

# STO Research (3)

## 국가별 금융정책/규제기관 비교, Part2: 미국

### Index

- 01 I. Summary
- 02 II. 관련법령
- 02 III. SEC (Securities And Exchange Commission) History
- 03 IV. SEC의 권한 구체화 과정
- 05 V. SEC의 해석권한
- 07 VI. References

### I. Summary

미국은 연방제 국가로 연방-주 간에 독립된 감독기구와 규제기관이 산재해 있다. 특히 미국의 경우에는 점진적으로 체계가 확립되어 온 구조이기 때문에 변천과정과 감독능력의 변천을 정리하기에는 너무 많은 시간을 소모해야할 만큼 분량이 많기에 본 리서치 페이퍼에서는 STO 주요 관련 기관인 SEC의 설립배경 및 SEC의 규제방향에 대해서 논하는 것으로 그 범위를 좁힌다.

글에서 다룰 주제는 “규제기관의 설립”, “규제권한” 등이다. 미국 행정기관이 보유하고 있는 사법 및 입법권의 근거를 정리하고, 이를 통하여 현행 SEC Crypto Market, STO Market에 대해 적극적인 개입이 가능한 이유를 찾아본 뒤, Crypto 시장 참여자들이 SEC가 행하는 규제 결과가 미칠 양상에 대해 이해할 수 있도록 만드는 배경지식을 제공하고자 한다.

이를 근거로 다음 레포트에서는 한국과 미국의 규제 양상의 차이를 설명하고 법체계의 차이를 원인으로 하여 설명하기로 한다.

## II. 관련법령

1. 증권법 (Securities Act of 1933)
2. 증권거래법 (Securities Exchange Act of 1934)
3. 상품거래법 (Commodity Exchange Act of 1936)
4. 행정절차법 (Administrative procedure Act of 1946)

## III. SEC (Securities And Exchange Commission) History

SEC의 설립원인을 제공한 사건은 대공황 사건이다. 1929년 10월 24일은 미국 증시가 파멸적으로 하락한 날로 검은 목요일로 일컬어지는 날이다. 증시의 급락 이후 미국은 대규모 침체 상황을 겪게 된다. 제국주의 말기인 1873년 1차 공황을 지나, 1차 세계대전 과정에서 주전쟁지역이 아니었던 미국은 수출을 주도하며 막대한 경상수지 흑자를 기록하게 되었다. 초과고용 및 풍부한 유동성을 기반으로 민간에서는 저축이 증가하게 된다.

이와 더불어 유한책임에 기반한 주식회사 제도가 본격적으로 정립되고 대규모 자본이 필요한 철도회사와 정유회사 등이 설립되며 대규모 자본이 집중되는 주식회사를 맞이하게 되었다. 민간에서 발생한 소득잉여분인 저축에 대한 대체투자안을 찾는 과정 중 상당 부분이 실물투자에서 자본시장으로 이전되며 자본시장 유동성으로 유입되는 결과를 낳았다.

대량의 자본이 자본시장에 유입되며, 미국의 자본시장에서는 “**집합투자업**”이라는 업종이 확대된다. 집합투자업이라 함은 집합투자업자가 신탁자(일반 투자자)로부터 자산을 신탁받아 신탁자의 재산으로 자산을 투자 운용하는 종류의 업종을 말한다. 초기에는 보험, 연금, 사후(死後)관리 등의 사무를 중점적으로 수행하였으나, 1800년대 후반기에는 對 법인 신탁사무가 증가하였다. 특히 1913년 연방준비법 제11조에 근거, FRB(Federal Reserve Board)가 은행을 대상으로 신탁사무를 수행할 수 있도록 하였으며, 1920년대 들어 중산층 계층이 증가하고 자금을 운용할 필요성이 발생함에 따라 주식시장에 대한 투자신탁 사무가 급증하였고 Common Trust의 등장으로 이어진다.

이와 더불어 발생한 급격한 주가상승에 따라 증가한 투자신탁회사의 자금 운용규모는 1929년 기준 80억달러에 달하게 된다. 하지만 1920년대 발생한 대공황 사건(고점 대비 90% 하락)은 신탁업체들의 대규모 도산으로 이어졌다. 이 과정에서 당시 각 주의 증권규제법(Blue Sky law)이 사기적인 증권판매행위에 대해 투자자 보호의 한계가 있음이 드러났고, 이 과정에서 연방법 상의 투자자보호가 있어야 한다는 주장이 등장하게 된다.

초기 SEC 설립의 제안은 대공황, 투자자보호, 정부책임에 대한 문제를 해결하기 위한 과정에서 드러났다. 후버 대통령기 발생한 대공황의 해결을 위해 프랭클린 루즈벨트 대통령은 행정명령에 기반한 뉴딜정책을 실시한다. 이 과정에서 루즈벨트는 정책적 목적을 위해 연방행정청에 대하여 기능확대 및 심판 권한을 확대시켰고, 행정부의 권한 확대는 입법부의 반발을 일으키게 된다. 루즈벨트 행정부는 몇차례에 걸친 연방대법원과의 갈등이 있었으나 지지율을 기반으로 한 행보로 목적에 강화된 행정부를 정착시키게 된다.

SEC도 이런 맥락 아래서 등장한 정부 기관이다. Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934가 제정되는 과정 중 루즈벨트 행정부의 SEC가 과도한 권한을 확보하는 것을 견제하기 위해 여러 시도들이 있었으나, 후속적으로 연방대법원과 행정부와의 갈등 양상에서 전문행정법원제도(Expert administrative tribunal)와 1946년 행정절차법에 따른 행정법판사 제도가 등장하게 되었다. 후위에 진행된 SEC에 관한 여러 판례들은 SEC가 “준사법적”, “준입법적” 권한을 부여하였고 2008년 금융위기 발생 이후 증권 관련 문제 해결을 위한 의회의 전폭적인 지원으로 현재의 SEC로 이르게 된다.

## IV. SEC의 권한 구체화 과정

### 대표판례 및 법령

- 1) Administrative Procedure Act of 1946
- 2) Myers v. United States, 272 U.S. 52 (1926)
- 3) Humphrey's Executor v. United States, 295 U. S. 602(1935)
- 4) SEC v. Chenery Corp., 332 U.S. 194 (1947)
- 5) Freytag v. Commissioner, 501 U.S. 868 (1991)
- 6) Lucia v. SEC, 138 S. Ct. 2044 (2018)

### 행정기관의 입법 사법 기능 확정

한국의 법체계가 본법, 시행령, 시행규칙 등을 통하여 행정부에 일정부분 위임하고 있는 것과 다르게, 미국의 경우 법률 하위법령이나 입법의 근거를 두고 있지 않다. 이 과정에서 1946년 제정된 행정절차법은 행정부 고유의 행정법령 입법행위를 가능하게 만든 점에서 주요한 차이가 있다.

행정절차법의 근거가 되는 대표 판례는 *Humphrey's Executive v. United States, 295 U. S. (1935)* 판례이다. 루즈벨트가 뉴딜정책을 수행하며 당시 FTC의 위원장이었던 William E. Humphrey에 대해 기업에 대한 강한 통제력을 행사하라는 지시를 내린다. 이 과정 중 Humphrey는 루즈벨트 대통령의 지시에

대해 반발하고, 1933년 10월 루즈벨트 대통령은 Humphrey를 해임하게 된다. Humphrey는 루즈벨트의 해임에 대해 반발하며 해임무효를 주장하였으나 1934년 2월 사망하게 되었고, 그의 가족으로부터 해임이 무효이며 본디 수령하여야 할 급여에 대한 지급 문제와 관련하여 분쟁이 발생하게 된다. 본 사건은 과거 Myers v. United States, 272 U.S. 52 (1926)에서 대통령의 해임권에 상충되는 결정으로 쟁점이 되었다.

Humphrey 판례에서는 Myers 판례를 인용하여, Myers 케이스에서는 입법/사법과 별 건인 우체국장의 해임 건을 다루었다는 점을 근거로 Humphrey의 케이스가 다르다고 설시한다. 연방대법원에서는 우체국장은 행정부 아래의 일개기관일 뿐이며 이와 대조적으로 FTC의 경우 법령에 규정된 **“입법 및 사법기능을 수행할 수 있는 행정기관”**임을 근거로 대통령의 통제 하에 있을 수 없고, 해임이 불가능하다는 판단을 내린다.

그 결과로 규제위원회 기반 행정기관(Federal Trade Commission)이 준입법적, 준사법적 권한을 가질 수 있다는 판단이 되어, 행정절차법상 행정법판사의 가능성을 열었다.

## 행정절차법 제정

위의 판례에 따라 미국 연방행정부의 위원회 기관들의 권한에 대한 논쟁은 루즈벨트 재임기간 동안 지속적으로 논쟁이 되었다. 1946년 미국 연방의회는 행정절차법을 입법함으로써 법제화되었다. 이를 통해 모든 미국의 연방위원회의 행위양식을 재결(Adjudication)/행정입법(Rule-Making)으로 구체화된다.

SEC의 추상적인 수준의 제정권한은 SEC v. Chenery Corp., 332 U.S. 194 (1947)에 의해 구체화되었다. 위 판례는 SEC의 증권거래법 상 사기행위에 대한 규제 중 내부자거래가 미포함되어 있어 재결을 통해 확장한 입법례라고 볼 수 있다.

“Since the Commission, unlike a court, does have the ability to make new law prospectively through the exercise of its rule-making powers, it has less reason to rely upon ad hoc adjudication to formulate new standards of conduct within the framework of the Holding Company Act” (SEC v. Chenery Corp., p.1580.)

## 행정법판사의 합헌성 문제

비록 행정절차법상 행정법판사가 규정되었음에도 불구하고, 판사라는 지위가 미국 헌법상 판사에 준하는 자인지 아니면 연방행정기구의 피고용인지에 대한 논란은 지속되었다. 그 결과 Lucia v. SEC 판결이 형성된다. 본 판례는 증권투자자인 Raymond Lucia 간에 벌어진 사기행위금지조항 위반 재결 건에 대한 상소내용이다.

본 판례의 쟁점은 SEC에서 임명한 행정법판사의 지위에 대한 것으로, 행정법판사는 Fyetaq v. Commissioner 판결에 근거 행정법판사가 연방헌법상 공무원에 해당하여야 함에도 불구하고, SEC의 행정법판사는 단순 피고용인이므로 연방헌법상 행정법판사의 임명은 공무원 임명규정에 어긋난 방식으로 임명되었다는 것이다. 이를 근거 Lucia는 행정법판사가 내린 재결의 내용은 효력 없음을 주장하였다. 연방대법원은 이에 대해 Lucia의 주장을 인용하며 연방헌법에 따른 임명절차를 거친 행정법판사를 새롭게 임용하여 Lucia 사건을 재심사하라는 취지로 SEC로 환송한다.

이에 대해 트럼프 행정부는 집행명령(“Excepting Administrative Law Judges from the Competitive Serv” Order No. 13,843)을 발동하여, 행정법판사에 대해 공무원 임용규정 중 하나인 경쟁적 임용요건을 면제하고 규제위원회 장들의 재량을 통하여 임명가능한 방법을 열음으로써 행정법판사의 지위는 고위 공무원으로 확정되게 된다.

## V. SEC의 해석권한

### 대표판례 및 법령

- 1) Skidmore v. Swift & Co., 323 U.S. 134 (1944)
- 2) Chevron U.S.A., Inc. v. NRDC, 467 U.S. 837 (1984)
- 3) Auer v. Robbins, 519. U.S. 452 (1997)
- 4) Kirsor v. Wilkie, 588. U. S. (2019)

SEC에 준입법권한이 일정 부분 위임되었다고 하더라도 입법의 범위가 무제한적으로 확대될 경우 법의 이념인 법적 안정성을 해쳐 예견 가능성이라는 가치를 해칠 수 있다. 기존의 경우 “**명료성원칙(Intelligible Principle)**”이 제안됨으로 이를 해결할 수 있는 것으로 판단하였으나, 행정업무의 증가에 따라 명료성원칙은 초기의 제언만큼 잘 지켜지지 않는 문제가 있었다.

해당 문제는 Chevron(1984)의 판례에서 세브론 판결이라는 이름 하에 행정기관의 입법권 내용이 확정되게 된다. 세브론 판결의 내용은 연방대법원은 행정기관의 규제법규 해석에 대해 존중하여야 한다는

것이다. 이는 법률상 모호한 해석이 있을 경우 더욱 전문성 있는 규제위원회를 중심으로 한 판단이 더욱 현실에 적합하고, 사후적인 문제가 발생했을 때 당 행정부가 정치책임을 부담함으로써 그 균형을 성립할 수 있다는 내용이다. 위 원칙에 근거하여, SEC의 행정법판사에 의한 재결 및 판단은 MQD(Major Question Doctrine)에 따라 판단되어 연방항소법원에서 존중받아왔다.

1984년 이후 형성된 세브론 판결은 후속적으로 단계적 검증 프로세스로 변화한다. 검증 프로세스는 총 3단계로 다음과 같다.

**세브론 스텝0)** 규칙제정절차의 형식을 취하고 있는지 여부.

→ 적용여부 심사로, 세브론 원칙의 묵시적 위임범위를 정하는 역할을 함.

**세브론 스텝1)** 의회의 법 제정과정에서 쟁점이 되는 문제에 대해 언급이 있어, 법해석에서 이미 명확한지 여부.

→ 해당 단계에서 형식성을 갖추고 있지 못하다고 할 경우, 세브론 원칙 이전의 Skidmore판결에 의한 존중 적용. (행정기관은 무조건적인 존중을 받지 아니하고, 주장에 대한 합리성을 증명하여야 함.)

**세브론 스텝2)** 스텝1 단계에서 별도의 언급이 없을 경우, 행정기관의 해석이 허용가능한 해석인지 여부.

다만, 최근 *Kisor v. Wilkie* 판결의 내용에 따르면 행정법판사의 재결 사항이 무조건적인 존중을 받을 수 없는 방향으로 바뀌고 있고, 판단에 대한 도전을 받고 있다는 사실을 확인할 수 있다.

## VI. References

- [1] Joel Seligman, (1982). *The Transformation of wall Street – A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. Boston.
- [2] E. P. R. (1940). *Regulation of Investment Companies*. *University of Pennsylvania Law Review and American Law Register*, 88(5), 584-611
- [3] 심인숙. (2019). 가상통화 관련 파생상품거래 등에 대한 미국 연방 상품거래법상 쟁점에 관한 고찰-연방상품규제당국(CFTC)의 접근방법을 중심으로-. *중앙법학*, 21(4), 127-192.
- [4] 김자봉. (2019). 미국 SEC의 증권규제 권한 범위에 관한 연구 - Lucia v. SEC 판례에서 행정법판사(Administrative Law Judge)의 헌법상 지위에 대한 논쟁을 중심으로 -. *증권법연구*, 20(1), 105-150.
- [5] 정하명. (2019). 행정법판사의 지위에 관한 미국연방대법원의 최근 판결례. *법학논고*, 67, 99-120.
- [5] 정하명. (2022). 미국 행정법판사(Administrative Law Judge)와 공직자 임명조항에 관한 연방대법원의 최근 판결례 -Carr v. Saul. *법학논고*, 77, 25-44.