

전자증권거래의 발달과 일본의 증권법제

고즈카 쇼이치로(小塚 莊一郎)*

번역: 박준원·김홍진
(증권예탁원 조사개발부)

【차 례】

- I. 증권거래 전자화의 현황
- II. 법제도의 정비
- III. 기존 규정의 해석·운용
- IV. 증권업계의 구조변화
- V. 결 론

I. 증권거래 전자화의 현황

정보통신기술의 발달에 따라 여러 가지 새로운 형태의 증권거래가 출현했다. 본고에서는 이를 통칭하여 '전자증권거래'라 부르기로 한다. 그 중 중요한 것으로는 다음의 세 가지를 들 수 있다.

첫째, 개인투자자들 사이에 이용이 급증하고 있는 '온라인거래'이다. 이는 증권회사의 영업소를 방문하여 거래를 의뢰하는 대신에 인터넷을 통해 증권회사의 홈페이지에 접속하여 패스워드 등을 입력하고 거래하는 것으로, 일본에서는 1996년 4월에 다이와(大和)증권이 최초로 서비스를 개시하였다. 처음에는 그다지 보급되지 않았으나, 1998년의 증권거래법 개정으로 거래수수료가 자유화되어¹⁾ 1999년 10월에 본 개정법이 시행되자 저렴한 수수료를 전락으로 한 온라인 서비스가 급속히 성장하였다. 2000년에는 온라인계좌의 수가 100만개를 넘어 현재는 개인투자자의 매매에서 온라인 거래가 차지하는 비중이 50%에 달한다고 한다.²⁾

둘째, 기관투자자와의 관계에서는 지금까지 거래소의 기능으로 여겨져 왔던 거래상대방 및 가격 발견 등을 통한 주문의 집행이라는 프로세스의 전부 또는 일부가 어느 정도 컴퓨터설비에 의해 용이하게 실현가능하게 되었다는 점이 중요하다. 이런 서비스를 제공하는 시스템을 PTS(사설거래시스템: Proprietary Trading System)³⁾ 등으로 불린다. 거래소 외에서 대량거래를 집행할 수 있기 때문에 시장에 대한 충격(impact)을 피할 수 있고, 익명으로 거래를 하고자 하는 기관투자자에게 환영받아 미국에서는 그 이용이 급속하게 확산되었다. 일본에서 지금까지 설립된 PTS의 수는 10건 정도이다. 더구나 그 동안 거래소도 거래시간외뿐만 아니라 전통적인 경매시장과는 별도의 구조에 의한 거래의 장을 제공하였다. 예컨대 동경증권거래소에서는 ToSTNeT이라는 서비스를 제공하고, 익명의 협상에 의한 거래(ToSTNeT-1) 및 종가 또는 매매가중평균가격(VWAP)에 의한 거래(ToSTNeT-2)를 수행하고 있어⁴⁾ 기관투자자에 의한 대량주문의 집행에 이용되고 있다.

셋째, 인터넷상의 웹사이트를 이용하여 증권발행을 통지(announce)하고 투자자를 널리 모집하는 「인터넷 자금조달」(internet finance)이 있다. 미국에서 1995년에 Spring Street Brewing Co., Inc.가 처음으로 이 방법을 이용했고, 그 다음 해에 일본에서도 SPREAD M4사가 인터넷으로 공모증자를 실시했다. 이 방식은 인터넷이 널리 일반인에게 공개되어 있다

는 점을 이용하여 인수증권회사를 두지 않고 직접 투자자를 상대한다는 점에 있어서 획기적이다.

그후 1999년에는 순수한 인터넷 파이낸스는 아니지만 인터넷을 이용한 미심쩍은 사건이 발생했다는 사실이 보도되었다. 이는 한 벤처기업이 신문광고, TV광고 등을 이용하여 주식발행을 선전하고, 인수증권회사를 전혀 이용하지 않은 채 25억엔의 자금조달에 성공한 사례이다. 이 회사는 사업설명서를 자사의 웹사이트상에 공개했으나 모집기간중에는 감사법인에 의한 감사보고서 부분이 게재되지 않았다. 모집기간 종료와 동시에 게재된 감사보고서의 내용은 1억엔의 흑자가 계상되었던 1998년 5월기 결산의 감사의견이 20개 항목이 지적받아 부적정의견이었다고 한다(1999년 5월기에 대해서는 적정의견이었으나 이 기간의 결산은 15억엔 가까운 적자였다).⁵⁾ 이들 보도가 사실이라면 웹사이트에 게재되었던 정보는 사업계획서의 내용과 다른 표시의 사용⁶⁾에 해당하여 증권거래법을 위반한 권유였던 것이 아닌가 하는 의문이 생길 수 있다.

II. 법제도의 정비

이상과 같은 전자화의 진전에 대처하기 위해 법제도의 정비가 지속적으로 추진되었다. 그 결과, 전자화에 대한 대응이라는 점에서는 일단 일본의 증권규제는 국제적으로 비교해도 손색이 없는 수준에 도달해 있다고 생각할 수 있다.

첫번째로, 증권발행회사에 의한 공시가 전자화되었다. 이를 위해서 EDINET이라는 네트워크가 만들어져 내각부(금융청)·증권거래소·증권업협회의 컴퓨터가 온라인으로 연결되었다. 발행회사는 인터넷을 경유하여 이 네트워크에 접속하여 공시를 위한 서류(유가증권신고서, 유가증권보고서)를 전자데이터 형식으로 송신한다. 이 경우, 내각부(금융청) 컴퓨터상의 파일에 데이터가 기입된 단계에서 내각부에 정보가 도달한 것으로 간주된다.⁷⁾ EDINET의 이용은 계속공시(유가증권보고서)에 대해서는 2001년 6월부터, 그리고 발행공시(유가증권신고서 등)에 대해서는 2002년 6월부터 시작되어 이행기간을 거쳐 2004년 6월에는 전면 의무화될 예정이다.

또한 투자자에 대한 공시도 전자화되어 발행회사는 사업설명서·임시사업설명서 대신에 전자적인 방법을 이용할 수 있다.⁸⁾ 구체적으로는 전자메일의 송신, 웹사이트로의 업로드(up-load), 휴대전화 단말기(i모드 등)로의 송신과 같은 방법이 허용된다.⁹⁾ 단, 이들 중 어떤 방법을 사용할지를 미리 정하여 투자자로부터 서면이나 전자적 방법을 통하여 투자자의 동의를 받아두어야 한다.¹⁰⁾ 투자자는 일단 동의한 후에라도 언제든지 동의를 철회하고 서면에 의한 사업계획서 등을 청구할 수 있다.¹¹⁾

두 번째로 인터넷에는 세계 어디에서나 똑같이 접근할 수 있기 때문에 외국의 증권업자가 개설한 웹사이트에 일본의 투자자가 접근하여 증권거래를 하는 것도 충분히 생각할 수 있다. 그러나 외국증권업자는 일본에 지점을 두고 내각총리대신의 등록을 받지 않은 한 일본의 투자자를 상대로 증권거래행위를 해서는 안 된다.¹²⁾ 이에 대한 예외로서 외국증권업자가 투자자에게 적극적인 권유를 하지 않은 경우에는 위법한 증권거래행위가 되지 않는다고 여겨지므로¹³⁾ 일본으로부터 접근할 수 있는 웹사이트의 개설은 이 예외에 해당하는 것인지가 문제가 되었다. 이 문제에 대해서는 금융청의 업무가이드라인이 2000년에 개정되어 웹사이트에 '일본국내의 투자자간 증권거래행위에 연관되지 않도록 합리적인 조치'가 강구되어 있으면 일본의 투자자에 대한 권유에 해당하지 않는다고 규정하고 있다. '합리적인 조치'의 예로는 일본의 투자자가 서비스의 대상자가 아니라는 것을 명시한 '담보문구'를 표기하고 주소의 신고 등에 의해 일본 투자자와의 거래를 방지할 조치가 강구되어 있을 것을 들

고 있다.14) 각국 당국에 의해 지속적으로 채용되고 있는 “Targeted at” 방식을 일본에서도 채택한 것이다.

세 번째로 PTS업무는 1998년 금융시스템개혁(당시 ‘일본판 빅뱅’이라고 일컬어 졌던 것)에 수반한 증권거래법 개정에서 증권업의 일종으로 자리잡았다.15) 다만 일반적인 증권업은 등록제인 반면 PTS의 운영에는 내각총리대신의 인가를 필요로 한다.16) 이는 PTS의 업무형태가 거래소에 가깝고 충분한 감시가 필요하다고 여겨지기 때문이다.17) 그래서 인가받은 PTS는 거래가격이 ① 거래소 유가증권시장에서의 매매가격을 이용하는 방법, ② 점두등록 유가증권에 대하여 증권업협회가 공표하는 매매가격을 이용하는 방법, ③ 고객간의 협상에 근거한 가격을 이용하는 방법 등 소정의 방법에 의해 결정되는 것으로 한정된다(후술 IV).18)

III. 기존 규정의 해석·운용

정보통신기술의 발달이 증권규제에 미친 영향은 거래의 전자화에 대한 직접적인 규정을 신설하는 것에만 그치는 것은 아니다. 지금까지는 주목받지 못했던 기존의 규정이 주목받고 그 결과 새로운 해석상의 논점을 낳는 일도 있다.

그러한 규정의 하나가 「풍문의 유포」에 따라 주가가격을 인위적으로 변동시키는 것을 금하는 증권거래법 제158조19)이다. 이전에는 주가조종만이 주가를 좌우하여 부당한 이익을 얻고자 할 때의 수단이었기 때문에 “풍문을 유포하고 위계를 이용하여서는... 아니된다”고 규정한 이 규정의 존재는 오랫동안 망각되었다. 그러나 인터넷의 발달에 따라 소위 게시판이나 채팅중에 발언주체를 속여 마치 복수의 사람이 어떤 정보를 공유하고 있는 것처럼 보여서 주가를 인위적으로 조종하는 것과 같은 행위가 가능하게 되었다. 이렇게 시장외부로부터 주가에 작용하는 행위에 대해서는 주가조종의 규제20)로는 대처가 어렵기 때문에 ‘풍문의 유포’나 ‘위계’로서 단속하는 것이 필요하게 되었던 것이다. 무엇보다도 시장외에서의 행위만으로 ‘주가를 변동시킬 목적’이라는 증명은 주가조종의 경우 이상으로 어렵다고 여겨져 21) 이 요건의 해석을 다시 검토해야 할 필요가 있다고 생각된다.

또한, 외국의 증권업자가 개설한 웹사이트와의 관계에서는 위법한 권유행위의 경우의 민사 책임규정이 중요하다고 생각된다. 일본 투자자에 대한 권유행위에 대하여 “targeted at” 방식에 따라 일본의 증권규제를 적용한다고 하더라도 웹사이트의 개설자가 일본국외에 소재하고 서버도 일본에는 두지 않은 경우에는 무등록의 권유행위에 대한 형사처벌22)을 집행할 수 있는지에 대한 의문이 크기 때문이다. 그러나 「외국증권업자에대한법률」에 위반하여 체결된 계약의 유효성이나 그 경우의 외국 증권업자의 책임 등은 이전에는 그다지 논의되지 않았다. 여기에도 미해결의 문제가 남아있는 것이다.

IV. 증권업계의 구조변화

다른 한편에서 전자화의 진전은 단순히 새로운 거래형태를 출현시키는 것만이 아니고 증권업계의 구조에 지속적으로 큰 영향을 미치고 있다. 이를 한마디로 정리하면 「경쟁의 확대와 다양화」라 할 수 있을 것이다.

한편에서는 온라인거래의 보급과 그에 따른 거래수수료의 전반적인 하락에 따라 증권회사간에 이해의 대립이 발생하고 있다. 경영상태의 차이도 커지고 있고 경영전략도 다양화되고 있다. 한편, 거래를 집행하는 방법에 대해서도 PTS의 출현이 새로운 선택지를 제공했다. 환언하면 종래에는 거래소가 개설한 시장이 ‘거래의 장’이고, 거기에서 경쟁매매가 이루어진다는 관계에 의문이 없었으나 지금은 ‘거래의 장’ 자체가 복수로 존재하고 상호간에 경쟁하는 관계가 되었다. 이러한 상황을 표현하는 ‘시장간 경쟁’이라는 용어가 일본에서도 점차 널리

이용되고 있다.

이런 가운데 생긴 변화의 하나는 거래소에 대한 증권회사의 이해가 똑같지 않다는 것이다. 예컨대 거래소가 정보통신설비에 어느 정도의 투자를 해야 하는가에 대해서도 증권회사의 규모나 경영상태, 거래소·PTS의 이용도의 차이 등에 따라 다양한 입장이 있을 수 있게 되었다. 이러한 이해의 대립이 커지면 거래소가 종래와 같은 회원제 조직형태를 그대로 유지한 채로는 충분한 이해조정이 불가능하여 결과적으로 신속하게 의사결정을 할 수 없게 된다. 따라서 2000년에 증권거래법이 개정되어 주식회사 형태의 거래소를 허용²³⁾함과 동시에 회원제의 법인으로 조직되어 있는 거래소를 주식회사로 변경하기 위한 절차가 규정되었다.²⁴⁾ 현재까지 조직형태를 변경하여 주식회사가 된 곳은 도쿄, 오사카, 나고야 등 세 개의 거래소이다.

그러나 거래소와 PTS의 관계에 대하여 일본에서는 시장간 경쟁의 촉진이라는 정책이 철저하게 취해지고 있는 것은 아니다.²⁵⁾ 애초부터 금융청은 거래소 유가증권시장에 필적할 만한 ‘고도의 가격형성기능’을 가진 시스템은 PTS로서 인가하지 않는다는 방침이다.²⁶⁾ 그 결과, PTS로서 인정받은 것은 다음의 4가지 방식에 한정되고 있다.

① 고객주문대응방식²⁷⁾: 고객의 지정가주문을 체결하는 것. 시장가주문을 접수하지 않는다는 점에서 거래소와 다르다.

② 매매호가제시방식²⁸⁾: 증권회사가 복수의 매도가 매수가를 제시하고 그에 따라 거래를 실행하는 것. 증권회사의 호가제시의무가 없다는 점에서 점두유가증권시장의 마켓메이크 종목과 다르다.

③ 고객간 협상방식: 상대협상에 따라 가격이 결정되므로 획일적으로 가격이 형성되지 않는다고 생각할 수 있다.

④ 시장가격매매방식: 기존의 시장가격을 이용하는 것으로 가격형성기능은 없다.

이들 방식 이상의 가격형성기능을 갖는 시스템은 ‘유가증권시장’에 해당하며 내각총리대신의 면허를 받아 개설해야 한다.²⁹⁾ 그러나 면허를 받기 위해서는 거래소를 설립하고 그 규제에 따라야³⁰⁾ 하므로, 예컨대 하나의 증권회사가 완전자회사를 통해 운영하는 시스템 같은 것들은 가격형성기능을 상기의 4가지 정도로 억제하지 않는 한 일본에서는 적법하게 운영할 수 없는 결과가 된다.³¹⁾

이는 어디까지나 거래소가 중심적인 증권시장이고 PTS는 특수한 니즈(needs)에 응하기 위한 보충적인 것에 지나지 않는다는 생각이라 할 수 있다. 이에 대응하여 증권회사는 고객으로부터의 명확한 지시가 없는 경우에는 거래소 유가증권시장 외에서 거래를 성립시켜서는 안 된다고 여겨지고 있다.³²⁾ 그에 관한 한 증권회사는 고객에게 가장 유리한 조건으로 거래를 집행할 의무(최선집행의무)를 지고 있지 않는 것이다. 이렇듯 시장간 경쟁이라는 개념이 확산되었다고 해도 일본에서는 복수의 ‘시장’을 경쟁시켜, 증권회사의 최선집행의무에 의해 시장상호간의 우열을 겨루게 하는 정책이 채택되지 않는 것이다.

V. 결 론

정보통신기술의 발달이 증권거래를 크게 변화시키고 있다는 것은 의심의 여지가 없다. 그에 수반하여 법제도 면에서도 새로운 문제가 속속 발생하고 있다. 이 중 증권거래의 전자화와 관련된 점에 대한 대응에 대해서는 국제적으로 일정한 방향이 확립되어 있으며, 일본의 증권거래법도 그에 따라 개정되어 왔다. 그러나 한편으로 정보통신기술의 영향은 기존의 규정에 새로운 기능을 부여하고 이에 따라 해석상의 논점이 생겨나 증권업의 바람직한 모습이 변모해 가는 가운데 커다란 정책의 틀이 재고를 요청받고 있는 등, 간접적인 형태로도 발전

된다. 그리고 적어도 일본에서는 이런 해석론이나 정책론에 대하여 지금부터 논의할 점이 아직도 많이 남겨져 있다고 생각된다.

* 1992년 도쿄(東京)대학 법학부 졸업, 1995년 지바(千葉)대학 법경학부 조교수, 1998년부터 죠치(上智)대학(도쿄) 법학부 조교수. 최근의 저서·논문으로는 『APEC국가에 있어서의 경쟁정책과 경제발전』(2002년, 공저), “화환(貨換)어음 신용장거래의 전자화,” 『上智法學論集』, 제44권 제4호(2001) 등이 있다. 그외 『乃東禹洪九博士停年紀念論文集』(2002)에 “Trading Securities over the Internet: Recent Developments in Japanese Securities Regulations”을 기고.

- 1) 증권거래법 제130조 제2항의 개정예 따라 수탁계약준칙상의 「위탁수수료의 요율 및 징수의 방법」이 삭제되었다.
- 2) 참조, 高橋仁·大白田彰雄, “온라인증권거래의 현황과 전망,” 『월간자본시장』, 제185호, 24면(2001). 佐賀卓雄, “온라인증권거래를 둘러싼 규제 동향,” 『증권경제연구』, 제39호, 23면(2002).
- 3) 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS), 전자증권거래네트워크(Electronic Communications Network: ECN)이라 불리는 것도 있다.
- 4) 동경증권거래소의 홈페이지<<http://www.tse.or.jp/cash/tost/index.html>>를 참조.
- 5) “‘넷 벤처’ 위태로운 거품,” 『선택』, 1999년 12월호, 74항, “미공개기업이 100억엔을 공모로 조달: 이색 벤처 『MTCI』의 허와 실,” 『금융비즈니스』, 2000년 1월호, 16면.
- 6) 증권거래법 제13조 제5항.
- 7) 증권거래법 27조의30의3.
- 8) 증권거래법 제27조의30의9.
- 9) 기업내용 등의 공시에 관한 내각부령 제23조의2 제2항.
- 10) 동 부령 제23조의2 제1항.
- 11) 동 부령 제23조의2 제6항.
- 12) 외국증권업자에 관한 법률 제3조.
- 13) 동법 제3조 제2항 단서; 외국증권업자에관한법률시행령 제2조 제2호.
- 14) 증권회사, 투자신탁위탁업자 및 투자법인 등 및 증권투자고문업자 등의 감독 등에 있어서의 유의사항 4-4.
- 15) 증권거래법 제2조 제8항 제7호.
- 16) 증권거래법 제29조.
- 17) 河本一郎·關要(감수), 『축조해설증권거래법』, 신정판(2002), 397면.
- 18) 증권거래법 제2조 제8항 제7호 참조.
- 19) 외국증권업자에관한법률 제3조.
- 20) 증권거래법 제159조.
- 21) “넷의 풍문, 적발에 주력—금융청·감시위,” 『월간자본시장』, 제198호(2002), 54면.
- 22) 외국증권업자에관한법률 제50조 제1항.
- 23) 증권거래법 제85조·제102조 이하. 본문에 서술한 바와 같은 사정은 개정법의 근거가 된 2000년 2월 22일부 금융심의회 제1부회 보고서 「증권거래소 등의 바람직한 조직형태

에 대하여」에 서술되어 있다.

24) 증권거래법 제101조~제101조의15.

25) 大崎貞和, “증권시장간경쟁을 둘러싼 법제상의 과제,” 『주리스트』, 제1227호(2002), 110면 참조.

26) 금융청, 「사설거래시스템(PTS) 개설 등과 관련된 지침」(2000년 11월 16일).

27) 증권거래법 제2조에 규정된 정의에 관한 내각부령 제8조 제1호.

28) 동 부령 제8조 제2호.

29) 증권거래법 제80조. 무면허시장에서의 거래에 참가하는 것은 금지되며(동법 제167조의 2) 위반자에게는 벌칙이 정해져 있다(동법 제200조 제16호).

30) 증권거래법 제83조 제1항 제3호 참조.

31) 증권거래소는 주식회사로서 조직된 경우에도 한 사람의 주주가 5% 이상의 주식을 보유해서는 안되므로(증권거래법 제103조), 본문과 같은 경우에 거래소를 설립하는 것은 불가능하다.

32) 증권거래법 제37조.