

STO Research (1) 투자계약증권의 등장

Index

- 01 I. Summary
- 02 II. 유가증권의 개념
- 03 III. 舊『증권거래법』의 목적('08. 3. 21. 시행)
- 03 IV. 舊 증권거래법 비판
- 06 V. 쟁점
- 07 VI. 『자본시장과 금융시장에 관한 법률』('06. 12. 29.) 투자계약증권의 도입
- 08 VII. 『자본시장과 금융시장에 관한 법률』('06. 12. 29.) 제정과정
- 10 VIII. 금융위원회 History
- 11 IX. (부록) 투자계약증권의 질의회신사례 (금융위 → 민간)

I. Summary

- 구 증권거래법상 증권 개념이 “제한적 열거주의” 형태로 규정되어 있어, 자본시장에서 등장하는 신종증권을 규제 아래 두기에는 한계가 있었음.
- 이는 “투자자보호”와 “자본조달의 용이성” 부분이 한계가 있어 증권거래법이 정한 목적과 부합하지 않는다는 비판이 지속됨.
- 문제 개선을 위해 학계나 연구소에서는 미국 증권법에서 제시하는 “부분적 포괄주의” 방식을 국내로 들여올 필요가 있다고 지속적으로 주장하였음.

- 그 결과, 2007년 제정된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자시법)에는, 법이 대상으로 하는 유가증권을 열거 후, 포괄주의 성격을 가진 미국의 투자계약증권 개념을 자시법에 명문화함.
- 하지만, 자시법에 투자계약증권의 포함은 규제당국의 규제범위를 무제한적으로 확대시키는 결과를 낳을 수 있음.
- 규제기관의 해석에 따라 투자계약증권의 적용범위가 일관되지 못할 경우 법적 안정성을 해칠 가능성이 다분히 존재.
 - 특정 케이스를 투자계약증권이라 판단할 경우 비슷한 성격을 가진 다른 양태들에 대해 유권해석 문제가 발생하게 됨.
 - 더 나아가 처분에 상대방이 불복할 경우 행정소송으로 비화될 가능성도 다분하여 사회적 비용을 발생시킬 가능성이 큼. (현 SEC가 직면한 문제)
- 따라서, 법 제정 이후 규제기관이 투자계약증권으로 판단하는 경우는 2021년까지 없음.
 - 조각투자증권과 STO에 관한 판단은 절을 나누어서 수행할 예정.

II. 유가증권의 개념

- 유가증권이란 재산적 가치가 있는 사권(私權)이 유형물 또는 무형물에 화체된 것으로 화체된 권리의 발생 행사 이전 등에 대해 증권을 소지함을 요건으로 삼고 있음. (다수설)
- 유가증권을 규정하는 일반법은 현재 한국법에서는 존재하지 않음. 자본시장법상 열거된 증권은 통상 유가증권을 말함.
- 유가증권에 포함되지 않는 증권: 증거증권 면책증권 등.

III. 舊『증권거래법』의 목적 ('08. 3. 21. 시행)

증권거래법.pdf

- 법률 제1조 (목적)

(수단) 이 법은 유가증권의 발행과 매매, 기타의 거래를 공정하게 하여

1) 유가증권의 **유통을 원활히 하고**

2) **투자자를 보호함**으로써

1) & 2) → 3) **국민경제의 발전에 기여함**을 (목적)으로 한다.

- 법의 합목적성에 따르면, 증권거래법의 목적은 **“증권 유통의 원활화”**와 **“투자자 보호”**임.

IV. 舊 증권거래법 비판

- 한국의 증권거래법은 **“제한적 열거주의”**를 채택하여 신종증권을 포섭하지 못함.
신종증권 유통을 둔화시키고 투자자 보호에 안전하지 못함.
- **舊 증권거래법 상 “제한적 열거주의”란?**
 - 舊 증권거래법의 제한적 열거주의는 (i) 열거유가증권, (ii) 지정유가증권, (iii) 의제유가증권 등으로 구성됨.
 - 적용의 대상이 되는 유가증권의 종류를 법률 제2조 1항에서 구체적으로 나열하고 있으나((i) 열거유가증권)
 - 혹은 열거규정에서 포섭하지 못하는 유가증권을 제2조 1항 9호에서 **“제 1호 내지 제8호의 증권 또는 증서와 유사하거나 이와 관련된 것으로서 대통령령이 정하는 것”**이라는 규정을 통해 신종증권을 시행령 및 시행규칙으로 보완하고((ii) 지정유가증권)
 - 본법 제2조 2항에서 유가증권으로 발행되지 않았으나, 그 성격이 증권거래법에서 규정하는 유가증권의 성격을 가진 비증권화 권리 등을 유가증권으로 의제하여 증권거래법에 규정하는 ((iii) 의제유가증권) 방법으로 유가증권의 범위를 구획하는 것을 말함.

• 법률 제2조 (정의)

① 이 법에서 “유가증권이라 함은 다음 각 호의 1에 해당하는 것”을 말한다.

- 1. 국채증권
- 2. 지방채증권
- ...(중략)...

9. 제1호 내지 제8호의 증권 또는 증서와 유사하거나 이와 관련된 것으로 “대통령령이 정하는 것”

② 제1항 각호의 유가증권에 표시되어야 할 권리는 “그 유가증권이 발행되지 아니한 경우에도 유가증권”으로 본다.

• (Q1) 舊 증권거래법이 신종증권의 유통을 둔화시키는 이유?

- A1) 시행령이나 시행규칙을 통해 보완한다고 하더라도, 반영되기까지는 보통 5~7개월 정도 소요됨. 신종증권의 발행을 위해서는 규제기관의 심사 및 법 시행령의 시행이 요구되므로 입법 이전까지는 해당 종류의 신종증권을 유통할 수 없음.

- 대통령령, 총리령 입법절차 단계별 소요시간

대통령령 단계별 소요시간	
입법과정	소요기간
법령안의 입안	약 30 ~ 60일
관계기관과의 협의	약 10일 이상
사전 영향평가	약 15 ~ 30일
입법예고	약 40 ~ 60일
규제심사	약 15 ~ 20일
법제처 심사	약 20 ~ 30일
차관회의 심의	약 7 ~ 10일
국무회의 심의	약 5일
대통령 재가	약 7 ~ 10일
공포	약 3 ~ 4일

Reference: 대통령령 단계별 소요시간, [입법과정안내 < 정부입법 < 법제업무정보 : 법제처 (moleg.go.kr)]

총리령 단계별 소요시간

입법과정	소요기간
안의 입안	약 30 ~ 60일
관계기관과의 협의	약 10일 이상
사전 영향평가	약 15 ~ 30일
입법예고	약 40 ~ 60일
규제심사	약 15 ~ 20일
법제처 심사	약 20 ~ 30일
공포	약 3 ~ 4일

Reference: 총리령 단계별 소요시간, [입법과정안내 < 정부입법 > 법제업무정보 : 법제처 (moleg.go.kr)]

- (Q2) 舊 증권거래법이 투자자 보호에 해를 끼치는 이유?
 - (A2) 입법이 없는 상태에서 발행된 신종증권은 증권거래법의 적용대상이 되지 아니하므로 증권거래법의 보호를 받을 수 없음.
따라서 관련 투자자들은 법의 보호를 받지 못함.

V. 쟁점

- 관련문헌

- 李哲松. (1990). 證券去來法上 有價證券의 概念, 한국상사법학회, pp. 23-39.
- 한상필. (2001). KIF 금융논단 : 비은행 및 금융시장 : 증권거래법상 유가증권의 개념에 대한 일고찰. 한국금융연구원
- 김병연. (2006). 유가증권의 개념에 있어서 포괄주의 방식의 도입. 인권과 정의, pp. 47-66.

- 포괄주의 vs 열거주의

- **포괄주의**: 법률의 적용요건을 추상적으로 규정함으로써, 요건에 포함되는 대상을 “해석을 통해 확장”하는 방식
- **열거주의**: 법률의 적용 대상을 법에 구체적으로 기술함으로써, 법의 적용 범위를 “구체적으로 제한”하는 방식
- **쟁점**: 규제기관의 개입 가능성
 - 열거주의의 경우에는 규제기관은 열거된 요건에 부합하는지에 대한 여부만 판단하면 되지만, 포괄주의와 같은 방식에서는 규제기관의 적극적인 해석 가능성이 열려있음.
 - 포괄주의를 적용할 경우 규제기관은 판단에 따라 개입여부를 결정할 수 있어

① **Pros**) 자본시장에 참여한 투자자 보호의 관점에서 안전할 수 있지만 (**합목적성 ↑**)

② **Cons**) 규제기관의 해석여하에 따라 법 적용의 여하를 판단할 수 있으므로 법적 안정성이 일부 훼손되는 성격을 갖고 있음. (**예측가능성 ↓**)

열거주의/포괄주의 분류

증권분류방식	제한적 열거주의 (Positive System)	부분적 포괄주의 (Partial Negative System)	포괄주의 (Negative System)
속성	사후적	-	사전적
행정청	구체적	부분적으로 추상적	높은 추상성
합목적성	下	中	上
법적 안정성	上	中	下
법령	한국법 증권거래법 일본법 - 금융상품거래법	한국법 - 자본시장법 미국 증권 (Securities Act of 1933)	미국 상품선물거래법 (Commodity Exchange Act)
행정소송 리스크	下	上	中
예시	금융상품 열거형	Howey Test	"The term commodity means ... all services, rights, and interests in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in."

VI. 『자본시장과 금융시장에 관한 법률』(‘06.12.29.) 투자계약증권의 도입

제안 이유

자본시장 관련 법률이 증권거래법, 선물거래법, 한국증권선물거래소법, 간접투자자산 운용업법, 신탁업법, 종합금융회사에 관한 법률 등 6개 법률로 분산되어 있고, 1) 금융업자가 취급할 수 있는 상품이 열거주의로 한정되어 있으며, 2) 금융업에 대한 제도적 틀이 금융기관 중심으로 짜여져 있고 투자자 보호 장치가 완비되어 있지 아니하여 3) 자본시장의 자금중개 기능 강화 및 금융투자업의 경쟁력 향상에 제약요인으로 작용하고 있음.

이에 따라 증권거래법 등 6개 자본시장 관련 법률을 통합하여 금융 투자상품의 개념을 포괄적으로 규정하고, 금융업에 관한 제도적 틀을 금융기능 중심으로 재편하며, 투자자 보호제도를 강화하는 등 자본시장에 대한 법체계를 획기적으로 개선하는 한편, 자본시장에서의 불공정거래에 대한 규제를 강화하는 등 현행 제도의 운영상 나타난 일부 미비점을 개선, 보완하려는 것임.

Ⅶ. 『자본시장과 금융시장에 관한 법률』(’06. 12. 29.) 제정과정

- (’06. 12. 29.) 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안』 초기 제안 (정부입법)
- (’07. 3. 14.) 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안』 초기 제안 (이종구 등 12인 발의)
- (’07. 6. 18.) 제268회 국회(임시회) 제2차 금융및경제법안등심사소위
 - (공격논변) 심상정 의원
 - 규제시스템을 열거주의 방식에서 포괄주의 방식으로 변경할 경우, 한미 FTA 체결과정에서 미국 자본의 국내유입을 가속화할 수 있고, 이로 인하여 미국 금융기관들이 이득을 보게 된다.
 - (방어논변) 재정경제부장관 권오규
 - 열거주의 방식에서 포괄주의로의 변화는 ’03년부터 학계와 긴밀하게 협조하여, 한국의 금융법제를 선진국형으로 탈바꿈하기 위한 목적에 있다. 관련하여 임시국회에서의 논의 및 2회의 공청회 논의가 있었다.
 - (’07. 4. 12.) 자통법 1차 공청회 자료
 - ※ 금융상품의 정의가 열거형에서 포괄형으로 바뀜에 따라, 금융당국에게 지나친 재량권을 부여하여 금융감독의 범위를 사회적 필요 이상으로 확장할 수 있음. (포괄위임)

 자통법 1차 공청회 자료.pdf

- (p. 16.) 금융상품의 복합화와 다양화는 다양한 법적 위험을 수반하게 되는데 특히 특정상품의 금융투자상품 여부에 대한 불확실성이 발생할 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 이에 대해서는 감독당국 또는 임시적으로 설치된 전문가위원회에서 특정상품의 금융투자상품에의 해당 여부에 대한 적극적 판단기능을 제공할 필요가 있다는 의견이 있다. 매우 적절한 대안으로 판단되지만, 금융투자상품에 대한 사전심사장치로 기능해서는 안 될 것이다.
- (p. 60.) 일부 금융투자상품의 정의는 지나치게 포괄적이어서 자칫 규제의 범위를 비현실적으로 확장할 가능성 있음.

- (p. 63.) 자본시장통합법상 금융투자상품의 정의는 사회통념상 (광의의) 증권업에 속한다고 인정될 수 없는 경제행위까지도 포괄할 정도로 광범위함.
 - 금융투자상품의 정의 중 핵심적인 부분은 “투자성이 있는 계약”인데 투자성이란 “원본손실 가능성”으로 광범위하게 정의되어 있어 원본손실 가능성이 있는 상당수의 경제활동이 금융투자업으로 분류되어 새롭게 규제체계에 편입되는 부작용의 가능성이 큼.
- (p. 64.) 대통령령 등 하위 규범에 의해 이런 문제점을 보완하려는 시도는 자칫 “감독당국에게 지나친 재량권”을 부여하고, 금융감독의 범위를 사회적 필요 이상으로 확장할 가능성이 큼.
 - 투자성이 있는 사회적 계약”의 금융투자상품 해당 여부와 관한 모호성을 대통령령 등 하위규범을 통해 규율하거나 감독당국의 재량적 판단에 위임하는 방법도 상정할 수 있으나,
 - 자본시장통합법에 아무런 판단의 준거를 명기하지 않은 채 하위규범에 그 판단을 전부 위임하는 것은 지나친 포괄위임에 해당할 위험성이 크며
 - 금융감독당국이 감독범위의 확대를 본래적으로 추구하는 상황에서는 사회적 필요 이상으로 금융감독의 범위를 비효율적으로 확대하는 부작용이 우려됨.
- (’07. 4. 16.) 자통법 2차 공청회 자료
 - ※ 금융상품의 정의가 무분별하게 확대됨에 따라 보험업 은행업 등의 업역이 침해될 수 있는 가능성 상당함.

 자통법 2차 공청회 자료.pdf

- (’07. 7. 2.) 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안』(대안) (위원장 제안)
- (’07. 7. 3.) 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안』원안 가결

VIII. 금융위원회 History

- ('98. 4. 1. 시행) 금융감독기구의 설치 등에 관한 법률
 - 개정이유) 분산되어 있는 금융감독기능을 담당할 금융감독위원회 및 금융감독 원의 설립
 - 제1조 목적

이 법은 금융감독위원회와 금융감독원을 설치하여 건전한 신용질서와 공정한 금융거래관행을 확립하고 예금자 및 투자자 등 금융수요자를 보호함으로써 국민경제의 발전에 기여함을 목적으로 한다.
 - 제2조 공정성의 유지

금융감독위원회와 금융감독원은 그 업무를 수행함에 있어 공정성을 유지하고 투명성을 확보하며 금융기관의 자율성을 저해하지 아니하도록 노력하여야 한다.
- ('08. 2. 29. 시행) 금융위원회의 설치 등에 관한 법률
 - 개정이유) 분산되어 있는 금융감독기능을 담당할 금융감독위원회 및 금융감독 원의 설립
 - 제1조 목적

이 법은 금융위원회와 금융감독원을 설치하여 **“금융산업의 선진화와 금융시장의 안정을 도모”**하고 건전한 신용질서와 공정한 금융거래관행을 확립하며 예금자 및 투자자 등 금융수요자를 보호함으로써 국민경제의 발전에 기여함을 목적으로 한다.
 - 제2조 공정성의 유지

금융위원회와 금융감독원은 그 업무를 수행함에 있어 공정성을 유지하고 투명성을 확보하며 금융기관의 자율성을 저해하지 아니하도록 노력하여야 한다.

IX. (부록) 투자계약증권의 질의회신사례 (금융위 → 민간)

- ('06. 12. 29.) 투자계약증권의 성격에 대한 질의

 140015_회신문.hwp

- 자본시장법상 투자계약증권이 적용되는 것은 주로 집합투자적 성격을 가진 계약 가운데 자본시장법에 규정된 집합투자기구를 이용하지 않는 투자구조입니다.
- 다음과 같은 기준을 모두 충족할 시 투자계약증권으로 판별합니다.
 - ① 투자자의 「이익획득 목적」이 있을 것
 - ② 금전 등의 투자가 있을 것
 - ③ 주로 타인이 수행하는 공동사항에 투자할 것
 - ④ 원본까지만 손실발생 가능성이 있을 것
 - ⑤ 지분증권, 채무증권, 집합투자증권 등 정형적인 증권에 해당되지 않는 비정형증권일 것
- ('16. 3. 22.) 문화산업 크라우드펀딩 투자를 위한 전문회사(SPC) 설립 기준 마련
 - 투자계약증권의 발행이 현실적으로 어려운 현재 상황에서 영화제작 등 특정 프로젝트에 대해 크라우드펀딩 투자를 위해서는 전문회사(SPC) 설립이 필수적임.
- 금융위원회 제재절차에 관한 연구 (이혜진, 2015.02, 서울대학교 대학원)

 금융위원회의 제재절차에 관한 연구.pdf