

STO Research (4) Howey Test

Index

- 01 I. History
 - 02 II. Howey Tset 기준
 - 04 III. Howey Test 정립과정
-

I . History

- 본래 1911년 이전 미국의 경우 증권규제법을 따로 제정하지 않았고, 사기금지규정에 의존하였음.
- 하지만 철도회사의 등장 및 주식회사가 급증하면서 민간에서 증권 유통이 활발하게 발생함.
- 최초의 증권규제법 1911년 캔사스 주법 (Blue Sky law)
 - 증권을 등록제로 함.
 - 은행국장의 허가없이 증권을 발행할 수 없음.
 - 증권을 발행한 회사는 반년마다 보고서를 제출
 - 회계장부를 의무적으로 작성
- 캔사스 주법이 제정된 이후에 48개 주에서 관련 주법 제정
- **Problem)** 각 주가 통일된 Blue Sky Law를 운영하지 않고 있어 증권의 유통과정 중 불확실성이 높았음.

- 1929년 대공황의 발생에 따라, 투자자에 대한 정보의 완전제공을 목표로 하는 연방수준의 증권법(The securities Act of 1933)을 제정.
 - Blue Sky Law에서 기증권의 범위를 규율하는 부분 포괄적인 “Investment Contract”를 증권법 내에 도입함.
 - Investment Contract의 핵심은 일반 계약에서 증권법으로 보호해야할 필요가 있는 대상을 식별하기 위한 목적
- 하지만 제정 이후 투자계약증권의 정의에 대한 부분에 다양한 논란이 있었음.

II. Howey Tset 기준

1. 공동사업 (Common enterprise)

- 수평적 공동성
 - 공동사업은 “복수의 투자자의 투자자금이 혼합 관리”되고 손익도 “투자자들간의 비율적으로 귀속될 것”이 요구됨. (단, 투자자가 1인인 경우에는 투자계약이라고 볼 수 없음)
 - ◆ 관련판례
Hirk v. Agri-Research Council (투자자별로 계좌가 구분되어 있고, 투자금도 구분운동되므로 계좌별 수익도 상이)
- 수직적 공동성
 - 복수의 투자자가 없더라도, 투자자가 사업자의 능력과 노력에 의하여만 이익을 얻는 경우 (이 경우는 1인 가능)

2. 금전의 투자 (Invests of money)

- 사전적인 의미의 금전을 의미하는 것이 아닌, 용역이나 현물을 출자할 수 있다.
- 단 금전의 투자는 “자발적”이어야 하며, 따라서, Employee stock ownership plan(주식기준 보상)은 제외

3. 타인의 노력 (Efforts of others)

- (초기) 오로지 사업자나 제3자의 노력에 의하여서만 이익을 얻는 경우
 - expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party

- (현재) 주로 사업자 또는 제3자의 노력에 의해서
 - predominantly, even though not solely, from the efforts of the promoter or a third party

- 투자자의 관여가 사업의 성공에 중요한 요인이 된다면 투자계약에 해당하지 않음(33)

4. 이익의 기대 (Expectation of Profit)

- 투자의 동기가 이익을 얻기 위한 목적임 (단, 여기서 이익을 얻기 위한 목적이라 함에서 이익은 직접적인 보상을 의미함, 예를 들어 주택 저가 매수 옵션을 확보하기 위한 목적에서의 증권 매입은 이익의 기대라고 보지 않음.)

III. Howey Test 정립과정

- SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp (1943) 판례에 따라 초기 투자계약증권에 대한 판례가 나옴
- SEC v. Howey Co., (1946)에 처음 판례에서 투자계약증권의 판단 기준 정립

■ 사실관계

- ◆ Florida 주의 회사인 W. J. Howey Company(이하 “A”)와 howey-in-the Hills Service Inc.(이하 “B”)는 Howey의 “공동 지배”하에 있음.
- ◆ A는 감귤농장단지를 소유하였고 B는 농장단지 사무 종합관리회사였음.
- ◆ A는 해당 소유지를 공중(1인 이상, **공동사업 기준**)에 대하여 대금을 지급하여 분양을 한 뒤(**금전의 투자 기준, 이익의 기대**), 분양한 대상으로 하여금 B의 서비스(**타인의 노력**)를 이용하기를 강요.
→ 투자자들은 Howey Service와 10년간의 해지불가 계약을 체결함.
- ◆ 특수이해관계회사인 A와 B는 농장단지에 대한 전적인 통제권을 갖게되었고, A와 B의 성과에 따라 투자자들이 성과를 획득하는 구조였음.
- ◆ (쟁점) A에게 농지를 분양받은 투자자가 A와 유관회사인 B와의 취소불가 용역계약을 통해 A-B의 성과에 따라 이익이 변동되는 조건인 경우, 이를 투자계약으로 볼 수 있는지 여부

■ 판시사항

- ◆ State v. Gopher Tire & Rubber Co., 146 Minn. 52, 56, 177 N.W. 937, 938. (1920)을 인용

The test of whether there is an "investment contract" under the Securities Act is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others; and, if that test be satisfied, it is immaterial whether the enterprise is speculative or nonspeculative, or whether there is a sale of property with or without intrinsic value. P. [328 U. S. 301.](#)

- ◆ 투자계약증권이 주법원에서 광범위하게 해석되므로 안정성이 침해되는 경향이 있음. 이에 따라 처음으로 Howey Test 기준을 제시함.

where individuals were led to invest money in a common enterprise with the expectation that they would earn a profit solely through the efforts of the promoter or of some one other than themselves.

- 관련판례

- State v. Evans, 154 Minn. 95, 191 N.W. 425;
- Klatt v. Guaranteed Bond Co., 213 Wis. 12, 250 N.W. 825;
- State v. Health, 199 N.C. 135, 153 S.E. 855;
- Prohaska v. Hemmer-Miller Development Co., 256 Ill.App. 331;
- People v. White, 124 Cal. App. 548, 12 P.2d 1078;
- Stevens v. Liberty Packing Corp., 111 N.J.Eq. 61, 161 A. 193.
- Moore v. Stella, [52 Cal. App. 2d 766](#), 127 P.2d 300.