리가 상대적으로 낮았기 때문에, 개인투자자에게 매출되기 보다는 대부분 정부산하 금융기관에 의해 소화되었다.⁶⁶⁾ 하지만 주로 주식시장을 겨냥하여 1968년부터 집중적으로 추진된 자본시장육성정책과 1972년 「8·3 조치」를 통한 사채시장에서의 차입금지 그리고 1972년부터 가시화된 경기 회복세에 힘입어, 기업들은 더 이상 은행차입과 차관도입만으로 투자수요를 충족할 수 없다는 판단을 내리게 된 것이다. 1972년을 기점으로 늘기 시작한 회사채 발행은 바로 이러한 변화를 설명해 준다.

66) D.C. 콜, 박영철 공저, 위의 책, 107면.

[표 3] 채권시장의 성장(출처: 한국증권거래소, 『주식』, 1983. 1.)⁶⁷⁾

	국공채			회사채			
	종목수	상장잔액 (억원)	거래대금 (억원)	회사수	종목수	상장잔액 (억원)	거래대금 (억원)
1963	16	60	11	-	-	-	-
1965	14	36	2	-	-	-	-
1967	8	14	0	-	-	-	-
1969	26	175	3	-	-	-	-
1970	35	267	36	-	-	-	-
1971	55	441	72	-	-	-	-
1972	80	641	83	12	16	47	1
1973	128	1,204	72	14	18	53	2
1974	197	1,695	30	42	54	224	2
1975	234	1,679	127	71	110	522	6
1976	254	2,801	300	105	180	1,184	67
1977	253	3,397	1,143	165	293	2,323	162
1978	240	4,296	1,951	278	553	5,389	435
1979	217	5,401	1,955	356	792	10,014	3,278
1980	230	8,954	2,460	434	1,004	16,493	6,439

앞서 지적한 바와 같이 적절한 법제의 도입을 통하여 소기의 성과를 달성하였다는 점은 한국 자본시장법제에 있어서 높이 평가할 만한 부분임에 틀림없지만, 전체적으로 보았을 때 금융부문은 1960년대와 70년대뿐만 아니라 현재까지도 제조업을 지원하는 부수적 산업의 성격을

67) D.C. 콜, 박영철 공저, 위의 책, 106면.

완전히 벗지 못하고 있을 뿐 아니라, 이른바 ‘글로벌 스탠다드’에 비추어보면 여러 가지 취약성을 완전히 극복하지 못하였다는 평가도 있다.⁶⁸⁾ 실제로 금융상품별 금융거래량 및 비중 통계를 보면, 채권의 비중이 눈에 띄게 커진 것과 외환위기 직후 금융상품별 비중이 일시적으로 큰 변화가 나타난 것을 제외하고는 여전히 여신금융기관을 중심으로 금융거래가 이루어지고 있음을 알 수 있다.

[표 4] 금융상품별 금융거래량 및 비중⁶⁹⁾(자료: 한국은행, 단위: 조원, %)

연평균 거래량	1970년대	1980년대	1990년대			2000~ 2005년	2003~ 2010년
				위기 전 (~97년)	위기 후 (98~99년)		
합계	12.0 (100.0%)	52.9 (100.0%)	251.2 (100.0%)	242.3 (100.0%)	287.2 (100.0%)	342.8 (100.0%)	466.4 (100.0%)
현금 및 예금	2.4 (20.0%)	11.5 (21.7%)	53.4 (21.3%)	55.0 (22.7%)	47.2 (16.4%)	60.0 (17.5%)	103.2 (22.1%)
대출	3.2 (26.8%)	14.3 (27.0%)	49.8 (19.8%)	61.5 (25.4%)	3.0 (1.0%)	74.8 (21.8%)	115.8 (24.8%)
채권	0.7 (6.2%)	6.3 (11.9%)	45.5 (18.1%)	40.1 (16.5%)	67.3 (23.4%)	81.5 (23.8%)	103.1 (22.1%)
펀드 (투자신탁)	0.1 (0.7%)	1.8 (3.5%)	16.4 (6.5%)	8.4 (3.5%)	48.5 (16.9%)	2.0 (0.6%)	17.7 (3.8%)
주식 및 출자금	1.0 (8.3%)	5.5 (10.3%)	21.6 (8.6%)	14.2 (5.9%)	51.4 (17.9%)	32.2 (9.4%)	42.4 (9.1%)
보험 및 연금	0.2 (1.7%)	2.5 (4.8%)	10.1 (4.0%)	11.0 (4.6%)	6.2 (2.2%)	22.8 (6.7%)	37.6 (8.1%)
기타	4.4 (36.4%)	11.0 (20.9%)	54.4 (21.7%)	52.1 (21.5%)	63.7 (22.2%)	69.3 (20.2%)	46.6 (10.0%)

68) 조종화·박영준·이형근·양다영, 『동아시아 발전모델의 평가와 향후 과제: 영·미 모델과의 비교를 중심으로』, 대외경제정책연구원 연구보고서 11-08, 2011, 63면 참조.

69) 한국금융연구원, 『한국 금융의 과거, 현재 그리고 미래』, 2011. 9. 138면.

이는 한국 뿐 아니라 동아시아에서 하나의 경향으로서 나타나는 것이기도 한데, 동아시아 발전국가에서 금융은 오랫동안 정부의 규제와 영향권 하에서 제조업의 성장을 뒷받침하는 역할에 치중하였다.⁷⁰⁾ 이는 동아시아의 대표적인 발전국가들이 개발의 진행과정에서 협소한 국내 시장의 한계를 극복하고 기술 및 자본재 수입에 필요한 외화를 획득하기 위하여 수출진흥에 치중하면서, 비교역재적인 성격이 강한 서비스업 보다는 제조업을 더 중시하게 되었기 때문이다.⁷¹⁾ 이러한 점에서 이를 두고 반드시 한국 자본시장의 미발전 혹은 미성숙이라고 말할 수는 없을 것이며, 관점에 따라서는 수출지향적 발전경로를 선택한 한국 경제 시스템의 한 가지 특징으로 꼽는 것도 가능하리라 생각한다.

그럼에도 불구하고 한국 자본시장법제가 노정한 한계도 지적하지 않을 수 없는바, 특히 1970년대부터 자본시장이 급속한 성장세를 보이기 시작하였음에도 불구하고, 자본시장의 급속한 성장에 상응하여 이로 인해 파생되는 문제들을 효과적으로 처리하기 위한 집행기구 및 집행시스템의 정비는 상당히 뒤늦게 이루어졌다는 점은 가장 아쉬운 부분이다. 한국에서 자본시장의 전문감독기관에 해당하는 증권관리위원회와 그 집행기구인 증권감독원은 1977년에 이르러서야 비로소 설립되었는데, 1960년대부터 1980년대에 이르기까지 경제기획원과 재무부와 같은 중앙부처에서 경제 관련 정책을 거의 대부분 장악하고 있었다는 점을 감안하면 자본시장도 예외가 아니었다고 할 수 있기는 하지만, 자본시장의 발전이라는 측면에서 보자면 이는 상당히 늦었던 것이 아닌가 생각된다.

70) 조종화·박영준·이형근·양다영, 주 68)의 책, 62면 참조.

71) 조종화·박영준·이형근·양다영, 위의 책, 62면 참조. 일본, 한국, 대만, 중국 등은 영·미에 비해서 높은 제조업 의존도를 유지하고 있고, 제조업의 경쟁력을 바탕으로 모두 장기적인 무역수지 흑자기조를 유지하고 있다. 2008년 현재 일본, 한국, 중국의 GDP 가운데 제조업이 차지하는 비중은 각각 20%, 28%, 33%로서 미국과 영국의 13%, 12%를 크게 웃돈다. 조종화·박영준·이형근·양다영, 위의 책, 62면.

다른 한편 한국 자본시장법제가 형성단계에 있었던 시기에 자본시장은 재무부의 전적인 관리 및 통제 하에 있었기 때문에, 자본시장이 안착하는 단계에서 발생할 수 있는 (예컨대, 증권파동과 같은) 난국에 대해 비교적 신속하고 강력하게 대응해 나갈 수 있다는 장점이 있었던 것을 보인다. 1960년대 후반부터 본격적으로 추진되었던 자본시장 육성책이 실효를 거둘 수 있었던 것도, 이러한 정책을 수립하고 이를 뒷받침하는 「자본시장육성에관한법률」이나 「기업공개촉진법」을 제정할 뿐 아니라 이를 실제로 관철시킬 수 있는 강력한 행정력과 집행력을 갖추고 있었던 중앙부처가 자본시장을 관리 및 감독하고 있었기 때문이라고 할 수 있을 것이다. 이러한 점에서 과거 개발연대의 다른 경제정책에서 보여준 바와 같이, 자본시장에서도 역시 정부 주도의 개발정책이 그 장점을 충분히 발휘했다고 평가할 수 있을 것이다.

이하의 표는 자본시장법제의 주요 규제사항별로 한국 자본시장법제의 발전과정을 정리한 것이다. 이 표에서는 1962년부터 1994년까지의 주요 개정사항을 요약·정리하였는데, 본 보고서의 분석대상에 포함되지 않는 시기도 이해의 편의를 위하여 포함시켰다.

[표 5] 규제사항별 한국 자본시장법제의 변천과정(1962~94년)

규제사항	제개정 년도	제개정 사항
증권의 범위	1973년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 범위를 조정함
	1991년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 새로운 금융상품을 고려한 유가증권의 정의 보완
	1962년 제정	<ul style="list-style-type: none"> • 증권업자는 주식회사로 하며, 증권회사의 설립에는 재무부장관의 허가를 취득하여야 함 • 영업용 순자본액 제한(3천만원), 부정행위 금지, 장외투자 금지, 과도한 수량의 매매거래에 대한 금지 등의 의무 부과
증권회사(증권업자)에 대한 규제	1963년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 증권업자의 자본금의 한도를 상향 조정함 • 증권업자의 허가취소요건을 강화함 • 과도한 투기적 증권거래계약의 해약명령권을 재무부장관에게 부여함 • 증권업자의 임원의 해임 및 그 영업정지처분의 요건을 강화함
	1968년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 증권업에 대한 허가를 증권업의 매매를 위주로 하는 업무의 허가과 증권업의 인수를 겸영하는 업무의 허가로 구분하고 자본금도 그 업무에 따라 각각 3천만원 이상과 5천만원 이상으로 함 • 증권회사의 순자산액에 대한 부채의 비율은 대통령령으로 정하는 일정률을 초과하지 못하게 함

규제사항	제개정 연도	제개정 사항
		<ul style="list-style-type: none"> • 증권회사의 증권거래준비금제도 신설 • 증권회사의 임원이 고의 또는 과실로 임무를 해태하거나 회사의 사무를 행함에 있어서 제3자에게 손해를 가한 때에는, 증권회사의 책임과는 별도로, 연대하여 배상책임을 지도록 함
	1973년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 증권업의 범위를 조정함 • 증권회사의 자본금을 증액함(2억원, 3억원) • 증권회사의 임원 및 사용인에게는 신용공여를 금지함 • 임원의 겸직제한, 증권저축업무, 증권회사의 겸업제한
	1974년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 매매익에 대해서도 증권거래준비금을 적립하도록 함 • 증권회사 임원 또는 직원의 정보제공 또는 누설을 금지하고, 이들에 대한 정보요구에 대한 사항을 규정 • 증권회사의 과점주주가 그 소유주식을 매각할 때에는 재무부장관의 인가를 받도록 함
	1976년 전면개정	<ul style="list-style-type: none"> • 증권업면허를 3분화하여 전문화와 대형화를 유도 • 과점주주의 주식양도에 있어서는 증권관리위원회의 동의를 얻도록 함 • 공정거래의 확립을 위하여 증권회사 임직원의 매매거래를 제한함 • 증권회사 임원의 업무해태로 인한 배상책임을 과점주주도 지도록 함

제 3 장 한국 자본시장법제의 형성과정과 그에 대한 평가

규제사항	제개정 년도	제개정 사항
거래소시장에 대한 규제	1962년 제정	<ul style="list-style-type: none"> 주식회사로 설립하며, 설립에는 재무부장관의 허가를 취득하여야 함
	1963년 개정	<ul style="list-style-type: none"> 한국증권거래소의 조직을 주식회사로부터 특수법인으로 변경 거래원에 대한 한국증권거래소 및 재무부장관의 감독권을 강화함 한국증권거래소에 거래원의 위약손해배상공동기금을 설치하고 거래원의 판매 거래 위약으로 인한 손해에 대한 배상책임을 부여
	1974년 개정	<ul style="list-style-type: none"> 증권거래소의 다른 채권자에 대한 우선권 강화
	1987년 개정	<ul style="list-style-type: none"> 증권거래소의 회원제 전환
	1963년 개정	<ul style="list-style-type: none"> 유가증권 발행인의 투자자에 대한 손해배상책임을 신설함
	1973년 개정	<ul style="list-style-type: none"> 유가증권의 모집·매출 신고의 효력발생시기를 조정함 매출신고효력이 발생되지 아니한 유가증권은 취득 또는 매수할 수 없도록 함
	1974년 개정	<ul style="list-style-type: none"> 상장법인의 신주발행의 경우에도 재무부장관에게 유가증권신고서를 제출하도록 하고, 필요한 경우 재무부장관은 효력발생일을 지정하지 않을 수 있도록 함
증권의 발행 및 유통에 대한 규제	1976년 전면개정	<ul style="list-style-type: none"> 상장 전 유가증권발행인의 등록

규제사항	제개정 년도	제개정 사항
정보공시규제	1963년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권신고서의 허위기재에 대한 손해배상책임규정 신설
	1973년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 상장법인이 증자하는 경우에도 유가증권신고서를 제출하도록 함
	1976년 전면개정	<ul style="list-style-type: none"> • 공시제도의 확충을 위하여 상장법인의 경영상 중요한 사항을 감독원에 신고하도록 함
	1982년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권신고제도의 공시주의로의 전환
	1987년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 기업공시제도 개선
	1991년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 연결재무제표 공시제도 도입
	기업인수·합병에 관한 규제	1976년 전면개정
1991년 개정		<ul style="list-style-type: none"> • 주식대량보유상황보고제도(5% rule) 및 합병신고제도 도입
1994년 개정		<ul style="list-style-type: none"> • 5% rule의 보고의무자 범위 확대
1963년 개정		<ul style="list-style-type: none"> • 과도한 투기적 증권거래계약의 해약명령권을 재무부장관에게 부여함
불공정거래규제	1976년 전면개정	<ul style="list-style-type: none"> • 상장법인 임·직원의 사내기업정보를 이용한 부당이득을 규제하기 위하여 내 부자거래를 제한함

제 3 장 한국 자본시장법제의 형성과정과 그에 대한 평가

규제사항	제개정 년도	제개정 사항
	1982년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 내부자거래, 시세조종행위, 부당권유행위에 대한 규제 강화
	1987년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 단기매매차익반환의무 도입
	1991년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 미공개정보 이용행위 금지규정 신설
	<p>1976년 전면개정</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 공시제도의 확충을 위하여 상장법인의 경영상 중요한 사항을 증권감독원에 신고하도록 함 • 상장증권관리의 효율화를 위하여 상장법인은 증권감독원이 정하는 유가증권 취급 규정에 따라 유가증권을 발행·관리하도록 함 • 유가증권을 상장하고자 하는 법인에 대한 등록제도 도입 • 상장법인의 상호주소유 제한 • 자기의 재산으로 소유할 수 있는 주식의 기준, 즉 상장주식소유제한 도입 • 상장법인의 재무처리 건전화를 위하여 증권위원회가 재무관리기준을 정하도록 함 • 상장법인의 반기보고서제출 의무화
상장법인에 대한 규제(혹은 특례)	1982년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 주식매수청구권 도입 • 상장법인의 경영권 안정을 위한 상장주식소유제한 강화
	1987년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 민영화 공기업의 경영권 보호를 위한 주식보유제한 및 의결권제한 강화

규제사항	제개정 년도	제개정 사항
	1994년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 상장주식 대량소유제한제도 폐지 • 상장법인 무의결권 우선주주에게도 주식매입청구권 부여 • 상장법인 자기주식취득 허용
금융투자업 감독기관	1976년 전면개정	<ul style="list-style-type: none"> • 유가증권의 발행·관리 및 거래와 증권기관의 감독에 관한 사항을 심의·결정하기 위하여 증권관리위원회를 신설하고, 위원은 6인으로 하며, 그 중 3인은 상임으로 함 • 증권관리위원회의 집행기관으로서 무자본특수법인인 증권감독원을 신설함
금융투자업 관련 단체 혹은 기관에 대한 규제	1963년 개정 1974년 개정	<ul style="list-style-type: none"> • 증권금융회사의 설립을 인가제로 함 • 증권금융회사의 업무를 정함 • 증권 관계 단체를 설립할 때에는 재무부장관의 허가를 받도록 함

제 4 장 한국의 자본시장법제가 형성단계의 자본시장법제에 주는 시사점

금융시장의 유지와 발전에 있어서 적절한 규제는 필수적인 요건이라 할 수 있다. 일반적으로 금융규제는 크게 은행, 증권, 보험으로 구분된 금융시장의 현실을 반영하여 독자적인 체계로 발전해 왔으며, 각 분야의 규제는 크게 거래, 업자, 시장의 세 측면에서 이루어져 왔다.⁷²⁾ 그 중에서도 자본시장을 규율하는 법제의 고유한 목표이자 동법제를 관통하는 핵심적인 개념은 바로 ‘투자자의 보호’이다.⁷³⁾ 이러한 목표 하에 이루어지는 자본시장에 대한 규제는 크게 정보공시규제와 불공정거래규제의 양대 지주를 중심으로 구성되는 것으로 이해되고 있지만, 한국의 자본시장법제에는 반드시 이 두 가지에 포섭되지 않는 다양한 차원의 규제들이 혼재되어 있다.

한국의 자본시장법은 동법의 고유목적인 투자자보호를 위한 전통적인 규제, 이를테면 공시규제와 불공정거래규제 이외에도 금융투자업이라는 산업에 대한 산업법적 규제도 포함하고 있다. 이처럼 투자자보호를 위한 규제와 산업법적인 규제를 하나의 법률로 행하는 것을 일본에서는 ‘원 세트(one set) 규제’라고 부른다.⁷⁴⁾ 이러한 규제방식에는 장단점이 모두 있는데,⁷⁵⁾ 먼저 투자자보호를 강조하는 입장에서는 (미국의 *Securities Act of 1933*의 경우와 같이) 금융투자상품의 범위를 가급적 확대할 필요가 있을 것이고, 새로이 등장하는 투자대상은 모두 법의 적용 범위에 포섭함으로써 규제의 대상으로 삼게 될 것이다. 반면 이른바 ‘원 세트 규제’를 채택하고 있는 우리나라 자본시장법제 하에서는 금융투자상품의 범위에 따라서 금융상품업의 범위도 함께 확대되고, 결과적

72) 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 두성사, 2010, 4면.

73) 김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2004, 40면.

74) 김건식, 위의 책, 57면.

75) 김건식, 위의 책, 57-8면 참조.

으로 금융상품업자의 업무영역도 함께 확대된다.

생각건대 자본시장이 형성 내지 육성되어야 할 단계에 있는 개발도상국의 자본시장법제는 투자자보호를 위한 공시규제 및 불공정거래규제만으로는 충분치 않을 것으로 보이며, 산업법적 규제도 폭넓게 아우를 필요가 있을 것으로 보인다. 따라서 이하에서 자세히 살펴보게 될 증권법의 범위나 증권업자의 범위도 거래규제적 관점에서뿐 아니라 산업규제적 관점도 함께 고려하여 어느 정도 법률에서 명확하게 한정함으로써 규제의 확실성을 도모하는 것이 바람직할 것이다.

이하에서는 자본시장의 형성단계에 있는 자본시장법제에 있어서 중요하게 고려해야 할 점들에 대하여 한국의 경험을 바탕으로 간략히 살펴본다. 여기에서 자본시장법제가 갖추어야 할 모든 사항들을 망라할 수는 없지만, 규제체계 전반을 설계하는데 있어서 반드시 고려해야 할 몇 가지 사항들을 중심으로 검토하고자 한다.⁷⁶⁾

제 1 절 금융투자상품(혹은 증권⁷⁷⁾)의 범위

한국의 경우에는 종래 「증권거래법」에서 ‘유가증권’의 범위를 한정적으로 열거하고 있었으나,⁷⁸⁾ 이른바 자본시장통합법 체제로 전환하면

76) 한국의 자본시장법제에서는 상장법인에 관한 규제 혹은 특례가 매우 중요한 부분을 차지하지만, 유가증권시장이나 코스닥시장에 상장하고 있는 상장법인에 대한 특별규정(이를테면, 상장법인의 경우에 소수주주권을 행사하기 위한 요건에 관한 규정 등)은 엄밀히 말해서 상법의 회사편에 포함되어야 할 규정이다. 따라서 자본시장법에 상장법인에 대한 특례규정을 광범위하게 도입하는 것은 상법의 공동화를 초래할 뿐 아니라 법해석상의 혼선을 가져오기 때문에 바람직하지 않다고 보는 것이 일반적이다.

77) 한국의 구 「증권거래법」에서는 투자자보호를 위한 도구개념으로 ‘유가증권’이란 용어를 사용함으로써 사법상의 유가증권과 개념상의 혼란을 초래한 바 있다. 이에 대해서는 비판이 많았던바, 현행 「자본시장법」은 ‘유가증권’ 대신 ‘증권’이란 용어를 채택함으로써 사법상의 유가증권 개념과의 결별을 분명히 선언하였다. 김건식·정순섭, 주 69)의 책, 30면 참조.

78) 1962년 제정 증권거래법 제 2 조 (정의) ①본법에서 유가증권이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 것을 말한다.

서 포괄주의⁷⁹⁾를 도입하여 금융투자상품을 ‘증권’과 ‘파생상품’ 두 가

1. 국채증권
2. 지방채증권
3. 특별한 법률에 의하여 정부 또는 법인이 발행한 채권
4. 사채권
5. 특별한 법률에 의하여 설립된 법인이 발행한 출자증권
6. 주권 또는 신주인수권을 표시하는 증서
7. 외국 또는 외국법인이 발행한 증권 또는 증서로서 전각호의 증권 또는 증서의 성질을 구비한 것 중 재무부장관이 지정한 것
8. 기타 각령으로 정하는 증권 또는 증서

1991년 개정 증권거래법 제2조 (정의) ①이 법에서 “유가증권”이라 함은 다음 각 호의 1에 해당하는 것을 말한다. <개정 1991. 12. 31>

1. 국채증권
2. 지방채증권
3. 특별한 법률에 의하여 설립된 법인이 발행한 채권
4. 사채권
5. 특별한 법률에 의하여 설립된 법인이 발행한 출자증권
6. 주권 또는 신주인수권을 표시하는 증서
7. 외국이나 외국법인이 발행한 증권 또는 증서로서 제1호 내지 제6호의 증권이나 증서의 성질을 구비한 것 중 재무부장관이 지정하는 것
8. 제1호 내지 제7호의 증권 또는 증서와 유사하거나 이와 관련된 것으로서 대통령령이 정하는 것

②제1항 각호의 유가증권에 표시되어야 할 권리는 그 유가증권이 발행되지 아니한 경우에도 당해 유가증권으로 본다.

79) 자본시장과금융투자업에관한법률 제3조(금융투자상품) ①이 법에서 “금융투자상품”이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정(特定) 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 “금전등”이라 한다)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 한다)이 있는 것을 말한다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 제외한다. <개정 2011.7.25>

1. 원화로 표시된 양도성 예금증서
 2. 수탁자에게 신탁재산의 처분 권한(「신탁법」 제46조부터 제48조까지의 규정에 따른 처분 권한을 제외한다)이 부여되지 아니한 신탁(이하 “관리신탁”이라 한다)의 수익권
- ②제1항의 금융투자상품은 다음 각 호와 같이 구분한다.
1. 증권
 2. 파생상품
 - 가. 장내파생상품
 - 나. 장외파생상품

지로 구분하게 되었다. 즉 종래 「증권거래법」은 유가증권의 개념과 범위를 명칭 또는 근거법령을 기초로 하여 법령의 규정에 한정적으로 열거하는 방식을 채택하였으므로, 증권규제가 필요한 새로운 금융상품이 시장에 등장하여도 법령에 유가증권으로 규정되지 않는 한 규제대상에 포함되지 않았다.⁸⁰⁾ 여기에는 규제의 공백으로 인한 투자자보호의 미흡, 그리고 법적 예측가능성의 결여로 인한 새로운 상품의 개발 곤란 등의 문제가 있던 바, 「자본시장법」은 이러한 문제를 해결하기 위하여, 금융투자상품의 개념과 범위에 관하여 해당 금융상품의 기능적인 속성을 기초로 포괄적으로 정의하는 포괄주의를 도입하였다.⁸¹⁾

자본시장이 아직 덜 발달한 시기에는 ‘유가증권’이라는 도구개념이 별로 불편할 것이 없으나, 자본시장의 발달에 따라 차츰 여러 가지 난점을 드러내게 된다.⁸²⁾ 이는 크게 두 가지 문제로 요약될 수 있는데,⁸³⁾ 종래의 한정적 열거주의 하에서는 새로운 금융상품이 등장할 때마다 그것이 정의규정에 따른 투자대상에 해당되는지 여부를 검토하여야 했다. 만약 검토결과 열거된 투자대상에 해당되지 않을 경우 증권회사는 그러한 상품을 거래할 수 없는 반면, 증권회사가 아닌 업자가 거래하는 경우에는 법상 제반 규제를 받지 않기 때문에 투자자보호에 공백이 발생한다. 법상 유가증권으로 열거되어 있는 투자대상은 그 경제적 실질보다는 법적 형식에 중점을 두고 있었는데, 이러한 정태적인 접근방식으로는 증권시장의 동태적인 현실을 제대로 규제할 수 없게 된 것이다.

물론 오늘날 대외적 경제환경은 한국이 개발단계에 있던 시기의 그것과 매우 다르다고는 하지만, 아직 형성단계에 있는 자본시장에 변동성과 위험성이 큰 파생상품이 거래되도록 하는 데에는 여러 가지 부작용과 폐해가 있을 것임을 전혀 간과하기 어려운바, 어느 정도 자본시장

80) 임재연, 『자본시장법』, 박영사, 2012, 22면.

81) 임재연, 위의 책, 22면.

82) 김건식·정순섭, 주 69)의 책, 21면 이하 참조.

83) 이하 이 단락의 내용은 김건식·정순섭, 위의 책, 21면 이하 참조.

이 성숙하여 필요한 인적 물적 기반이 갖추어지기 전까지는 자본시장에서 거래되는 금융상품의 범위를 유가증권으로 한정하는 방안을 고려해 볼 필요가 있을 것이다. 한편 최근에 발표된 캄보디아의 금융시장발전 계획을 살펴보면 장기발전계획으로서 2015년까지 파생상품시장의 설립 까지도 목표로 삼고 있는 것을 알 수 있다.⁸⁴⁾

한국의 자본시장법제에 있어서 그 적용범위를 결정하게 되는 핵심개념인 ‘증권’의 범위가 한정적·구체적으로 열거되던 방식에서 그 기능과 위험을 기초로 포괄적으로 정의되는 방식으로 전환된 것은 자본시장통합법 체제로의 전환이 이루어진 시기로서, 자본시장이 상당한 발전

84)

Financial Sector Development Strategy 2006-2015

Immediate Priorities (2006-2009)

- Enact Bankruptcy Law
- Develop progressive company framework with graduated requirement from small to listed company.
- Investor education and human resource development
- Put in place interbank market
- Enact law on non-government securities (Enforcement framework for fraud and central electronic securities depository)
- Continuing improvement of accounting/auditing capacity.

Intermediate and Medium term priorities (2009-2012)

- Implement progressive, graduated framework for companies
- Securities depository for all public company
- Implementation of financial enforcement and regulation
- Continuing development of financial regulation
- Preparation for Securities Exchange: IPOs, Securities intermediaries, consideration of investor compensation scheme.

Long Term Goals (2012-2015)

- Development of:
 - Investment funds
 - Pensions/Provident fund scheme
 - Securitization framework/Institution
 - **Derivatives**

단계를 거친 이후이다. 한국의 현행 「자본시장법」과 같은 통합적인 자본시장법제를 보유한 국가가, 영국(Financial Services and Market Act 2000), 호주(Financial Services Reform Act 2001), 싱가포르(Securities and Futures Act 2001), 일본(금융상품거래법 2006) 등임을 감안한다면, 법제도사적 관점에서 볼 때 포괄주의적 규제방식은 상당히 발전된 자본시장법제에서 도입되는 것이라고 보는데 큰 이견이 없을 것이다.

그러므로 자본시장의 형성단계에 적합한 자본시장법제 입법모델에서는 한국의 현행 「자본시장법」 하에서 채택하고 있는 ‘금융투자상품’ 개념과 그에 대한 포괄적인 정의규정은 적절하지 않은 것으로 보인다. 먼저 자본시장의 형성단계에서는 거래되는 증권이 양도 많지 않을뿐더러 그 종류도 다양하지 않을 것인데, 이러한 단계에서는 금융상품의 범위를 어느 정도 특정함으로써 불가측성을 최소화하고, 무엇보다도 규제자나 피규제자에게 새로운 시장의 룰에 대한 학습효과를 경험하도록 할 필요가 있을 것이다. 또한 형성단계의 자본시장에는 파생상품이 거래될만한 물적·인적 기반도 아직 갖추어지지 않았기 때문에, 금융투자업자(주로 증권회사)로 하여금 시장에서 아직 당해 상품의 기능 혹은 위험에 대하여 충분히 인식되지 않은 상품을 취급하도록 하는 것에는 부작용이 더 클 것이므로, 어느 정도 발전단계에 도달하기까지는 금융투자상품의 범위를 증권에 한정하는 것이 바람직할 것이다.

제 2 절 증권업 및 증권거래소에 대한 규제

증권회사는 투자자와 함께 자본시장의 양대 구성요소이다.⁸⁵⁾ 우리나라의 증권거래법제 발전과정을 살펴보면, 초기에 증권업에 대한 규제가 집중적으로 정비되어 왔음을 알 수 있다. 그런데 증권업 내지 증권회사에 대한 규제와 함께 살펴보아야 할 것이 바로 증권거래소에 관한

85) 김건식·정순섭, 주 69)의 책, 14면.

것인데, 특히 우리나라에서는 증권거래소가 1962~63년의 이른바 ‘증시 파동’의 원인을 제공하였기 때문에, 한국의 경험에 비추어 보면 형성 단계의 자본시장법제에 있어서 가장 중요한 쟁점은 바로 증권업 및 증권거래소에 대한 규제체계의 설계라고 말해도 지나치지 않을 것이다.

한국에서는 1962년 「증권거래법」의 제정으로 주식회사 형태로 변경되기 전까지 증권거래소가 소위 영단제로서 운영되었는데, 이는 증권단, 금융단 및 보험단이 출자하였다는 의미이다.⁸⁶⁾ 「증권거래법」 제정 시 주식회사 제도로 전환하였으나, 증권파동을 계기로 증권거래소가 영리를 목적으로 공정한 시장관리를 소홀히 하였다 하여 1963년 「증권거래법」 개정을 통하여 한국증권거래소의 조직을 주식회사에서 특수법인으로 변경하여 공영화하였다. 그 후 정부의 공기업 민영화 계획에 따라 1988년 3월 회원제 형태의 무자본 특수법인으로 다시 전환되었다. 이 밖에도 1963년 「증권거래법」 개정에서는 거래원에 대한 한국증권거래소 및 재무부장관의 감독권을 강화하는 조치가 취해졌으며, 한국증권거래소에 거래원의 위약손해배상공동기금을 설치하고 거래원의 판매거래 위약으로 인한 손해에 대하여 배상책임을 부여하였다.

한편 증권업과 관련해서는 자본시장법제의 형성기에 해당하는 기간 동안 진입규제, 건전성규제, 영업행위규제 전반에 걸쳐서 매 개정 때마다 새로운 규제가 도입되거나 기존의 규제가 강화되는 과정을 겪었다. 먼저 제정 당시의 「증권거래법」에서부터 증권회사의 설립에는 재무부장관의 허가를 취득하여야 했으며, 이러한 증권업에 대한 허가제는 최근까지도 유지되었으나, 현행 「자본시장법」 하에서는 인가·등록제로 전환되었다. 또한 1968년부터는 증권업의 업무를 2분화하여 각각에 요구되는 자본금에 차등을 두었으며, 1973년 개정에서도 증권업의 범위가 다시 조정되고, 1976년에는 증권의 업무가 3분화되어 전문화와 대형화를 도모하는 한편, 각각에 요구되는 자본금의 규모도 지속적으로

86) 성승제, 주 32)의 글.

확대되었다. 1968년부터는 대통령령으로 증권회사의 부채비율에 대한 한계가 설정되기도 하였다.

증권업자의 영업행위에 대해서도 제정 당시부터 몇 가지 규제가 존재하였는데, 고의로 허위의 시세를 유포하거나 이용하는 등의 부정행위의 금지, 유가증권시장을 거치지 아니한 장외투자의 금지, 과도한 수량의 매매거래에 대한 금지 등이 그것이었다. 심지어 1963년 개정에서는 재무부장관에게 과도한 투기적 증권거래계약에 대한 해약명령권이 부여되었는데, 이것은 그 직전의 증권파동이 계기가 되어 도입된 매우 강력한 규제권한이라 할 수 있을 것이다. 이 때에는 증권업자의 허가 취소요건과 임원의 해임 및 영업정지 처분의 요건도 모두 강화되었는데, 이 때로부터 증권업자 나아가 증권시장에 대하여 강력한 행정적 규제가 시작되었다고 평가할 수 있을 것이다.

특히 1968년 개정법에서부터는 증권회사의 임원 혹은 직원에 대한 책임이 강화되었는데, 먼저 1968년 개정법에서는 임원의 고의 또는 과실로 인한 제3자의 손해에 대하여 증권회사의 책임과는 별도로 임원이 연대하여 손해배상책임을 지도록 하였으며, 1973년 개정법에서는 임원 및 사용인에 대한 신용공여의 금지, 임원의 겸직제한 등이 부과되었다. 1974년 개정법에서는 임원 또는 직원의 정보제공 혹은 누설 금지의무가 부과되었고, 1976년에는 임원의 업무해태로 인한 손해배상책임이 과점주주에게까지 확대되었을 뿐 아니라, 임직원의 매매거래를 제한하고 과점주주의 주식양도에 관하여 증권관리위원회의 동의를 얻도록 하는 등 증권업자의 거래행태에 대한 규제가 한층 더 강화되었다. 그러나 이 당시까지만 해도 증권업자의 투자자보호를 위한 규제는 상당히 미흡하였으며, 이에 관한 사항은 1980년대 이후부터 본격적으로 보강되었던 것으로 보인다.⁸⁷⁾

87) 참고로, 현행 「자본시장법」상 금융투자업자의 투자자보호를 위한 조항으로는, 일반적·포괄적 의무(제37조), 내부정보차단장치(제45조제1항), 전문투자자와 일반투

한국의 자본시장은 개장 직후부터 여러 가지 제도적 결함 및 미비를 이용한 시장참여자들의 과도한 투기열기로 인하여 치명적인 파국을 맞은 경험을 바탕으로 자본시장법제를 정비하여 왔다고 할 수 있다. 증권과동 이후의 법개정이 주로 증권거래소와 증권업자에 대한 부분에 집중되어 왔다는 점이 형성단계의 자본시장법제에 대하여 시사하는 바는, 자본시장 운용의 핵심주체라 할 수 있는 증권거래소가 자본시장을 운용하고 증권업자가 여기에 참여하는데 있어서, 관련 당사자들의 부당하거나 과도한 사익추구행위를 차단할 수 있는 정교한 장치들을 마련하는 것이 중요하다는 점이다. 특히 과거의 한국이 그랬던 것과 같이 오늘날의 개발도상국에서도 자본시장은 정치적 권력에 의해서 악용될 소지가 얼마든지 있다는 점에서, 정치적·경제적 영향력으로부터 독립적인 규제기관의 존재 뿐 아니라, 시장참여자에게 의한 악용 소지를 제도적으로 차단할 수 있는 각종의 장치들은 필수적이라 할 수 있을 것이다.

제 3 절 집행방식 및 감독기관

일반적으로 영미식 모델의 자본시장법제에서는 사적집행을 강조하는 경향이 있지만, 사법시스템이 완비되지 않았거나 혹은 투자자들에 의한 적극적인 사적집행을 기대하기 어려운 형성단계의 자본시장법제에서는 상대적으로 공적집행이 좀 더 강조되어야 할 필요가 있어 보인다. 그런데 공적집행 중심으로 자본시장법제를 운용한다고 하더라도, 한국의 자본시장법제 발전경험에 비추어 보면 여기에도 두 가지 모습이 있을 수 있다. 하나는 1976년 이전에 재무부를 중심으로 집행이 이루어지는 모습이고, 다른 하나는 1976년 「증권거래법」 전면개정 이후

자자의 구분(제46조제1항), 투자자정보확인(제46조제2항), 적합성원칙(제46조제3항), 적정성원칙(제46조의2제1항), 설명의무(제47조제1항), 부당권유의 금지(제49조) 등이 있다.

증권관리위원회와 증권감독원 중심으로 집행이 이루어지는 모습이다.

물론 증권관리위원회가 설치된 이후에도 재무부장관의 위원회에 대한 지시 및 감독권한은 여전히 존재하였다. 즉 위원회가 의결한 사항은 지체 없이 재무부장관에게 보고하도록 하였으며, 재무부장관은 위원회의 의결이 위법이거나 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 심히 부당하다고 인정하는 때에는 의결의 일부 또는 전부를 취소하거나 그 집행을 정지시킬 수 있고, 재무부장관은 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 때에는 위원회에 대하여 필요한 조치를 요구할 수 있는데, 이 경우에 위원회는 지체 없이 이를 심의·결정하여야 했다. 따라서 한국의 자본시장법제에 있어서 1976년 증권관리위원회의 설치하는 제도상 큰 변화라 할 수 있지만, 그 집행의 실질은 여전히 재무부를 중심으로 이루어졌다고 할 수 있을 것이며, 이는 이 시기 자본시장법제의 가장 큰 특징으로 꼽힌다.

오늘날의 일반적인 이해에 따르면, 전문규제기관의 존재가 자본시장 발전의 필수요소라 할 수 있으며, 이를 뒷받침하는 외국의 사례도 얼마든지 존재한다. 폴란드와 체코의 예를 비교해 보면, 독립적이고 의욕적인 공적집행기관의 존재 여부가 자본시장의 발전에 있어서 얼마나 큰 차이를 가져올 수 있는지를 잘 보여준다.⁸⁸⁾ 즉 폴란드에서는 독립적이고 매우 의욕적인 규제기관이 존재하였으나, 체코의 경우에는 소극적인 재무부 공무원들에게 자본시장법의 집행이 맡겨져 있었다. 그 결과 폴란드에서는 자본시장이 매우 빠르게 성장하였으나, 체코에서는 자본시장을 통한 자금조달이 잘 이루어지지 않았다.

하지만 한국의 경우에는 초창기에 자본시장법제의 집행권한이 재무부에 집중되어 있었으나, 자본시장의 정착 및 육성이라는 소기의 목적이 달성되는데 큰 어려움은 없었던 것으로 보인다. 물론 이는 당시 한국이 채택한 발전목표와 전략에 비추어 소기의 목적이 달성되었다는

88) Dam, 주 3)의 책, p. 189.

의미이지, 그와는 다른 발전목표와 전략을 채택한 국가의 자본시장에 비해 우월한 성과를 보였다는 의미는 아니다. 당시 재무부⁸⁹⁾는 경제기획원과 함께 경제정책 전반을 총괄하는 정부부처였으며, 특히 재무부는 은행부문과 자본시장부문을 함께 관장하고 있었기 때문에, 금융부문에 대한 재무부의 권한은 이들 두 부문에 대하여 동시에 행사되고 있었다는 점이 고려되어야 할 것이다. 따라서 은행 중심의 금융시스템을 기반으로 경제개발을 추진하고 있던 당시의 재무부는 자본시장부문에 대한 정책 역시 은행부문에 대한 정책과의 조율 하에 집행하였으리라 짐작할 수 있다.

구체적으로 이 시기의 자본시장법제를 살펴보면, 관련 법률이 도입 및 정비되어 가는 과정에서 재무부 혹은 재무부장관의 권한과 기능이 전반적으로 확대되어 가는 양상을 보여 주고 있는데, 특히 정보공시규제와 불공정거래규제와 관련하여 이를 살펴보면 다음과 같다.

1. 정보공시규제

일반적으로 자본시장법에서 강제하는 정보공시에는 크게 발행시장에서의 공시와 유통시장에서의 공시가 있다. 발행시장에서의 공시는 증권 발행시에 그것을 취득하는 투자자의 투자판단을 돕기 위하여 발행자에게 강제하는 공시를 말하며, 주로 유가증권신고서와 사업설명서에 의하여 이루어지고 있다.⁹⁰⁾ 유통시장에서의 공시는 일단 발행되어 유통 시장에서 거래되는 증권에 대한 투자판단이나 권리행사를 돕기 위하여

89) 재무부는 1948년 7월 17일 「정부조직법」에 의해 설치되었으며, 1994년 경제기획원과 통합하여 재정경제원으로 개편되었다. 이후 1998년 「정부조직법」에 의해 재정경제부로 기관명칭을 변경하였으며 2008년 2월 정부조직 개편에 따라 기획예산처와 통합하여 기획재정부가 되었다. 재무부의 주요 업무는 화폐·금융·국채·정부회계·조세·외국환·대외경제협력·국유재산 및 전매에 관한 사무 등이다. 국가기록원 홈페이지 <<http://theme.archives.go.kr/next/organ/organBasicInfo.do?code=OG0017062>> 참조(검색어 ‘재무부’).

90) 김건식, 주 73)의 책, 42면.

행하는 공시이며, 크게 정기공시, 수시공시, 특수공시, 공정공시 등 네 가지로 나눌 수 있다.⁹¹⁾

정보공시규제는 개발도상국의 자본시장법제에 있어서 가장 중요한 규제항목이라 할 수 있다. 자본시장뿐 아니라 사법시스템이 어느 정도 성숙한 국가에서는 정보공시강제가 법원을 통한 사적집행으로 이행될 수 있을 것이나, 아직 사법시스템이 갖추어지지 않은 개발도상국에게는 이것이 적절한 대안이 되기 어려울 것이다. 오히려 사적집행보다는 공적집행을 통하여 법 목적을 달성하는 것이 타당한 것으로 보인다.⁹²⁾

특히 발행공시규제에 있어서 공적집행을 중심으로 규제를 한다고 하더라도, 여기에는 두 가지 방법이 있을 수 있다. 하나는 규제자가 직접 자본시장에 접근할 수 있는 발행인을 사전에 스크린하여 가려내는 방식이고(이른바, 신고주의(merit regulation)), 다른 하나는 발행인이 스스로 자신에 관한 정보를 공시하도록 하는 방식이다(이른바, 공시주의(disclosure regulation)). 대체로 선진국의 자본시장법제에서는 후자의 방식을 택하는 반면, 개발도상국가들의 경우에는 소수의 경우만이 후자의 방식을 택하고 있다.

생각건대 정보공시제도를 뒷받침할 수 있는 제반 여건, 이를테면 투자 관련 분석을 수행할 수 있는 법률, 회계, 파산, 증권 관련 전문가 등이 아직 갖추어지지 않은데다가, 투자자 자신도 그러한 분석을 수행할 만큼의 경험이 부족한 개발도상국의 경우에는, 선진국들이 대체로 채택하고 있는 ‘공시주의’ 방식보다는 ‘신고주의’ 방식이 보다 적합할 것으로 보인다. 게다가 개발도상국에서는 정부가 주요 상장기업의 소유주인 경우도 상당히 많기 때문에, 공시주의 방식은 발행인에게 정보공시의 유인이 충분치 않을 수 있다.

91) 김건식, 위의 책, 42-3면.

92) 한편 Dam, 주 3)의 책, p. 187에서는 사적집행을 통한 정보공시강제의 중요성을 강조하고 있다.

우리나라 역시 「증권거래법」의 제정 당시부터 신고주의를 취하고 있었으며, 1963년 법 개정에서는 유가증권신고서의 허위기재에 대하여 손해배상책임규정이 신설되기도 하였다. 이어서 1973년에는 상장법인이 증자하고자 하는 경우에도 유가증권신고서를 제출하도록 하였으며, 1976년 전면개정에서는 상장법인의 경영상 중요한 사항⁹³⁾을 증권관리감독원에 신고하도록 함으로써 공시제도를 확충하였다. 우리나라에서 신고주의에서 공시주의로의 전환이 이루어진 것은 1982년에 이르러서이다. 이를 재무부 혹은 증권관리위원회의 권한을 중심으로 좀 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

1962년 제정법 당시부터 유가증권의 모집 및 매출은 재무부장관에게 신고하여 (수리한 날로부터) 30일 후 그 효력이 발생한 후가 아니면 이를 하지 못하도록 하였으나, 1973년 「증권거래법」에서는 유가증권신고서를 제출하여 수리한 후에 재무부장관이 따로 지정하는 날로부터 그 효력이 발생하도록 개정하였다. 즉 재무부장관이 신고서를 수리한 후 30일 이후에 자동적으로 효력이 발생하는 것이 아니라, 그 보다 더 길거나 혹은 짧은 기간이 지난 후에 효력이 발생할 수 있도록 된 것인데, 이 때 신고 또는 통지의 효력이 발생하지 아니한 상태에서는 유가증권을 취득 또는 매수할 수 없기 때문에, 결국 유가증권의 발행 및 유통에 대한 재무부장관의 권한이 더욱 커진 것이라고 할 수 있다. 따라서 경우에 따라서는 재무부장관이 유가증권신고서의 기재사항에 대한 진실 여부 혹은 해당 유가증권의 가치에 대한 나름의 판단 하에 유가증권의 발행 및 유통 여부를 결정하는 것이 가능했을 것이다.

93) 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 거래가 금지된 때, 영업활동의 일부 또는 전부가 정지된 때, 법률의 규정에 의한 법인의 정리절차개시의 신청이 있거나 사실상 정리를 개시한 때, 사업목적이 변경된 때, 재해로 인하여 막대한 손해를 입은 때, 상장유가증권에 관하여 중대한 영향을 미칠 소송이 제기된 때, 위의 사유 이외에 법인 경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 사실이 발생한 때 등.

한편 1974년 「증권거래법」에서는 다시 상장법인이 신주를 발행하는 경우에도 재무부장관에게 유가증권신고서를 제출하도록 하는 동시에, 재무부장관이 필요하다고 인정할 때, 즉 유가증권의 공정한 가격의 형성과 안정 기타 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정할 때에는, 재무부장관이 그 효력발생일을 지정하지 않을 수 있도록 하였다. 이로써 유가증권의 발행에 대한 재무부장관의 권한은 신주발행의 경우에 까지 확대되었을 뿐 아니라, 신주발행의 효력발생 자체를 저지할 수 있다는 점에서 훨씬 커졌다고 할 수 있다.

마지막으로 1976년에 전면개정 된 「증권거래법」에서는 증권관리위원회가 설립되면서, 유가증권의 등록 및 모집 또는 매출에 관한 권한이 증권관리위원회에 귀속되었다. 특히 유가증권 등록에 관한 새로운 장이 추가되어, 상장법인이 되고자 하는 법인, 비상장법인으로서 유가증권을 모집 또는 매출하고자 하는 법인, 상장법인과 합병하고자 하는 비상장법인 등은 증권관리위원회에 등록하도록 하였다. 이러한 유가증권등록법인에 대해서 증권관리위원회는 자금조달의 방법, 재무구조의 개선 등에 관하여 권고를 할 수 있었다.

2. 불공정거래규제

일반적으로 자본시장법상 불공정거래를 규제하는 규정은 모든 행위주체를 대상으로 하는 것과 증권회사를 대상으로 하는 것으로 나눌 수 있다.⁹⁴⁾ 모든 행위주체를 대상으로 하는 규정의 예로는, 내부자거래금지, 시세조종금지, 사기적행위금지 등을 들 수 있고, 증권회사를 대상으로 하는 불공정거래규제는 증권회사와 그 임직원의 불공정행위금지를 들 수 있다. 후자의 불공정거래규제에 대해서는 앞서 증권업에 관한 규제 부분에서 살펴본 바 있으므로, 여기에서는 전자의 모든 행위

94) 김건식, 주 73)의 책, 43면.

주체를 대상으로 하는 불공정거래규제를 중심으로 살펴본다.

1962년 「증권거래법」 제정 당시에는 유가증권시장에서의 매매거래에 관련하여 허위매매의 금지, 시세조종의 금지, 시세조작의 배상책임 등에 관한 조항이 마련되어 있었는데, 특히 재무부장관에게 유가증권시장에서의 매매거래에 관하여 다소 포괄적인 통제권한이 있었다는 점에 주목하여야 할 것이다. 즉 거래의 공정과 투자자 보호를 위하여 재무부장관은 증권거래소의 행위나 매매거래에 대하여 시정명령을 내리거나 임시로 매매거래의 전부 또는 일부의 정지를 명할 수 있었다.

한편 증권파동 이후 개정된 1963년 「증권거래법」에서는 특히 증권업자의 불공정거래에 관한 재무부장관의 규제권한이 강화되었고, 이에 대해서는 앞서 ‘증권업 및 증권거래소에 대한 규제’ 부분에서 살펴보았다. 또한 동개정에서는 재무부장관에서 과도한 투기적 증권거래계약의 해약명령권이 부여됨으로써, (1) 천재·지변·사변·경제사정의 급변 기타 이에 준하는 사태의 발생으로 인하여 매매계약의 이행이 불가능한 때, (2) 매점·투매나 매매쌍방의 사수전의 격화로 인하여 시세 또는 거래량이 급변하여 증권거래에 혼란이 생겨 정상적 방법으로 그 수습이 불가능한 때에는 재무부장관이 증권거래계약의 해약을 명할 수 있도록 하였다는 점에 주목할 필요가 있다. 그 이후의 「증권거래법」 개정에서는, 특히 1976년의 전면개정에서 상장법인의 불공정거래규제가 대대적으로 보강된다. 이 때 상장법인의 임·직원이 사내기업정보를 이용하여 부당이득을 취하는 것을 금지하기 위하여 내부자거래금지가 도입되었고, 1980년대에 걸쳐 지속적으로 상장기업의 불공정거래규제가 점진적으로 보강 및 강화된다.

이처럼 자본시장 형성단계에서 투자자들의 건전한 투자행태가 충분히 정착되기 전까지는 상당한 학습기간을 가지지 않을 수 없다는 점에서(예컨대 1962~63년 한국의 증권파동을 생각할 때), 일정 기간 동안은 규제당국의 강력한 행정적 개입이 필요할 수 있다. 뿐만 아니라 대부

분의 개발도상국에서는 사법시스템이 그다지 신뢰를 얻지 못하고 있기 때문에, 자본시장에서 행해지는 각종의 불공정거래행위가 사소를 통하여 근절되기는 어려울 것인바, 전반적으로 공적집행 중심의 운영이 불가피하다는 것은 불공정거래규제에 대해서도 마찬가지이다.

제 4 절 증시상장 촉진정책

한국의 자본시장법제에 있어서 가장 성공적이었으면서 동시에 오늘날의 개발도상국에게도 큰 시사점을 주는 것은 바로 자본시장 육성정책, 즉 증시상장 촉진정책이다. 한국에서 이러한 정책은 두 가지 특별법, 즉 「기업공개촉진법」과 「자본시장육성에관한법률」을 통하여 집중적으로 이루어졌는데, 그 밖에도 「증권거래법」을 통하여 이루어진 경영권 안정화조치로서의 공개매수제도가 있다. 이하에서는 이들 법제를 통하여 어떠한 유인이 제공되었는지를 일목요연하게 살펴보고자 한다.

아래의 표에서 정리한 바와 같이, 한국 자본시장법제의 형성단계에서 도입·시행된 증시상장 촉진정책은 크게 소극적 지원정책과 적극적 유도정책으로 나누어지는데, 전자의 정책은 주로 「자본시장육성에관한법률」을 통하여, 후자의 정책은 주로 「기업공개촉진법」을 통하여 시행되었다. 소극적 지원정책 중에서는 세제상의 이익제공이 그 주요한 내용을 이루었고, 「기업공개촉진법」에서도 다양한 내용의 세제상의 이익이 제공되었다. 그 밖에도 정부소유주식의 분산을 촉진하고, 신주발행을 촉진할 뿐 아니라 주식의 유통을 촉진하는 방안이 강구되었고, 주식가치를 제고하기 위해 상장유가증권으로 정부에 대한 보증금 또는 공탁금을 납부하도록 하는 제도도 도입되었다.

증시상장의 적극적 유도를 위해서는 상당히 강력한 수단들이 동원되었는데, 재무부장관이 공개대상기업을 지정하여 공개명령을 내린 것이 바로 그것이다. 이러한 공개명령은 불이행에 대한 제재와 이행에 대한

보상이 동시에 수반되었기 때문에, 상당히 큰 실효성을 거둘 수 있었던 것으로 보이는데, 심지어 공개불이행 기업에 대해서는 금융기관으로부터의 여신이 차단되기도 하였다. 반면 공개명령을 이행한 기업에 대해서는, 기업의 입장에서 가장 우려가 되는 부분인, 경영권을 보호할 수 있도록 방법을 마련해 주기도 하였다.

이처럼 한국 자본시장법제에 있어서 증시상장 촉진정책은 기업환경 전반에 걸쳐서 상당히 포괄적이면서도 강력한 것이었던 데다가, 이 정책을 주도한 재무부는 당시 경제기획원과 함께 경제정책 전반에 대하여 광범위한 영향력을 행사하고 있었기 때문에, 이러한 정책이 실제로 큰 성과를 거둘 수 있었을 것이다.

[표 6] 한국 자본시장법제에서의 증시상장 촉진정책

정책의 내용	해당 법률	내 용	
소극적 지원	세계상 특혜	자본시장육성에 관한 법률	<ul style="list-style-type: none"> • 공개법인에 대한 법인세율 및 감가상각의 특례 • 투자자들에 대한 배당금 및 이자소득의 면세
		기업공개촉진법	<ul style="list-style-type: none"> • 자산재평가에 대한 특례(비업무용토지에 대해 낮은 재평가세율 적용) • 종합소득세의 특례 • 조세법치별에 대한 특례 • 주식인수기구에 대한 비과세특례
	정부소유주식 분산의 촉진	자본시장육성에 관한 법률	<ul style="list-style-type: none"> • 정부소유주식의 시가이하 매각 • 정부소유주식 매각을 위한 한국투자개발공사 설립
	신주발행의 촉진		<ul style="list-style-type: none"> • 상장법인의 종업원에게 신주인수권 부여
	주식의 유통 촉진		<ul style="list-style-type: none"> • 민간소유주식에 대한 우선배당 및 정부소유주식 배당률 인하
	주식가치의 제고		<ul style="list-style-type: none"> • 상장유가증권으로 정부에 대한 보증금 또는 공탁금 납부

제 4 절 증시상장 촉진정책

정책의 내용		해당 법률	내 용
적극적 유도	공개명령	기업공개촉진법	<ul style="list-style-type: none"> • 재무부장관이 공개대상기업을 지정하여 공개명령 • 법인세 가산징수, 손금불산입, 특별상각에 있어서 불이익 제공 • 소득세 공제범위 축소 및 가산징수 • 여신제한
	공개불이행에 대한 제재		
	경영권 보호		
		1976년 증권거래법	<ul style="list-style-type: none"> • 공개대상법인의 과반수 지분 확보 보장 • 공개매수제도 도입

제 5 장 결 론

한국에서 자본시장법제가 형성단계에 있었다고 할 수 있는 1960년대 후반부터 70년대까지는, 한국전쟁의 폐허 속에서 의욕적으로 시도된 증시개장과 「증권거래법」의 제정 그리고 그 직후 발생한 증권파동으로 인하여, 거의 시작과 동시에 치명적인 실패를 맛보면서 재무부를 중심으로 이를 극복하기 위한 적극적인 노력이 시도되던 시기라고 정리할 수 있을 것이다. 특히 「자본시장육성에관한법률」과 「기업공개촉진법」 등의 제정을 통하여 자본시장을 육성하기 위한 적극적인 노력을 기울였고, 실제로 이를 통하여 상당한 성과를 거두기도 하였다는 점은 이 시기의 자본시장법제에서 주목을 요하는 부분이라 하겠다. 하지만 실제로 이 당시부터 오늘에 이르기까지 금융상품별 금융거래량 및 비중에 관한 통계를 보면, 채권의 비중이 눈에 띄게 커진 것과 외환위기 직후 금융상품별 비중에 일시적으로 큰 변화가 나타난 것을 제외하고는 여전히 여신금융기관을 중심으로 금융거래가 이루어지고 있음을 알 수 있다.⁹⁵⁾

이처럼 ‘자본시장 자체의 성장과 발전’이라는 관점에서만 본다면 한국의 자본시장법제가 미국이나 유럽과 같은 선진자본주의 국가들에 비하여 그다지 성공적이었다고 말하기 어렵고, 게다가 오늘날 이른바 ‘글로벌 스탠다드’로 일컬어지는 금융시스템에 비추어 본다면 한국의 자본시장법제는 앞으로도 나아갈 길이 멀다고 할 수도 있다. 1997년 외환위기 당시 한국의 자본시장법제가 내·외부의 엄청난 비판과 도전에 직면했던 이유도 바로 이 때문이었다. 하지만 ‘국민경제 전체의 성장과 발전’이라는 관점에서 본다면, 자본시장에 관한 정책 및 법제 역시 어디까지나 전체적인 경제발전 전략 및 체계의 일부로서 자리 잡고 있는 것이

95) 본 보고서 제3장 제2절의 분석 참조.

기 때문에, 한국에서 자본시장이 담당하는 기능과 역할 그리고 그에 따라 요구되는 발전의 정도도 과거 한국이 취했던 경제발전전략과 그에 맞게 조성된 개발추진체계에 비추어 판단되어야 할 것이다.

이러한 점에서 살펴 볼 때, 한국의 자본시장법제, 특히 한국에서 자본시장이 형성되어가던 단계에서 운용되었던 자본시장법제는, 과거 1960~70년대 대표적인 아시아의 개발도상국들이 그러했던 것과 같이, 은행을 중심으로 자본을 조달하고 배분하는 금융시스템을 기반으로 한 경제개발 전략 및 체계에서 자본시장이 어떻게 조성되고 육성될 수 있는지를 잘 보여준다. 한국 자본시장법제의 발전과정을 살펴보면, 자본시장이 발전을 거듭함에 따라 당대의 자본시장법제가 추구하고자 하였던 구체적인 목적이 달라졌으며, 그에 따라서 새로운 규정이 추가되거나 기존의 규정이 보완되어 왔고, 또한 독자적인 목적을 가진 별도의 법률이 제정되기도 하였다. 그 중에서도 자본시장의 적극적인 육성 수단이 되었던 특별입법들, 즉 「자본시장육성에관한법률」과 「기업공개촉진법」은 그 성과와 실효성을 고려할 때, 오늘날의 개발도상국에서도 주목할 필요가 있어 보인다.

반면 오늘날의 개발도상국들은 자본시장 중심의 금융체계를 구축하고자 하는 경향이 있는데, 경제발전 전략에 있어서 이러한 변화가 일어난 배경은 무엇이며, 이들 두 가지 전략이 갖는 각각의 장점과 한계는 무엇인지, 그리고 은행 중심의 한국식 발전전략이 오늘날에도 여전히 유효한 모델일 수 있을지, 오늘날의 주류적인 논의와 어느 정도 거리를 유지하면서 다시 한번 생각해 볼 필요가 있을 것이다. 특히 변동성과 불확실성이 상대적으로 큰 개발도상국의 자본시장에서는 자칫 국민경제 전체를 위태롭게 할 수도 있는 위험이 발생하지 않도록 적절히 관리하고 통제해야 하는 정부의 역할이 매우 긴요하다는 점에서, 정부의 적극적인 역할이 두드러졌던 한국의 자본시장법제는 여전히 시사하는 바가 적지 않은 것이다.

한국 자본시장법제의 형성 및 발전과정에서 도출한 시사점을 바탕으로, 오늘날 개발도상에 있는 국가들이 자본시장법제를 설계하고 운용할 때에 고려할 필요가 있는 사항들을 쟁점별로 정리해 보면 다음과 같다.

첫째, 형성단계에 있는 자본시장법제, 특히 경제개발이 진행 중인 개발도상국의 자본시장법제에서는 전통적인 거래법적 규율이라 할 수 있는 투자자 보호를 위한 정보공시규제와 불공정거래규제 뿐 아니라 금융투자업 혹은 (금융투자상품의 범위를 증권으로 제한함을 전제로 할 경우) 증권업에 대한 산업법적 규제가 포함되는 것이 적절하며 한국의 경우도 이 경우에 해당한다. 이는 형성단계에 있는 자본시장법제에서는 구체적인 거래를 규율하는 것보다는 시장 자체를 형성하고 시장의 유지에 필요한 기반을 조성하는 것이 더욱 중요한 과제가 되기 때문인데, 실제로 한국에서는 형성기에 이루어진 「증권거래법」 개정의 상당부분이 산업법적 규제의 정비에 집중되었다. 특히 증권회사, 증권거래소, 증권투자자, 상장회사 등 시장참여자들이 자본시장에 대하여 충분히 이해하지 못하여 시행착오를 겪거나 제도적 불비를 악용하여 부당하게 이익을 추구하는 일이 얼마든지 있을 수 있기 때문에, 이들 시장참여자들이 바람직한 시장행태를 익힐 수 있도록 어느 정도 상세한 행태적 규범이 법제화될 필요도 있을 것이다. 물론 이러한 법적 규제를 실효적으로 집행할 집행기구 및 체계가 자리 잡기까지 상당한 시간이 소요될 수 있지만, 그 전이라 하더라도 법제화가 일종의 학습 및 홍보로서 기능할 수 있으리라 생각한다.

둘째, 변동성과 위험성을 본질로 하는 자본시장의 특성상, 이를 최소화할 수 있는 여러 가지 제도적 장치가 완비되어 있지 않은 형성단계의 자본시장법제에서는 금융시장에서 거래되는 상품의 범위, 즉 자본시장법의 규율범위를 ‘증권’으로 한정하는 것이 바람직한 것으로 보인다. 오늘날의 개발도상국들은 자본시장의 형성단계에서부터 글로벌

자본시장에 어느 정도 통합되지 않을 수 없는 환경에 놓여 있기는 하지만, 그에 따라 국민경제 전체를 크게 위협할 수 있는 대외적 요인으로 인한 폐해로부터 가급적 차단할 필요가 있는 바, 자본시장의 발전 정도에 맞게 금융상품의 범위를 적절하게 한정할 필요가 있다. 한국의 경험에 비추어 보아도 자본시장이 형성단계에 있을 때에는 심지어 대외적 경제요인 뿐 아니라 대내적 정치요인에 의해서도 자본시장이 크게 요동치는 것을 알 수 있는데, 개발도상국의 경우에는 불가측의 요인에 의하여 자본시장이 심각한 영향을 받을 수 있다. 게다가 파생상품과 같이 복잡하고 위험이 큰 상품의 경우에는 이를 다룰 만한 물적·인적 기반의 조성이 반드시 선행되어야 한다. 따라서 자본시장이 어느 정도 성숙단계에 들어서기 전까지는 금융투자상품의 범위를 증권에 한정하는 것이 바람직할 것이다.

셋째, 한국은 증시가 개장되고 최초의 「증권거래법」이 제정된지 얼마 안 되어 ‘증권파동’이라는 초유의 사태를 맞아 큰 위기에 처한 바 있다. 이를 통하여 교훈을 얻은 한국 정부가 가장 우선적으로 취한 조치는 증권업 내지 증권회사에 대한 규제를 정비한 것이다. 즉 시장참여자들의 시장에 대한 이해가 충분치 않고 시장행태가 성숙하지 않은 상태에서는 시장참여자에게 의하여 악용될 소지가 다분히 높은 곳이 바로 증권회사나 증권거래소라는 것을 한국의 경험이 잘 보여준 것이다. 한국에서는 증권파동 이후 증권회사에 대한 진입규제, 건전성규제, 영업행위규제 전반이 보강되었는데, 이를 위하여 도입된 다양한 규제수단들, 이를테면 재무부장관의 설립허가권, 해약명령권, 허가취소권 등은 다소 강력한 권한이기는 하지만, 이를 관철할 만한 역량과 독립성이 있는 주무부처 혹은 기관이라면 이러한 규제수단도 도입을 고려해 볼 만할 것이다. 또한 증권회사의 임원 및 직원에게 그 업무에 대한 책임을 지도록 하는 장치도 매우 중요한데, 이들에게 손해배상책임을 지도록 하는 것과 더불어, 어떠한 경우에 그러한 책임을 지게 되는지에 관한

행태적 금지내용을 가급적 명확하게 규정할 필요가 있을 것이다.

넷째, 분야를 막론하고 법과 제도를 운용하는데 있어서 가장 중요한 것은 여기에 가장 적합한 집행방식 및 체계를 설계하는 것이다. 오늘날 이른바 ‘글로벌 스탠다드’로 각광을 받고 있는 영미식 모델의 자본시장법제에서는 사적집행이 강조되는 경향이 있지만, 형성단계에 있는 개발도상국의 자본시장법제에게는 이러한 집행방식이 적절하지 않은 것으로 보인다. 무엇보다도 사적집행을 담당할 사법시스템이 잘 갖추어져 있지 않을 뿐 아니라, 설사 갖추어져 있다 하더라도 국민들의 사법부에 대한 신뢰가 상당히 낮은 경우가 많기 때문이다. 따라서 자본시장법을 강력하고 효율적으로 집행할 수 있는 규제기관을 중심으로 집행이 이루어지는 것이 나올 것으로 보인다. 일반적으로는 독립적인 전문 규제기관이 이러한 역할을 맡도록 하는 것이 바람직하다고 하지만, 상황에 따라서는 전문규제기관이 아닌 중앙정부부처라 하더라도 독립성과 역량만 갖추고 있다면 효과적으로 법을 집행할 수 있을 것이다. 한국의 경우에는 초창기에 재무부가 이러한 역할을 담당하였으며, 중앙집권적인 경제개발방식을 채택하고 있던 한국에서는 이러한 집행방식이 법과 정책의 실효성을 상당히 높일 수 있었던 것으로 생각된다. 그런데 이러한 공적집행 방식을 채택할 때, 정보공시규제에 있어서는 발행인이 스스로 자신에 대한 정보를 공시하도록 하는 공시주의보다는 규제자가 직접 발행인을 스크린하는 신고주의가 효과적인 방법일 수 있다. 왜냐하면 개발도상국의 경우에는 공시내용의 신뢰성을 담보할 수 있는 제도적 장치가 아직 마련되지 않았을 수 있고, 상장기업의 대부분 혹은 상당수가 국영기업인 경우가 많기 때문에, 발행인이 스스로를 공시하는 방식보다는 규제자가 직접 자본시장 참여 여부를 결정하는 방식이 정보의 정확성을 담보하는 데에는 좀 더 나은 방식일 수 있기 때문이다. 이를 위해서 규제당국이 상당히 강력한 권한을 보유하게 될 것인데, 과거 한국에서 재무부가 유가증권신고의 효력발생일을

지정하거나 혹은 지정여부를 결정할 권한을 보유하고 있던 것이 그 예가 될 것이다. 외국자본이 개발도상국의 자본시장에 대한 투자를 저어하는 가장 큰 이유가 정보의 투명성이 보장되지 않기 때문이라는 점을 고려한다면, 규제당국의 독립성과 청렴성 그리고 역량만 전제될 수 있다면, 이러한 규제방식도 충분히 고려해 볼 만 하다고 생각한다.

마지막으로, 한국의 자본시장법제에 있어서 가장 성공적이었으면서 동시에 오늘날의 개발도상국에게도 큰 시사점을 주는 것은 바로 자본시장 육성정책, 즉 증시상장 촉진정책이라 할 수 있다. 물론 상당히 강력하고 포괄적인 집행력이 필요하기는 하지만, 가능하기만 한다면 이를 통하여 자본시장을 육성하는데 매우 큰 성과를 거둘 수 있을 것이다. 기업의 공개를 유도하기 위한 소극적 지원 및 적극적 유도는 매우 다양한 차원에서 이루어질 수 있는데, 그 중에서도 가장 효과적인 것은 세제상의 이익 혹은 불이익 제공일 것이다. 과거 한국이 활용한 공개명령 방식은 다분히 권위적이고 일방적인 방식이기 때문에, 오늘날의 개발도상국에게 권유할 만한 것은 아닐테지만, 공개기업이 자신의 경영권을 보호할 수 있는 장치를 마련하는 동시에 비공개기업에게 법적·사실적 불이익을 제공하는 방식은 증시상장 촉진에 상당히 효과적인 방식일 수 있다. 하지만 이러한 자본시장 육성정책은 현재 금융시스템 전반이 기업들에게 어떠한 경영환경을 제공하는지를 면밀하게 살펴서 가장 실효성 있는 유인을 제공하는 방식으로 이루어져야 할 것이지, 자본시장에서 기업금융이 이루어지도록 하는 정책이 전부가 되어서는 안 된다는 점을 염두에 두어야 할 것이다. 이러한 점에서 규제당국은 여신정책이나 외자도입정책과 자본시장 육성정책을 동시에 고려하여야 하며, 그 밖에 국민경제에 있어서 자본이 회전하고 배분되는 메커니즘을 전체적으로 조망하면서 정책을 수립하고 추진해 나가는 것이 중요하다.

참고 문헌

- D.C. 콜, 박영철 공저, 『한국의 금융발전: 1945~80』, 한국개발연구원, 1984.
- 고영선, 『한국경제의 성장과 정부의 역할: 과거, 현재, 미래』, 한국개발연구원, 2008.
- 김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2004.
- 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 두성사, 2010.
- 김두얼(한국개발연구원) 편집 총괄, 『경제법제 60년사』, 해남, 2011.
- 김병주, 「금융제도와 경제정책」, 차동세·김광석 편, 『한국경제 반세기: 역사적 평가와 21세기 비전』, 한국개발연구원, 1995.
- 김현종, 『한국 기업집단 소유지배구조에 대한 역사적 영향요인 고찰 및 시사점 연구』, 한국경제연구원, 2012,
- 성승제, 「증권파동」, 한국법제연구원 워크숍 발표자료, 2012. 5. 25.
- 임재연, 『자본시장법』, 박영사, 2012.
- 조종화·박영준·이형근·양다영, 『동아시아 발전모델의 평가와 향후과제: 영·미 모델과의 비교를 중심으로』, 대외경제정책연구원 연구보고서 11-08, 2011.
- 한국금융연구원, 『한국 금융의 과거, 현재 그리고 미래』, 2011. 9.
- Stallings & Studart, *Finance for Development - Latin America in Comparative Perspective*, Brookings Institution Press / United Nations ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean), 2006.

참 고 문 헌

Dam, *The Law-Growth Nexus - The Rule of Law and Economic Development*, Brookings Institution Press, 2006.

Justin Yifu Lin & Boris Pleskovic ed., *Lessons from East Asia and the Global Financial Crisis*, ABCDE (Annual World Bank Conference on Development Economics Global), The World Bank, 2011.

Litan, Pomerleano & Sundararajan ed., *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Brookings Institution Press, 2003.

Sarkar, *International Development Law - Rule of Law, Human Rights, & Global Finance*, Oxford University Press, 2009.

Stephany Griffith-Jones and Ennio Rodriguez, *Private International Finance and Industrialization of LDCs, Third World Industrialization in the 1980s - Open Economies in a Closing World*, Edited by Raphael Kaplinsky, Routledge, 1984.