

# 美國證券市場의 現況과 問題點

申 璇 均

## <차 례>

- I. 序 言
- II. 機關投資家の 팽창 및 問題點
- III. Special Investor
- IV. 內部 情報의 利用
- V. 流通去來上의 問題
- VI. 證券會社 運營上의 問題
- VII. 結論 — 韓美比較 및 展望

## I. 序 言

美國의 證券市場을 크게 둘로 보았을 때 去來所市場(Organized Market)과 場外市場(Uncorganized Market 또는 Over the Counter Market)이 있다. 물론 量이나 質로 볼 때 去來所市場을 통하여 去來되는 企業의 株式이 훨씬 큰 比重을 차지 하고 있다.

그러나 場外市場을 通해 去來되는 證券이 企業體株式 以外の 國家公債, 地方債, 金融會社, 保險會社, 公共會社의 證券이 流通되고 있으므로 場外市場의 重要性도 상당한 위치를 차지 하고 있다. 全國的인 去來所市場으로서는 世界에서 가장 큰 規模의 뉴욕 證券去來所와 American Exchange가 있다. 그 以外에 적은 規模나다 地方市場으로서 代表的인 것이 中西部(mid-west), 太平洋沿岸(pacific coast) 필라델피아, 워싱턴, 발티모어 등의 증권 거래소가 있다. 성숙된 美國 증권 시장에도 근대에 와서는 쉽게 풀려지지 않는 諸問題點이 있는바 우선 本稿에서는 그中 흔히 논의되고 있는 다음의 다섯 가지를 들 수 있는데 이들 中에서 第一 심각하게 대두되는 문제는 機關投資家들의 팽창과 영향력에서 야기되는 것이므로 이를 中點的으로 論하고 그 以外의 문제들에 대하여는 간단한 설명을 하고자 한다.

## II. 機關投資家の 膨脹 및 問題點

機關投資家(Institutional Investors)들의 市場參與率은 1963年 現在 30% 밖

에 되지 않았으나 1972年末에는 70%로 전도 되었다. 여기에서 부터 惹起되는 問題는 크게 3가지가 있는데 다음과 같은 점이다.

### 1. 證券市場의 基本沮害

證券市場의 基本은 公正(fair), 秩序(orderly), 連續(continuity)이라고 볼 때, 機關投資家가 膨脹함으로써 이러한 機能이 沮害되고 있다. 왜냐하면 機關投資家들이 市場에 參與함으로써 이 規模 投資家를 몰아내게 된 것이다. 즉 위와같은 證市의 基本機能은 小規模投資家들과 機關投資家들 사이에 均衡된 關係가 이루어 져야 圓滿히 遂行 되어 진다고 보는데, 이러한 역할이 機關投資家의 一方的인 膨脹으로 인하여 沮害된 것이다.

1963年 뉴욕 證券去來所의 去來量이 一日平均 300萬株 이던 것이 오늘날에는 1,200~1,500萬株이고, 심지어 1971年 8月의 경우 하루에 3,200萬株가 去來되었다. 그런데 例를 들어 프루덴셜(Prudential) 保險會社 같은 경우에는 數十億弗의 資産이 있는데 이런 會社가 어느 한 企業體의 證券을 購買하였을 경우 그 量이 너무 크기 때문에 그 企業體의 株式 90%가 機關投資家에 依하여 所有될 수 있다. 이 같은 현상하에서 問題가 되는 것은 高度로 發達된 科學的인 證券分析 方法이나 또는 中庸 심리에 依하여서 購買 또는 販賣 하여야 하겠다는 決定이 내려 질 때에는 機關投資家들이 거의 同時에 그런 決定을 하게 된다. 即 數百萬株를 한꺼번에 하루에 팔아 버리면 이를 機關投資家 뿐만 아니라 그 會社에 대해서도 人工的으로 심한 沮害性을 갖어오기 때문에 問題가 된다. 더 나아가서는 全體 證券市場에도 不連續的인 惡影響을 미치는 것이다.

### 2. 二層化되는 市場

證券市場에는 약 三千餘會社의 株式이 去來되고 있는데, 그중 百내지 二百餘 會社만이 기관투자자들의 人氣對象이 되고 있다. 그런데 이 機關投資家들이 이들 人氣品目에 限해서만 投資하기 때문에 나머지 會社들의 株式은 거의 無視되고 있는 形편이다. 따라서 이들 會社의 株價 收益率(Price/Earnings Ratio)은 대단히 높고 自己資本을 調達할때에 그만큼 金融費用이 낮아지게 된다. 이와같이 株價收益比率이 높은 會社들이 證市의 上層部를 이루기 때문에 여기에서 市場의 二層 構造가 形成되고, 株價收益率이 낮은 會社들은 그 만큼 金融費用이 높기 때문에 自己資本을 調達하기 곤란하게 된다. 이러한 理由로 因하여 市場의 繼續性을 잃게 될 뿐만 아니라 경제구조의 根幹을 이루는 大多數會社들의 自己資本 調達難은 一時的 경제까지도 위협할 수 있는 것이다.

### 3. 第三市場의 創造

第一市場을 發行市場, 第二市場을 이미 發行된 株式의 去來市場으로 보았을 때 第三市場은 大投資者들끼리 去來所나 場外市場을 통하지 않고 뒤로 去來하

는 것을 意味한다. 따라서 數百萬株가 第三市場을 通하여 去來되었는지 모르게 된다.

第三市場을 利用하는 理由는 居間의 手數料 (Brokers' Commission)을 省ける 目的과 株式의 市價에 影響을 及ぼ하지 않게 하려는 의도가 있기 때문이다.

뉴욕 證券去來所의 立場에서 보면, 이러한 現象으로 말미암아 그 業務가 점차 줄어들고 나아가서는 去來所自體의 存在理由마저 危殆하다는 것이다. 어떤 때는 去來所를 通하여 去來된 量보다 第三市場을 通하여 去來된 量이 더 많아지는 現象까지 초래 한다.

이런 現象에 對해 두가지 態度가 있는데, 그 첫째는 이런 機關投資家에게도 證券會社를 設立할 權利를 부여하고 去來所의 會員이 되게 하자는 主張과 반대의 立場으로서 위의 機關投資家들 보다 資本力이 弱한 一般證券會社들이 취하고 있다.

最近의 傾向을 보면 어느 지방 거래소에서 기관 投資家에게 회원자격을 부여하는 조건으로 그러한 증권회사에게는 80%以上の 業務가 그 기관 투자 以外에서 생기는 것이라야 한다는 規定을 만들려고 議會에서 論議하고있다. 이러한 規定은 勿論 기관을 배경으로 하지 않은 證券會社를 一方的인 경쟁으로부터 保護 하려는 處사인 것이다.

### Ⅲ. 스페셜리스트(Specialist)의 役割

뉴욕 증권거래소의 特殊한 存在로 나타나고 있는 要員으로서 소위 스페셜리스트 (特權을 갖춘 去來所 常勤의 브로카)란 사람들이 있는데 모든 上場된 株式의 去來는 이들에 依하여 最終으로 結算되고 또 이들은 질서있고 연속성 있는 證市를 유지하는 特殊 임무를 띠고있다. 380餘名에 달하는 이들 Specialist들은 뉴욕증시에 上場된 株式中 平均 5~9個 株式에 對한 責任을 갖고있으며 거래가 잘 成立 안 될 때는 自己들의 資本을 利用하거나 또는 갖고 있던 株式을 販賣해서 계속 去來가 있게 하는 것이다.

그런데 그들의 特殊한 地位上에 수반되는 條件을 남용하느냐 안 하느냐에 따라서 一般株式 去來者 및 投資家들의 利益이 保護되느냐 안되느냐 하는 問題까지 論議케 된다. 스페셜리스트들의 黑수첩(black book)에는 一定株式에 對한 購入注文 및 販賣청탁이 적혀 있어서 어떤 價格에 어떤 量의 株式이 팔릴 수 있다는 諸情報가 있다. 이런 極秘에 속하는 情報를 自己自身の 구좌에 유리하게 利用할 것이 아닌가 하는 問題를 둘러싸고 讚反兩論이 계속 대두되고 있으나 비교적 長期間 良心的으로 근무한 기록이 있는 居間中 엄격하게 선발하여서 극히 까다로운 去來所 規定과 諸般監視制度를 적용하는 고로 그들이 主張 하는 90%의 去來가 모두 원만한 證市를 이룩하는데 돕는 것이고 아주

적은 量만이 스페셜리스트 자신들의 利益을 위한 去來라고 한다. 去來所에서는 數百餘名의 監事들이 있고 또 定期的으로 去來所가 지적하는 株式의 일주일 간의 去來成績을 보고하게 하고 또 전자 계산기로 늘 가격과 去來量의 變動狀況을 기록, 分析하게 하므로 아무리 교묘한 方法으로 非良心的인 行爲를 해도 결국에 가서는 判明되게 되어 있으므로 스페셜리스트들의 非違事實은 그렇게 잘 일어나지 않는다. 또한 어떤 경우에라도 스페셜리스트는 고객들의 請約에 對하여는 우선적인 처리를 해야 되고, 어떤 一定價格線에서 販賣者나 購入者가 나타나지 않을 때에 限하여 不連續的인 市場을 連續的인 去來市場化 해야 되므로 그 때에는 局部的인 去來를 하게 되는 것이다. 1960年代의 記錄에 依하면 스페셜리스트들의 收入中 55%以上이 單純한 手數料에서 생겼고 그 나머지 約 45%가 自己의 口座去來에서 얻은 것이라고 한다. 如何間 美國證市에서 만의 獨特한 責任을 맡은 이들의 役割은 계속 論議의 對象이 되고 있으며 이러한 스페셜리스트들의 例는 日本 證市에서도 비록 具體的 役割은 多少다르나 흡사한 點을 發見한다.

#### IV. 內部情報의 利用과 問題點

會社의 財務分析 및 證券投資價値를 分析評價할 때에 理想的으로 보던 어느 一定會社의 모든 情報(full informations)가 使用可能해야 하는데 現實적으로 이는 不可能하기 때문에 그 만큼 投資家들에게 提供하는 證券分析結果도 正確性 내지 신빙성이 적어지는 것이다. 勿論 企業體內的 기밀을 보장해 주어야 하는고로 社內의 모든 정보를 公示케 할 수 없으므로 그럴바에는 그러한 內部情報를 仔細히 알고 있는 內部人(Insider)과 그들과 結탁한 모든 投資活動을 견제하고 있다. 1934년에 制定된 證券去來法에 依하여 內部人의 범위를 상당히 擴大하였으며 一定會社의 株式의 10% 以上을 所有하고 있는 이도 이 범주에 넣고 있다. 이는 물론 大株主로서의 영향력을 利用하여 一般이 알지 못하는 정보를 수집하여 自己 投資에 不公平하게 使用할 가능성이 있기 때문이다.

法的으로 內部人으로 規定된 投資家들은 6個月以內의 短期去來利益을 取得할 수 없으며 그런 短期利益은 會社에 反還해야 된다. 內部人은 또한 所有하고 있는 株式를 定期的으로 증권 거래 위원회 (Securities Exchange Commission)에 보고해야 하며 이러한 所有證券中 變動狀況이 있으면 10月以內에 通告하게 되어있다. 이러한 一連의 法的 規定을 一般投資家들의 投資機會를 均等하게 하자는데 그 目的이 있다. 筆者가 最近의 事例를 아는 바로는 다음과 같은 것이 있다. 즉, 1968年 美國의 두 비행기 製造會社가 合併을 하였는데 (McDonnell Aircraft와 Douglas)이 會社들의 株式引受業務等 간밀한 關係를 담당했던 메릴, 린치 (Merrill, Lynch) 증권회사의 어느 幹部가 合併上의 예비 회담 事實을 알게 되어서 非合法的인 方法으로 다른 증권회사의 居間에게 이사

실을 비밀리에 通告하여 一般大衆이 알기 훨씬 전에 大量의 販賣利益을 획득했다. 이 사실은 1971年 正月 거의 二年半後에 S.E.C. 監査員에게 발견되어 그에 依하여 起訴된 것이다. 여기에서 메릴, 린치 社의 幹部는 職責上 內部人으로 規定되므로 그런 사람이 비밀리에 通告하여 얻은 정보로 證券去來를 한 다른 증권회사도 이에 不當한 利益을 取得한 것으로 되어 法的인 제재를 받는 것이다. 이같은 엄격한 法的인 규제가 없다면 一般投資大衆은 不利한 고로 內部情報利用을 制限하는 것이지만 과연 얼마나 效果의으로 이런 活動을 감시하고 또 一般이 진정한 의미의 보호를 받느냐 하는 것은 美國 證市에서도 하나의 영구적인 숙제가 되고 있는 것이다.

## V. 流通去來上の 問題

上述한 바와 같은 恒久的이고 難解한 問題點이외에 證市의 好景氣에서 超來된 問題中 갑자기 增加된 證券去來量을 처리할 준비가 안되었던 美證券業界에서는 요사이 證券證書의 中央貯藏所(Central Depository)를 마련하여 流通去來上の 마비화상태를 克服하려고 하고 있다. 即, 現在 美國 去來法에 依하면 賣買日以後 週末이나 公休日을 除外한 四日以内에 證書를 交換接受케해야 되는데 去來量이 많아져서 미처 준비시설을 갖춰준 증권회사 內部에서 사후처리 문제에 밀리게 되어 60年代末 엽에는 往往 去來所의 一切의 業務를 半日로 줄인 다른가 아예 去來所를 中止시키는 일까지 있어서 投資家들은 勿論 一般企業人들에게도 많은 不便을 주었던 것이다. 이 결과 證券會社의 運營費用은 意外로 높아지고 따라서 非收益的인 要素가 된 것이다.

이러한 소위 말하는 事後處理問題(Back Office Problems)를 해결하기 위하여 設置된 것이 중앙 저장고(Central Depository)로서 이러한 施設을 利用하면 전자계산기의 힘을 입어 證券證書에 있는 登錄番號를 投資家の 구좌에 貸借 邊記錄을 함으로써 證書를 우편이나 기타 速達方法을 通하지 않고 전달하게 된다. 그 뿐만 아니라 60年代에 등장한 證券證書 도난사건도 이러한 시설에 依하여 방지 됨으로 證券業界에 여러面에서 有益한 結果를 가져오게 된다.

## VI. 證券會社 運營上の 問題

60年代末부터 今日에 이르기까지 美國 證券會社들은 一連의 위기에 直面했다. 한편으로는 격증되는 증권 去來量 때문에 고용했던 從業員과 전자계산기가 지금에 와서는 運營費支出을 過多하게 했으며 다른 한편으로는 이러한 結果로 招來된 證券會社의 一連의 赤字運營은 많은 數의 會社를 倒産지경까지 이끌은 것이다. 이러한 징조는 1970年과 이 近來에 와서 더 惡化되었는데 그 이유는 물론 예상했던 證券市場의 好景氣가 持續되지 못하는 데 있는 것이다.

그리하여 美國의 十大證券會社中의 하나였던 굿 바디(Good body) 회사는 결국 世界第一規模인 메릴, 린치 社가 위탁에 의하여 合併했으며 얼마전에는 듀폰, 글로어 포진(du Pont, Gløre Forgin)이라는 三大회사를 Ross Perot이라는 Texas의 電子産業의 富豪가 運營移讓을 맡았다.

이러한 運營上의 諸問題에서 혹시나 投資大衆의 公信力を 상실할까 두려워 1971년에는 한편으로는 投資者보호사무會社를 Trust形式에 依하여 設立했고 또 S.E.C. 當局은 自己資金의 20배까지 引受 및 기타 거래 活動을 하든 證券會社에게 15배까지만 許容케 되었다. 또 증권회사 自體로서는 여러가지 費用節約 方法을 强구中인데 그中 第一 注目할만한 것이 소위 말하는 Back Office 事務의 合併運營인 것이다. 간단히 말하면 證券分析家(Certified Financial Analysts)들의 高率 보수를 피하기 위하여 이들의 서비스를 共同所有한다든가 또는 투자고객들의 去來 및 기타 장부처리를 共同施設에 의하여 수행한다는 것이다.

여기서 지적해 둘 것은 證券會社들의 경쟁에 있어서 가장 重要한 것이 投資家들에 대한 正確하고도 신속한 서비스를 부여하는 것이므로 앞으로 韓國에도 그런 서비스를 제공하는 자격있는 財産分析家 또는 證券分析家들의 훈련과 양성이 기대되고 또 證券去來量이 增加됨에 따라서 一般業務의 自動式化가 時急하다는 것이다. 이와 同時에 財務諸表에 대한 外部公認會計士들의 會計監査에 對한 必要性은 이미 學界 政府 및 實業界 人士들이 지적한 바 있으므로 重言을 피한다.

## VII. 結論—韓美比較 및 展望

高度로 발달된 資本市場이 오늘날의 先進 資本主義國家를 이북하는데 뒷받침을 했다고 한다. 이러한 현상가운데 서도 가장 注目할만한 사실은 발달된 資本市場은 實際上的 株式會社 形態를 可能하게 했다. 다시 말하면 株式會社制度만이 企業活動을 大型化 할 수 있게 마련이 되고 특히 많은 위험을 내포하는 活動(Risky Venture)은 어느 一個人이 全的으로 Risk를 부담키 어려우니 여러 資本家들 사이에 이를 分散시킬 수 있는 것이다. 그 뿐만 아니라 分散된 所有權은 證市가 잘 발달되어야만 企業의 存續을 위협함이 없이 언제든지 양도 할 수 있게 便利를 도모케 된다. 이 後者が 특히 株式會社 組織이 다른 制度下의 企業組織보다 우월한 性格을 나타나게 하는 것이다. 다시 말하면 個人所有의 企業體나 同業形式의 企業體도 때로는 여러 投資家를 參加시켜서 大資本調達을 할 수 있으나 이들 資本家들이 쉽게 參加했다가 다시 쉽게 그만두는 制度上的 뒷받침이 없기 때문에 어느 一參加人의 기권은 即 그 企業體自體의 存續마저 위협하는 것이다.

上述한 바와 같은 事實을 韓國에 적용시켜서 고찰하여 볼 것 같으면 지금 지 實際上的 株式會社가 發展하지를 못하였기 때문에 어느 企業體가 적정규모

의 운영을 위하거나 또는 國際競爭力을 키우기 위한 만큼의 規模로 大型化 하려고 두텁대고 政府機關의 融資나 이를 통한 支拂保證에 依한 外資에 의지하여 왔던 것이다. 이러한 사태에서 財務構造의 惡化내지 企業의 倒産은 必然的인 사실로 나타나게 마련이다. 이제 우리나라의 企業體도 企業公開政策에 依하여 비록 아직은 初期發展 단계에 있으나 企業內部的으로는 財務構造를 忠實化할 기회를 얻었고 外的으로는 國內企業도 경제적 적정규모나 國際競爭에 必要한 規模에까지 發展시킬 기회가 주어진 것이다.

또한 重要的 것은 이번의 企業公開政策은 앞으로는 企業體들이 必要로하는 長期資本을 外國과 같이 證券發行市場을 通하여 調達하도록 하는 것이며 以前과 같이 政府를 通하거나 그의 기관을 통한 特혜용자는 점차 止揚한다는 것을 암시하고 있다. 사실 美國의 例에서 보면 어느 個人이 會社를 始作하려 할 때 個人運營이 可能한 規模에서 自己個人的 資本과 多少의 銀行貸付에 依存하거나 小企業이 數年의 기간을 통해서 착실히 운영되고 그 規模도 多少 커지면 그 以上の 擴張資本에 대해서는 즉시 株式公募에 依하여 조달하려는 것이며 어떤 特惠融資를 政府에서 얻으려고 하지는 않는다. 심지어 어떤 경우에는 어느 發明家가 순전한 아이디어 하나만 가지고 관계당국에 사업계획서등을 提出하고 株式販賣員을 고용하여 家家戶戶를 방문하면서 株式販賣運動을 벌이고 있는 것이다.

正常的인 證券市場의 구실은 이러한데서 發見할 수 있는 것이다. 왜냐하면 創業者의 立場에서 보면 아직 確立이 되지 않은 小企業體에서 利子和 元金支拂이 法的으로 強要되는 社債를 發行하거나 용자를 받았을 경우 豫期치 못한 사태로 인하여 그러한 法的支拂條件을 이행치 못했을 경우에 創業者는 數年間의 勞力과 資本을 남에게 양도하게 되는 현상이 수반된다. 이러한 不安定한 企業體가 株式公募에 依하여 必要한 資本을 획득해야 한다는 것은 너무 나도 사필귀정적인 사실로 나타난다. 早晚間에 政府에서는 지금까지의 지나친 企業體 保護育成策(Spoon feeding)을 止揚하고 또 各企業體들은 계속 長期資本이 필요하게 될 것이므로 企業體 스스로가 企業公開를 願하게 될 것이며 이에 따라 政府에서는 오히려 投資家保護를 위하여 公開를 願하는 企業體들의 資格을 엄격히 分析評價하게 될 것이다.