

현안분석 2008-

비교법제 연구 08-09

자본시장통합법상 증권규제와 집합투자규제에 관한 비교법적 연구

이준호 · 박찬호



한국법제연구원
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

자본시장통합법상 증권규제와 집합투자규제에 관한 비교법적 연구

The Comparative Legal Research on the
Regulation of Security and Collective
Investment in Capital Market and Financial
Investment Service Act

연구자 : 이준호(부연구위원)
Lee, Joon-Ho
박찬호(부연구위원)
Park, Chan-Ho

2008. 11. 28.

국문 요약

2009년 2월에 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』의 시행이 예정되어 있다. 동법률은 기존에 운영되었던 자본시장에 대한 규율에 있어서 일대 변화를 시도하고 있다. 현재까지 우리나라에서는 증권·금융기관에 대한 기관별 규제가 이루어지고 있었다. 그리고 각 기관 내에서 증권·금융관련 업무의 겸영이 허용되지 않았다. 그러나 국제금융시장의 변화와 이에 대한 경쟁력을 확보하기 위해서는 현행 체제가 부족하다는 판단 하에 증권·금융관련 업무의 겸영을 허용함으로써, 증권·금융기관의 경쟁력 확보와 금융산업의 발전을 도모하려 하였다. 그리고 이와 동시에 자본시장의 건전성 증진을 위하여 투자자 보호와 규제의 실효성을 제고시키기 위한 제도적 장치의 보완이 이루어지도록 하였다. 이러한 일련의 목표를 달성하기 위하여 증권·금융관련 법령의 통합을 시도하면서, 기능별 규제로의 전환된 규제환경을 조성하기 위한 입법적 시도가 바로 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』의 제정이라고 할 것이다. 동법률은 미국과 영국 그리고 호주 등 금융규제에 관한 선진모델을 대상으로 하여, 국제적 경향에 부합하는 시스템을 구축하였다. 특히 집합투자제도에 관하여는 영국의 Collective Investment Scheme을 도입하였고, 증권규제에 있어서 포괄적 증권개념으로 규제하는 미국의 제도를 도입하였다.

영국은 2000년 『금융서비스와 시장에 관한 법(Financial Service and Market Act)』을 제정하여 통합규제체계를 정립하였다. 이 법은 은행업과 보험업까지 포괄하는 시스템을 가지고 있으며, 특징적인 면으로서 제정법을 기초로 한 Handbook과 Sourcebook을 제정함으로써 풍부한 가이드라인을 가지고 있다는 점을 들 수 있다. 이러한 가이드라인은 규제당국과 실무계에 있어서 탄력적인 규제와 예측가능성있는 실무운영을 가능하게 한다는 장점이 있다. 또한 영국은 세계적으로 모범이 된

Unit Trust라는 집합투자기구와 발전된 형태로서의 개방형 투자회사를 인정함으로써 활성화된 집합투자제도의 운영과 규제를 수행하고 있다.

미국의 경우는 기관별 규제외 틀 안에서 Gramm-Leach-Bliley Act와 같은 법령을 통하여 기능별·포괄적 규제 및 산업간 겸영을 가능하게 함으로써, 독자적인 증권·금융제도를 운영하고 있다. 미국의 경우는 영국과 같이 통합된 단일법 체계에서 시스템을 작동시키지 않는 대신에, 증권법과 투자회사법 그리고 Gramm-Leach-Bliley Act 등과 같은 관련법 간의 상호·교차적인 적용과 해석을 통하여 제도를 운영하는 시스템이다. 여기에 법원의 적극적인 사법판단과 기준제시가 추가됨으로써 영국과 같이 포괄적인 체제 내에서 탄력적인 규제와 제도운영이 가능하게 된다. 우리나라에 새롭게 도입된 미국의 포괄적 증권개념도 이러한 배경에서 탄생하게 되었다. 이른바 Howey기준이라는 미국 판례법상 해석기준에 의하여 증권개념을 해석함으로써, 다양한 형태의 경제적 실체가 증권개념에 포섭된다. 우리나라가 새롭게 도입한 포괄적 증권개념은 미국의 해석기준에 의한 증권개념을 국내법으로 수용한 것으로, 기존의 유가증권개념에 큰 변화가 있게 되었다.

이러한 외국의 모델을 수용하여 시행이 예정되어 있는 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』은 제정 이후부터 현재에 이르기까지 많은 논란과 문제점에 대한 개선방안들이 제시되고 있다. 특히 기존의 체계를 완전히 전환시키는 입법에 대하여 규제당국과 실무계의 대응이 적절하게 이루어질지에 관해서는 많은 우려가 있다. 따라서 기능별 규제로의 전환과 포괄적 규제체계의 운영 그리고 투자자 보호장치의 구비 등과 같은, 동법이 제정당시에 추구했던 취지와 목적이 달성될 수 있도록 제도적 뒷받침이 수반되어야 할 것이다.

※ 키워드 : 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 집합투자, 포괄적 증권개념, 기능별 규제, Howey 기준, 증권금융규제

Abstract

Next year, “Capital Market and Financial Investment Service Act” will be enacted. This Act will alter the regulatory system of the capital market remarkably. As of now, Korea have the regulatory system of each type of the financial institution. The financial institution must not be allowed to combine the management of another business. Because of a variety of the trend of the international financial market and the necessity for the competitiveness of the domestic financial market, Korea can't help allowing financial institution to combine the management of another business. At the same time, institutional reform is needed to achieve the soundness of the financial market and the investor protection. Therefore, the meaning of the “Capital Market and Financial Investment Service Act” is, by unifying the relevant acts, the environmental configuration of the functional regulation. This Act transplanted the financial regulatory model of the U.K. and the U.S. Especially, in the system of this Act, the collective investment scheme is derived from the U.K. and the comprehensive concept of the stock is derived from the U.S. In 2000, the U.K. enacted “Financial Service and Market Act 2000” and established the unified regulation system. This Act covered not only the sector of security and investment, but also that of banking and insurance. And, the important character of this Act has the extensive Handbook and Sourcebook. Handbook and Sourcebook have the detailed guidelines. This guidelines make the regulation authority, investment manager and investor manage effectively. Then, in the U.S., by Gramm-Leach-Bliley Act, it was possible to make the functional regulations and combine the management of another business. The U.S. regulates the financial market interactively

by Gramm-Leach-Bliley Act, securities law and investment company act. In addition to that, the courts have played a important role to provide the principle that is made by the positive judgment. So called, the comprehensive concept of the stock, the Howey test is created by the court. The Howey test is the interpretation principle on the comprehensive concept of the stock, which is transplanted into “Capital Market and Financial Investment Service Act”. This Act have had the many problems and debates from the legislation to the enactment. And The improvement proposals have been made. To accomplish the purpose that is the functional regulation and investor protection, the enactment of this Act must be accompanied by the institutional supports essentially.

※ Key words : Capital Market and Financial Investment Service Act, Collective Investment, Comprehensive concept of a Stock, Functional Regulation, Howey Test, Regulation of the Security and Finance.

목 차

국문요약	3
Abstract	5
제 1 장 서 론	11
제 1 절 연구의 목적	11
제 2 절 연구의 범위	13
제 2 장 집합투자 및 증권 규제 일반론	17
제 1 절 증권·금융규제의 개관	17
I. 증권·금융규제의 의의	17
II. 증권·금융규제의 유형	18
III. 증권·금융규제의 목적	20
IV. 증권·금융규제의 수단	20
제 2 절 집합투자제도의 개관	25
I. 집합투자제도 개관	25
II. 집합증권투자제도의 구조적 문제점	31
III. 집합투자제도 규제목적과 방법	34
제 3 장 영국의 집합투자 및 증권 규제	39
제 1 절 증권·금융법제의 배경	39
I. 개 관	39
II. FSMA 제정과정	41

제 2 절 금융서비스 및 시장법의 내용과 집합투자 규제	43
I. 개 관	43
II. 증권·금융 감독의 목적	50
III. FSMA의 적용범위	52
IV. 규제의 수단	56
V. 업무행위 규제	63
VI. 이해상충 문제의 해결에 관한 제도	72
VII. 집합투자기구의 형태	77
VIII. 집합투자기구의 지배구조	79
제 4 장 미국의 집합투자 및 증권 규제	83
제 1 절 증권·금융 규제의 개관	83
I. 규정·기준 제정	83
II. 인·허가에 의한 규제	85
III. 건전성 규제	87
IV. 업무행위 규제	94
제 2 절 집합투자에 대한 규제 법규	103
I. 법규의 정비 현황	103
II. 집합투자규제에 관한 법체계	105
III. 투자회사법에 의한 규제	106
IV. 투자기금의 조직형식	112
V. 투자회사의 지배구조	114
제 3 절 증권규제상 투자계약증권	118
I. 증권규제상 증권의 개념과 특색	118
II. 투자계약과 Howey기준	120

제 5 장 우리나라 자본시장통합법에 의한 증권·집합투자 규제	131
제 1 절 집합투자제도에 대한 규제	131
I. 집합투자제도에 관한 규정	131
II. 집합투자에 대한 자본시장통합법상의 변화	134
III. 집합투자제도 규정의 평가	137
제 2 절 증권 개념의 변화	141
I. 자본시장통합법 이전의 증권개념	141
II. 자본시장통합법 이후의 증권개념	142
IV. 분석 및 평가	144
제 3 절 이해상충방지를 위한 방안	145
I. 이해상충 방지를 위한 규제 방식	145
II. 이해상충방지에 관한 구체적 내용	149
제 4 절 증권 및 집합투자 규제에 관한 개선 논의	153
I. 집합투자 규제에 관한 제문제	153
II. 집합투자와 투자계약증권	161
제 6 장 결 론	167
참 고 문 헌	171

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

금융투자상품에 대한 포괄주의 개념 도입과 금융투자업간 사내 겸영 허용을 골자로 하는 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』(이하 “자본시장통합법”)이 국회에서 통과됨으로써 우리나라도 미국, 영국, 호주 등 선진외국과 같이 대형투자은행이 탄생할 수 있는 법적·제도적 장치가 마련되었다. 자본시장통합법은 규제체계와 관련하여 기존의 규제체계를 전면적으로 개편하는 것으로서 자본시장과 관련한 대변혁을 불러일으킬 수 있는 일대사건이라 아니할 수 없다. 특히, 금융투자상품의 정의를 종래 증권거래법에서 한정적으로 열거하는 방식에서 벗어나 금융투자상품을 투자성, 즉 원본손실가능성을 기준으로 경제적 실질에 따라 기능적으로 정의함으로써 전통적 예금·보험상품을 제외한 모든 투자상품을 그 규제대상으로 포섭하고 있다.

이러한 금융투자상품과 관련한 포괄주의 도입과 관련하여 그 정점에는 투자계약증권이 있다. 즉, 자본시장통합법은 금융투자상품을 현행 증권거래법상 증권의 정의와는 달리 증권과 파생상품으로 구분하고 증권의 하나로 투자계약증권을 정의하고 있다. 특이한 것은 다른 증권의 정의와는 달리 투자계약증권은 이에 해당하는 것을 예시적으로 열거하지 않고 단순히 경제적 실질에 따라 기능적으로 규정함으로써 동 요건을 충족하는 모든 것이 투자계약증권에 해당하도록 하는 방식으로 규정하고 있다. 이렇게 투자계약증권의 개념이 도입됨으로써 한편으로는 금융투자업자가 취급할 수 있는 금융투자상품의 범위가 대폭 확대되는 측면이 있는 반면에, 다른 한편으로 기존에 법상 규제를 받지 않던 많은 것들이 투자계약증권에 해당하여 이를 발행, 매매, 인수, 투자권유하는 자 등이 금융투자업자 또는 발행인으로 규

제를 받게 됨으로써 자본시장통합법상 규제대상범위가 대폭 확대되는 측면도 있다.

한편 자본시장통합법은 집합투자자와 집합투자기구의 개념도 새롭게 정의하고 있다. 즉, 자본시장통합법은 집합투자를 “2인 이상에게 투자 권유를 하여 모은 금전 등 또는 『국가재정법』 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리주체에게 배분하여 귀속시키는 것”으로 정의하는 한편, 집합투자기구를 집합투자를 수행하기 위한 기구로서 일정한 법적 형태를 취하고 있는 것으로 집합투자자와 구분하여 따로 정의하고 있다.

문제는 자본시장통합법이 규정하고 있는 투자계약증권과 집합투자의 개념이나 구성요건이 사실상 거의 동일하다는 것이다. 이에 따라 그동안 사적 자치에 맡겨졌던 시장에서의 많은 거래관계가 법의 의도와는 상관없이 증권규제와 집합투자규제를 받게 될 가능성이 매우 커졌다는 것이다. 나아가 양자 간의 관계나 법적용과 관련해서도 여러 가지 복잡한 법적 문제를 야기할 가능성이 매우 높아졌다. 이에 따라 자본시장통합법 입법시 참고로 하였던 미국과 영국의 투자계약증권 및 집합투자관련 법과 제도를 충분히 살펴볼 필요가 있다.

영국과 미국의 규제를 연구대상으로 이유는 두 나라의 규제가 모범 기준으로 서의 역할을 수행하기 때문이다. 집합투자는 기본적으로 자본시장을 전제로 하는 집합투자의 역사는 자본시장이 금융순환의 중심축 역할을 하여 온 영국과 미국에서 전개되어 왔다. 영국과 미국의 규제는 오랜 기간에 걸쳐서 진화를 거듭해 와서 20세기 중반에 형성되었다. 이후 반세기의 시간을 거치면서 제도 및 규제 모두가 안정성을 획득하면서, 이를 유지해왔다는 점에 있어서 미국과 영국의 집합투자제도는 연구의 대상으로 가치를 가지게 된다. 두 번째 이유는 집

합투자에 대한 국제규범이 특별하게 존재하고 있지 않다는 점이다. 은행규제에 있어서는 BIS 규범과 같은 수준의 국제규범을 찾아보기가 쉽지 않다. IOSCO(International Organization of Securities Commission)에서 출간한 “집합투자기구 규제원칙” 등이 있으나, IOSCO의 원칙은 참고자료의 성격이 강하고, 국제규범으로서의 기준을 제시하는 것이 아니어서, 아직까지는 역사적 배경을 갖고 있는 영국과 미국의 규제원칙들이 기본적인 준거의 대상이 될 수 있다고 할 것이다.¹⁾

흔히, 우리나라 자본시장통합법의 모델이 호주식 모델이라고 평가되고 있다. 호주식 모델이 우리나라의 자본시장통합법과 유사한 형태의 통합법령을 가지고 있는데, 일반적으로 미국식에서 영국식으로 변화해가는 과정이라고 평가한다. 따라서 법령이 분리되어서 증권·금융을 규제하는 미국식에서, 통합된 단일 법령으로 규율하는 영국식 모델은 국내 법령체정과 개정에 있어서 하나의 중요한 시금석이 될 수 있다.

따라서 본 연구는 영국과 미국의 증권·금융 규제의 형태를 비교법적으로 연구함으로써, 국내 자본시장통합법의 시행을 앞두고 향후 개선될 과제와 올바른 제도운영의 방향을 설정할 수 있도록 하는 것을 목적으로 한다.

제 2 절 연구의 범위

앞에서 언급한 바와 같이 미국은 분리된 법령에 의하여 증권·금융을 규율하고, 영국은 통합된 법령체계에서 증권·금융을 규율하고 있다. 이를 면밀히 살펴보면, 상당한 범위와 방대한 법령체계의 구성이라는 점을 알 수 있다. 따라서 본 연구는 그 제한점을 전제로 하여, 망라적인 연구보다는 우리나라 자본시장통합법의 특징적인 면에 시사점을 제공할 수 있는 영국과 미국의 제도에 관하여만 살펴 볼 것이다.

1) 신인석, 집합증권투자 규제 연구 - 비교법 및 경제학적 접근, 한국개발연구원 (2002.12), 28~29면.

즉, 우리나라 자본시장통합법의 가장 큰 특징 중의 하나는 과거 기관별 규제에 이루어졌던 규제체계를 통합된 법령체계 내에서 기능별 규제를 시도하고 있다는 점이다. 이러한 배경에 의하여 집합투자규제에 관한 제도적 변화가 발생하게 되었다. 기관별로 이루어졌던 규제에 의하여 별도 법령에 의한 규제가 과거에 이루어졌지만, 자본시장통합법에 의하여 집합투자제도의 규제도 변화를 겪게 되었다. 따라서 이러한 변화의 모델은 영국식 모델이었으며, 이러한 이유로 집합투자규제에 관하여는 영국에서의 통합금융법체계 내에서 이루어지는 제도 운영을 중심으로 파악하도록 할 것이다.

또 하나의 특징은 기존 우리나라에서 수용되었던 증권개념이 미국식 개념을 일대 전환을 이룬 점이다. 증권규제에 있어서 개념의 중심이었던 유가증권의 개념이 미국 판례법상 이루어진 포괄적 개념에 의하여 형성된 증권 개념이 자본시장통합법의 제정에 의하여 수용되었다. 따라서 증권규제에 관하여는 이번에 도입된 포괄적인 미국식 증권개념을 중심으로 하여 살펴보도록 할 것이다.

제2장에서는 영국과 미국에 관한 내용을 살펴보기 전에, 증권·금융에 관한 일반적인 규제사안에 대하여 검토한다. 증권·금융 규제의 유형과 목적 등에 관하여 살펴보고, 별도로 집합투자규제에 관한 일반론적인 내용을 검토한다.

제3장에서는 영국에 있어서의 증권·금융 규제에 관한 내용을 검토한다. 후술할 내용이지만, 증권·금융에 관한 일반론적인 내용은 집합투자 뿐만 아니라, 증권과 금융 그리고 보험에 이르기 까지 공통적으로 적용되어지는 내용으로서, 이러한 검토는 전반적인 내용을 살펴보는 의미 이외에 집합투자와 증권에 관한 규제내용의 중심적인 내용을 파악하는 것이라 할 것이다. 특히 영국의 「금융서비스와 시장에 관한 법률(Financial Service and Market Act, FSMA)」을 중심으로서, 개괄적인 영국의 증권·금융 규제에 관하여 검토한다. 그리고 별도로 우리

나라에 시사점을 제공할 수 있는 집합투자제도에 관하여 살펴본다.

제4장에서는 영국에 이어서, 미국에 있어서의 증권·금융에 관한 규제내용을 살펴본다. 미국의 증권·금융 규제에 관한 일반론을 살펴본 후, 영국과 다른 체계를 갖고 있는 집합투자규제에 대해서 검토한다. 그리고 우리나라 자본시장통합법의 내용으로 도입된 미국의 포괄적인 증권개념에 대해서 Howey기준을 중심으로 검토한다.

제5장에서는 2009년 2월부터 시행예정인 우리나라 자본시장통합법의 내용 중에서 집합투자제도와 포괄적 증권개념을 중심으로 살펴본다. 영국과 미국의 내용이 국내에 도입된 내용과 의의 그리고 향후 개선될 문제점 등에 관하여 검토한다. 그리고 집합투자제도와 새로운 증권개념에 의한 규제의 입장에서, 자본시장통합법에서 구현되고 있는 이해상충을 방지함으로써 수행되어지는 규제에 관하여 추가적으로 검토한다.

제 2 장 집합투자 및 증권 규제 일반론

제 1 절 증권·금융규제의 개관

I. 증권·금융규제의 의의

금융규제(financial regulation)란 금융시스템의 완전성을 도모하기 위하여 금융기관에게 어떠한 요구, 제한 및 지침을 준수하도록 하는 법규 또는 감독의 형식이라 할 수 있고,²⁾ 정부기관과 공적기구 등 금융규제기관에 의하여 마련된다.³⁾ 금융기관 행위기준의 설정은 금융행위에 대해 부과된 규칙이며, 금융기관이 할 수 없는 일과 일정한 조건 아래 할 수 있는 일을 규정하는 법률 및 규정의 체계로 이루어진다. 우리나라와 일본은 한정적 열거방식을 취하고 있으며 금융기관은 법에 규정되거나 감독기관이 인·허가한 업무만 할 수 있도록 하여, 경제성장을 위하여 금융업무를 통제하였었다. 그런데 이러한 규제방식은 2009년 2월부터 시행되는 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』(이하, 자본시장통합법)의 시행에 의하여 상당한 변화가 이루어지게 된다. 즉 기존의 열거주의에 의한 입법형식에서 포괄주의 개념의 도입을 통하여 새로운 증권·금융에 대한 규제기법의 시도가 이루어진다고 볼 수 있다. 그러나 어떠한 입법형식에 의하더라도, 금융규제는 어떤 구체적인 개념의 공익을 실현한다기보다는 오히려 공통적이면서 공식적으로 규정된 합의사항인 추상적인 법규를 실현하는 것이라는 점은 변화가 없다고 할 것이다.⁴⁾

2) 강병호, 우리나라 금융감독 및 자율규제체계에 관한 연구, 규제연구 제14권 제1호, 한국경제연구원 (2005), 181면.

3) 규제에 관하여 법적인 측면에서 고려하면 행정기관이 행정목적과 행정권한 및 행정환경 등에 관한 성문법을 해석하는 규칙으로서 설명할 수 있고, 행정행위의 측면에서는 규제기관이 달성해야 할 목적을 효과적으로 추구하기 위해 민간 경제주체인 개인, 기업, 단체의 특정활동이나 행위를 제한·금지·지시하거나 지도·변경·보호·지원·조장하는 행정작용이라고 설명할 수 있다.

II. 증권·금융규제의 유형

금융규제는 규제목적에 따라 시스템리스크 방지, 소비자보호, 효율성 제고, 기타 사회적 목적으로 구분할 수 있다.⁴⁾ 소비자 보호, 효율성 제고, 기타 사회적 목적을 위한 규제는 본질적으로 금융업이 아닌 다른 업종에 적용한다고 하더라도 그 논리적 타당성을 인정받을 수 있어야 한다. 다른 업종에는 적용하기 어려운 금융규제가 금융업에 특유한 시스템리스크를 방지하기 위한 경우 정당성을 인정받을 수 있다. 그리고 금융규제는 실행주체에 따라 자율규제(self regulation)와 법적규제 내지 공적규제(public regulation)로 구분할 수 있다. 자율규제는 자율규제기구의 감시기능과 같이 시장참가자들이 스스로 행동규율을 정하고 이를 이행하기 위해 상호 감시하는 것이고, 법적규제는 감독기관이 법적 강제력을 근거로 금융기관을 규율하는 것이다. 법적규제는 금융정책과 관련하여 거시경제적 규제, 금융구조규제, 건전성규제, 보호적 규제 등으로 구분할 수 있다. 규제대상에 대한 접근방법에 따라 금융규제는 기관규제(institutional regulation)와 기능규제(functional regulation)로 구분할 수 있다. 기관규제란 독일 등 유럽대륙국과 같이 금융기관의 업무, 금융상품, 서비스에 관계없이 금융기관의 형태에 맞추어 규제를 하는 것이다. 반면 영국과 같이 금융기관의 업무기능에 따라 규제를 하는 것이 기능규제이다. 한편, 금융규제의 자율성 정도의 측정방법으로서 IMF는 금융규제를 경제적 규제, 건전성 규제 및 정보규제로 구분한다. 경제적 규제는 가격·수익·진입·퇴출 등에 관한 통제이고, 건전성 규제는 금융상품의 종류 또는 조성과정에 대한 통제이며, 정보규제는 금융수요자 및 규제자에게 제공되는 정보에 관한 규율사항이

4) 법제처, 영국과 미국의 금융서비스 및 시장관련 법제 연구, 법제처 세계법제정보센터 (2007), 11-17면

5) 최병선, 정부규제론, 법문사 (1992), 8면.

다. 금융감독위원회는 IMF의 구분에 따라 금융규제를 관리한다.⁶⁾ 우리나라의 자본시장 통합법상의 규제는 과거 기관별 규제에서 기능별 규제로의 전환이라고 평가된다. 따라서 다음 도표는 우리나라 자본시장 통합법상 규제방식의 전환을 나타낸 것으로서 기관별 규제와 기능별 규제의 차이점을 설명하는데 용이하다고 할 것이다.

※ 통합 전 규제형식

증권 거래법	선물 거래법	자산 운용업법	신탁업법	종금업법	기타 법률
업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위규제
자본시장 규제 -발행유통공시 -불공정거래규 제	선물시장 규제 -매매규제 -불공정행위규 제	간접투자기구 -유형 -구조			-실체가 있는 투자회사 -간접투자기구

□□

※ 통합 후 규제형식

금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)						
	매매업	중개업	자산운용업	투자일임업	투자자문업	자산보관관리업
진입규제	자기자본 요건, 인적·물적 설비요건, 주요출자자 요건 등					
건전성 규제	자기자본비율 규제, 이해관계자와의 거래규제 등					
영업행위 규제	공통 규제(설명 의무, 적합성의 원칙, 투자광고 규제등) 및 금융투자업별 고유 규제					
기타 규제	증권 거래 규제 -발행·유통공시 -불공정거래규제	증권선물거래소 편 -조직 -시장개설 등			간접투자기구 특례 -유형 -구조, 단종 투자회사 등	

재정경제부, 자본시장에 관한 법률 제정방안, 기자단 세미나 자료 참조

6) 최동준, 금융감독체계에 관한 연구, 고려대학교 박사학위 논문 (2007), 18~19면.

Ⅲ. 증권·금융규제의 목적

일반적으로 우리나라의 금융규제 목적에 관하여 설명할 때에 건전한 신용질서의 유지, 공정한 금융거래관행의 확립, 금융수요자 보호 및 국민경제의 발전 등을 목적으로 하고 있다고 설명할 수 있다. 다만, 외국 금융규제기관의 규제목적은 우리나라와 약간의 차이가 나타나는 것으로 설명되기도 한다. 미국 FRB의 규제목적은 은행 및 금융시스템의 안전성 및 건전성 확보, 소비자 권익보호, 금융시스템의 안정성 유지 및 금융시장에서 발생할 수 있는 시스템리스크의 예방에 있고, 영국 FSA의 규제목적은 금융시스템에 대한 신뢰성 유지, 금융시스템에 대한 국민들의 이해도 제고, 금융소비자에 대한 적절한 보호, 금융범죄의 발생 억제에 있다고 설명할 수 있다.⁷⁾ 독일 Bafin(독일 연방금융감독청)은 금융시스템의 기능 확보, 금융기관 지급능력의 보장, 고객 및 투자자 보호를, 일본 금융청은 금융시스템의 안정, 예금자·보험계약자·투자자 보호, 금융시장의 원활한 가동, 건전한 국가경제발전을 지원, 국제적 금융감독기준의 조화 등을 각각 규제목적으로 하고 있다. 일본을 제외하고는 주요국들이 순수한 금융문제를 규제목적으로 하고 있는 점이 특징이다.⁸⁾

Ⅳ. 증권·금융규제의 수단

1. 인허가 제도

자본시장통합법이 제정되기 전에는 증권회사나 금융회사를 신설하거나 합병 또는 영업양수·양도를 통해 금융업을 신규로 영위하기 위

7) 영국의 경우 일반적으로 금융규제기관의 규제목적인 시스템 리스크 관리를 FSMA에 규정하지 않고, 시스템 리스크관리는 “금융시스템에 대한 국민들의 이해도 제고”라는 규제목적의 일부이다. (법제처, 전계논문, 13면 참조)

8) 최동준, 전계논문, 22~23면.

해서는 별도의 법규에서 정하는 경우를 제외하고는 금융감독위원회(이하, 금감위)의 인·허가 및 승인을 받거나, 등록해야 했다. 금감위의 설립인가 대상은 은행권역에서 시중은행, 지방은행 및 외국은행 국내지점, 비은행권역에서 종합금융회사, 상호저축은행 및 신용협동조합, 그리고 공통권역에서 금융지주회사가 있다. 금감위의 설립허가 대상은 은행권역에서 신탁경영은행, 비은행권역에서 전문신용카드회사, 증권권역에서 증권회사, 투자신탁운용회사 및 선물회사, 보험권역에서 생명보험회사, 손해보험회사 및 제3보험 영위회사가 있다. 금감위의 설립승인대상은 비은행권역에서 자금중개회사가 있다. 인가, 허가 및 승인의 법률적 의미는 다소 차이가 있지만 금융회사 설립에 있어서는 일반적·상대적 금지를 특정한 경우에 해제하여 적법하고 일정하게 사실행위 또는 법률행위를 할 수 있게 해준다는 점에서 유사하다. 그런데 자본시장통합법에서도 이와 같이 증권금융회사라는 개념을 설정하여 이들에 대한 감독방식으로 인·허가 제도를 이용하고 있다. 즉, 증권금융업무를 수행하려는 자는 기획재정부장관의 인가를 받아야 하며, 이에 대한 인가요건에 대해서도 상세히 규정하고 있다.⁹⁾ 결론적으로 증권금융회사에 대한 인가권한이 가진 주무관청의 변화는 있었지만, 기본적인 규제방식에는 변화가 없다고 볼 것이다.¹⁰⁾

2. 건전성감독

건전성 감독은 업무영역규제, 업무행위규제, 자기자본규제, 경영건전성규제, 금융상품 보고·심사제 중 고유업무와 부수업무 등으로 구분

9) 자본시장통합법상에는 과거 증권거래법이나 기타 관련 법령에서 금융회사와 증권회사를 분리하여 규정했던 것과는 다르게, 법 제34조에서 “증권금융회사”라는 표현을 사용함으로써 통합된 개념을 사용하고 있다. 이는 회사내 증권업과 금융업의 겸영을 허용한다는 자본시장통합법의 취지를 반영한 것이라고 볼 수 있다.

10) 자본시장통합법 제324조는 “증권금융회사”에 대한 인가권한을 재정경제부(기획재정부)에게 부여하고 있다. 한편, 동법 제8조에서는 “금융투자업”에 대한 인가권한을 금융감독위원회에게 부여하고 있는 차이가 있다.

할 수 있고, 업무행위규제는 종전의 열거방식규제에서 탈피하여 금지행위를 제외한 나머지 모두를 허용하는 포괄주의 방식규제로 발전해 나가고 있다. 그리고 이러한 변화는 자본시장통합법의 제정으로 결실을 맺었다고 볼 수 있다. 특히 업무행위규제를 포함한 일련의 건전성 감독에 관한 내용은 자본시장통합법에서도 그대로 수용·계승되었다고 평가할 수 있다. 건전성감독의 핵심은 증권·금융회사가 현재 또는 장래의 파산위험을 최소화하고 장기 안정적 성장을 가능토록 함으로써 국민경제의 원활한 발전을 도모하는데 있다. 손실위험에 대한 안전판으로서 또한 영업을 위한 기본적 자금을 공급하는 기능으로서, 자기자본과 충당금을 두도록 하고 있다. 그 외에 경영의 건전성을 확보할 수 있도록 자본적정성, 자산건전성, 유동성 기타 건전성 확보에 필요한 사항에 관하여 기준을 준수하여야 하여야 할 것이다. 그리고 외국의 대형기업회계사고 등을 배경으로 하여 투자자보호를 위한 공시강화가 필요하다고 인정되는 사항에 대해서는 입법적으로 개선되고 있다.¹¹⁾

11) 이에 대하여 투자자들에 대한 회계정보의 제공에 있어서, 투자자들이 객관적으로 정보를 인식하고 평가할 수 있는 토대를 제공해야 한다고 주장하면서, 일정한 회계처리의 방법개선을 제시하는 견해가 있다. Lawrence Cunningham교수는 경영자들에게 국가가 요구하는 회계처리의 방법이나 내용을 변화시켜야 한다고 하면서, 이러한 방법을 통하여 경영자들이 제공한 회계정보가 투자자들에게 객관적인 기준으로 작용할 수 있도록, 환경을 제공해야 한다고 주장한다. Lawrence Cunningham교수는 다음과 같이 설명하면서 회계처리의 방법개선을 제시한다. 법적인 측면에서 경영진들에게 적용되는 공시기준을 다시 정의하여야 하고, 실무적인 측면에서 회계정보가 어떤 식으로 보고되는지에 관하여 다시 정의하여야 한다. 첫 번째 방법은 현재 운영되는 공시체계에서 실현될 수 있다. 경영진들에게 미래수익에 관한 정보를 제공하도록 경영진들에게 요구하기 보다는, 단순하게 미래에 있을 손실에 관한 중요한 위험을 공개하도록 경영진들에게 요구하는 것이다. 이러한 방법의 목적은 투자자들에게 회사의 미래가치에 대한 객관적인 평가를 가능하게 하는 기준을 제시하는 것이다. 신뢰할 수 없는 미래의 성과는 요구되어져서는 안된다는 사고를 기초로 하고 있다. 두 번째 방법은 현재의 회계체계를 일정한 수준으로 변화시켜야 실현될 수 있다. 회계처리는 단순하게 모든 재무제표에 관한 일률적인 수치에 의존해서는 안된다. 오로지 발생이 예상되는 환경과 사태에 관하여 합리적으로 가능한 평가만이 이루어져야 한다. 의심스러운 수치에 대한 유보 그리고 재고처리에 대한 비용을 취급하는 방법 등은 명시적의 정의에 의한 방법으로 나타날 수 없기 때문에, 적절하게 제외되어야

3. 경영평가

자본시장통합법에 의하면, 금융투자업을 영위하는 자의 경영상태를 파악하기 위해 경영실태평가라는 분석수단을 활용하고 있는데, 경영실태평가는 각 회사의 경영실적, 경영의 건전성, 경영진의 경영능력, 법규준수 상황 및 리스크 관리실태 등¹²⁾ 다양한 평가부문을 종합적이고 통일적인 방식에 따라 일정한 등급으로 평가하여 금융회사의 경영상태를 체계적이고 객관적으로 확인하는 방법의 하나이다. 법상으로는 이러한 규제행위를 수행하는 권한을 금감위에 부여하고 있다.¹³⁾ 경영실태평가는 사전적으로는 금융투자업자에게 바람직한 경영지표를 제시하여 건전경영을 유도하고, 사후적으로는 감독상의 보상과 제재를 통해 책임경영을 도모하려는 취지로 도입되었다. 또한 경영실태평가 결과에 따라 부실금융회사에 대해 적기시정조치를 취하고 감독상 주의 및 관심을 더욱 집중하여 감독·검사업무의 효율성을 높일 수 있는 장점도 있다.

한다. 따라서 회계수치는 단순한 양으로 표현되어서는 안되고, 범위로 표현되어야 한다. 마찬가지로 수익과 보유자산의 일률적인 수치로 나타나서는 안되고, 각각의 경우에 대한 합리적인 수치의 범위로 나타나야 한다. 이러한 방법들은 회계에 관한 기본적인 변화와 회계처리의 제한을 반영한 것이다. 이러한 변화의 필요성은 각종 기업불상사와 법제개혁에 의하여 증가하게 될 것이다. (Lawrence A. Cunningham, Finance Theory and Accounting Fraud: Fantastic Futures versus Conservative Histories, LEGAL STUDIES RESEARCH PAPER SERIES RESEARCH PAPER 78 (August 3, 2005), at 18~9)

12) 자본시장통합법 제31조 (경영건전성기준) ① 금융투자업자(겸영금융투자업자를 제외)는 경영의 건전성을 유지하기 위하여 다음 각 호의 사항에 관하여 금융감독위원회가 정하여 고시하는 경영건전성기준을 준수하여야 하며, 이를 위한 적절한 체계를 구축·시행하여야 한다.

1. 자기자본비율, 그 밖의 자본의 적정성에 관한 사항
2. 자산의 건전성에 관한 사항
3. 유동성에 관한 사항

13) 자본시장통합법 제31조 제③항.

4. 적기시정조치

적기시정조치제도(Prompt Corrective Action)란 금융회사의 건전성을 자본충실도, 경영실태평가 결과 등 경영상태를 기준으로 몇 단계의 등급으로 나누어, 경영상태가 악화된 금융회사에 대해 금융감독당국이 단계적으로 시정조치를 부과해 나가는 제도를 의미한다. 적기시정조치는 부실화 징후가 있는 금융회사에 대해 적기에 경영개선을 유도함으로써 부실화예방과 경영취약부문의 정상화를 도모하는 건전성감독 수단의 성격을 지닌다. 그러나 강행규정이므로 가능성 없는 금융회사를 조기에 퇴출시켜 소비자피해 및 예금보험기금 고갈 등을 막기 위한 행정적 퇴출수단이기도 하다.¹⁴⁾

5. 리스크 감독

금융시장의 불확실성 및 변동성이 증대됨에 따라 금융회사의 경영상황은 예측과 관리가 어려운 각종 리스크에 노출되어 종합적인 리스크 관리가 금융회사의 건전경영을 위한 핵심과제로 등장하게 되었다. 따라서 주요선진국 감독기관들은 리스크중심의 감독체제구축을 통하여 금융회사의 리스크 관리감독을 강화하였다. RBS(Risk Based Supervision)는 광의의 개념으로 금융회사 감독·검사시 리스크현황에 초점을 두는 프로세스 전반으로 정의할 수 있다. 협의의 개념으로 금융회사의 경영활동에 수반되는 리스크의 양과 수준에 대해 영업활동별로 상시평가를 실시하고, 그 결과 위험이 높은 영업활동에 대해 감독·검사를 집중함으로써 효율성을 제고하는 감독·검사제도이다. 즉, RBS는

14) 적기시정조치제도는 1974년 덴마크가 최초로 도입하였으며, 미국이 1980년대 초 시작된 금융회사의 도산 및 이로 인한 예금보험기금 고갈사태 발생 이후 차용하여 1992년에 도입하면서 국제적으로 주목받았다. 우리나라에는 1992년 7월 은행권에 최초로 도입되어 1997년 외환위기를 전후하여 우리나라 금융산업 구조조정시 크게 활용되었다. (법제처, 전개보고서, 16면)

금융회사의 각종 리스크를 유발시키는 주요 영업활동, 고유리스크 등을 측정·모니터링·통제하는 리스크관리수준으로 구성될 수 있다. 따라서 최근 금융회사는 리스크평가 및 관리를 최우선 과제로 인식하고 있으며 독립적인 리스크평가와 통제를 위한 리스크관리체제 구축과 적절한 대책을 수립하고 있다.¹⁵⁾

제 2 절 집합투자제도의 개관

I. 집합투자제도 개관

1. 집합투자제도의 개념

집합투자는 불특정 다수인이 집단을 이루어 타인의 의하여 유가증권에 투자하는 방식이다. 보다 정확하게 집합투자제도를 정의하면 “불특정 다수를 대상으로 주식의 성격을 가진 유가증권을 발행하여 기금(fund)을 조성한 뒤, 이 기금을 유가증권에 운용하는 제도”¹⁶⁾를 뜻한다. 한편으로 자본시장통합법 제6조 제⑤항은 집합투자의 정의에 관하여 “2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등 또는 『국가재정법』 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리주체에게 배분하여 귀속시키는 것”을 의미한다고 하고 있다.¹⁷⁾

15) 법제처, 전계보고서, 17면

16) 고광수·김근수, 펀드산업 활성화를 위한 제도 개선 방안, 한국증권연구원 (2001), 10면.

17) 자본시장통합법 제6조 제5항에서는 이러한 정의규정과 동시에 집합투자에 포함되지 않는 예외적인 항목을 다음과 같이 함께 규정하고 있다. ① 대통령령으로 정하는 법률에 따라 사모의 방법으로 금전 등을 모아 운용·배분하는 것으로서 대통령령으로 정하는 투자자의 총수가 대통령령으로 정하는 수 이하인 경우, ② 『자산유동화에 관한 법률』 제3조의 자산유동화계획에 따라 금전 등을 모아 운용·배분하는 경우, ③ 그 밖에 행위의 성격 및 투자자 보호의 필요성 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우

집합투자제도는 다음 두 가지 특성을 가지고 있다.¹⁸⁾

첫째, “불특정 다수”에서 “불특정”은 기금 구성시, 자금공급자, 즉 최종투자자가 사전적으로 특정되어 있지 않다는 것을 의미한다. 최종 투자자는 무차별하게 구성되며 따라서 유가증권 및 투자에 대하여 특별한 전문성이 없는 일반 경제주체들이라는 점이 함축되어 있다. 또한 “다수”는 이와 같은 전문성 없는 일반 경제주체들의 집단으로 최종투자자 집단이 구성됨을 의미한다. 둘째, “주식의 성격을 지닌 유가증권”이라 함은 자금을 공급한 투자자가 기금에 대하여 최종권리를 보유함을 의미한다. 즉 기금운용의 실적이 그대로 투자자에게 귀착되는 제도인 것이다. 이러한 집합증권투자제도의 정의에 따르면 동 제도에는 최종투자자, 발행인, 운용인이라는 세가지 구성주체가 필요하다. 즉 자금을 공급하는 최종투자자, 유가증권의 발행으로 자금을 모집하여 기금을 설립하는 발행인 및 기금을 유가증권 투자에 운용하는 운용인이 있어야 한다.¹⁹⁾

우리나라에서 집합투자제도에 해당하는 것으로는 과거에 공식적으로는 『증권투자신탁업법』에 의한 “위탁회사”, 『증권투자회사법』에 의한 “자산운용회사”가 있었다.²⁰⁾ 그리고 법적으로 공식적인 인식은 되지 않았으나 『신탁업법』에 의한 신탁회사(실제는 은행의 신탁부서)가 불특정 금전신탁의 형식으로 실질적으로는 집합투자업에 해당하는 기능을 수행하고 있다.²¹⁾ 그런데 자본시장통합법에 의하여 포괄적인 간

18) 이신우, 자산운용산업 활성화를 위한 규제 개선방안, 국회 재정경제위원회 정책자료 (2002), 55~56면.

19) 보통 발행인은 운용인이 그 기능을 겸하는 경우가 대부분이므로 집합증권투자제도의 핵심 구성주체는 최종투자자와 운용인이 된다.

20) 『증권투자신탁업법』 및 『증권투자회사법』은 2003년에 『간접투자자산운용업법』의 제정에 의하여 폐지되었다. 그리고 『간접투자자산운용업법』 또한 자본시장통합법의 제정에 의하여 폐지됨으로써, 현행은 집합투자에 대한 규율은 자본시장통합법에 의하여 규율된다.

21) 집합증권투자제도를 구분하는 또 다른 기준으로 계약형과 회사형을 들기도 한다. 계약형 집합투자제도는 투자자, 증권투자업자, 자산보관업자 등 3자간의 계약에 의

접투자기구의 개념을 정립함으로써 분산되어져 있던 투자기구 등을 통합된 법체계 하에서 규율하게 되었다.

※ 자본시장통합법 제정 이전 법률상 간접투자기구

법 명	Vehicle명칭	운용 대상	기능별 분류
부동산투자 회사법	위탁관리 부동산투자회사	부동산의 취득·관리·개량 및 처 분, 부동산 개발사업, 임대차, 부동 산관련 권리의 취득·관리·처분	투자회사 (Mutual Fund)
	구조조정 부동산투자회사	구조조정 기업이 매각하는 부동산	
선박투자 회사법	선박투자 회사	선박의 취득, 대선 등	
중기창업 지원법	창업투자 조합	창업자, 벤처기업에 대한 투자	조합 (Partnership)
산업발전법	기업구조 조정조합	구조조정 대상기업 투자·인수·매각, 구조조정대상기업 매각자산 매입, 부실채권 매입	
사회기반시설에 대한민간투자법	사회기반시설 투융자회사	SOC사업시행자의 주식·채권 취득, 대출 등	투자회사 (Mutual Fund)

한 방식이다. 이 방식에서는 일반적으로 신탁의 제도가 원용되기 때문에 계약형 집합투자제도는 신탁형 집합투자제도로 이해되기도 한다. 동 제도는 영국의 Unit Trust가 그 전형이며, 우리나라의 경우 증권투자신탁업이 그 예가 될 수 있다. 회사형 집합증권투자제도는 집합투자기구의 서비스가 주식회사의 법제를 응용하여 제공되는 형태이다. 이 형태에서는 집합투자기금은 회사로 이해되며, 투자자의 투자금은 자본금으로, 투자자는 회사의 주주로 이해된다. 회사형은 미국에서 가장 활발하게 발전되어 왔으며 우리나라도 1998년 증권투자회사의 이름으로 이 제도를 도입하였다. (이신우, 전계보고서, 55~56면)

제 2 장 집합투자 및 증권 규제 일반론

법 명	Vehicle명칭	운용 대상	기능별 분류
벤처기업육성 특별조치법	벤처투자 조합, 개인투자 조합	중소기업, 벤처기업에 대한 투자	조합 (Partnership)
여신전문 금융업법	신기술투자 조합	신기술기업에 대한 투자	

도표에 의하여 위와 같이 설명되었던 집합투자기구들은 자본시장 통합법에 의하여 동일한 법령체계에 의한 규율을 받게 되었다. 그리고 가장 큰 특징적인 면은 자본시장통합법의 가장 큰 변화라고 할 수 있는 기관별 규제에서 기능별 규제로서의 전환이 반영되었다는 점이다.²²⁾

22) 자본시장통합법상의 집합투자기구에 대한 규제대상을 기능별 규제에 근거한 규정된 조항으로 규제하고 있다. 위 표에서 설명된 바와 같이 기관별 규제에서 기능별 규제의 전환을 실현하기 위하여 자본시장통합법은 규율대상에 대한 규정을 다음과 같이 하고 있다. 자본시장통합법 제9조 제18항 이 법에서 “집합투자기구”란 집합투자를 수행하기 위한 기구로서 다음 각 호의 것을 말한다.

1. 집합투자업자인 위탁자가 신탁업자에게 신탁한 재산을 신탁업자로 하여금 그 집합투자업자의 지시에 따라 투자·운용하게 하는 신탁 형태의 집합투자기구 (이하 “투자신탁”이라 한다)
2. 『상법』에 따른 주식회사 형태의 집합투자기구 (이하 “투자회사”라 한다)
3. 『상법』에 따른 유한회사 형태의 집합투자기구 (이하 “투자유한회사”라 한다)
4. 『상법』에 따른 합자회사 형태의 집합투자기구 (이하 “투자합자회사”라 한다)
5. 『민법』에 따른 조합 형태의 집합투자기구 (이하 “투자조합”이라 한다)
6. 『상법』에 따른 익명조합 형태의 집합투자기구 (이하 “투자익명조합”이라 한다)
7. 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구 (이하 “사모투자전문회사”라 한다)

2. 집합투자제도의 장점

(1) 거래비용 감소에 의한 유가증권 투자비용 절감

유가증권의 투자가치는 해당 증권을 발행한 기업의 내재가치에 의존하고, 기업의 내재가치에 대한 판단을 위해서는 정보의 수집과 수집된 정보의 적절한 분석이 필요하다. 이 정보의 수집과 분석에는 비용이 수반되기 마련인데, 이는 물리적 시간과 전문능력이 요구되기 때문이다. 그러므로 유가증권의 투자에는 주로 정보수집과 분석에 소요되는 비용을 내용으로 하는 “거래비용”²³⁾이 수반되게 된다. 집합증권투자제도의 경제적 의의는 이 거래비용을 축소시키는 데 있다. 집합증권투자

23) 미국의 시카고대학 법대에서 경제학을 가르치며 1991년 노벨경제학상을 수상한 Ronald Coase교수는 그의 1937년 논문인 “기업의 본질(The Nature of the Firm)”에서 “거래비용(Transaction Costs)”이라는 용어를 처음으로 사용하였다. 즉, 시장에서 발생하는 거래비용을 최소화시키기 위한 행동이 효율적이고 경제적인 행동이라고 하면서, 시장거래보다 기업의 설립을 통한 기업활동이 효율적인 이유는 바로 이러한 거래비용을 감소시킬 수 있는 제도적 장치가 기업이라고 하였기 때문이다. 즉, “시장거래보다 기업의 설립이 유리한 측면을 갖고 있는 주된 이유는 가격메커니즘을 이용하는 데 드는 비용, 즉 거래비용이라는 것이 존재하기 때문이다. 이러한 가격메커니즘을 통하여 생산을 조직화하는데 필요한 가장 기본적인고도 분명한 비용은 각자가 고려할 것들의 가격(Relevant Prices)이 무엇인지를 발견하는데 필요한 비용이다. 그런데 이러한 비용은 관련정보를 취급하면서 제공할 수 있는 전문가의 등장으로 감소될 수는 있겠지만 완전히 제거되지는 않는다. 또한 시장에서 발생하는 각각의 개별 거래마다 별개의 계약이 필요한데 이러한 경우, 계약협상이나 체결비용도 감안되어야만 한다. 시장에 따라서는 이 계약비용을 최소화할 수 있는 방법이 고안될 수도 있지만 그렇다고 그것이 완전히 제거되는 것은 아니다. 기업이 존재한다고 해서 이러한 계약비용이 완전히 사라지는 것은 아니지만 대폭 감소된다는 것은 사실이다”라고 그는 설명한다. (Ronald H. Coase, The Nature of the Firm, *Economica* 4 (1937) 참조) 이러한 그의 논리에 의거하여, 시장내부에서 각각의 개별 기업이 시장행위자로서의 지위를 보유하고, 회계환경에서 각 행위주체자의 정보를 제공 및 공시한다는 점을 상정하면, 시장내부에서 발생하는 거래비용을 감소시킬 수 있는 수단 중의 하나는 각각의 행위주체자들 간의 행위에 대한 “신뢰”를 전제하여야 할 것이다. 즉, 이러한 일련의 과정에 있어서 “신뢰”는 일반투자자와 집합투자기구와의 신뢰로 이어진다고 할 수 있다. 따라서 거래비용을 줄인다는 집합투자제도의 장점을 살리기 위해서는 전반적인 법체계와 규제의 방식이 경제행위주체자들에 대한 신뢰를 강화시키는 방향으로 이루어져야 할 것이다.

제도가 거래비용을 축소시킬 수 있는 근거는 다음 두 가지이다.

첫째, 전문성에 의한 거래비용 절감이다. 전문인력으로 하여금 유가증권 정보의 수집과 분석에 특화하도록 함으로써 정보의 수집과 분석비용을 감소시킬 수 있다. 둘째, 규모의 경제에 의한 거래비용 절감이다. 정보의 수집과 분석비용은 투자금액을 기준으로 할 때 고정비용의 성격을 가지기 마련이다. 한번 수집 분석되어 얻어진 특정 유가증권에 대한 투자정보는 투자금액의 규모에 관계없이 동일하게 사용될 수 있고, 따라서 투자금액의 규모가 커질수록 투자금액 당 정보의 수집 및 분석비용은 감소하기 때문이다. 다수 투자자로부터 투자자금을 모아 운용하는 집합증권투자제도는 이같은 규모의 경제를 활용함으로써 유가증권 투자의 거래비용을 절감할 수 있다.

(2) 자본시장의 성장과 규모의 경제 달성

거래비용의 절감은 직접적으로 거래에 관련된 경제주체의 이익을 증대시키기도 하지만, 간접적으로는 시장발전을 촉진함으로써 국민경제적 후생을 확대시키는 효과를 낳기도 한다. 집합증권투자제도에 의하여 자본시장의 거래비용이 낮추어지면 이는 자연스럽게 자본시장의 규모를 증대시키게 된다. 최근 경제이론은 자본시장의 발전이 국민경제의 발전에 미치는 긍정적 효과를 인정하고 있는 바, 그러므로 결국 집합증권투자산업은 자본시장의 발전을 통하여 경제발전을 촉진시킨다는 경제적 의의를 갖게 된다.

(3) 기업지배구조에 대한 긍정적 영향

집합투자제도는 자본시장의 양적 성장뿐만 아니라 질적 발전을 촉진하는 역할을 하는 것으로 주장되기도 한다. 집합투자제도의 운용인은 유가증권시장에서 흔히 “기관투자가(institutional investor)”의 일부로서 평가된다. 기관투자자들은 개인투자자에 비하여 투자성향이 합리

적이라는 기본적인 특징 이외에 특히 최근 강조되고 있는 것은 기업 감시자로서의 역할이다. 즉 기관투자자들이 적극적 주주로서 기업 경영을 포괄적으로 감시하며 경영진의 일탈행위를 막는 체제가 형성되고 있다는 주장이다.

II. 집합증권투자제도의 구조적 문제점

이상과 같이 집합투자제도는 여러 가지 긍정적인 장점이 있는 반면, 구조적인 문제점으로 지적되고 있는 것이 있는데, 바로 대리인 문제 (agency problem)가 그것이다.²⁴⁾

1. 대리인 문제

대리관계라고 하는 것은 한명 이상의 위임자가 대리인(agent)을 고용하여 그에게 특정 의사결정권한을 위임하면서, 위임자 자신을 위해 노력해주는 대가로 적정한 보상을 지불하기로 계약하고 성립된 관계를 말한다.

이러한 대리관계는 기본적으로 대리인 문제를 발생시킨다. 이는 본인과 대리인간에 형성된 법률관계상의 책임과 관련을 가지며, 이러한 책임에 대한 의무의 이행여부를 놓고 발생하는 문제점이라고 할 수 있다. 따라서 대리인 문제는 다음과 같은 책임에서 근본적인 문제가 발생을 한다.²⁵⁾

첫째, 수탁책임(Stewardship)이다. 일반적으로 회사는 소유와 경영이 분리되어 있어 본인·대리인(agency problem)문제가 발생한다. 즉, 자산운용자는 회사에 대하여 투자를 한 지분권자를 위해 열심히 일을 해야 하지만, 종종 자신들의 사익을 추구할 가능성이 존재한다. 이러

24) 이신우, 전제자료, 58~59면.

25) 박양균, 회계, 분식, 그리고 회계개혁, 자유기업원 (2003), 20~21면.

한 대리인 문제를 감소시킬 수 있는 방법이 재무제표 등과 같은 회계 정보를 통한 방법이다. 주주는 회계정보를 통해 회사의 경영성과를 측정하고 재무상태를 점검함으로써 경영진이 회사의 주인인 주주의 재산을 보호하고, 이익을 위해 열심히 일하고 있는지를 감독한다.²⁶⁾ 둘째, 의사결정(decision-making)에 정보를 제공하는 문제가 있다. 의사결정을 내리는 사람은 사실상 자산운용자라고 할 것인데, 이들을 포함한 투자자들은 모두 이해관계자라고 할 것이다. 이들은 각각 회사에서 자신의 계약 관계의 성사나 이행을 위해 의사결정에 관련된 정보를 필요로 할 것이다. 따라서 이해관계자들간에 있어서 정보의 보유량이 회사운영에 대한 지배권을 좌우하게 되고, 투자를 위탁받은 자산운용자들은 이러한 정보에 관한 권리를 독점하고 남용함으로써, 또 다른 대리인 문제를 발생시키게 된다.²⁷⁾

즉, 대리인은 위임자에 비하여 특정 업무에 대한 정보와 지식이 월등한데다가 위임자가 대리인의 업무수행과정을 일일이 감시하는 것이 불가능한 바, 이러한 정보의 비대칭성으로 인하여 나타나는 가장 대표적인 문제가 바로 “도덕적 해이”와 “역선택” 현상이 발생하게 된다.

도덕적 해이(moral hazard)란, 대리인이 위임자를 위하여 대신 업무를 수행함에 있어서 당연히 갖추어야 할 주의나 노력을 기울이지 않게 되는 현상을 말하고, 역선택(adverse selection)이란, 위임자가 대리

26) 따라서 이러한 회계공시에 관련된 문제들은 집합투자나 금융투자업에 있어서 매우 중요한 사안으로 취급되며, 이에 대한 제도적 관심이 항상 고조되어 있다고 할 것이다.

27) 경제학에서는 인간을 합리적인 존재로 보고, 모든 인간은 자신들의 효용을 극대화하기 위해 행동한다고 가정하고 있다. 따라서 대리인이론에서도 위임자와 대리인은 각각 자신들의 효용을 극대화하기 위해 자신들의 행동을 선택한다고 가정하고 있다. 이러한 가정에 따르면, 위임자의 입장에서 볼 때 가장 바람직한 것은 대리인이 위임자의 이익을 최대화하기 위해 최선의 노력을 투입하는 것이고, 이에 반해 대리인은 위험을 싫어하고 보다 적은 노력으로 보다 많은 보상을 위임자로부터 받는 것이다. 즉, 경제학에서 보는 대리인 이론은 위임자와 대리인이 상호 협조적인 관계임에도 불구하고, 상호 불만의 가능성이 상존하게 된다.

인을 선택함에 있어 그 대리인이 해당 업무에 필요한 능력이나 지식을 제대로 갖췄는지 알 수 없게 되어 대리인의 능력보다 많은 보수를 지급하게 되거나 자격미달의 대리인을 선택하게 되는 경우를 말한다.

2. 집합투자제도에서의 대리인 문제

앞에서 언급한 대리인 문제를 기초로 한 도덕적 해이의 문제와 역선택의 문제는 집합투자제도의 규제에 있어서 고려하여 최소화시켜야 할 대상으로 평가되고 있다. 즉, 집합투자제도에서의 위임자는 최종투자자 집단이 될 것이며, 대리인은 기금의 운용인이 될 것이다. 그리고 이들의 관계는 앞서 살펴 본 대리인 문제가 극명하게 나타날 수밖에 없는 관계라는데 문제가 있다. 우선 기본적으로 기금의 운용업무는 지극히 전문적인 업무여서 일반인인 최종투자자는 이 업무에 대한 정보를 습득하기 어려우므로, 정보의 비대칭성으로 인한 “도덕적 해이”와 “역선택”의 문제가 나타나게 된다. 여기에 더해 집합투자제도에는 “공공재의 문제”²⁸⁾와 “일탈에 따르는 유인문제”²⁹⁾까지 발생하게 된다.³⁰⁾

이와 같은 집합투자제도하의 대리인 문제는 시장에서 자율적으로 해결되지 못할 위험이 높다. 만일 이러한 대리인 문제가 심각하여 집합증권투자산업에 투자한 투자자의 이익을 심하게 해친다면, 집합투자제도는 투자자의 신뢰를 상실하게 되고 관련 산업은 쇠퇴하게 될

28) 공공재의 문제란, 대리인 문제를 해결하기 위한 여러 방법 중 감시(monitoring)의 경우를 예로 들면, 이 방법은 개별 투자자의 입장에서 보면 공공재의 성격을 띠게 된다. 왜냐하면, 한명의 투자자가 기금운용자를 잘 감시하여 그의 일탈행위를 방지할 경우 그 혜택은 모든 투자자에게 돌아가기 때문이다. 이로 인하여 대리인 문제를 해결하기 위한 방법들은 공공재의 일반적인 문제점, 즉 과소공급의 문제를 겪게 된다.

29) 일탈에 따르는 유인문제란, 규모의 경제를 도모하기 위해 집합증권투자제도하의 기금들이 점점 대규모화됨에 따라 기금운용자들이 한번에 운용하는 자금의 규모도 점점 커지게 되었고, 이에 따라 기금운용자들이 받게 되는 일탈의 유인 강도도 점점 커지게 됨을 뜻한다. 즉, 발각되지 않을 수도 있는 일탈행위로 커다란 이익을 볼 수도 있다는 유혹이 항상 기금운용자와 함께 한다는 것이다.

30) 이신우, 전계자료, 59~60면.

것이다. 따라서 과거부터 제도적인 측면과 입법적인 측면에서 이에 관한 규제가 이루어지고 있었으며, 다양한 변화를 겪다가 자본시장통합법의 제정에 의하여 새로운 규제의 측면을 맞이하게 되었다.³¹⁾

Ⅲ. 집합투자제도 규제목적과 방법

1. 규제의 목적

앞에서 살펴본 바와 같이 집합투자를 규제하는 이론적 근거는 감시유인의 부족에 따라 역선택과 도덕적 해이가 횡행할 수 있고 이에 따라 투자자가 손실을 입을 수 있다는 점을 전제하여 이를 최소화시켜서 자본시장의 건전성을 유지하는 것이라고 할 것이다. 이러한 노력이 부족하게 된다면 투자자는 손실위험이 과도하다고 느끼게 될 것이고, 결국은 시장에의 접근을 기피하게 되어, 결국에는 집합투자제도 자체가 위축되는 현상이 야기될 위험이 있게 된다. 따라서 이를 방지하기 위하여 공적 기구의 개입이 필요하다는 논리가 성립하게 될 것이다.³²⁾

구체적으로 집합증권투자제도에서 발생할 수 있는 역선택과 도덕적 해이의 문제는 각각 “부적격자의 진입” 및 “이해상충행위”의 가능성인 것으로 지적되고 있다. 즉, 사기(詐欺)의 의도를 가지고 있거나 능력이 부족한 자가 부적격한 이익을 도모하고자 집합증권투자산업에 진입할 우려가 있다는 것과, 집합증권투자업자가 일단 투자기금을 조성한 뒤 이를 투자자의 이익보다는 자신의 이익을 추구하는데 사용할 위험이 있다는 것이다. 결론적으로 집합증권투자제도에서의 부적격자의 진입과 이해상충행위를 방지하기 위한 공적규제는 필요하다고 본다. 이상의 논의를 요약하면, 공적규제의 목적은 “정보의 비대칭성이 야기하는 문제점을 해소할 시장내의 자생적 규제장치가 미비되어 있

31) 자본시장통합법상 집합투자규제에 관한 분석은 제5장에서 설명한다.

32) 노회진·오혜진, 투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도검토 및 시사점, 한국증권연구원 (2000), 15면.

으므로 이를 공적규제로 보완하여 부적격자의 시장진입 및 이해상충 행위를 방지하는 것”³³⁾이 된다.

2. 규제의 구체적 방법

집합증권투자제도에서의 역선택과 도덕적 해이라는 시장실패는 크게 네가지 요인 즉, “정보의 비대칭성”, “시장내 감시부족”, “경쟁압력의 부족” 및 “불특정 다수의 투자자”에 의해 발생된다. 이중 “불특정 다수의 투자자”라는 요인은 공적 규제의 방법으로는 변화시킬 수 없는 사항이므로 일단은 나머지 세가지 요인의 개선을 추진하면서 이것으로도 부족할 경우 구체적으로 이해상충행위 및 부적격자의 진입을 법적으로 금지하는 방식이 모색될 수 있다. 이 세가지 요인에 관한 설명은 다음과 같다.³⁴⁾

(1) 정보비대칭성의 완화

정보비대칭성은 집합투자제도에 있어서 시장실패를 야기하는 근본적인 이유이다. 따라서 정보비대칭성을 완화할 수 있다면 이는 가장 근본적인 시장실패에 대한 치유방법이다. 정보비대칭성 문제는 적절한 회계제도의 적용과 정보의 공개만으로도 상당부분 해소될 수 있는 사항들이다. 그러므로 정보비대칭성을 완화하기 위한 구체적인 규제방법으로는 “자산에 대한 시가평가제도의 적용”, “투자설명서, 자산운용내역서, 운용실적 및 업무보고서의 의무공시”등의 방법이 사용될 수 있다.

(2) 감시기능의 제고

집합투자제도에서 시장실패를 낳는 근본적인 요인은 정보의 비대칭성이지만, 이것이 시장실패로 이어지는 계기는 투자자의 감시유인 부

33) 신인석·고광수, 집합증권투자제도 규제의 효율화 방안 - 기능별 규제 실현방안을 중심으로, 한국개발연구원 (2000), 19면.

34) 이신우, 전제자료, 62~64면.

족에 있다. 그러므로 시장에서 충분히 공급되지 않는 감시유인을 제공할 방법이 있다면 이는 시장실패를 교정할 수 있는 중요한 수단이 된다. 시장에서 어떠한 기능이 공급되지 않을 경우 이 기능이 공급될 수 있도록 하는 방안은 그 기능을 수행할 제도 또는 기구를 인위적으로 구축하는 것이 최적의 방법이다. 즉 공적규제에 의해 감시기구를 구축하는 것이다.³⁵⁾ 감시기능의 구축방법으로는 다음의 두가지를 생각할 수 있는데, 첫째는 공적 감독당국이 전적으로 감시기구의 역할을 수행하는 방법이고, 두 번째는 집합투자기구의 지배구조(corporate governance)를 적절히 도안³⁶⁾하여 투자자를 위한 감시기능이 제공되도록 하는 방법이다.

(3) 시장경쟁의 촉진

정보비대칭성 및 투자자의 감시유인의 부족 등이 문제가 되는 것은 결국 이로 인해 시장경쟁이 작동하지 않을 위험이 있기 때문이다. 예를 들어 집합투자업자가 이해상충행위를 행하여 투자자의 이익을 침

35) 이때 이 감시기구가 수행할 구체적인 감시기능은 다음의 두가지로 상정될 수 있다. 첫째, 준법감시기능이다. 즉 집합투자업자가 자신의 이익추구를 위하여 법규를 위반하며 이해상충행위를 범하는지의 여부를 감시하는 역할이다. 이 기능은 감시기구의 감시범위가 법규준수에 국한되므로 투자자 보호를 위한 협의 또는 최소한의 감시기능이라고 하겠다. 둘째, 광의의 감시기능으로서 집합투자업자가 선의 및 능력있는 운용자로서 투자자의 이익을 위하여 최선을 다하고 있는지를 감시하는 기능이다. 즉 준법감시는 물론 투자자의 입장에서 볼 때 현재 거래하고 있는 집합투자업자가 경쟁력이 있는지를 고려하고 계속 거래할 가치가 있는지까지도 판단하는 역할이다. (이신우, 전제자료, 63면.)

36) 집합투자기구의 지배구조는 크게 신탁형(신탁기관형)과 회사형(이사회형)의 두가지 형태로 발전되어 왔다. 신탁기관형 지배구조에서는 규제에 의하여 자산 보관이 신탁회사에 맡겨지며, 신탁기관이 된 신탁회사는 투자자를 대신하여 집합투자업자를 감시하도록 규정된다. 즉 기존에 존재하는 신탁제도를 응용하여 집합투자기구의 지배구조가 구축되는 것이다. 이러한 신탁기관형 지배구조는 영국의 Unit Trust에서 전형적으로 실현되어 있다. 한편 이사회형 지배구조는 규제에 의하여 집합투자기구의 이사회가 설치되고 이 이사회에 집합투자업자를 감시하는 의무가 부여된다. 즉 기존에 존재하는 회사의 제도를 응용하여 지배구조가 구축된다. 이러한 회사형 지배구조는 미국의 투자회사(Investment Company)에 전형적으로 발전되어 있다.

해한 경우 이것이 바로 투자자들에 의한 응징을 야기하여 해당 집합투자업자의 고객상실로 이어진다면 집합투자업자의 이해상충행위에 대한 유인은 크게 감소될 것이다. 그러므로 최대한 시장내에 경쟁압력이 존재하도록 유도하는 것은 공적 규제의 중요한 목표이어야 한다. 시장경쟁을 촉진하기 위해 공적 규제가 택할 수 있는 방법은 크게 두 가지가 있다. 첫째, 경쟁적인 산업구조를 구축하는 것, 둘째, 기능별 규제체계를 구축하는 것이다.

(4) 금지되는 이해상충행위의 구체적 제시

이해상충행위는 구체화가 필요한 추상적 개념이기 때문에 대표적인 이해상충행위에 대해서는 규제당국이 법규에 이를 적시함으로써 시장에 제시하는 것이 바람직스럽다. 왜냐하면, 규제당국이 법규에 의하여 금지되는 이해상충행위를 제시함으로써 시장에 대하여 기준을 제공할 필요가 있기 때문이다. 이에 대한 구체적인 규제방법은 명백하다. 금지되는 행위를 법규에 명시적으로 규정하면 된다.

제 3 장 영국의 집합투자 및 증권 규제

제 1 절 증권·금융법제의 배경

I. 개 관

영국은 2000년 금융규제감독체제를 「금융서비스 및 시장법(Financial Services and Markets Act 2000, 이하 FSMA)」³⁷⁾을 제정하여 단일화하는 입법조치를 완료하였다. 동법은 기존의 은행법(Banking Act), 보험회사법(Insurance Companies Act), 금융서비스법(Financial Services Act) 등을 전면적으로 철폐하는 거의 완전한 의미의 금융통합법이라고 할 수 있다.³⁸⁾ 영국의 금융서비스 및 시장법은 건전성규제와 업무행위규제의 양

37) 동법의 제정배경에 대해서는 동법의 제정이 매우 급속히 이루어졌기 때문에 상세한 논의가 이루어지지 못하고 있지만, 대개 다음과 같이 정리할 수 있을 것이다. 1997년 5월 영국 노동당 정부는 금융규제체제의 근본적인 개혁을 발표하였다. 그 개혁방안의 구체적인 내용은 매우 급진적인 것으로서 일반의 예상을 훨씬 뛰어넘는 것이었다. 표면적으로 이러한 급진적인 내용의 개혁은 금융규제감독과 관련하여 규제자가 시장의 방향을 유도하는 것보다는 시장이 제대로 발전할 수 있도록 돕는 역할을 하는 정책, 즉 시장변화에 따라 규제의 체제 및 내용을 발전시키는 영국의 종전의 입장과는 상당히 다른 것으로 보여 진다. 그러나 실질적으로는 영국의 개혁방안 역시 시장의 변화에 순응하는 과정이다. 이러한 금융개혁의 핵심이 ‘자율규제로부터 법령에 의한 규제로의 변화’라고 할 때 이러한 변화는 이미 오래 전부터 점진적으로 진행되어 왔으며, 금번 개혁은 그러한 변화를 확인하는 절차에 불과하다는 것이다. 또한, 영국 재무부장관이 밝힌 금융규제감독체제 개혁의 이유는 다음과 같다. ① 기존의 금융규제감독체제는 금융산업과 공중이 기대하는 수준의 투자자 보호 및 금융감독에 실패하였다. ② 1986년 금융법하의 2단계구조(two-tier system)에 의한 규제감독은 비효율적이다. ③ 은행, 보험, 증권회사 간의 전통적인 구분에 기초한 시장의 형태를 반영한 기존의 규제감독체제는 금융구조의 변화에 따른 영역간의 구분이 모호해짐에 따라 규제감독체제의 변화가 필요하다. 이러한 문제점을 입증한 대표적인 사례는 베어링은행(Barings)의 도산과 연금판매관련 스캔들(pensions mis-selling)이다. 이러한 기존 금융규제감독의 실패, 비효율성 및 금융시장환경의 변화로 인한 금융기관에 대한 감시와 통제의 방식과 수단 재고를 이유로 통합규제감독기구의 설치를 하게 되었다. (심영·정순섭, 금융산업의 환경 변화와 법적 대응 - 영국의 개혁법을 중심으로, 법학 제44권 제1호 서울대학교 (2003.3), 25면)

38) 심영·정순섭, 전계논문, 25면.

자를 모두 단일법에 속하게 하였다는 점에서 호주의 금융통합법과도 차이가 있다. 호주의 통합법인 『금융시장개혁법(Financial Services Reform Act 2001)³⁹⁾』은 은행, 증권, 보험과 파생상품 기타 대부분의 금융상품을 단일한 규제에 속하게 한 점에서는 영국의 통합법과 궤를 같이한다고 할 수 있지만, 업무행위규제(conduct of business regulation)만을 그 대상으로 하는 점에서 구별된다.⁴⁰⁾

1980년대 초까지 영국에서는 ① 은행, ② 증권거래소(Stock Exchange) 및 Lloyd's와 같은 City의 금융시장, ③ 주택금융조합(building society)

39) 호주의 통합금융법은 다음과 같은 제정배경을 갖고 있다. 1996년에 설립된 호주의 금융시스템 조사단(Financial System Inquire: FSI)은 1997년 최종보고서에 약 115개 항목에 이르는 금융산업의 개혁과제를 제시하였다. 그런데 호주 정부는 1996년 이후 현재까지 회사법의 선진화를 위한 개혁조치(Corporate Law Economic Reform Program: CLERP)를 단계적으로 시행하고 있었고, 통합금융법의 제정은 현재까지 9단계 프로그램 중에서 6단계에 해당된다고 할 수 있다. FSI의 최종보고서는 금융행위 및 공시, 금융안정성, 결제안정성, 인수 및 합병, 효율성 제고기구의 규제협력과 책임 등 총 6개 분야로 구분한 정책제언을 제시하였다. 이러한 FSI의 정책제언은 ① 금융시장의 영업행위에 대한 통합규제, ② 감독 및 규제역할 재편, ③ 건전성 규제의 통일성 등에 초점을 둔 것으로 평가할 수 있다. 건전성 규제의 경우 FSI는 규제차익 또는 기능적 접근에 의한 포괄적 개편보다는 진입기준, 자본규제의 필요성, 자본조달 등 부분적인 통일성 확보에 초점을 둔 것이 특징적이다. 특히 FSI는 금융시장에 있어서 도매시장의 경우 간접적인 모니터링을 중시한 반면 연금상품 판매 또는 예금업무, 투자상품 판매 등 소매시장의 경우에는 규제당국의 적극적인 역할을 강조하였다. 이러한 FSI 정책제안들은 호주의 통합금융법에 해당되는 2001년의 금융서비스 개혁법(Financial Services Reform Act: FSRA)에 적극적으로 수용되었다. 즉, 금융서비스개혁법은 금융업종별 규제체계의 통합보다는 금융시장의 영업행위 및 공시기능 등에 대한 통합을 중시하였고, 인허가 절차 및 기준 등과 부분적인 업종별 규제체계의 통합을 실시하였다. 또한, FSI는 금융시장의 업무간 수렴보다 금융상품의 영업 또는 판매 등에 의해 나타나는 금융기능의 수렴화를 중시하였는데, 감독 및 규제기구의 역할에 있어서 건전성 감독, 금융시장의 질서(integrity), 금융시스템 안정성 및 유동성 등으로 구분하여 규제, 감독기구의 권한을 명시화하고 상호협력을 중시하였다. 따라서 FSRA는 규제행위의 대상 및 범위를 금융상품 및 서비스 제공에 따른 행위규제를 규정하였다. 금융서비스업에 대한 규제는 금융기관 자체의 건전성보다는 금융상품 및 서비스 제공으로 인해 야기될 수 있는 시장왜곡 또는 불공정거래행위를 방지하는데 초점을 두었고, 금융상품은 기능적 관점에서 일반적 정의와 구체적 정의를 병행하고, 적용 배제되는 경우를 구체적으로 제시하였다. (구본성, 통합금융법의 제정과 논의, 한국금융연구원 (2005), 35~37면)

40) 심영·정순섭, 전계논문, 25면.

과 보험회사를 포함하는 기타의 금융시장으로 구분되었고 각 부분은 다른 기관에 의하여 영위되었고 각 영역별규제감독 역시 금융시장 또는 금융영역의 구분에 따른 규제감독 체제를 가지고 있었다. 따라서 각 금융영역은 그 영역에만 적용되는 내용의 규제를 받아왔다. 규제의 형태에 있어서는 법적규제(statutory regulation)와 자율규제(self-regulation)의 여러 형태가 있었다. 이러한 기존의 금융규제감독의 방식은 환경의 변화로 인하여 점차적으로 개혁의 압력을 받게 된다. 1980년 초 이후 각 시장 간의 차이점 및 영역에 대한 구분이 불명확해 졌다. 은행, 보험, 증권이라는 확연히 구분되어지던 금융상품이 통합되면서 둘 이상의 행위를 하는 기관이 출현하기 시작한 것이다. 또한 법적 규제 방식과 자율규제방식에 대하여 비공식적이며 때로는 초법적인 형식의 자율규제방식보다는 법에 근거하여 규제하는 법적 규제방식을 더욱 선호하게 되었다.⁴¹⁾

II. FSMA 제정과정

1997년 5월 1일 블레어 수상은 재무장관을 통해 금융개혁안을 발표한 직후 증권투자위원회 (Securities and Investments Board; SIB)에 새로운 감독제도 구상을 만들도록 지시하였으며, 이에 SIB는 1997년 8월 ‘금융규제시스템의 개혁(Reform of the Financial Regulatory System)’이라는 제목의 보고서를 수상에게 제출한다. 이에 따라 1997년 10월에 바로 개혁에 착수하여 SIB를 FSA로 개칭하였으며 FSA는 실질적인 감독기구로서 본격적으로 활동하게 되었다. 1998년 6월 1일에는 개정된 영란은행법(Bank of England Act)이 시행되었고, 영란은행의 은행감독기능이 FSA로 이관되었으며 이 개정을 통해 1998년 12월 말 FSA 산하의 기존 9개 규제감독기관들⁴²⁾을 통합·이관하게 되었다. IMRO,

41) 심영·정순섭, 전계논문, 26면.

42) SIB, SFA, IMRO, PIA와 SSDBE(Supervision and Surveillance Division of Bank of

PIA, SFA 등 통합기관의 직원들은 FSA로 자리를 옮겼고, 이와 같은 공인 자율규제기관들은 금융서비스법이 개정될 때까지는 법적으로 존속하는 것으로 되었으며, FSA는 1999년 1월부터 해당 규제서비스를 제공하게 되었다. 이에 따라 1999년부터는 주택대부조합, GLBA, 보험회사에 관한 감독책임을 보유하고 행사하게 되었으며, 영란은행의 책임 하에 있던 은행, 외환, 파생시장, 광·금속물 시장에 관한 감독역할도 인수하였다. 증권투자위원회 산하의 전문기구 직원뿐 아니라 자율규제기관인 SFA, IMRO, PIA도 운영인력 및 기능을 FSA로 이관하였고 특히 로이드도 FSA의 산하로 들어왔다. 입법과정을 보면, 1998년 6월에는 FSMA 법안이 의회에 제출되었으며, 위원회 토론 등을 거쳐 2000

England ; 영란은행 은행감독부서), FSC(Friendly Societies Commission ; GLBA위원회), ID(Insurance Directorate ; 보험감독부), RFS(Registry of Friendly Societies ; GLBA등록실), BSC(Building Societies Commission ; 주택대부조합위원회)의 총 9개 기관이다. (금융감독원, 주요국의 금융감독제도 (2000), 16면 참조.)

※ 영국의 기존 금융감독기관 및 자율규제기관 (SROs)

감 독 기 관	감 독 대 상 업 무
증권투자위원회 (Securities and Investments Board; SIB)	증권업무 전반 (증권거래소, 선물청산소 감독업무 포함)
영란은행 은행감독부 (Supervision and Surveillance Division of the Bank of England)	은행, 도매금융기관(merchant bank), 어음교환소
재무부 보험감독위 (Insurance Directorate; ID)	보험회사
공제조합등기소 (Registry of Friendly Societies; RFS)	신용조합(credit union)
주택금융조합위원회 (Building Societies Commission; BSC)	주택금융조합(building societies)
공제조합위원회 (Friendly Societies Commission; FSC)	공제조합(friendly societies)
증권선물협회 (Securities and Futures Authority; SFA)	증권관련 파생상품거래 업무
투자관리규제단체 (Investment Management Regulatory Organization; IMRO)	투자신탁, 연금기금업무
개인투자자 협회 (Personal Investment Authority; PIA)	개인 소액투자자 관련업무

년 6월 14일 Royal Assent를 받아 공포되었고, 2001년 12월 1일 발효되었다. 이로써 1986년 영국 금융시장의 빅뱅 전후로 입법된 일련의 기존 법률(the Credit Union Act 1979, the Insurance Companies Act 1982, the Financial Services Act 1986, the Building Societies Act 1986, the Banking Act 1987, the Friendly Societies Act 1992)을 정리·폐지하고 단일한 금융규제체계(Regulatory Framework)를 세우게 되었다.⁴³⁾

제 2 절 금융서비스 및 시장법의 내용과 집합투자 규제

I. 개 관

영국의 「금융서비스와 시장에 관한 법(Financial Services and Markets Act; FSMA)」은 1998년 6월 법안이 제출되어 2000년 6월 14일 공포되어, 2001년 12월 1일 발효되었다. 기존의 자율규제방식에서 법적 규제방식을 강화하는 한편, 분산되어져 있던 감독기구의 통합을 목적으로 한 이 입법은 기존에 있던 여러 가지 제반문제와 금융시스템상 나타나는 불투명성을 제거하기 위한 노력의 일환으로 이루어지게 되었다. 즉, 통일성있는 입법체계와 금융산업간의 차별적 규제의 문제점 그리고 국제금융시장에서의 탄력적인 정합성을 취득하기 위한 입법으로서 그 의미를 찾을 수 있다.

FSMA의 가장 큰 특징은 영국의 금융산업에 대한 규제감독에 있어서 근본적인 태도를 “재량”에 의한 규제감독의 방법에서 “규칙”에 의한 규제통제방법으로의 변경이다. 기존 은행규제감독과 관련하여 영란은행은 재량에 의한 감독을 실시하여 감독기준의 불투명성이 있었으나 FSA는 규제감독에 관한 사항을 모두 규칙으로 제정하고 있다.

43) 법제처, 영국과 미국의 금융서비스 및 시장관련 법제 연구, 법제처 세계법제정보센터 (2007), 24~25면.

증권의 경우 1986년 금융법 이전에는 London Stock Exchange의 재량에 의존하였고 1986년 금융법 이후에는 SIB와 각종 SRO에 의하여 복잡한 규제와 규칙을 가지고 있었으나 FSMA 하에서는 FSA가 규칙과 문서화된 지침을 제정함으로써 규정이 많고 복잡하기는 하나 체계적이어서 파악하기 쉽게 되었다.⁴⁴⁾ 현행 FSA에 의한 금융산업의 규제감독의 내용을 살펴보면 모든 영역에 대하여 실제로 단일한 기준을 적용하고 있지는 않다. 그러나 FSA는 FSMA에 의한 일반적 규칙제정권

44) 제정법과 세부적인 지침에 의하여 이루어지는 영국의 증권·금융규제체계에 관하여, 이를 “원칙에 의한 규제(Principle-based Regulation)”으로 볼 것인지 아니면, “규정에 의한 규제(Rule-based Regulation)”으로 볼 것인지에 관해서는 이견의 차이가 있다. 제정법에 근거한 세부적인 지침을 운영한다는 측면만을 본다면 “규정에 의한 규제(Rule-based Regulation)”의 성격이 강하다고 볼 수 있지만, 제정법(FSMA)의 내용을 전체적인 원칙으로서 파악하고 이를 운용하기 위한 수단을 세부지침으로 파악한다면, “원칙에 의한 규제(Principle-based Regulation)”의 성격도 강하다고 할 것이다. Principle-Based System이 성공적으로 운영되기 위해서는 다음과 같은 세가지의 전제가 성립되어야 한다. 첫 번째는, 원칙의 준수로 유인될 수 있는 재량권의 실행에 대하여 규제적 관점에서 강조되어야 한다. 두 번째는, 회사법과 증권거래법 또는 회계법제와 같은 기업관련법의 운영과 관행에 있어서 윤리적인 원칙이 고양되어야 한다. 세 번째는, 규제운영에 관하여 법리적으로 차별화될 수 있도록, 사법부에 의한 적극적인 관여가 이루어질 수 있도록 하는 정치적 전략을 필요로 하게 된다. 첫 번째와 두 번째 전제는 신뢰할 수 있는 방법이기도 하지만, 기술적인 면이나 규범적인 면에 있어서 취약함을 갖게 된다. 세 번째 전제는 기술적인 면에 있어서 강력한 효과를 갖게 되나, 역시 규범적인 면에 있어서의 취약함은 여전하다. 또한, Principle-Based System이 효율적으로 운영되기 위하여는 다음과 같은 몇가지의 경향에 대한 이해를 필요로 하게 되는데, 이러한 경향들은 Principle-Based System보다는 Rule-Based System을 추구하게 되는 요소라고 볼 수 있다. 즉, ① 일반대중은 특히, 자본시장과 같은 영역에서 “확실성”을 추구하게 된다. 따라서 위험평가에 관한 수단들은 정치경제적인 환경과 물가변동 또는 상품가격과 같은 요소들을 고려하여 위험의 범위를 결정하게 된다. ② 행정법상의 영역에서 새로운 지배구조의 패러다임은 규제주체자들로 하여금, 규제협상에 참여하게 만든다. 그러나 이러한 경향은 원칙에 의한 규제보다는 규칙에 의한 규제를 더 많이 발생시킬 요소로서 작용하게 된다. ③ 규정해석 중심의 경향이 지배적이기 때문에, 규칙에 근거한 규제가 추구될 수 있다. 즉, 이러한 경향은 사법부의 사법판단의 근거가 되는 것이 명시적인 규칙이기 때문이고, 입법자나 규제주체자들이 규정에서 애매하고 포괄적인 문구를 삭제하는 현상으로 이어지게 된다. (Lawrence A. Cunningham, A Prescription to Retire the Rhetoric of “Principles-Based Systems” in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting, BOSTON COLLEGE LAW SCHOOL, LEGAL STUDIES RESEARCH PAPER SERIES RESEARCH PAPER 127 (March 13, 2007) at 48~9)

(general rule-making power)에 근거하여 단일한 규제의 기준제정을 준비하고 있다.⁴⁵⁾

FSMA의 전체적인 개관은 다음과 같다.⁴⁶⁾

구 분	내 용
제1부 통제기관 (The Regulator)	금융감독기관인 금융청의 일반적인 의무와 재정법상의 목적을 설명하고 있다. 또한 부속규정 1에서 금융청의 구성과 설명책임을 명확하게 하고 있다.
제2부 규제대상행위 (Regulated and Prohibited Activities)	인가 내지 면제되지 않는 자가 영구히 국내에서 규제영업활동을 하는 것을 일반적으로 금지하고 있다.
제3부 허가 및 예외인정 (Authorisation and Exemption)	어떠한 자가 법의 목적에 입각하여 허가받는지 설명하고 있다. 또한 어떠한 자를 면제할 것인가 결정하는 권한을 부여하고 있다. 허가 받은 자는 제4부에서 정하고 있는 인가 받은 자와 조약과 단일 시장지침에 따라 인가를 받은 외국국적을 가진 자도 포함된다.
제4부 인가절차 (Permission To Carry On Regulated Activities)	규제대상행위를 하는 경우에 금융청에 인가를 신청할 수 있으며, 그러한 인가의 부여, 인가형태, 인가취소 등에 관한 조문을 정하고 있다.
제5부 규제대상행위의 수행 (Performance Of Regulated Activities)	피고용자와 인가받은 자를 위하여 어떠한 역할을 위임받는 자는 금융청의 승인을 얻어야 함을 정하고 있다. 승인받은 자는 금융청이 밝힌 원칙선언서에 의거하여 직무를 수행하여야하는 임무가 요청되고 금융청에 이들에 대한 징계권이 부여되어 있다.

45) 심영·정순섭, 전계논문, 36~37면

46) 법제처, 전계보고서, 26~29면.

제 3 장 영국의 집합투자 및 증권 규제

구 분	내 용
제6부 상 장 (Official Listing)	기관의 권한 및 상장증권 발행기업의 의무를 정하고 있으며, 상장의 유지관리 및 승인에 관한 규정을 정하고 상장규칙을 두고 있다.
제7부 영업양도의 규제 (Control Of Business Transfers)	은행과 보험업을 양도하는 경우를 규정하고 있으며 이러한 영업양도는 법원이 정한 절차에 기초하여 엄격한 감독 하에 행해지게 된다.
제8부 시장남용의 규제 (Penalties For Markets Abuse)	금융청에 시장의 남용행위에 대하여 과징금을 부과할 권한을 부여하고 있다. 어떠한 행위가 시장남용행위에 해당하는가를 정하고 있으며, 이에 관한규정을 정하도록 금융청에 위임하고 있다.
제9부 특별재판부와 제소절차 (Hearings And Appeals)	재판부를 설치하고 법에 의하여 부여된 권한에 기초하여 금융청에 결정을 내리는 경우 상대방은 재판부에 당해 결정의 타당성을 심리 할 것을 구하는 절차를 설명하고 있다. 또한 재판부의 결정에 대하여 항소할 권리를 인정하고 있다.
제10부 규정과 유권해석 (Rules And Guidance)	법에 의하여 인가된 자에 대해 규칙 및 지침을 발할 권한을 금융청에 부여하고 있다. 또한 이러한 권한을 행사하는 경우 지켜야 할 절차에 관해서도 정하고 있다.
제11부 정보수집과 조사 (Information Gathering And Investigations)	금융청은 정보 및 문서의 제출 그리고 보고서를 작성할 것을 요구할 수 있고 조사 및 영장을 작성하고 시설에 들어갈 수 있는 권한을 갖고 있음을 정하고 있다.
제12부 허가기관에 대한	주식보유와 의결권에 의하여 허가받은 자를

구 분	내 용
지배권 (Control Over Authorized Persons)	지배하는 것을 목적으로 하는 자는 FSA에 신고하여 승인을 얻어야 한다고 정하고 있다.
제13부 국내시장 진입규제 (Incoming Firms : Intervention By Authority)	조약과 EC지침에 기초하여 인가된 타국출신자에 대하여 금융청은 개입할 권한을 갖고 있음을 정하고 있으며, 이외 개입의 근거와 행사하는 경우 준수해야할 절차를 정하고 있다.
제14부 행정제재 (Disciplinary Measures)	인가받은 자가 법을 준수할 수 없는 경우 금융청은 이러한 위반에 대하여 공표할 수 있으며 아울러 제재금을 부과할 권한을 갖고 있음을 정하고 있다.
제15부금융피해자 보상 제도 (The Financial Services Compensation Scheme)	인가받은 자가 책임을 수행할 수 없어 금융소비자에게 손해가 발생할 경우 보상금을 지급하는 제도를 완비하도록 금융청에 요구하고 있다.
제16부 옴부즈맨 제도 (The Ombudsman Scheme)	단일 강제가입을 원칙으로 하는 옴부즈만제도를 통해 일반 공중과 인가받은 자 사이에 분쟁이 발생한 경우 일찍부터 간단한 절차를 통해 하도록 금융청에 요구하고 있다. 옴부즈만 제도의 운영자에게는 목적을 수행하기 위하여 일정한 종류의 권한을 부여하고 있으며 강제가입이 아닌 분야의 종류의 분쟁에 관해서도 옴부즈만이 결정할 수 있음을 정하고 있다.
제17부 집합투자안의 규제 (Collective Investment Scheme)	6개의 장으로 구성되어 있고 1장은 정의, 2장은 판매권유 제한, 3장은 유니트 트러스트, 4장은 개방형투자회사, 5장은 승인받은 해외 스킴, 6장은 조사권한을 정하고 있다.

제 3 장 영국의 집합투자 및 증권 규제

구 분	내 용
제18부 공인거래소와 청산 결제기관 (Recognised Investment Exchanges And Clearing House)	인가받은 거래소와 청산회사의 규제체제를 규정하고 이러한 단체의 규제조항(즉 규칙과 지침)과 관행이 경쟁원리에 반하지 않는가를 조사, 감독 할 수 있음을 정하고 있다.
제19부 로이드 재보험협회 (Lloyd's)	로이드조합으로 인가받은 자로서 조합의 업무, 조합원 그리고 조합의 경영과 조합원의 대리인을 관리하는 일정함 권한을 금융청에게 부여하고 있다.
제20부 금융전문가에 의한 서비스 (Provision Of Financial Services By Members Of The Profession)	특별한 상황 하에서 고객에게 금융서비스를 제공하는 전문가에 대하여 인가면제대상으로 하고 금융청에게 감시의 역할 및 일정한 권한을 부여하고 있다.
제21부 상호부조조합 (Mutual Societies)	주택대출조합, GLBA, 근로자공제조합, 기타 상호조합의 등록과 규제기능을 금융청에 이관 할 수 있음을 정하고 있다.
제22부 회계사 및 계리사 (Auditors and Actuaries)	인가받은 자에 의한 감시인 등의 임명 및 책임에 관하여 정하고 있다.
제23부 기록유지 및 공개 (Public Record, Disclosure Of Information And Co-Operation)	인가받은 자의 공적인 기록을 보존하는 것과 비밀정보의 보호를 위한 규정을 둘 것을 금융청에 부과하고 있다.
제24부 금융기관의 파산 처리 (Insolvency)	인가받은 자 등의 청산을 법원에 구할 수 있음과 기타의 지급불능에 관한 절차를 개시할 권한을 금융청에 부여하고 있다. 또한 제3자에 의하여 그러한 절차가 개시되는 경우 금융청이 자신의 의견을 법원에 이야기할 권한을 갖는다는 규정을 두고 있다.

구 분	내 용
제25부 기소 및 배상 (Injunctions And Restitution)	금융청이 소추권한을 갖는 일체의 규칙과 법률의 위반에 대하여 금융청이 유지명령을 법원에 구할 수 있다고 정하고 있다. 또한 위반의 결과 손해가 발생하면 원상회복도 청구할 의무가 있다.
제26부 제고 및 통지 (Notices)	법에 기초하여 금융청은 다양한 행위를 하지만, 그러한 경우 금융청이 따라야하는 통지절차에 관한 규정을 두고 있다. 예를 들어 인가하지 않는 경우, 승인 신청을 거부하는 경우, 과징금을 부과하는 경우, 공표 등의 결정에 관한 통지를 발하는 경우 등의 절차가 그것이다.
제27부 벌 칙 (Offences)	오해를 야기하는 진술과 허위의 정보제공 등을 범위반행위로 하고 있으며 이러한 위반행위가 금지됨을 일반조항으로 정하고 있다. 형사책임을 물을 수 있음을 함께 정하고 있다.
제28부 기 타 (Miscellaneous)	잡 칙
제29부 용 어 (Interpretation)	용어정리
제30부 부 칙 (Supplemental)	부속규정1 금융청, 부속규정2 규제대상행위, 부속규정3 유럽공동체국가의 기업으로 자국에서 인가 받은 기업, 부속규정4 조약상의 권리, 부속규정5 집합투자스킴 관련자, 부속규정6 인가등의 조건, 부속규정7 제3편 적격기관으로서의 금융청, 부속규정8 제6편의 기능 이전, 부속규정9 비상장시 사업설명서, 부속규정10 보상: 적용면제, 부속규정11 증권 매수권유, 부속규정12 양도: 증서, 부속

구 분	내 용
	규정13 금융법원, 부속규정14 경쟁위원회의 역할, 부속규정15 정보와 조사, 부속규정16 공정거래청장이 부과하는 금지행위와 제한, 부속규정17 옴부즈만 스킵, 부속규정18 상호조합, 부속규정19 경쟁정보, 부속규정20 추가적 수정, 부속규정21 경과규정, 부속규정22 폐지되는 법과 그 범위

II. 증권 · 금융 감독의 목적

영국의 「금융서비스 및 시장법(Financial Services and Market Law)」(이하, FSMA)은 동법의 목적으로 네가지를 열거하고 있다.⁴⁷⁾ 시장의 신뢰(market confidence), 일반 대중의 계몽(public awareness), 투자자 보호(protection of consumers), 금융범죄의 축소(reduction of financial crime) 등이 그것인데, 가장 중심이 되는 목적은 “투자자 보호”라는 점을 알 수 있다.⁴⁸⁾ 따라서 FSMA에 의하여 설립된 FSA가 수행하는

47) 신인석, 전제서, 36면.

48) 영국의 “금융서비스 및 시장법(Financial Services and Market Law)”(이하, FSMA)은 Part I에서 영국의 통합금융감독기관인 Financial Services Authority(이하, FSA)의 설립근거를 상세하게 규정하고 있다. 그리고 제2조에서 FSA활동목적을 다음과 같이 규정하고 있는데 이러한 활동목적이 곧 영국의 증권금융감독의 목적으로 해석할 수 있게 된다.

FSMA Part I, Section 2, The Authority’s general duties

- (1) In discharging its general functions the Authority must, so far as is reasonably possible, act in a way - general duties.
 - (a) which is compatible with the regulatory objectives; and
 - (b) which the Authority considers most appropriate for the purpose of meeting those objectives.
- (2) The regulatory objectives are
 - (a) market confidence;
 - (b) public awareness;

증권금융감독의 목적은 FSMA에서 규정하고 있는 바와 같이 금융시스템의 신뢰성 유지, 금융시스템에 대한 대중의 이해 증진, 금융소비자에 대한 적절한 보호, 금융범죄 발생의 여지 축소 등 4가지 사항을 목적으로 하고 있다. (FSMA Section 2-6). 먼저 금융시스템의 신뢰성 유지는 금융거래의 전제조건으로서 금융시스템의 현재 그리고 미래의 안정성을 바탕으로 시장참여자들의 금융거래가 성립된다고 볼 수 있다. 그리고 금융시스템에 대한 대중의 이해 증진은 투자를 비롯한 각종 금융거래에서 발생할 가능성이 있는 위험에 관한 정보를 금융소비자에게 제공함으로써 이에 대한 이해를 증진시킨다. 특히 금융거래 경험이 취약한 소비자들에 대한 집중교육, 금융서비스 정보의 활성화 방안 개발 등이 그 내용이 된다. 거래 및 투자별 리스크, 투자자의 금

-
- (c) the protection of consumers; and
 - (d) the reduction of financial crime.
- (3) In discharging its general functions the Authority must have regard to
- (a) the need to use its resources in the most efficient and economic way;
 - (b) the responsibilities of those who manage the affairs of authorized persons;
 - (c) the principle that a burden or restriction which is imposed on a person, or on the carrying on of an activity, should be proportionate to the benefits, considered in general terms, which are expected to result from the imposition of that burden or restriction;
 - (d) the desirability of facilitating innovation in connection with regulated activities;
 - (e) the international character of financial services and markets and the desirability of maintaining the competitive position of the United Kingdom;
 - (f) the need to minimize the adverse effects on competition that may arise from anything done in the discharge of those functions;
 - (g) the desirability of facilitating competition between those who are subject to any form of regulation by the Authority.
- (4) The Authority's general functions are
- (a) its function of making rules under this Act (considered as a whole);
 - (b) its function of preparing and issuing codes under this Act (considered as a whole);
 - (c) its functions in relation to the giving of general guidance (considered as a whole); and
 - (d) its function of determining the general policy and principles by reference to which it performs particular functions.
- (5) "General guidance" has the meaning given in section 158(5).

용지식, 필요 정보 제공을 통해 금융소비자에 대한 적절한 보호를 위해 리스크의 종류에 따라 차별적인 보호를 제공한다. 즉 위험을 금융기관의 파산과 관련된 리스크로 금융기관의 취약, 경영진의 무능, 자본의 부족 등의 건전성 리스크(prudential risk), 사기에 의한 잘못된 발표, 고의적인 부적절한 상품판매, 금융기관의 상품판매, 홍보에서의 허위 등 신용도 리스크(bad faith risk), 금융상품의 판매에서 금융상품이나 서비스에 대한 소비자의 이해부족이나 고객의 요구에 부적격한 상품의 판매로 발생하는 복잡성·부적격 위험(complexity·unsuitability risk), 투자에 예상되는 수익이 환원되지 않을 성과 리스크(performance risk) 등으로 분류한다. FSA는 신뢰성 리스크, 신용도 리스크, 복잡성·부적격 리스크 등의 경우에는 이를 축소하고 확인하는 역할을 담당하고, 성과 리스크에 관해서는 리스크에 대한 설명의무의 이행, 과장광고의 금지 등에 관한 감독을 한다. 마지막으로 금융범죄가 발생할 경우 금융시스템에 대한 신뢰는 크게 손상되므로 FSA는 자금세탁, 기만·허위·전자금융범죄, 내부자거래 등을 3대 금융범죄 유형으로 규정하고 이러한 금융범죄의 확산방지를 위해 감독을 수행한다.⁴⁹⁾

III. FSMA의 적용범위

1. 대상기관

FSMA의 규제대상이 되는 기관은 크게 은행(예금)기관, 보험회사, 증권회사로 나누어 볼 수 있다. 그리고 이 외에 기타의 규제대상이 있는데, FSMA에 근거하여 설립된 주무감독기관인 Financial Service Authority(이하, FSA)는 시장의 신뢰성 유지의 임무를 수행하기 위하여 영국 증권시장의 완전성(integrity)을 감독한다. 거래소와 청산소(clearing house) 및 시장기반제공자(market infrastructure providers)에 대한 감독

49) 금융감독원, 외국의 금융감독기관 (2004.2), 592~94면.

과 시장감시와 거래감시를 수행한다. 또한, FSA는 영국의 증권상장(listing)에 관한 권한을 행사한다. 현재 UKLA(the UK Listing Authority)로서 상장요건, 공모매출안내, 관련서류의 심사 및 승인을 하며 상장회사가 상장규칙을 준수하는가를 감독한다.⁵⁰⁾ 주요 규제대상인 예금기관(deposit-takers)에 대한 규제로서, 예금자 보호를 목적으로 은행과 주택금융조합(building societies) 및 신용조합(credit union)의 건전성을 감독한다. 예금기관이 투자업무(일반공중에 대한 연금 또는 생명보험상품의 안내)를 병행하는 경우에는 행위규제에 관한 감독도 받는다. 보험회사의 경우, FSA는 ① 모든 보험자에 대한 건전성규제, ② 투자업무를 영위하는 생명보험자와 우애조합의 행위규제, ③ Lloyd's의 일정 부문에 대한 감독을 수행한다. FSA의 보험산업에 대한 규제와 감독의 중요한 목적은 효율적이며 효과적인 규제감독에 의하여 보험계약자(policyholder)가 적절한 상품을 계약하였다는 신뢰를 주고, 보험회사 및 공제조합이 채무를 이행하고 고객을 공정하게 대하도록 함에 있다. 증권회사에 대한 규제는 FSA의 증권국(Investment Firms Division)에서 이루어 지는데, 국제투자기금운용업무(global fund management operations), 투자은행(investment banks), 주식중개인(large UK stockbrokers)으로부터 1인 금융상담업에까지 약 7,500여 개의 증권관련 감독을 담당한다.⁵¹⁾

2. 규제대상행위

(1) 개 요

FSMA는 금융업의 대상이 되는 것을 규제대상행위로 정하고, 이러한 규제 대상행위(regulated activities)를 허가(authorization) 또는 면제(exemption)없이 영위할 수 없다는 일반적 금지사항을 규정하고

50) 법제처, 전계보고서, 31면.

51) 심영·정순섭, 전계논문, 32~33면 참조.

있다.⁵²⁾ FSMA의 적용대상은 규제대상행위라는 개념을 이용하여 정의되어 있다. 규제대상행위는 FSMA 제22조에서 “영업으로서 영위되는 ‘특정행위(activity of a specified kind)’로서 (a) ‘특정투자’와 관련되는 행위, (b) 모든 종류의 재산권과 관련되어 영위되는 행위(집합적 투자기구와 관련된 행위를 말한다)”를 포함하는 것으로 매우 포괄적으로 정의되어 있다.⁵³⁾

영국재무부는 수권된 권한을 행사하여 “특정행위”와 “특정투자”를 지정하는 규제대상행위령⁵⁴⁾을 공포하였다.⁵⁵⁾ 즉 영국 재무부령이 지정한 구체적인 “특정행위”는 예금의 수령, 보험계약의 체결, 본인 및 대리인으로서의 투자거래, 투자거래의 중개 및 운용 등으로 은행, 보험, 증권 등 모든 금융영역을 포함한다. 또한, FSMA체제하에서 “투자”는 모든 자산, 권리, 혹은 이익을 포함한다. 이 가운데 “특정투자” 관련 “규제대상행위”에 대해서는 인가 기타 규제가 강제되는데, FSMA에 의하여 “특정투자” 지정권을 재무부에 대하여 부여하고 있

52) FSMA Part II Regulated And Prohibited Activities, The general prohibition, Section 19

- (1) No person may carry on a regulated activity in the United Kingdom, or purport to do so, unless he is -
(a) an authorized person; or
(b) an exempt person.

- (2) The prohibition is referred to in this Act as the general prohibition.

53) FSMA Section 22. Regulated activities

- (1) An activity is a regulated activity for the purposes of this Act if it is an activity of a specified kind which is carried on by way of business and
(a) relates to an investment of a specified kind; or
(b) in the case of an activity of a kind which is also specified for the purposes of this paragraph, is carried on in relation to property of any kind.
(2) Schedule 2 makes provision supplementing this section.
(3) Nothing in Schedule 2 limits the powers conferred by subsection (1).
(4) “Investment” includes any asset, right or interest.
(5) “Specified” means specified in an order made by the Treasury.

54) The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, SI 2001/544.

55) 심영 · 정순섭, 전계논문, 37면.

다. ‘특정투자’에 포함될 수 있는 투자는 FSMA 부속서2의 제2부에 예시되어 있고, 규제대상행위령에서 기술하고 있는 행위에 대해서는 항을 달리해서 설명한다.

(2) 규제대상행위령

FSMA는 규제대상행위에 대한 포괄적인 정의와 예시만을 하고 재무부에 규제대상행위를 정하도록 위임하고 있으며 재무부는 이에 따라 규제대상행위령(Regulated Activities Order)을 제정하였다. 규제대상행위령은 특정행위와 투자에 관하여 포함되는 항목들을 다음과 같이 기술하고 있다.

특정행위(specified activities)에는 ① 예금의 수취(accepting deposits), ② 보험계약의 체결 및 이행(effecting and carrying out contracts of insurance), ③ 본인으로서의 투자거래(effecting investments as principal), ④ 대리인으로서의 투자거래(dealing in investments as agent), ⑤ 투자의 중개(arranging deals in investments), ⑥ 투자의 운용(managing investment), ⑦ 투자의 보호 및 관리(safeguarding and administering investments), ⑧ 타인을 위하여 증권과 관련한 무형의 지시를 발송하는 행위(sending dematerialized instructions), ⑨ 집합투자상품에 관한 행위(establishing etc. a collective investment scheme), ⑩ 이해관계자 연금상품에 관한 행위(establishing etc. a stakeholder pension scheme), ⑪ 투자자문(advising on investments), ⑫ 로이드보험시장에서의 일정한 행위, ⑬ 장례계약(funeral plan contracts), ⑭ 주택담보대출계약(regulated mortgage contracts), ⑮ 특정행위 이행의 수락(agreeing to carry on specified kinds of activity) 등이 포함된다.

FSMA 체제하에서 “투자(investment)”는 모든 자산, 권리, 혹은 이익(any asset, right or interest)을 포함한다. (제22조 4항) 이 가운데, “특정

투자(specified investments)”에 대한 “규제대상행위”에 대해서는 인가와 같은 기타 규제가 강제되는데, 앞에서 언급한 바와 같이 FSMA는 “특정투자” 지정권을 재무부에 대해 부여하고 있다. “특정투자”에 포함될 수 있는 투자는 FSMA, 부속서 2의 제2부에 예시되어 있으며 영국 재무부가 수권받은 권한을 행사하여 지정하는 투자(investment)에는 ① 예금(deposits), ② 보험계약(contracts of insurance), ③ 주식 등 자본지분(shares etc), ④ 사채, CD 등의 채무증서(instruments creating or acknowledging indebtedness), ⑤ 정부·공공채(government and public securities), ⑥ ③~⑤의 특정투자에 대한 권리나 이익(warrants) 등 투자자격부여 금융수단(instruments giving entitlement to investments), ⑦ ③~⑥의 특정투자에 대한 증서(certificates representing certain securities), ⑧ 집합투자상품의 지분(unipied in a collective investment scheme), ⑨ 이해관계자연금상품의 권리(rights under a stakeholder pension scheme), ⑩ 옵션(option), ⑪ 선물(futures), ⑫ 차액거래계약(contracts for differences etc.), ⑬ 로이드신디케이트에의 가입(Lloyd's syndicate capacity and syndicate membership), ⑭ 장례계약(funeral plan contracts), ⑮ 주택담보대출계약(regulated mortgage contracts), ⑯ 투자에 대한 권리 또는 이익(right to or interests in investments) 등이 포함된다.⁵⁶⁾

IV. 규제의 수단

1. 규정·기준 설정권

FSMA는 금융규제감독과 관련하여 일반적이며 기본적인 규제의 근거를 제시하면서, 이를 수행할 행정관청으로서 FSA에게 규제권한을 부여하고 있다. 따라서 FSA는 의회의 간섭 없이 FSA의 규정으로 제정 및 개정할 수 있는 권한을 가지고 있으며, 산업계에 대한 표준규준을 정할

56) 심영·정순섭, 전계논문, 38면.

권한을 가지고 기준제정을 통하여 규제조치에서 발동할 수 있는 권한을 갖고 있다. 이러한 권한의 대표적인 것으로서 FSA는 건전성규제 기준(prudential standards) 및 행위규제 기준(conduct of business standards)을 설정한다. 건전성규제 기준의 경우는 대부분이 유럽공동체(EC)의 기준 또는 국제기구인 바젤위원회나 국제보험감독협회(Basel Committee on Banking Supervision, International Association of Insurance Supervisor)의 기준에 근거하고 있으며 그 밖에 회계, 감사, 평가 및 투명성기준을 설정한다. 행위규제 기준은 소비자와 관련하여 중요한 것으로 업무행위기준국(Conduct of Business Standards Division)에서 담당한다. 그리고 FSA는 금융회사가 FSA로부터 인허가를 받아 영위하고 있는 금융업에 대한 감독규정을 제정할 수 있다.⁵⁷⁾

2. 금융업의 인·허가(authorization)

(1) 일반적 금지

FSMA는 대부분의 금융행위를 ‘규제대상행위’(regulated activities)로 규정하고 이러한 ‘규제대상행위’를 영위하기 위해서는 허가(authorization)⁵⁸⁾를 취득하도록 강제하고 있다. 즉 모든 규제대상행위는 원칙적으로 금지되고, 허가를 받은 자(authorized person)혹은 인가가 면제된 자(exempted person)에 대해서만 예외적으로 허용된다.⁵⁹⁾ 규제대상행위를

57) 심영·정순섭, 전계논문, 32면.

58) 인가와 허가를 구분해보면, 인가는 영국에서 규제대상행위(예금수취, 자산수탁, 위탁의 중개, 자산운용, 투자자문 등)를 할 수 있는 자격으로서 미인가시에는 투자유치행위가 금지된다. 인가의 예로는 영국에서 금융업자격 획득은 통상 최초 허가를 통한다. 허가는 규제대상행위를 수행하기 위해서 금융업종별로 허가를 얻는 것을 말한다. 금융서비스 시장법 제41조에 의한 조건을 충족할 필요가 있으며 그러한 조건으로는 법적지위, 소재지, 충분한 인적 자원 등이 있다. (법제처, 전계보고서, 46면)

59) FSMA Part II Regulated And Prohibited Activities, The general prohibition, Section 19

(1) No person may carry on a regulated activity in the United Kingdom, or purport to do so, unless he is -

(a) an authorized person; or

영위하고자 하는 금융기관⁶⁰⁾은 인가의 취득이 사실상 강제된다. 허가 받은 자가 인가를 받지 않고 규제대상행위를 한 경우에는 그 행위가 범죄를 구성하지 않고, 거래가 무효하지 아니하며 법정의무 위반을 이유로 소송을 제기할 수 없다.⁶¹⁾ 하지만 허가 없이 즉 일반적 금지 규정을 위반한 자는 범죄행위를 구성하여 처벌의 대상이 된다.⁶²⁾ 또

(b) an exempt person.

(2) The prohibition is referred to in this Act as the general prohibition.

60) 여기서의 금융기관은 법인뿐만 아니라 조합, 개인영업자를 포함하는 개념이다. 이러한 의미는 우리나라 자본시장통합법상의 개념과도 상응한다고 할 것이다. 즉, 우리나라 자본시장통합법상에서도 규제대상을 일반적인 회사에 한정하지 않고, 조합이나 개인영업자, 법인 등 모든 개념을 포괄하여 규제하고 있다. 이러한 태도는 영국의 FSMA나 우리나라 자본시장통합법이 기능별규제를 특징으로 한다는 점을 반영한다고 할 것이다.

61) FSMA Part II Regulated And Prohibited Activities, Requirement for permission, Section 20

(1) If an authorized person carries on a regulated activity in the United Kingdom, or purports to do so, otherwise than in accordance with permission

(a) given to him by the Authority under Part IV, or

(b) resulting from any other provision of this Act, he is to be taken to have contravened a requirement imposed on him by the Authority under this Act.

(2) The contravention does not

(a) make a person guilty of an offence;

(b) make any transaction void or unenforceable; or

(c) (subject to subsection (3)) give rise to any right of action for breach of statutory duty.

(3) In prescribed cases the contravention is actionable at the suit of a person who suffers loss as a result of the contravention, subject to the defences and other incidents applying to actions for breach of statutory duty.

62) FSMA Part II Regulated And Prohibited Activities, Offences, Section 23

(1) A person who contravenes the general prohibition is guilty of an offence and liable -

(a) on summary conviction, to imprisonment for a term not exceeding six months or a fine not exceeding the statutory maximum, or both;

(b) on conviction on indictment, to imprisonment for a term not exceeding two years or a fine, or both.

(2) In this Act “an authorisation offence” means an offence under this section.

(3) In proceedings for an authorisation offence it is a defence for the accused to show that he took all reasonable precautions and exercised all due diligence to avoid committing the offence.

한, FSMA는 일반적 금지규정에 반하는 금융거래의 효력에 관한 규정을 두고 있다. 규제대상행위를 하는 과정에서 일반적 금지에 반하여 이루어진 합의는 상대방에 대하여 효력을 가지지 못한다.⁶³⁾ 상대방은 합의에 따라 이전하였던 금전이나 재산의 반환을 청구할 수 있고 합의가 무효로 됨으로 인한 손실의 보상을 청구할 수 있다⁶⁴⁾

(2) 인·허가 요건

인·허가 대상행위에 관해서는 감독기관의 규제대상행위(Regulated Activities)에 해당하는 영업을 하고자 하는 자는 FSA로부터 인·허가를 받아야 한다고 규정하고 있다. (FSMA Section 19) 규제대상행위에 관해서는 부속서2와 앞서 언급한 규제 대상행위령에 자세하게 규정되어 있으며, 예금수취(Deposit Taking), 자산수탁 및 관리업무 수취(accepting deposits) 등을 포함한다. FSMA 제4부 41조는 허가의 필수조건(The threshold conditions)에 관해 규정하고 있는데, 허가의 필수조건에 관한 상세한 사항은 FSMA 부속서 6에 규정되어 있다. 즉, 첫째, 각 규제대상행위 신청에 필요한 신청자의 자격에 대해서 보험과 은행의 두 가지 영역에 대하여 규정을 두고 있다. 신청자가 신청한 규제대상행위가 보

63) FSMA Part II Regulated And Prohibited Activities, Enforceability of agreements Section 26

(1) An agreement made by a person in the course of carrying on a regulated activity in contravention of the general prohibition is unenforceable against the other party.

(2) The other party is entitled to recover -

(a) any money or other property paid or transferred by him under the agreement; and

(b) compensation for any loss sustained by him as a result of having parted with it.

(3) “Agreement” means an agreement -

(a) made after this section comes into force; and

(b) the making or performance of which constitutes, or is part of, the regulated activity in question.

(4) This section does not apply if the regulated activity is accepting deposits.

64) 따라서 거래의 상대방은 동 계약을 이행하는 것이 자기에게 이로울 때에는 거래의 효력을 주장하고, 불리할 경우에는 동 거래의 효력을 부인한 다음 이미 지급한 금액과 손해의 보상을 청구할 수 있다. 이는 금융 서비스업자에게 규정을 준수하게 하는 매우 중요한 요인이 될 것으로 기대하고 있다.

협업의 영위를 포함할 경우에는 당해 신청자는 법인, 등록된 우애조합 혹은 Lloyd's의 회원이어야 한다. 그리고 은행업을 영위하기 위해서는 법인이나 조합이어야 한다. 둘째, 영업소 소재지 요건은 신청자의 주된 영업장소가 영국일 것을 요구한다. 신청자가 법인인 경우 그 본점(head office)이나 등록된 사무소(registered office)가 영국 내에 소재하여야 한다. 영국에 본점을 가진 개인인 경우 반드시 국내에서만 영업을 하여야 한다. 셋째, 신청인의 모회사나 자회사 등 특수관계에 있는 자로 인하여 금융청의 감독권 행사가 방해되어서는 아니 된다. 넷째 요건은 적정자본금 등의 금융업 영위에 충분한 자격을 보유할 것을, 그리고 다섯째 요건은 신청인이 해당 업무 영위에 적합한지 여부를 가리는 적합성 요건(fit and proper test)을 의미한다.⁶⁵⁾

(3) 인·허가 절차

영국에서 금융기관이 허가(authorization)를 받는 방법은 크게 두 가지가 있다. 우선 규제대상행위의 영위에 대한 금융청의 인가(permission)를 받는 것이다. 따라서 통상 금융기관은 하나 혹은 그 이상의 규제대상 행위를 영위하기 위한 금융청의 인가를 취득해야 한다. 또한 영국 외의 EU국가에서 자국법에 의한 인·허가를 받은 금융기관도 FSMA의 적용에 있어서는 인·허가된 자로 간주된다. FSMA는 이상의 규제대상행위 전체에 대한 인가절차를 통합해 규정하고 있다. 규제대상행위에 대한 통합인가절차는 FSMA 제4부에 규정되어 있기 때문에 인가절차는 통상 ‘제4부 절차’(Part IV Regime)라고 부른다. 따라서 각종 규제대상행위를 영위하고자 하는 자는 제4부에 규정된 절차에 따라 금융청에 허가를 신청하면 된다.⁶⁶⁾

65) 심영·정순섭, 전게논문, 32면.

66) 인·허가절차를 구체적으로 보면, FSA 담당직권과의 사전면담(Pre-application meetings), 인·허가신청(Application for permission), 인·허가심사(Determining Applications)의 절차로 진행된다. 사전면담절차를 보면, 인·허가 신청자는 신청에 앞서 FSA의 기업허가국

3. 건전성 규제

(1) 건전성 규제 기준의 단일화

FSMA는 FSA에 개별 금융기관의 파산을 방지하는 책임을 부과하는 규정을 두고 있지 않다.⁶⁷⁾ 그러나 개별 금융기관의 파산은 금융시스템의 안정과 소비자의 불이익을 가져올 수 있다. 따라서 FSA는 FSMA상의 의무인 금융시스템에 대한 신뢰의 유지와 소비자 보호를 목적으로 건전성 규제감독을 하여야 한다. 이에 따라 FSA는 현재 은행, 보험, 증권, 권역별 건전성 규제기준을 설정하여 운용하고 있다. 그러나 FSA의 최종 목적은 건전성 규제기준을 통합하는데 있으며, 통합건전성규제기준(FSA Integrated Prudential Regulation)을 마련하여 2004년부터 시행중이다.⁶⁸⁾

(Corporate Authorization Department)과 사업계획, 자본적정성, 유동성 등에 대한 면담을 갖는다. 이후 신청자는 필요한 서류를 갖추고 우편 또는 직접 기업허가국에 인·허가 신청을 한다. 인·허가를 받고자 하는 규제대상행위에 따라 필요한 서류 및 정보는 달라지며 FSA는 인·허가과정에서 추가자료의 제출을 요구할 수 있다. FSA는 인·허가 신청서류가 사실에 부합함에 관한 입증을 신청자에게 요구할 수 있으며, 입증방법으로 감사, 회계사, 계리인, 기타 FSA의 승인을 받은 전문가로부터의 확인이 이용된다. 인·허가의 신청이 있으면 FSA의 직원이 1차적으로 인·허가 기준의 부합 여부 및 관계인의 적격성을 심사한다. 적합하다고 판단되는 경우 영업을 인·허가 하고 인·허가 기준에 부합하기 위하여 일정한 수정이 필요하다고 판단되는 경우 영업범위의 축소 등 제한을 부과하거나 인·허가 서류의 보완을 지시한다. 적합하지 않다고 판단될 경우 불허 의사를 표명한다. FSA 직원이 제한(limitation), 보완(requirement), 불허(refusal)의사를 표명한 경우 인·허가 결정권은 FSA의 규제결정위원회(Regulatory Decisions Committee)로 이관되고 동 위원회는 신청자의 의견을 들어 최종 결정한다. (금융감독원, 전개보고서(2004), 632-633면)

67) FSA, A New Regulator for the New Millennium (January 2000) 참조.

68) 통합건전성 규제기준의 목표는 각 금융기관의 성격에 따라 분리된 건전성 기준을 통합하여 모든 금융기관으로 하여금 건전성을 유지할 수 있는 적절한 시스템 및 통제제도(appropriate system and control)를 갖출 것과 보유하고 있는 위험에 대한 자기자본 비율을 산출하고 이에 해당하는 적정한 재정적 자원(adequate financial resources)을 보유할 것을 요구하는 것이다. 따라서 통합건전성규제기준에서는 금융기관의 영업의 종류와 관계없이 기관이 가지고 있는 위험에 따라 적용될 규칙과 지침을 정하게 된다. 단지 보험업의 경우에는 EC권고안(directives)의 수용이라는 제약으로 인하여 원칙적으로 보험에 대한 기준을 분리하여 규정하고 일정부분에서

(2) 통합건전성 규제기준

통합건전성 규제기준에서는 금융기관의 영역별 분류를 완전히 없애는 것은 아니다. 통합건전성 규제기준을 적용하기 위해서는 먼저 금융기관의 중요업무에 대한 위험을 기준으로 다음의 세가지 종류로 분류하게 된다.⁶⁹⁾

- ① 고객과 직접적인 채권·채무관계(direct creditor relationship)를 가지거나 기관의 파산으로 인하여 고객이 무담보채권자(unsecured creditors)가 되는 경우, 채무초과(insolvency)가 시장의 신뢰를 해하게 되는 기관, 예금수취기관, 보험회사, 자신이 직접 증권을 거래하는 기관이 여기에 포함된다.
- ② 고객과 직접적인 채권·채무관계는 없으나 고객의 자산을 보유하는 기관, 고객의 대리인으로서 투자의 중계, 운영, 고객의 금전을 수취·보관하는 경우, 투자를 유지·운영하는 경우가 이에 해당한다.
- ③ 고객과 직접적인 채권·채무관계가 없어 기관이 파산한 경우에도 고객의 손해가 발생하지 않는 기관, 증권거래나 계약에 기초한 투자(contractually based investment)를 중계, 운영, 조언을 하는 기관이 포함된다. 통합건전성규제기준으로서는 원칙적으로 ②의 기관에게는 ①의 기관에 비하여 완화된 기준을, ③의 기관에게는 더 완화된 기준을 적용하게 된다.⁷⁰⁾

통합된 기준을 제시하고자 노력하고 있다. (법제처, 전계보고서, 51면)

69) 법제처, 전계보고서, 51~52면.

70) 통합건전성규제기준은 기관별 기준에서 벗어나 위험별 기준(risk by risk approach)을 설정한다. 통합건전성규제기준을 위한 위험의 분류는 신용위험(credit risk), 시장위험(market risk), 운영위험(operational risk)으로 금융기관이 큰 손실 또는 파산에 직면할 수 있는 중요한 위험을 기준으로 한다. 이에 따라 각 금융기관은 원칙적으로 최저자본요건(base capital requirement)을 제외하고 모든 기관에 인가와 관계 없이 동일한 요건의 적용을 받는다. (법제처, 전계보고서, 52면)

V. 업무행위 규제

1. 업무행위 규제기준

(1) 개념

FSA는 기존의 증권업과 관련한 업무행위규제기준을 중심으로 인가된 금융기관의 업무행위규제기준을 단일화하였다. 금융권유행위(financial promotion)규제의 경우에는 FSMA에 의한 새로운 접근방법으로 단일화하고 있다.⁷¹⁾ FSA가 제정한 업무행위 규제기준(Conduct of business sourcebook; COB)은 소비자의 공정한 대우와 효과적이며 정보에 기초한 선택 및 시장의 효율성을 목적으로 하고 있다. 업무행위규제기준은 주로 인가금융기관과 소비자 사이의 정보의 교류, 소비자에 대한 자문 또는 소비자를 위한 재량적 행위 및 소비자의 지시에 대한 실행과 관련하여 규정하고 있다.⁷²⁾

(2) Conduct of business sourcebook(COB)의 개요

COB는 FSA의 규정·지침집의 일부로서 FSA에 의해 규율되는 기업의 상세한 영업행위요건을 정하고 있다. COB의 내용은 주로 투자회사의 영업과 관련된다. 그러나 이 규정은 예금기관, 일반 보험자와 일정한 로이드 시장의 참가자에게도 적절한 규정과 지침을 역시 포함하고 있다.⁷³⁾

71) 영국은 이와 같이 증권업과 금융업의 겸영을 허용하면서, 이를 통제하기 위한 업무행위기준을 통일화된 준칙에 의하여 통제·규율하고 있다.

72) 법제처, 전계보고서, 55~56면.

73) Conduct of business sourcebook(COB)는 FSA가 발간한 Handbook의 일부를 이루고 있다. FSA는 FSMA의 시행을 보다 더 탄력적이고 효율적으로 운영하기 위하여 지침서와 같은 성격의 Handbook을 수시로 보완·발행한다. 8개의 중요한 분야로 편성하여 구성되고, COB도 그 중 한 영역에 해당된다. FSA Handbook은 다음과 같이 구성된다. ① Glossary, ② High Level Standards, ③ Prudential Standards, ④ Business Standards, ⑤ Regulatory Processes, ⑥ Redress, ⑦ Specialist sourcebooks, ⑧ Listing, Prospectus and Disclosure, ⑨ Handbook Guides, ⑩ Regulatory Guides.

※ COB의 개요⁷⁴⁾

	내 용
COBS 1	적용 (Application)
COBS 2	영업행위상의 의무 (Conduct of business obligations)
COBS 3	고객에 대한 분류 (Client categorization)
COBS 4	금융권유를 포함한 고객과의 의사소통 및 상담 (Communicating with clients, including financial promotions)
COBS 5	원거리 의사소통 (Distance communications)
COBS 6	회사와 서비스 및 상환에 관한 정보 (Information about the firm, its services and remuneration)
COBS 7	보험중개 (Insurance mediation)
COBS 8	고객과의 협의 (Client agreements)
COBS 9	기본적인 자문을 포함한 적합성의 원칙 (Suitability, including basic advice)
COBS 10	비자문서비스에 있어서의 적합성 (Appropriateness, for non-advised services)
COBS 11	거래 및 운영 (Dealing and managing)
COBS 12	투자에 관한 조사 (Investment research)
COBS 13	상품정보에 관한 준비 (Preparing product information)
COBS 14	고객에 대한 상품정보의 제공 (Providing product information to clients)
COBS 15	취소 (Cancellation)

74) FSA, The Handbook, Business Standards, Conduct of Business Sourcebook.

	내 용
COBS 16	고객에 대한 정보의 보고 (Reporting information to clients)
COBS 17	장기 요양보험의 운영에 관한 주장 (Claims handling for long-term care insurance)
COBS 18	전문회사의 관련 사안 (Specialist Regimes)
COBS 19	연금에 관한 추가적인 규정 (Pensions supplementary provisions)
COBS 20	이익배당의 보증 (With-profits)
COBS 21	관련사안과의 연계 (Permitted Links)

(3) COB의 목적

기업과 기업고객간의 다양한 관계에 대한 영업기준을 설정하고 강화하기 위하여, COB의 내용들은 준수된다. 즉, 기업과 고객간의 정보의 흐름, 고객에 대한 자문, 고객을 위한 임의대리, 안내의 실행 등을 주요내용으로 하고 있는 COB는 기업의 고객들을 보호하기 위한 것을 목적으로 하고 있다. 이러한 COB의 내용은 고객들로 하여금 공정하고 효과적으로 충분한 정보를 수집하고 이를 근거로 투자할 수 있도록 하는 것을 지원하게 된다. 이러한 방법을 통하여 전체적으로 시장이 효과적으로 작동할 수 있도록 하는 점을 기대할 수 있게 된다.

2. 금융권유행위(financial promotion)의 규제

금융권유행위란 청약의 유인을 포함하거나 구속력을 가지는 행위를 유인하는 행위를 포함하는 의사전달을 의미한다. FSMA Section 21은 권유행위에 대한 일정한 규제를 하고 있다.⁷⁵⁾ FSMA상 권유행위의 규

75) FSMA Part II, Section 21, Financial promotion,

(1) A person (“A”) must not, in the course of business, communicate an invitation or

제는 금융업을 허가받은 자(authorised person)와 받지 아니한 자(un-authorised person)를 구분하여 허가를 받은 자는 COB의 규제를 받고, 허가를 받지 않은 자의 권유행위는 FSMA Section 21의 규제를 받는다. FSMA는 종전의 광고(advertisement)와 unsolicited call의 개념을 버리고 어떠한 수단을 통한 것이든 의사전달(communication)이라는 개념을 규정하고 있다. 또한 예금, 보험, 증권에 대한 규제원칙을 일원화하고 있다.

금융업 허가를 받은 자의 승인을 받은 경우를 제외하고 금융행위 인가를 받지 아니한 자는 업무상(in the course of business) 투자행위의 참여(engage in investment activity)를 권유 또는 유인(invitation or inducement)하는 내용의 의사전달(communication)을 할 수 없다. (FSMA Section 21(1),(2)) 재무부의 권유행위령에 의한 면제가 되는 경우에는 제외된다. FSMA상의 권유규제를 위반한 자는 형사처벌의 대상이 되

inducement to engage in investment activity. promotion.

- (2) But subsection (1) does not apply if -
 - (a) A is an authorized person; or
 - (b) the content of the communication is approved for the purposes of this section by an authorised person.
- (3) In the case of a communication originating outside the United Kingdom, subsection (1) applies only if the communication is capable of having an effect in the United Kingdom.
- (4) The Treasury may by order specify circumstances in which a person is to be regarded for the purposes of subsection (1) as -
 - (a) acting in the course of business;
 - (b) not acting in the course of business.
- (5) The Treasury may by order specify circumstances (which may include compliance with financial promotion rules) in which subsection (1) does not apply.
- (6) An order under subsection (5) may, in particular, provide that subsection (1) does not apply in relation to communications -
 - (a) of a specified description;
 - (b) originating in a specified country or territory outside the United Kingdom;
 - (c) originating in a country or territory which falls within a specified description of country or territory outside the United Kingdom; or
 - (d) originating outside the United Kingdom.

며, 권유규제 위반으로 인한 계약은 고객에 대하여 효력을 주장할 수 없고 고객은 손해배상 등을 청구할 수 있다. (FSMA Section 30) 단지 법원은 “공정하고 공평한(just and equitable)” 이유가 있는 경우에 계약의 효과를 인정하는 재량을 가지고 있다.

3. 시장남용 행위(market abuse)의 규제

(1) 도입 배경

금융감독기구 및 금융감독법규의 통합움직임 속에서 시세조종행위 규제체제 및 내부자거래 규제체제에 대한 재검토가 이루어졌고, 이들 규제체제에 대해서 큰 변화가 생겨났다. 그것은 시세조종행위, 내부자거래에 대해 형법적 규제체제와는 별도로 다른 구성요건을 갖는 독립된 민사적·행정적 규제체제를 확립한 것이다.

새로운 민사적·행정적 규제체제는 시세조종, 내부자거래 등의 행위를 시장남용으로 규정하고, 시장남용의 규제명분으로서 시장보호를 내세우고 있다. 그 결과 영국에서는 하나의 남용행위에 대해 시장보호적 구성요건을 갖는 민사적 혹은 행정적 시장남용 규제체제와 형법적 구성요건을 갖는 형법적 규제체제가 중첩적으로 적용될 수 있게 되었다. 각각의 구성요건에 해당될 경우 민사적 손해배상청구 혹은 행정적 과징금의 부과와 더불어 형벌의 부과가 병행적으로 이루어질 수 있게 되었다. 시장남용에 대한 민사적·행정적 규제체제의 추가적 도입은, 시세조종행위 및 내부자거래에 대해 기존의 형법적 규제체제가 적절히 대응하기 어려운 시장남용유형 혹은 일정한 영역(즉 시장의 완전성을 해치는 행위이지만 내부자거래나 시세조종의 범위에 해당하지는 않고 또한 형사범죄로 취급하기에도 적절하지 않은 행위유형 혹은 영역)이 존재한다는 인식에 기인한다.

형사범죄는 시장 혹은 시장이용자를 남용 혹은 이용하겠다는 분명한 인식이 존재하는 매우 심각한 위법행위를 처벌대상으로 하지만, 시장신뢰, 시장의 완전성, 시장의 효율성 등은 그 밖의 위법행위에 의해서도 손상될 수 있다. 따라서 새로운 민사적·행정적 규제체제는 형벌적 행위대상보다 더 넓은 유형과 범위의 위법행위를 FSA의 규제 대상으로 끌어들이기 위하여 도입되었다.⁷⁶⁾

(2) 규제의 특징

새로운 시장남용 규제체제의 특징 중 하나는 민사적·행정적 규제 대상 혹은 범위를 확장한 점이다. 즉 기존의 규제체제하에서 형벌적 행위대상 밖의 행위는 오직 FSA의 허가를 받은 자(authorized persons) 혹은 승인투자거래소(Recognised Investment Exchange ; RIE)회원인 경우에만 FSA 혹은 RIE에 의한 규제대상이 되었고, FSA 비인가자 혹은 RIE비회원은 오직 형법적 규제대상만이 되었다. 하지만, 새로운 시장남용규제 체제하에서는 “시장에 참여하는 한” 비인가자 혹은 비회원에 대해서도 FSA의 행정적·민사적 규제가 미치게 되었다. 이러한 규제대상 혹은 범위의 확장을 위하여 FSMA는 시장의 보호, 시장남용, 시장이용자 등의 개념도구들을 사용하고 있다⁷⁷⁾.

새로운 시장남용규제체제의 또 다른 특징은 규제대상이 되는 시장남용 개념의 투명성 혹은 명확성을 기존규제체제에서 보다 크게 증진

76) 이중기, 영국의 시장남용 규제체제, 증권법연구 제1권 1호 (2000), 308면.

77) ‘시장보호’에 대한 강조는 FSMA 2조가 “시장신뢰”를 FSA의 규제감독목표의 첫 번째로 규정하고 있는 것에서도 찾아볼 수 있다. 규제명분으로서 “시장보호”의 필요성은 인 가자가 아닌 자에 의한 시장남용이 일어났을 때 현저해진다. 예를 들어 시장남용이 인가자인 금융업계 종사자들에 의해 저질러진 경우, 그 행위는 인가자의 규제대상행위이므로 규제기관의 손길이 쉽게 미칠 수 있다. 하지만 시장에는 이들보다 훨씬 넓은 범위의 시장이용자들이 참여하고 있고 이들은 행정규제의 대상이 아니기 때문에 이들의 행위에 대한 형사소추는 별론 으로 하고 행정규제의 손길이 미치지 않게 되는 경우가 발생한다. 따라서 시장을 보호해야 할 규제기관의 능력이 시장이용자들의 활동을 전부 커버하지 못하는 영역이 발생하게 된다. (이중기, 전계논문, 310면)

시킨 점이다. FEMA는 FDA에 대하여 제정법상의 포괄적 시장남용 개념을 보충하기 위한 시장행위준칙⁷⁸⁾의 제정을 명하고 있는데, 기존규제체제하에서 규제기관들이 규정하고 있는 것보다 더 자세한 내용의 시장행위 유형들이 시장행위 준칙에 제시되도록 하고 있다.

따라서 시장이용자들은 시장행위 준칙을 통해 자신들에게 기대되는 행위유형과 행위기준에 대한 명확한 참고자료를 갖게 될 것이다. 아울러 새 규제체제는 시장남용이 인정된 경우 취할 수 있는 FDA의 조치원 행사에 대해서도 투명성과 명확성을 높이고 있다.⁷⁹⁾

※ FDA 시장남용행위 준칙의 개관⁸⁰⁾

	내 용
MAR 1.1	적용 및 해석 (Application and interpretation)
MAR 1.2	시장남용 : 일반론 (Market Abuse: general)
MAR 1.3	시장남용 : 내부자거래 (Market abuse : insider dealing)
MAR 1.4	시장남용 : 부실표시 (Market abuse : improper disclosure)
MAR 1.5	시장남용 : 정보의 부정유용 (Market abuse : misuse of information)
MAR 1.6	시장남용 : 시세조정거래 (Market abuse : manipulating transactions)
MAR 1.7	시장남용 : 시세조정행위 (Market abuse : manipulating devices)
MAR 1.8	시장남용 : 허위정보 유포 (Market abuse : dissemination)
MAR 1.9	시장남용 : 시장왜곡행위 (Market abuse : misleading behaviour, distortion)
MAR 1.10	제정법상 예외 (Statutory exceptions)

78) Code of Market Conduct III

79) 이종기, 진계논문, 311면

80) FDA, The Handbook, Business Standards, Market Conduct, The Code of Market Conduct Sourcebook.

(3) 시장남용의 개념과 규제체제

FSMA는 제118조 1항에서 일반적 적용가능성을 갖는 포괄적 시장남용 개념을 정의하고 있다. 시장남용행위란 특정시장, 특정투자자와 관련하여 공급·수요·가격·가치를 왜곡할 가능성이 있는 행위로서 통상적인 시장 이용자의 행위기준을 위반한 단독 또는 공동의 행위를 의미한다.⁸¹⁾ 따라서 이러한 근거규정에 의하여 시장남용행위의 규제를 통해 FSA는 시장의 완전성을 해칠 수 있는 행위의 발생 혹은 발생우려가 있는 경우 율통성 있는 판단재량을 확보하게 되었고, 그 행위에 대해 유지청구, 원상회복청구, 민사과징금부과, 위반사실공표 등 다양한 시장보호조치를 취할 수 있게 되었다. FSMA가 정의하고 있는 시장남용은 일정한 행위요건(지정요건, 남용요건, 관할요건)을 충족시키는 행위로써 문제된 시장의 정기이용자가 볼 때 그 시장에서 그 지위에 있는 자에게 기대되는 행위기준을 준수하지 않았다고 판단될 가능성이 있는 단독 혹은 타인과 연대한 행위이다.⁸²⁾ 또한, 지정요건으로

81) FSMA Part VIII Penalties for Market Abuse, Market abuse, Section 118

- (1) For the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert) -
- (a) which occurs in relation to qualifying investments traded on a market to which this section applies;
 - (b) which satisfies any one or more of the conditions set out in subsection (2); and
 - (c) which is likely to be regarded by a regular user of that market who is aware of the behaviour as a failure on the part of the person or persons concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his or their position in relation to the market.

82) FSMA Part VIII Penalties for Market Abuse, Market abuse, Section 118

- (2) The conditions are that -
- (a) the behaviour is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would or would be likely to be regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in investments of the kind in question should be effected;
 - (b) the behaviour is likely to give a regular user of the market a false or

서 행위가 지정시장에서 거래되는 지정투자에 관하여 발생할 것이 요구된다. 그리고 남용요건으로서 행위가 관련정보에 기하여 행해지거나, 지정투자의 공급이나 수요 혹은 가격이나 가치에 관한 오인을 유발할 가능성이 있거나, 혹은 당해시장을 왜곡할 가능성이 있을 것이 요구된다. 그리고 관할요건은 행위가 영국 내에서 발생하거나, 혹은 영국 내에 위치한 지정시장 혹은 영국 내에서 전자적으로 접근 가능한 지정시장에서 거래되는 지정투자와 관련하여 발생하여야 한다고 정하고 있다. 즉 시장남용은 시장행위자의 어떤 행위가 지정요건, 남용요건, 관할요건 등의 행위요건에 해당하면서 동시에 그 행위자의 행위기준에 이르지 못할 때, 즉 과실이 있을 때 성립하게 된다.⁸³⁾

misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price or value of, investments of the kind in question;

(c) a regular user of the market would, or would be likely to, regard the behaviour as behaviour which would, or would be likely to, distort the market in investments of the kind in question.

(5) Behaviour is to be disregarded for the purposes of subsection (1) unless it occurs -

(a) in the United Kingdom; or

(b) in relation to qualifying investments traded on a market to which this section applies which is situated in the United Kingdom or which is accessible electronically in the United Kingdom.

83) 시장남용규제체제하에서 시장남용으로 인정되기 위해서는 다음 3가지 남용조건 중 하나 이상을 충족시키는 남용적인 것이어야 한다. 시장남용으로 인정될 수 있는 첫 번째 조건은 정보오용이다. 정보오용은 관련정보(시장에 이용가능하지 않지만 시장의 정기이용자에게 이용 가능 했다면, 문제된 투자의 거래조건을 결정함에 있어 관련이 있는 것으로 간주될 수 있는 정보)를 행위자가 이용한 경우이다. 시장이용자들은 일정한 종류의 정보는 모든 시장이용자들의 동일한 조건에서 이용할 수 있어야 한다고 기대한다. 그러한 정보에 접근할 수 있는 특정시장참여자들만이 그러한 정보를 이용할 수 있게 된다면 시장에 대한 신뢰는 사라질 수 있을 것이다. 두 번째 조건은 오인유발이다. 오인유발은 행위가 시장의 정기이용자로 하여금 문제된 투자의 공급이나 수요 혹은 가격이나 가치에 대해 오인을 하게 하는 경우이다. 시장이용자들은 시장에서 거래할 때 시장에 보고되는 일정 유형의 정보 혹은 거래수치가 시장의 힘을 반영하는 정확한 정보라고 기대할 수 있어야 한다. 시장에 보고되는 거래수치 혹은 정보가 시장상황을 정확히 반영하지 않는 경우, 시장이용자들은 시장에서의 거래 수치 혹은 정보의 정확성을 신뢰하지 않게 되고 정보유포채널에 대한 신뢰는 사라지게 될 것이다. 세 번째 남용적 행위조건은 시장왜곡이다. 시장왜곡은 시장의 정기이용자의 관점에서 볼 때 행위가 문제된 투자의 시장을 왜곡하는 경우이다. 시장이용자들

VI. 이해상충 문제의 해결에 관한 제도

영국에서는 이론적으로 모든 금융기관이 모든 금융업무를 수행할 수 있으며 증권업의 자산운용업 겸영은 물론 허용되어 있다. 영국에서 업무범위에 관한 규제가 있었던 적은 한 번도 없었다고 볼 수 있다.⁸⁴⁾ 2000년에 제정된 통합금융법(Financial Services and Markets Act 2000; FSMA) 체제하에서도 금융기관이 영위할 수 있는 업무범위에 대한 규제는 존재하지 않고 있다. 그런데 영국에서 이해상충의 문제는 금융감독에 관한 제반 법령의 규제와는 별도로 방대한 판례로 구성된 보통법(common law)의 규제를 받고 있었다. 따라서 영국의 보통법은 다양한 유형의 이해상충 문제에 대한 원칙들을 발전시켜 왔으며 금융기관의 이해상충 문제도 그 일부를 구성하고 있다.⁸⁵⁾

영국에서 금융기관들의 이해상충 문제는 FSMA 핸드북(The Handbook)에 의하여 세부적인 사안과 구체적인 규율이 수행되고 있다. 제1블록이라고 할 수 있는 “High Level Standards”에 담겨져 있는 원칙규정들 중에 이해상충 문제에 대한 상위 규정들이 있고, 제3블록이라고 할 수 있는 “Business Standards”의 영업행위에 대한 규칙(Conduct of Business;

은 투자의 수요공급에 따라 투자의 가격이나 가치가 결정된다고, 즉 시장의 힘에 의한 가격메커니즘이 작동한다고 기대할 수 있어야 한다. 만약 누군가가 시장의 힘에 개입한다고 생각하는 경우, 시장이용자들은 가격메커니즘과 시장가격에 대하여 신뢰를 갖지 않게 될 것이다. (법제처, 전계보고서, 62면)

84) 영국에서 업무범위에 관한 규제가 존재하지 않지만 증권회사의 자산운용업 사내 겸영은 매우 제한적이라고 할 수 있다. 이는 자산운용업이 지극히 경쟁적이라는 경제적 현실 이외에도 이해상충을 금지하는 보통법 내에 신인관계법(fiduciary law)이 확고하게 인정되고 있기 때문에 이해상충을 야기하는 금융업무의 겸영을 하지 않는 관행이 자리잡고 있기 때문이다. 이와 관련해서 영국에서 활동하는 거대 금융그룹은 은행업과 자산운용업은 하나로 집중시키는 경향을 보이거나, 증권업은 여러 자회사를 설립하여 영위하는 경향을 보인다. 이는 증권업이 종류가 많고 이들 업무 사이에 이해상충의 가능성이 높기 때문이라고 해석할 수 있다. (김필규·박연우·김동철, 금융투자업 겸영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안, 한국증권연구원 (2008.6), 47면)

85) 김화진, 투자은행과 이해상충, 비교사법 제14권 3호(상) 한국비교사법학회 (2007.9), 51~52면.

COB)내에 이해상충문제에 관한 제반 세부 규정들이 있다. FSA 영업기준은 금융기관들이 금융기관 내부, 고객과의 이해상충을 관리해야 한다는 기준을 설정하고 있으며, FSMA에서는 147조에서 정보차단벽에 관한 근거규정을 두고 있고, 특정한 목적상의 정보흐름을 차단하는 유효한 수단으로서 정보차단벽을 승인하고 있다.⁸⁶⁾ 결론적으로 영국에서 금융기관들의 이해상충 문제는 금융감독청(Financial Services Authority: FSA)이 통합금융법(Financial Services and Markets Act 2000: FSMA) 제 153조의 규정⁸⁷⁾에 의한 수권을 받아 제정하는 일련의 규정을 수록한 핸드북(The Handbook)에 의해 규율된다고 할 수 있다.⁸⁸⁾

86) FSMA section 147 : Control of information rules.

- (1) The Authority may make rules (“control of information rules”) about the disclosure and use of information held by an authorized person (“A”).
- (2) Control of information rules may -
 - (a) require the withholding of information which A would otherwise have to disclose to a person (“B”) for or with whom A does business in the course of carrying on any regulated or other activity;
 - (b) specify circumstances in which A may withhold information which he would otherwise have to disclose to B;
 - (c) require A not to use for the benefit of B information A holds which A would otherwise have to use in that way;
 - (d) specify circumstances in which A may decide not to use for the benefit of B information A holds which A would otherwise have to use in that way.

87) FSMA Section 153 Rule-making instruments

- (1) Any power conferred on the Authority to make rules is exercisable in writing.
- (2) An instrument by which rules are made by the Authority (“a rule making instrument”) must specify the provision under which the rules are made.
- (3) To the extent to which a rule-making instrument does not comply with subsection (2), it is void.
- (4) A rule-making instrument must be published by the Authority in the way appearing to the Authority to be best calculated to bring it to the attention of the public.
- (5) The Authority may charge a reasonable fee for providing a person with a copy of a rule-making instrument.
- (6) A person is not to be taken to have contravened any rule made by the Authority if he shows that at the time of the alleged contravention the rule-making instrument concerned had not been made available in accordance with this section.

88) 이외에도 영국에서는 이해상충의 문제를 해결하는데 있어서 금융감독에 관한 제

2. 금융투자업에 있어서의 이해상충 문제

(1) 이해상충의 유형

영국에서 제반 법령의 지속적인 개선을 목적으로 1965년 특별법(Law Commissions Act 1965)에 의해 설립된 영국법률위원회(Law Commission)는 1992년에 작성된 한 보고서에서 종합적인 금융서비스를 제공하는 금융기관들이 직면할 수 있는 이해상충이 발생할 수 있는 상황의 유형과 그에 수반되는 문제를 다음의 8가지로 요약한 바 있다.⁸⁹⁾

- ① 고객에 대한 회사 재산의 매도나 고객으로부터의 고객 소유 재산의 매수
- ② 복수의 고객을 대리한 그 고객들 간 거래의 집행
- ③ 금융기관과 고객이 동시에 재산적인 이해관계를 가지고 있으며 양자의 이해관계가 충돌할 가능성이 있는 목적물의 거래
- ④ 금융기관은 유사한 의무를 부담하고 있는 고객들을 평등하게 대우하여야 하며 한 고객의 이익을 다른 고객의 이익에 우선시키거나 고객들을 차별할 수 없다.
- ⑤ 금융기관은 고객에 대한 서비스를 제공함에 있어서 가용한 모든 정보를 이용하여야 한다.
- ⑥ 금융기관이 한 고객의 기밀정보를 다른 고객을 위해 사용하는 경우
- ⑦ 금융기관이 고객의 기밀정보를 자신을 위해 사용하는 경우

반 법령의 규제와는 별도로 방대한 판례로 구성된 보통법(common law)에 의하여 전통적인 규제를 시행한다. 이에 관한 분쟁은 1심 법원인 카운티법원(county courts)과 고등법원 및 항소법원(High Court / Court of Appeal), 대법원(The House of Lords) 등의 법원에 의해 다루어진다. 영국의 보통법은 다양한 유형의 이해상충 문제에 대한 원칙들을 발전시켜 왔으며 금융기관의 이해상충 문제도 그 일부를 구성하고 있다. (김화진, 전개논문, 52면)

89) 김화진, 전개논문, 53~54면.

- ⑧ 기업인수의 경우 금융기관의 투자금융 부서가 적대적 기업인수에 있어서 인수시도자를 자문하는 동시에 금융기관의 상업은행 업무부서가 인수대상회사를 자문하는 경우, 또는 회사의 투자금융 부서가 주식교환의 방식에 의한 적대적 기업인수를 자문하고 있는 과정에서 회사의 매매업무 부서가 해당 주식을 대량으로 매도하여 주가를 하락하게 하고 그 결과 기업인수가 실패할 가능성이 높아지게 되는 경우

(2) FSMA 및 관련 규정

앞에서 언급한 바와 같이 FSA는 FSMA 제147조의 규정에 의거하여 정보의 유통을 통제하는 규칙을 제정할 권한을 가지고 있다. 그리고 FSA 핸드북의 규정에 의하여 금융기관은 차이나이즈 월을 구축하고 유지함에 있어서, 그가 보유하고 있는 정보를 공개하지 않거나 사용하지 않을 수 있으며 그러한 목적을 달성하기 위해 회사의 한 부서에 있는 임직원들로 하여금 다른 부서의 임직원들이 보유하고 있는 정보를 공개하지 않도록 할 수 있다. 한편으로 FSA 핸드북의 이해상충규제를 준수하는 행위는 FSMA 제118A(5)(a)가 규제하는 시장남용 행위 (market abuse)에 해당되지 않게 되며 FSMA 제397(2) 및 제397(3)⁹⁰⁾이

90) FSMA Section 397 Misleading statements and practices

- (2) A person to whom subsection (1) applies is guilty of an offence if he makes the statement, promise or forecast or conceals the facts for the purpose of inducing, or is reckless as to whether it may induce, another person (whether or not the person to whom the statement, promise or forecast is made) -
- (a) to enter or offer to enter into, or to refrain from entering or offering to enter into, a relevant agreement; or
- (b) to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by a relevant investment.
- (3) Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to

규제하는 부실공시(misleading statements and practices)에도 해당되지 않게 된다. 이에 따라, 해당 행위가 규제 대상이 되거나 손해배상청구의 원인이 되는 경우 금융기관은 동 규정들을 법률적으로 유효한 방어 수단으로 사용할 수 있다.⁹¹⁾

이외에도 FSA 핸드북에서는 모든 금융기관이 해당 금융기관의 판단에 의존할 권리를 가진 모든 고객들에게 적절한 자문을 제공하고 그 고객들을 위해 적절한 투자결정을 내리는 데 필요한 주의의무를 부담함을 규정하고 있는데, 이를 가리켜서 통상적으로 적합성(suitability)의 원칙이라고 한다. 적합성의 원칙은 금융기관이 증권, 은행, 보험, 연금 등과 관련된 제반 투자금융업무를 수행함에 있어서 고객에 대한 투자자문 및 거래자문이 고객에게 적절한 것이 될 수 있도록 하는 합리적인 조치들을 취하여야 한다는 내용이다. 그러한 조치를 취함에 있어서 금융기관은 고객이 제공한 정보와 금융기관 자신이 알고 있거나 합리적인 노력에 의해 알아야 할 고객에 대한 관련 정보에 의거하여야 한다.⁹²⁾

exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.

91) SYSC 10.2 Chinese walls, SYSC 10.2.3 Effect of rules

SYSC 10.2.2 R is made under section 147 of the Act (Control of information rules).

It has the following effect:

- (1) acting in conformity with SYSC 10.2.2 R (1) provides a defence against proceedings brought under section 397(2) or (3) of the Act (Misleading statements and practices) - see sections 397(4) and (5)(c);
- (2) behaviour in conformity with SYSC 10.2.2 R (1) does not amount to market abuse (see SYSC 10.2.2 R (4)); and
- (3) acting in conformity with SYSC 10.2.2 R (1) provides a defence for a firm against FSA enforcement action, or an action for damages under section 150 of the Act, based on a breach of a relevant requirement to disclose or use this information.

92) 김화진, 전계논문, 56~57면.

VII. 집합투자기구의 형태

1. 영국형 유닛 트러스트(Unit Trust)

영국은 미국과는 달리 관련법에서 투자기금의 조직형식에 대하여 명시적인 규정을 제시하고 있다. 2000년 제정된 『금융서비스 및 시장법』은 “승인 집합투자제도”로서 영국형 “유닛트러스트(Unit Trust)”와 “개방형 투자회사(Open-ended Investment Company)”의 두가지를 명시하고 있다.

또한 『금융서비스 및 시장법』에 근거한 영국 금융감독당국(FSA)의 “집합투자기구 규정”은 유닛 트러스트와 개방형 투자회사의 법적 설립방식에 대하여 보다 구체적인 규정으로 규제하고 있다. FSA의 집합투자기구 규정에 의하면 유닛 트러스트의 설립은 자산운용사와 수탁회사간의 “신탁증서(trust deed)”에 근거하여야 한다.⁹³⁾ 그러므로 영국 유닛 트러스트는 투자기금의 조직형식이 규제에 의하여 “신탁형”으로 특정되어지는 제도이다.⁹⁴⁾

93) FSMA Section 243 Authorization orders.

(1) If, on an application under section 242 in respect of a unit trust scheme, the Authority

(a) is satisfied that the scheme complies with the requirements set out in this section,

(b) is satisfied that the scheme complies with the requirements of the trust scheme rules, and

(c) has been provided with a copy of the trust deed and a certificate signed by a solicitor to the effect that it complies with such of the requirements of this section or those rules as relate to its contents, the Authority may make an order declaring the scheme to be an authorized unit trust scheme.

(2) If the Authority makes an order under subsection (1), it must give written notice of the order to the applicant.

94) 영국에서 집합투자에 대한 의미있는 최초의 법이라고 할 수 있는 1958년 『사기 투자방지법(Prevention of Fraud Investments Act)』은 감독당국에 의하여 승인된 투자기금만이 일반 대중에게 판매될 수 있도록 규정하고 있는데 이때 “승인”의 조건은 법규가 정하고 있는 제반 요건을 충족하여야 한다는 것이었다. 투자기금의 조직형

2. 영국형 투자회사

영국에서는 집합투자기금으로서 신탁형인 “유닛트러스트”의 설립만이 가능하였던 상황에 변화가 온 것은 1997년에 개방형 투자회사라는 새로운 형식의 집합투자제도를 도입하면서 부터이다. 영국의 투자회사는 미국의 투자회사와 명칭은 동일하지만 조직형식에 있어서 다음과 같은 차이점이 있다.⁹⁵⁾

첫째, 미국의 투자회사는 집합투자기금에 대한 일반적인 명칭일 뿐이며 구체적으로 “회사”라는 조직형태에 대한 규제를 적용하기 위한 개념은 아니다. 미국 『투자회사법』은 투자기금의 조직형식에 대해서는 아무런 규제를 하고 있지 않기 때문이다. 이에 반하여 영국의 경우 투자기금의 조직형식에 대한 구체적인 규제가 존재하고, 특히 투자회사는 “회사”와 유사한 외형을 갖출 것을 요구하는 규제에 의거하여 조직된 투자기금을 지칭한다.

둘째, 미국의 투자회사도 비록 『투자회사법』이 명시적으로 법인 형식의 조직형식을 요구하고 있는 것은 아니지만, 실제에 있어서는 “영업신탁”, “유한회사” 등의 법인으로 설립되고 있다고 하였다. 따라서 실질적으로 미국 투자회사와 영국 투자회사는 모두 법인형이라고도 할 수 있다. 그러나 여전히 남는 차이는 미국의 투자회사는 일반적인 법에 의하여 조직되는 데 반하여 영국의 투자회사는 투자회사만을 염두해 두고 마련된 제정법에 의거한 조직이라고 할 것이다.

미국의 투자회사가 영업신탁으로 조직된 경우 이는 “영업신탁법”이라는 일반 법률에 의거하여 설립되는 것이다. 반면 영국의 투자회사는 『금융서비스 및 시장법』과 이에 근거한 “집합투자기구 규정집”에

식에 대한 규제는 당연히 “제한요건”의 일부분이었고, 또 법규가 명시한 조직형식은 “유닛트러스트”가 유일하였으므로 결과적으로 영국은 집합투자기금의 조직형식으로서 신탁형만을 허용한 셈이었다. (신인석, 전게서, 112면)

95) 신인석, 전게서, 113~14면.

근거하여 설립된다. 이것은 미국의 투자회사는 설립이 근거하고 있는 일반 법률에 의하여 추가적으로 규제되는 효과가 발생하는 반면, 영국 투자회사가 준수하여야 할 규제는 오직 『금융서비스 및 시장법』 등으로 국한된다는 것을 의미한다.

VIII. 집합투자기구의 지배구조

영국의 『금융서비스 및 시장법』과 FSA규정은 투자기금의 조직형식으로서 신탁형인 유닛 트러스트와 법인형인 개방형 투자회사의 두 가지를 허용하고 있다.⁹⁶⁾ 그러나 조직형식에는 두가지 형태가 존재하지만 지배구조의 측면에서는 유닛 트러스트와 개방형 투자회사 사이에 차이가 존재하지 않는다.⁹⁷⁾ 유닛트러스트와 개방형 투자회사의 지배구조에 대한 규제는 FSA 집합투자기구 규정집에 담겨져 있는데 규정집에 따르면 유닛 트러스트와 개방형 투자회사의 지배구조는 다같이 “주주총회”와 “수탁회사”를 두축으로 하여 구성된다. 특히 자산운용사에 대한 감시기능은 주로 수탁회사에 부여되어 있다. 따라서 투자회사의 이익을 지키는 감시기능의 수행기구를 기준으로 한다면 영국의 유닛 트러스트와 개방형 투자회사는 모두 “수탁회사형”의 집합투자기구로 분류될 수 있을 것이다.⁹⁸⁾

96) FSMA는 Part 17, Chapter 3에서 “인가 유닛트러스트(Authorized Unit Trust Schemes)”를 규정하고 있다. 그리고 Chapter 4에서 “개방형 투자회사(Open-Ended Investment Companies)”에 대해서 규정하고 있다.

97) 신인석, 전제서, 127면.

98) 제3자로서의 감시기능을 강조하는 설명은 흔히 말하는 기업지배구조(corporate governance)의 측면을 강조하는 입장이라고 할 수 있다. 특히, 기업지배구조에 관한 논의는 회사의 이해관계자간 발생하는 이익충돌의 해소와 각 행위자간의 권한과 의무에 대한 분배의 문제라고 할 수 있다. 집합투자기구 내의 지배구조의 문제는 앞에서 살펴본 바와 같이 많은 이해상충의 문제를 갖고 있다. 따라서 집합투자제도에 대한 규제를 논의할 때에, 일반적인 회사법적 논의로 이해되는 기업지배구조의 논의가 당연히 수반될 수밖에 없다.

법인형인 개방형 투자회사가 지배구조에 있어서는 신탁형인 유닛 트러스트와 동일한 구조를 취하고 이사회역의 역할이 특별히 요구되지 않도록 하기 위하여 영국의 개방형 투자회사의 이사회는 독특한 구조로 설계되어 있다. 미국의 경우 자산운용사는 투자회사와 운용계약을 맺고 그에 따라 운용서비스를 제공하는 지위로서 투자회사와 관계가 설정된다. 반면 영국의 경우 자산운용사는 자산운용사가 개방형 투자회사의 이사가 되도록 하고 있다. 이사를 FSA 집합투자기구 규정집에서는 “인가 법인이사(Authorized Corporate Director; ACD)”로 지칭하고 있는데, ACD 이외에 추가로 이사를 선임할지의 여부는 전적으로 자율사항으로 남겨놓고 있다.⁹⁹⁾

한편, 주주총회의 기능은 집합투자기구의 설립에 관련된 문건이나 투자설명서의 개정과 이에 관한 승인을 주요 기능으로 한다. 즉, 유닛 트러스트와 개방형 투자회사의 설립근거가 되었던 근거문건의 개정은 주주총회의 승인을 필요로 한다. 즉 유닛 트러스트의 경우 신탁증서(trust deed), 개방형 투자회사의 경우 설립증서(instrument of incorporation)의 개정은 주주총회의 승인이 있어야 가능하다. 또한, 투자설명서(prospectus)의 개정 역시 주주총회의 승인이 있어야 한다.¹⁰⁰⁾

수탁회사의 경우는 자산운용회사에 대하여 포괄적인 감시기능을 수행하도록 되어 있다. 특히 법에서 열거하고 있는 기능은 다음과 같다. 첫째 포괄적인 준법감시 기능이다. 수탁회사는 자산운용회사가 법이 요구하고 있는 의무를 이행하지 않는 것을 인하게 되면 즉시 금융감독원에 이를 알려야 한다. 둘째, 수탁회사는 자산운용사의 시가평가방식이 적절하지의 여부를 검토하여야 한다. 수탁회사가 어떠한 방식으로 확인의무를 수행하여야 하는지에 대해서도 법규는 자세하게 규정하고 있다. 또 자산운용사의 유닛 트러스트 감사 임명은 수탁회사의 승인을

99) 신인석, 전게서, 128면.

100) 신인석, 전게서, 128면.

거치도록 하고 있다. 셋째, 수탁회사는 이해상충에 해당되는 거래가 발생하지 않도록 감시하여야 할 의무가 있다. 자산운용사에 대하여 감시 기능을 수행하고 있음에 따라 수탁회사와 자산운용사는 상호 독립적이어야 한다. 경영진의 공유 여부, 상호 소유관계, 기타 계약관계 등을 기준으로 해서 수탁회사가 자산운용사로부터 충분히 독립적이라는 금융감독원의 판정이 있어야만 한다. 유닛트러스트의 경우 신탁증서를 기반으로 하므로 자산운용사와 수탁회사는 투자자에 대하여 신인의무(fiduciary duty)를 진다. 개방형 투자회사의 경우 분명한 언급은 없으나 『금융서비스 및 시장법』과 『FSA 집합투자제도 규정집』이 기술하고 자산운용사와 보관회사의 의무는 결국 선관주의의무와 충실의무를 내용으로 하는 투자자에 대한 신인의무라고 해석된다.¹⁰¹⁾

101) 신인석, 전게서, 129면

제 4 장 미국의 집합투자 및 증권 규제

제 1 절 증권·금융 규제의 개관

I. 규정·기준 제정

미국에 있어서 증권·금융에 대한 규제를 시행하는 기관으로 규정 또는 기준을 결정하는 기관은 다음과 같다.

- (1) 미국 통화감독청 (The Office of the Comptroller of the Currency, OCC)

OCC의 규정제정권은 규제 프로그램의 일환으로 은행이 수용할 수 있는 규정, 정책, 운용지침을 제정하는 권한을 가진다.¹⁰²⁾ 이러한 규정과 정책은 시스템의 전반적인 기준을 설정하고 수용할 수 있는 은행업 관행을 정의하며 은행이 직면한 리스크와 책임에 대한 지도를 하고 경솔하고 불완전하다고 판단되는 은행 관행을 금지한다.¹⁰³⁾

OCC는 각 감독기관이 은행에 대해 ① 경영상·관리상 기준, ② 보수기준, ③ 자산, 건전성 수익성 및 주식 평가에 대한 기준을 설정하도록 하고 있다. 이는 자본금이 잠식되기 전에 은행의 문제를 확인하

102) 연방단위에서 가장 오래된 감독기관인 The comptroller of the currency는 National Bank Act (NBA)가 입법화하면서 세워진 연방기관이다. 미국의 연방 재무성은 Office of the Comptroller of the Currency와 The Comptroller로 구성되어 있으며 OCC는 전국규모은행(National Bank) 및 워싱턴 소재 은행들에 대한 연방법 적용의 궁극적인 책임을 진다. The Comptroller는 법적인 권한을 가지고 있다. 주 사무실은 수도인 워싱턴 DC에 소재하고 있으며 미국 전역을 6개의 권역으로 나누어 감독을 하고 있다. 6개의 광역은 다시 23개의 지역사무소로 나누어져 업무를 관장하고 있다. 전국규모은행의 경우 핵심적인 사항의 변화가 있을 경우 거의 모든 때에 the Comptroller의 승인을 받아야 한다. 예를 들어 지점의 설립이나 지배권의 변동, 조직재편 등의 문제에 대해서 언제나 승인을 받아야 한다. 뿐만 아니라 전국규모 은행의 하루하루 수신 업무 및 여신 업무에 대해서도 감독할 권한을 갖는다. (이지수, 미국의 은행법의 발달 및 현재 규제체계, 기업지배구조연구, (2007. 가을호), 7면)

103) 금융감독원, 전계보고서 (2004.2), 18면.

고 해결하는데 이용하는 안전성 및 건전성 기준을 설정하기 위함이다. 안전성 및 건전성 지침은 각 감독기관의 권한을 제한하지 않으며 기존의 각 감독기관에게 허용된 강제조치와는 독립적이지만 관련된 의미를 가진다.¹⁰⁴⁾

(2) 연방준비이사회 (The Board of Federal Reserve System, FRB)

FRS는 미래에 충분히 발생가능한 문제나 명백한 취약점을 표시하기 위해 사용된 기준으로서 위험의 정도, 순차적 지불가능성, 은행 건전성에 미치는 영향에 기초하여 여신분류하고 이에 관한 기준을 설정한다. 여신의 질(Credit Quality)에 대한 평가기준으로는 ① 현재 및 안정화된 현금흐름을 포함한 전반적인 금융여건과 차주의 상환능력, ② 차주의 여신이력(Credit History), ③ 차주의 특징, ④ 여신의 목적, ⑤ 보증인의 지원, 담보물 가치, 현금흐름과 같은 채무변제의 원천유형이 있다.¹⁰⁵⁾ 또한, FRB는 관련 회계규정과 재무회계기준위원회(Financial Accounting Standards Board : FASB)의 규정 등에 기초하여 대손충당금의 적정성을 결정하는 경영진의 정책, 내부시스템 및 추정손실을 추정하는 방법 등에 대한 지침을 제공한다.¹⁰⁶⁾

104) 금융감독원, 전계보고서 (2004.2), 38면.

105) 1913년 Federal Reserve Act가 발효되면서 연방준비기구를 설립하였고, 각 관할권에서 중앙은행과 같은 역할을 하도록 하였다. 이러한 기구의 총괄은 수도에 위치한 Federal Reserve System (FRS)이 하도록 하였다. FRS는 연방 외에 12개의 지역 Federal Reserve Bank와 Federal Open Market Committee (FOMC), Federal Advisory Council (FAC) 그리고 FRS의 멤버인 상업은행들로 구성되어 있다. FRB의 주요 업무로는 금융정책과 신용정책을 총괄하는 것이며, 또한 모든 예탁기관의 지급준비금에 대한 사항을 관장하도록 되어 있다. FRB는 인가사항에 대해서는 관여하지 않도록 되어 있지만 주정부 인가 회원은행에 대한 감독기능과 감사기능을 가지고 있다. (이지수, 전계논문, 7면)

106) 금융감독원, 전계보고서 (2004.2), 137~39면.

II. 인 · 허가에 의한 규제

1. 은행 인가

국법은행(National Bank)¹⁰⁷⁾에 대한 인가권한은 OCC가 담당하고, 주법은행과 주저축은행의 인가권은 주정부가 담당한다.¹⁰⁸⁾ OCC는 국법은행의 설립, 합병, 인수, 전환, 기업결합, 기업 재편, 기업지배구조변경, 자회사 운영, 지점, 사무소 이전, 후순위채 발행 등에 관한 인가권한을 행사한다. 인가프로그램의 목표 및 전략은 안전성과 건전성과 모순 없이 인가절차를 합리적으로 운영하는 것이다. 인가신청시 안전성 · 건전성과 무관한 부담을 제거하고 전자적 신청을 확대 허용하고 있다. 은행 신설에 대해 감독기관의 기본 입장은 그 설립을 자유롭게 허용하되 은행산업의 효율성을 제고하는 한편 은행이 너무 많이 설립되어 부실화됨으로써 금융제도의 안전성이 저해되지 않도록 양자간에 적절한 조화를 이루도록 노력하고 있다.¹⁰⁹⁾ 설립인가시에 OCC는 장기

107) 미국의 상업은행들 중에서 1863년 국법은행법(National Bank Act)에 따라서 연방 정부의 설립인가를 받은 은행들을 국법은행 또는 연방법은행이라고 하며, 주법에 의하여 주의 설립인가를 받은 은행을 주법은행이라고 한다. 현재 국법은행은 모두 연방준비제도에 대한 가입이 의무화되어 있으며, FRB와 OCC의 규제와 감독을 받고 있다. 주법은행은 각주의 은행감독관 및 은행국 등의 규제를 받을 뿐이며 연방준비제도에 가입할 의무는 없으나, 일단 가입하게 되면 이사회의 감독을 받게 된다.

108) ※ 미국 권역별 인 · 허가 기관

구 분		FRB	OCC	州은행국	OTS	SEC	州정부
은행	국법은행		○				
	주법은행			○			
저축은행	연방				○		
	州			○			
증권						○	
보험							○
은행 지주회사		○					○

109) 1863년 국가통화법이 제정되어 연방차원의 감독이 실시되기 전까지 은행인가는

적 수익전망, 경영진의 자격구비, 자본금의 적정성, 지역사회에 대한 기여 등을 고려한다. 장기적인 수익전망은 설립중인 은행이 기업으로서 살아남을 수 있는 지를 심사하는 것으로서 제출된 영업계획서를 토대로 신청은행의 장래수익성을 평가한다. 경영진의 자격구비심사는 발기인과 경영진의 성실성, 책임감, 신용상태, 주요경력 등을 주로 평가하며 심사결과 부적합하다고 판단될 경우 해당자 교체를 요구하거나 인가를 반려할 수 있다. OCC는 시장환경이나 영업계획서에 근거하여 자본금 증액을 결정할 수도 있으며 신설은행이 최초 설립 이후 3년 동안 자본적정성 등급을 우량(well capitalized level) 이상으로 유지할 수 있도록 한다. 지역사회에 대한 기여도에 관해 OCC는 기여도 예상과 지역사회의 신청은행에 대한 수요를 심사한다. 신청은행은 지역사회에 대해 충분한 금융서비스를 제공하여 지역사회의 금융수요를 충족시킬 수 있어야 하며, 이 과정에서 일반인의 의견수렴을 거친다.¹¹⁰⁾

2. 증권회사의 등록

미국의 증권회사는 조직에 근거한 것이 아니라 개인에서 출발하므로 증권사보다는 broker-dealer 개념이 보다 적절하다. broker-dealer로 활동하기 위해서는 SEC에 등록신청서를 제출하고 SEC는 등록요건에 미달하거나 등록의 정지, 취소사유에 해당하는 경우에는 그 등록신청을 거부할 수 있다. SEC에 대한 등록의 효력이 발생하였다 하더라도 NSAD의 회원이 아니라면 효력은 발생하지 않으므로 증권업자가 broker-dealer로 활동하기 위해서는 SEC 및 NSAD에 모두 등록해야 한다.

각 주당국이 담당하면서 법정자본금 요건만 갖추면 거의 자동적으로 인가를 하였다. 이렇게 설립된 은행 대부분이 경제상황이 악화되자 설립 후 얼마 되지 않아 도산한 바 있으며, 1970년대의 은행인가기준 완화도 많은 은행이 설립되면서 1980년대 중반의 대규모 은행도산을 야기하였다. (금융감독원, 전계보고서 (2004.2), 61면) 110) 법제처 전계보고서, 110-11면.

투자회사는 SEC에 등록통지(notification of registration)를 하고 SEC가 동 등록통지를 수령한 때 등록된 것으로 본다. 다만 투자자보호에 필요한 경우 명령으로 등록신청을 거부할 수 있다. 등록서류를 제출하지 못하거나 제출하더라도 중요한 사실을 누락하거나 허위의 사실을 기재한 경우 또는 부실기재 또는 오해를 일으키는 부분에 대해 수정할 것을 통지하고 통지한 날로부터 일정기간을 정하여 등록서류의 수정제출을 요구한다. SEC는 일정기간내에 등록서류가 수정제출되지 않은 경우 등록을 취소할 수 있으며, SEC는 등록취소가 공익에 부합되고 부실기재사실에 관해 입증책임을 부담한다. 투자회사가 부존재하거나 영업을 중단하였을 경우에도 등록을 취소할 수 있다.¹¹¹⁾

III. 건전성 규제

1. OCC에 의한 건전성 규제

OCC의 감독프로그램은 은행의 안전성·건전성을 유지하고 관련법규를 준수하도록 상시감독(ongoing supervision)과 제재조치로 구성된다. 이러한 프로그램은 은행검사 및 제재조치, 국법은행 청원절차(National Bank Appeals Process)를 통한 분쟁해결, 은행에 대한 상시모니터링, 국법은행 시스템이나 국법은행 그룹·금융서비스산업, 경제 및 규제환경에서 시스템리스크와 시장동향 분석을 한다. OCC는 정기검사, 특별검사, 은행이 인수한 리스크 유형·다양성·규모 등을 고려하여 검사스케줄을 작성한다. 은행이나 영업 특성에 따른 리스크 정도를 반영하여 대형은행(large bank)과 지역은행(community bank)으로 구분하고 감독수준을 달리한다. 또한, OCC는 리스크에 의한 감독체계를 가지고 있다. 감독목적상 리스크란 예상되거나 예상하지 못한 사

111) 비투자목적의 투자회사(inadvertant investment company), 사모-폐쇄형 투자회사(closed-held company), 사업지원회사(business development companies), 특별투자매체(special investment media) 등은 등록이 면제된다. (법제처, 전개보고서, 115-16면)

건이 은행의 자본이나 수익성에 부정적 영향을 미칠 수 있는 가능성을 의미한다. 리스크에 의한 감독은 은행이나 은행업계의 기존의 리스크와 새롭게 나타난 리스크가 해당 은행의 리스크 특성 및 범위에 어떠한 영향을 미치는가를 평가하여 감독계획 및 조치를 결정하는 것을 말한다. OCC는 이러한 일련의 감독 및 규제업무를 수행하기 위하여 건전성·안전성 관리기준을 설정하여 운영하고 있다. 즉 각 감독기관이 은행에 대해 경영상·관리상 기준, 보수 기준, 자산건전성·수익성·주식평가에 대한 기준을 설정하고 있다. 이는 자본금이 잠식되기 전에 은행의 문제를 확인하고 해결하는데 이용하는 안전성 및 건전성 기준을 설정하기 위함이다.¹¹²⁾

※ OCC의 경영·관리 기준

경영 및 관리기준	취 지	기 준
내부통제 및 정보시스템	은행의 규모와 특성, 영업의 범위와 리스크에 적합한 내부통제 및 정보시스템을 가져야 함	① 기존 정책의 준수여부를 모니터링할 권한 및 책임을 분명히 정하는 조직화된 구조를 제공 ② 효율적인 리스크 평가를 제공 ③ 시의적절하고 정확한 재무, 경영 및 감독보고서를 제공 ④ 자산 보호 및 관리를 위한 적절한 절차 제공 ⑤ 관련 법규 준수 제공
내부 감사시스템	은행은 은행의 규모, 특성 및 영업 범위에 적합한 내부 감사시스템을	① 내부감사기능을 통해 내부통제시스템에 대한 적합한 모니터링을 제공 ② 독립성 및 객관성 제공 ③ 담당자의 적격성

112) 금융감독원, 전계보고서 (2004.2), 33~43면.

경영 및 관리기준	취 지	기 준
	가져야 함	<ul style="list-style-type: none"> ④ 정보시스템에 대한 적절한 평가와 검토 ⑤ 평가, 조사결과 및 시정조치에 대한 적절한 문서 제출 ⑥ 실질적 취약점을 해결하기 위한 경영진의 조치에 대한 확인 및 검토 ⑦ 내부감사시스템의 유효성에 대한 감사위원회나 이사회에 의한 검토
대출 문건관리	은행은 대출문건 관리 절차를 마련 하고 유지함	<ul style="list-style-type: none"> ① 은행이 정보에 입각한 대출결정과 리스크평가를 지속적으로 할 수 있도록 함 ② 대출목적과 상환근거를 확인하고, 시의적절한 방식으로 채무를 상환할 수 있는 채무자의 능력을 평가함 ③ 채무자에 대한 강제집행 소송을 보장 ④ 대출에 대한 적절한 관리 및 모니터링 실시 ⑤ 대출규모 및 복잡성을 고려
대 출	은행은 신중한 대 출절차를 마련하 고 유지	<ul style="list-style-type: none"> ① 은행이 행할 대출 유형에 상응하고 대출 만기와 조건을 고려 ② 대출이 행해질 시장의 특성을 고려 ③ 대출계약이전에 채무자의 전반적 채무여건 및 재산, 보증인의 책임액, 담보물의 특성 및 가치, 채무자의 특성 및 상환의지를 고려 ④ 독립적이고 지속적인 신용평가 및 경영진과 이사에 대한 적절한 보고 시스템을 구축

제 4 장 미국의 집합투자 및 증권 규제

경영 및 관리기준	취 지	기 준
		⑤ 신용리스크의 집중을 적절히 고려 ⑥ 은행의 규모 및 영업특성과 범위에 적합
자산증가	자산증가를 신중히 함	① 원천, 변동성 및 자산증가를 지지하는 자금이용 ② 자산증가결과 신용리스크나 금리리스크면의 증가 ③ 은행의 자본금 증가효과
자산건전성	규모와 영업특성 및 범위에 상응하는 문제자산을 확인하고 자산가치하락을 방지하기 위한 시스템을 설치·유지 해야 함	① 문제자산을 확인하기 위해 정기적인 자산평가를 실시 ② 자산의 고유한 손실을 추정하고 추정된 손실을 흡수하기에 충분한 충당금을 설정함 ③ 총 문제자산을 자본에 대비 ④ 문제자산을 해결하기 위한 적절한 시정조치를 취함 ⑤ 실질적 자산 집중화의 규모와 잠재적 리스크를 고려 ⑥ 경영진과 이사회가 자산리스크의 수준을 평가할 수 있도록 정기적 자산 보고서를 제공
수익성	규모와 영업특성 및 범위에 상응하는 수익성을 평가하는 시스템을 설립·유지. 충분한 수익성 확보	① 주식, 자산 및 다른 일반적인 표준과 수익성 동향을 비교 ② 은행의 자산 및 영업의 규모, 복잡성 및 리스크 프로파일에 대한 수익의 적정성을 평가 ③ 일회성 수입, 비용과 특별수입, 비용

경영 및 관리기준	취 지	기 준
		<p>을 포함하는 수익의 원천, 변동성 및 지속성을 평가</p> <p>④ 은행의 자산건전성 및 성장률을 고려한 후 적절한 자본금 및 충당금을 유지하기에 충분한 수익성을 확보하기 위한 조치를 취함</p> <p>⑤ 경영진과 이사회가 수익실적을 평가할 수 있도록 정기적 수익 보고서를 제공</p>

2. FRB에 의한 건전성 규제

FRB는 90년대 은행산업의 통합, 확장과 혁신이 가속화되고 대규모 복합금융기관이 출현하는 등 리스크 특성(risk profile)이 변화함에 따라 감독정책의 유효성을 제고하기 위해 리스크 평가제도를 도입하였다. FRB는 금융기관의 상태를 점검할 때 내부통제시스템을 포함한 리스크관리의 적정성을 강조한다. 건전한 리스크 관리시스템의 요소로는 활성화된 리스크 관리위원회와 상위 경영진의 감독, 적절한 정책, 절차 및 한도, 적절한 리스크 측정, 모니터링, 경영정보시스템, 종합적인 내부통제 등이 포함된다. 지역은행의 리스크중심 감독에서는 지속적인 평가와 관련되며 은행검사는 개별은행의 리스크 특성에 맞추어져야 하고, 은행이 직면한 전범위의 위험이 고려되고 내부감사, 여신감리, 범규준수 기능이 포함된 은행의 내부리스크 평가를 신뢰한다. 그리고 다음과 같은 기준에 의하여 개별 은행별로 적립금 등 자본에 관한 규제를 수행한다.¹¹³⁾

113) 금융감독원, 전계보고서 (2004.2), 149면.

제 4 장 미국의 집합투자 및 증권 규제

경영 및 관리기준	취 지	기 준
대손충당금 적립규제	93년12월 회계규정과 FEIEC는 대손충당금에 관한 감독기관간 정책성명을 통해 지침을 제시	① 대손충당금은 은행의 여신포트폴리오에서 발생할 수 있는 추정손실을 흡수하고자 하는 목적으로 적립 ② 은행의 경영진과 이사회는 대손충당금을 적정수준으로 유지할 전체 책임이 있지만 검사원은 대손충당금의 적정성을 판단함
편중여신	편중여신은 직접 또는 간접여신공여와 우발채무로 구성되며 은행자본구조의 25%를 초과하는 경우임	① 자산편중을 평가할 때 차주그룹 관련 대출, 공통 특징을 가진 증권을 담보로 한 담보대출과 산업안에서 공통 특징을 가진 차주에 대한 대출은 동일한 리스크 그룹에 포함 ② 편중여신을 보유한 금융기관은 적소에 유효한 정책, 시스템, 내부통제를 설정해야 함 ③ 여신편중을 늘리는 대안 <ul style="list-style-type: none"> - 위험가중자본비율 지침하에서 요구하는 것보다 더 높은 자본비율을 유지 - 여신편중에 따른 손실을 흡수하기 위해 대손충당금 적립을 증가 - 여신 포트폴리오의 일정부분을 유통시장에 매각 - 여신에 대한 정부의 보증 프로그램 도입
자기자본규제 제도	자본적정성은 적기시정조치 관점에서 보면 가장	① 연방준비은행은 주가맹은행의 자본적정성 평가시 위험가중자기자본비율과 기본자기자본비율을 사용

경영 및 관리기준	취 지	기 준
	규제조치를 일으키는 분야로 은행의 건전성 규제에서 중요한 부분을 차지	② 위험가중자본은 대차대조표의 노출규모와 관련된 신용리스크와 자본의 유형 및 질에 초점 ③ 기본자기자본비율 가이드라인은 모든 추가맹 은행에 적용하며 검사와 감독과정에서 사용

(3) SEC의 건전성 규제

SEC는 위험관리 및 법규준수를 평가하여 회사의 결점 및 위반사항을 발견하고 이에 대한 즉각적인 시정조치를 취하기 위해, 또한 검사 대상자에 대한 교육, 업계의 실태 및 현황을 파악하고 새로운 규제 및 기존규칙의 개정필요성에 대한 정보를 얻기 위해 검사를 실시한다. SRO, 증권회사, 명의개서대행기관, 청산기관, 투자회사 및 투자상담사에 대한 정기검사 및 특별검사, SRO에 대한 감독검사를 본부와 지원을 통해 실시한다. 은행과 증권간의 경계가 허물어지고 시장규모가 지속적으로 확대됨에 따라 다양하고 복잡한 금융상품이 등장하고 시장에 잠재된 위험에 대한 예측이 어려워진다. 따라서 증권관련법 위반을 예방하고 효과적인 투자자보호를 위해 새로운 검사프로그램을 도입할 필요성이 대두되었다. 이에 따라 위험에 근거하여 검사대상 회사를 선정하고 회사 각각의 리스크 구조에 따라 검사주기를 달리 적용하는 “위험중심검사”가 도입되었다. 즉 규모 및 위험이 큰 회사에 대해 검사주기를 강화하고, 기존의 정기 및 수시검사, 일제기획검사(special purpose sweep examination)를 병행하며 위험관리 및 내부통제에 초점을 둔 검사를 시행한다.¹¹⁴⁾

IV. 업무행위 규제

1. 은행 - 은행의 증권업에 대한 규제

증권법의 은행 및 은행 제휴회사에 대한 규제는 크게 두 가지 경우가 있다. 첫째 은행이 고객을 위하여 증권을 구매하고 매도하는 사업에 종사하는 회사로서 증권법상의 규제대상이 되는 것이고, 둘째는 은행 스스로의 은행주식을 발행하는 발행인으로서 각종 보고와 공시의무를 지게 되는 것이다. 은행은 원래 1934년 증권법, 1935년 증권거래법 그리고 1940년 투자회사법에서 공히 증권법상의 broker나 dealer의 개념에 속하지 않는다고 명시되어 왔다. Glass-Steagall Act에 의하여 은행, 보험, 증권업 간의 방화벽이 존재하였음에도 불구하고 유독 은행이 증권broker나 dealer가 되지 못한다고 증권법, 증권거래법, 투자회사법등에서 명시하고 있었던 이유는 상업은행의 무분별한 증권투자가 1927년 미국증시붕괴의 한 요인이라고 생각했기 때문이다.¹¹⁵⁾ 그러나 은행의 증권업 참여는 경제적 요구에 의하여 조금씩 계속되어 왔고 1934년 증권거래법 제3조(a), (4) 및 (5)가 개정되어 타인의 계산으로 증권매매업에 종사하는 broker와 자기의 계산으로 증권의 매매업에 종사하는 dealer의 개념에 은행을 포함시키고 있다.¹¹⁶⁾

114) 금융감독원, 전계보고서 (2004.2), 312-13면

115) 법제처, 전계보고서, 128면.

116) Securities Exchange Act of 1934의 제3조 (a)항은 법 전체에 해당되는 정의규정을 기술하고 있다. 여기서 제4호는 Broker, 제5호는 Dealer에 관한 내용을 규정하고 있다. Broker와 Dealer에 관한 규정을 살펴보면, 은행에 대한 증권업무를 인정하고 있다. 다만 은행의 증권업무에 관한 몇가지 예외적인 사항을 규정하고 있다. (Broker 업무에 있어서는 11가지의 사안을 규정함으로써, 은행에 대한 동법의 적용을 예외적인 사안으로 규정하고 있다) 또한, Gramm-Leach-Bliley Act에 의한 규정에 의하여, broker나 dealer로 등록되어 은행점포 내외에서 그 업무를 수행하는 broker-dealer와 은행이 계약이나 서면의 약정을 맺고 고객에 대한 브로커 서비스를 수행하는 경우는 해당은행의 행위는 증권법상의 규제를 받지 않는다. 은행이 다른 신탁상품과 연계하여 광고할 뿐, 해당신탁 업무에 대한 별도의 광고를 하지 않으면서 신탁

또한, 은행의 계열회사인 브로커-딜러가 금액에 제한이 없이 어떠한 유형의 증권의 인수에도 종사할 수 있게 허용하였다. 이는 은행의 이사, 임원 사용인이 투자은행, 투자회사와 같은 과거 증권업 계열회사로 분류되던 법인에 겸직이 허용되었다.¹¹⁷⁾ 그리고 1934년 증권거래법, 1940년 투자회사법, 1940년 투자자문법상의 브로커와 딜러의 개념에서 은행이 배제되어 있던 것을 폐기하였다.¹¹⁸⁾

2. 증권

(1) 이해상충에 따른 행위규제

대부분의 브로커-딜러는 상장증권을 매수 또는 매도하는 경우 고객을 위한 브로커 또는 대리인으로 행동하지만, 장외거래에 대해서는 고객의 이익과 자신의 이익의 상충가능성이 존재한다. 그러나 명시적인

수탁자 또는 신인 수탁자로서 신탁부서나(수탁자로서의 원칙과 기준의 준수여부에 대하여 은행 감독기관의 감독을 받는다) 다른 부서에 의하여 신탁업무를 수행하면서 해당업무에 기초한 수수료, 관리하는 자산의 일정비율 등 일정한도를 넘지 않는 범위에서 수수료를 받는 경우는 증권법상의 규제를 받지 않는다.

117) 미국 은행들은 대공황 이후 Glass-Steagall Act에 의하여 증권업 겸업이 금지됨에 따라 수익을 창출할 수 있는 기반이 기본적으로 제한되어 있었다. 이후 은행 및 은행지주회사에 대한 업무 규제가 완화되는 과정에서 일본 증권업이나 보험업에 대한 진출이 이루어졌지만 은행의 취급업무는 여전히 제한적이었다. 이에 비하여 1970년대 이후 비은행 금융기관들은 금융혁신을 통해 새로운 금융기법을 이용한 유사업무 취급이 확산되면서 은행의 업무영역이 오히려 잠식해가고 있었다. 이후에 미국은 금융서비스의 통합이 진행되게 되었고, 유럽의 완전 겸업화된 금융산업과의 경쟁이 심화됨에 따라서 경쟁력 제고 차원에서 겸업화를 일정 수준까지 수용할 수밖에 없었다. 그리고 이러한 일련의 조치는 Gramm-Leach-Bliley Act에 제정에 의하여 이루어지게 되었다. (이종한·전창환·송원근, 주요국 금융규제개혁에 관한 비교연구, 한국행정연구원 (2006.12), 141-43면)

118) 이러한 입법적 조치는 1999년 Gramm-Leach-Bliley Act(GLBA)에 의하여 이루어졌다. 즉, 1999년 제정된 Gramm-Leach-Bliley Act(GLBA)는 미국의 증권·금융 규제외의 주축을 이루고 있는 1934년 증권거래법, 1940년 투자회사법, 1940년 투자자문법의 내용을 개정하게 하여, 은행의 증권업 겸업을 허용하게 하였다. 이러한 입법적 내용은 미국이 영국과 달리 법적 형식에 있어서는 기관별 규제의 모습으로 보일 수 있으나, 이러한 입법적 조치에 의하여 사실상 기능별 규제가 이루어지고 있다고 평가할 수 있다.

거짓이 없는 이상 고객의 이익보다 자신의 이익을 앞세운 브로커-딜러의 거래를 명백한 사기로 인정할 수 없다. 따라서 이러한 부당한 업무 관행에 대한 제동을 걸기 위해 SEC는 이른바 간판이론(shingle theory)을 주장¹¹⁹⁾하여 법원이 이를 받아들였다.

즉, 증권업자라고 간판을 내건 브로커-딜러는 고객에 대하여 공정하고, 정직하게, 성실하게 업무를 수행하겠다는 묵시적인 표시를 하였으므로 고객과 이해상충이 있을 수 있다는 점과 기타 고객이 투자판단을 함에 있어서 중요한 사실들을 고객에게 공시하지 않고 고객과 거래한 경우 그 행위는 증권관련법의 사기금지조항을 위반한 것으로 본다. 간판이론이 적용되는 몇 가지 증권업자에 대한 행위규제에는 다음과 같은 경우가 있다.¹²⁰⁾

- ① 부당가격 (excessive prices) : 시가와 차이가 많이 나는 가격으로 증권을 매매하는 경우 부당한 행위로 간주된다.
- ② 과당거래 (churning) : 일임매매권한을 가지고 있는 계좌에 대해 수수료 수입을 늘리기 위해 과도한 매매를 체결할 우려가 있으

119) Charles Hughes v. SEC, 139 F. 2nd 434 (2d Cir.1943) (간판이론은 일반적으로 적합성의 원칙과 깊은 관련을 가진다. 즉 적합성 원칙은 1930년대의 불법적 증권 중개행위를 방지하기 위한 미국의 간판이론(shingle theory)의 유래에서 정립되었다고 할 수 있다. 간판이론은 Charles Hughes 판결사례를 계기로 정립되었는데 간판을 내걸고 있는 브로커-딜러가 증권투자상품을 권유하는 경우 권유내용에 고객에 대하여 성실하게 업무를 수행하겠다는 묵시적인 표시(implied representation)를 하였다고 보며, 간판을 내걸 때는 합리적인 근거(resonable basis)가 있어야 하고, 그 전체로서 권유 증권에 대한 합리적인 조사를 행하여야 한다는 이론이다. Charles Hughes사례는 증권브로커가 고객에게 특정 증권을 시가보다 훨씬 높은 가격에서 강매시켜 증권거래위원회(SEC)가 행정처분을 내린 사례이다. 1930년대 미국의 증권 중개업자 Charles Hughes가 미망인 등을 상대로 주식투자를 권유할 때 종전의 거래경험에서 얻은 신임을 미끼로 고객들에게 주식의 시세를 알리지 않은 채 시가보다 터무니없는 가격으로 주식을 매입해 주고 그 차액을 수수료로 챙겨 고객이 이익의 제기한 사례이다. 미국 증권거래위원회(SEC)는 설명하지 않고 시세보다 훨씬 높은 가격을 제시하여 중개한 행위는 증권거래법에 위반하는 사기행위로 판결하고 면허를 취소하는 행정처분을 내리게 되었다.)

120) 법제처, 전계보고서, 133면.

므로 장외시장에서 거래되는 증권에 대해서는 명시적으로 과당 거래(계좌의 규모나 성격에 비추어 과도한 양이나 빈도의 거래)를 금지한다.

- ③ 지위공시: 브로커-딜러는 거래의 대리인과 본인이라는 이중적 지위를 이용하여 이익을 추구할 수 있으므로 거래 자격확인 및 누구를 대리하는지를 명시해야 한다.
- ④ 주문에 대한 대가 지급 (payment for order flow) : 제3시장에서의 거래는 전형적으로 시장조정자에 의해 거래가 이루어지므로 주문을 받는 대가로 브로커-딜러에게 대가를 지급하는 관행이 있었다. 이에 자신의 이익을 위하여 고객의 이익과 무관하게 거래소의 거래를 제3시장으로 옮길 위험성이 있다.

(2) 미국의 이해상충 해소 방안

① 법제의 정비

미국의 증권회사(브로커-딜러)를 규율하는 증권거래법(1934년법)과 투자자문업자(자산운용사)를 규율하는 투자자문업자법(1940년법)은 특별히 증권회사의 자산운용업 겸업을 제한하는 조항을 두고 있지 않았기 때문에, 증권업자가 관련법규에 의해 투자자문업자로 SEC에 등록하는 한, 증권업과 자산운용업의 본체 겸영은 원칙적으로 허용되었다. 따라서 증권업과 자산운용업의 본체 겸영에 따른 이해상충의 법적 규제는 증권거래법, 투자자문업법, 투자회사법이 중요한 법제를 구성한다고 할 수 있다. 이러한 법제들은 과당매매(churning), 자기거래(self-dealing), 쌍방대리(dual agency) 및 스캘핑(scalping)을 포함한 다양한 이해상충 행위를 규제하기 위해 이중 삼중의 법적 규제가 마련하고 있다.

이러한 배경으로서 증권회사의 자산운용업 겸업은 1920년경 시작되었고 다양한 유형의 이해상충행위를 경험한 점들을 바탕으로 1940년에

투자자문업법과 투자회사법을 제정하여 이러한 이해상충행위를 적절하고 체계적으로 규제할 수 있는 수단을 마련하였다. 이는 미국의 초기 간접투자기구는 투자신탁(investment trust)이었고 자산운용업은 주로 증권회사가 담당하였다. 그런데 이 때 성행하였던 투자신탁에서는 투자자의 이익을 침해하는 이해상충행위가 만연하였기 때문이다.¹²¹⁾

② 증권업과 자산운용업의 본체 겸영의 현실적 제약

증권회사가 자산운용업을 겸영할 때는 크게 두 가지 유형의 이해상충 문제가 발생한다. 첫째로, 증권회사의 자기이익과 펀드투자자들의 이익이 상충하는 경우와 둘째로 증권회사의 고객의 이익과 펀드투자자들의 이익이 상충하는 경우이다.

세부적으로 증권회사의 자기이익과 펀드투자자들의 이익이 상충하는 경우는 ① 고유자산운용부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ② 인수업무부서/기업금융부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ③ 위탁매매부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ④ 시장조성부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ⑤ 조사분석부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ⑥ 증권회사 펀드 판매부서와 자산운용부서 간의 이해상충 등이 있다.¹²²⁾ 그런데, 미국에서는 증권업자의 자산운용업의 사내겸영은 활발하게 이루어지고 있지는 않다. 이러한 상황의 중요한 이유는 ① 투자은행업무와 자산운용업무 간의 이해상충 문제는 그 정도가 심각해서 해소에 많은 비용과 노력이 들며 완전한 제거가 매우 어렵다는 점과 ② 자산운용업이 경쟁적인 산업이어서 전업 자산운용사에게 유리하다

121) 이러한 이해상충행위의 사례는 다음과 같다. ① 과당매매 : 증권회사가 간접투자기부로 하여금 자신을 중개인으로 선임토록 함으로써 과도한 유가증권거래를 하도록 하여 중개수수료의 수입증대를 도모하는 행위, ② 자기거래, 쌍방매매 : 증권회사가 불공정가격으로 간접투자기구에 유가증권을 매매하여 자기이익을 도모하는 행위, ③ 인수관련 자기거래 : 증권회사가 자기 발행 유가증권을 간접투자기구에 인수시키는 행위 등

122) 김필규·박연우·김동철, 전계보고서, 37면.

는 점을 들 수 있다. 그래서 대형 증권회사들은 집합투자기구(mutual fund)¹²³⁾에 진입을 자제하고 있으며 자산운용업 중 투자자문업, 투자일임업에 제한적으로 참여하고 있는 실정이다.¹²⁴⁾

③ 증권업과 자산운용업의 본체 겸영시 정보차단벽(Chinese wall)의 사용

미국에서 정보차단벽(Chinese wall)은 처음에 증권회사의 자발적 정책과 절차였으나 차후 SEC는 모든 증권회사가 차단벽을 설치 운영할 것을 법규요건으로 정하게 된다. 정보차단벽은 증권회사내의 내부자 거래를 방지하고 이해상충 문제를 해결하기 위해 사용하는 내부규칙과

123) 미국의 대표적인 집합투자기구는 뮤추얼펀드(Mutual Fund)를 기초로 하는 투자회사(Investment)에 의한 집합투자라고 할 것이다. 미국에서 뮤추얼펀드(Mutual Fund)가 성행하게 된 이유는 투자자들에게 다음과 같은 이점이 있기 때문이다. 뮤추얼 펀드는 투자자들의 자금을 모아서, 이들 투자자들을 위하여 전문적인 자산운용인이 투자를 하게 하는 일종의 투자매개방법이라고 할 수 있다. 뮤추얼 펀드는 다음과 같은 주요한 이점이 있다. 첫째로, 분산되어 있는 투자자들의 금융자본을 집결시킴으로써, 투자자들로 하여금 낮은 비용으로 전문 자산운용인에게의 접근을 가능하게 한다. 이러한 뮤추얼 펀드는 증권시장을 대상으로 금융투자를 하게 된다. 성공적인 투자운영은 전문적인 지식과 판단을 요구하게 된다. 투자를 위하여 주식을 선택하는 하는 경우에 투자자문을 하는 자들은 광범위한 경제적·재정적 조사를 수행하게 된다. 이러한 조사는 목적은 수집된 정보를 발전시켜서 펀드에 의한 증권투자의 이익을 남기는 것이라고 할 것이다. 따라서 전문적인 투자운영을 일반 투자자들은 수행하기 어렵기 때문에, 전문적인 자산운용인을 필요로 하게 되고, 뮤추얼펀드의 경우에는 낮은 비용으로 이러한 이득을 얻을 수 있게 해준다고 할 것이다. 둘째로, 뮤추얼 펀드는 낮은 비용으로 증권시장 내에서 광범위하게 분산되어 있는 기업에 대한 소유권, 즉 지분을 취득할 수 있게 해준다. 이러한 지분을 취득하는 과정에 있어서는 포트폴리오를 구성하는데 있어서 많은 위험이 따르게 된다. 그런데 분산되어져 있는 주식 즉, 지분들은 분산의 정도가 크면 클수록 위험이 낮아진다고 할 수 있다. 대신에 그 지분에서 얻을 수 있는 수익 또한 낮아진다고 할 것이다. 따라서 뮤추얼펀드는 분산의 정도와 위험의 정도 그리고 수익의 정도를 전문 자산운용인에 의하여 조정함으로써, 최적화된 위험의 부담과 수익을 얻을 수 있게 된다. (Wallace Wen Yeu Wang, Corporate Versus Contractual Mutual Funds - An Evaluation of Structured and Governance, 69 Wash. L. Rev. 927 (October, 1994), at 935~36.)

124) 일부 증권회사(Morgan Stanley, Merrill Lynch)는 비교적 대규모의 자회사 형태로 특정 분야(예: international equity)에서 펀드산업에 진입해 있는데, 증권회사가 운영하는 헤지펀드와 사모펀드도 대개 자회사의 형태를 취하고 있다는 점은, 정보차단벽(Chinese wall)의 실효성이 제한적임을 시사한다고 할 수 있다.

절차를 의미하며 증권회사의 한 부서가 얻은 정보를 차단하고 당해 정보가 회사내 타부서로 유포되는 것을 방지하는 것을 목적으로 하고 있다. 정보차단벽은 투자은행부서를 위탁매매, 조사분석, 자산운용, 기타 다른 부서와 실질적으로 분리하는 효과를 가지는데, 이러한 정보차단벽(Chinese wall) 설치의 법적 근거는 1934년 증권거래법 Rule 14e-3이다. SEC는 1980년에 1934년 증권거래법 Rule 14e-3을 채택하면서 정보차단벽(Chinese wall)의 사용을 법적으로 승인하였다.¹²⁵⁾ Rule

125) Rule 14e-3 Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers

- (a) If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the offering person), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from:
- (1) The offering person,
 - (2) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or
 - (3) Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.
- (b) A person other than a natural person shall not violate paragraph (a) of this section if such person shows that:
- (1) The individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell any security described in paragraph (a) of this section or to cause any such security to be purchased or sold by or on behalf of others did not know the material, nonpublic information; and
 - (2) Such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate paragraph (a) of this section, which policies and procedures may include, but are not limited to,
 - (i) those which restrict any purchase, sale and causing any purchase and sale

14e-3은 기본적으로 누구도 공개매수에 대한 미공개 중요정보를 가지고 증권을 거래할 수 없도록 금지하는 규칙이다. 예외적으로 Rule 14e-3의 (b)항에서는 특정 증권사의 자산운용자가 공개매수에 관한 중요정보에 대해 알지 못하고 있다는 점, 그리고 자산운용자가 Rule 14e-3을 위반하지 않도록 당해 회사가 합리적인 정책과 절차를 시행했다는 점을 입증하는 경우에는 Rule 14e-3의 위반이 없이 증권을 매매할 수 있다고 규정하고 있다. 즉, Rule 14e-3의 (b)항은 정보차단벽을 채택한 회사에게 공개매수 관련 거래 시 책임을 부담하지 않는 안전항(safe harbor)을 제공하고 있는 셈이 된다. 따라서 SEC는 Rule 14e-3 제정을 통해 자산운용업을 겸업하는 증권회사가 정보오용으로 인한 책임을 회피하는 한 방법으로서 정보차단벽을 설치하는 것이 적절함을 공식적으로 승인했다고 볼 수 있다.¹²⁶⁾ 또한 Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith, Inc. 사건에서 Merrill Lynch의 화해 이후 다른 증권회사들도 SEC의 내부자 거래 조사 대상이 되지 않기 위해서 자발적으로 정보차단벽을 설치하였으나 이러한 정보차단벽 중에는 실효성이 없는 것이 많아서 내부자 거래 위반이 계속해서 발생하였다. 그래서 이러한 상황에 대응하기 위하여 미의회는 1934년 증권거래법 15조(f)항에 적절한 정보차단벽의 설치를 위한 법정요건을 만들었다.¹²⁷⁾ 1988년 내부자거래 및 증권사기 규제법(Insider Trading and

of any such security or

(ii) those which prevent such individual(s) from knowing such information.

126) 김필규·박연우·김동철, 전계보고서, 39면.

127) Securities Exchange Act of 1934 Section 15 Registration and Regulation of Brokers and Dealers

(f) Prevention of misuse of material, nonpublic information

Every registered broker or dealer shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed, taking into consideration the nature of such broker's or dealer's business, to prevent the misuse in violation of this title, or the rules or regulations thereunder, of material, nonpublic information by such broker or dealer or any person associated with such broker or dealer. The

Securities Fraud Enforcement Act of 1988)의 일부로 채택된 15조(f)항은 증권회사로 하여금 피고용인에 의한 미공개정보의 부적절한 오용을 방지할 정보차단벽을 수립할 것을 명시적으로 요구하고 있다. 15조(f)항에서 요구하는 정보차단벽을 갖추지 못한 증권회사를 대상으로 다수의 SEC 집행절차가 이루어지게 되었다. 이에 따라 증권회사들은 15조(f)항에서 요구하는 정보차단벽을 갖추기 위해 모든 차단벽 절차를 주의 깊게 고안하고 시행·감독하고 있는 상황에 이르게 되었다.¹²⁸⁾

(3) 투자권유에 따른 행위규제

증권에 대한 조사의무 및 부당권유를 금지(know your security)하고 있다. 즉 브로커-딜러는 충분한 정보가 없는 증권에 대하여 매매가격을 제시하는 행위, 즉 시장조성행위를 할 수 없도록 하고 있다. 이는 매매가격을 제시하기 위해서 발행회사의 공모자료나 계속 공시자료 또는 기타 규칙에서 열거하는 자료를 검토하고 신뢰할 만한 합리적 근거를 가져야 한다는 것을 의미한다. 따라서 이러한 내용은 적합성의 원칙(know your customer or suitability)과 관련을 갖게 되고, 고객의 투자목적, 투자경험, 자금력 등에 비추어 적합한 권유를 할 의무를 증권회사나 증권업에 종사하는 자들에게 부담되어진다.¹²⁹⁾

Commission, as it deems necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, shall adopt rules or regulations to require specific policies or procedures reasonably designed to prevent misuse in violation of this title (or the rules or regulations thereunder) of material, nonpublic information.

128) 김필규·박연우·김동철, 전계보고서, 40~41면.

129) 이외에도 투자회사와 투자자문회사에 대한 규제로서 투자회사 주식의 판매와 환매수는 매일 계산된 회사의 순자산에 의하며 매도시의 순자산가치보다 저가로 판매하는 것을 금지한다. 또한 과도한 판매비용을 금지하고 NASD는 상한을 규정하고 있으며, 운용수수료에 대해 과도한 보수가 책정될 우려가 있으므로 투자자문업자가 보수 등을 수령함에 있어 투자회사에 대하여 신임의무와 관계인(affiliated person)과의 거래에 대한 제한을 두고 있다. 또한 투자자문 수수료를 실제 수익률과 연계시키는 성공보수(contingency fee)를 금지하며, 투자자문업자는 고객의 동의 없이 자문계약을 양도하지 못하게 하고 있다. (법제처, 전계보고서, 361~62면)

제 2 절 집합투자에 대한 규제 법규

I. 법규의 정비 현황

집합투자를 규제하는 제정법은 영국보다 미국에서 먼저 이루어졌다. 대공황으로 주식시장이 황폐화된 상황에서 1930년대 미국은 투자자를 보호하고 시장의 안정성을 유지하기 위한 목적으로 증권회사와 관련된 일련의 연방법을 제정한다. 1933년 증권과 1934년 증권거래소법이 이에 해당한다. 그리고 1920년대 후반 급속하게 확산되었던 폐쇄형 투자신탁과 관련하여 자산운용사를 중심으로 한 이해상충행위가 광범위하였다는 인식을 바탕으로 하여 1935년 관련법안 제정을 위하여 SEC는 기초연구를 수행하게 되고, 이를 바탕으로 1940년에 법이 제정된다.¹³⁰⁾ 제정된 법규는 『투자회사법(Investment Company Act)』¹³¹⁾와 같은 해에 제정된 『투자자문업법(Investment Advisers Act)』이다. 후자는 자산운용사의 자격과 등록 등을 규율하는 법규이고, 전자는 이외

130) 미국에서는 1920년대 초 영국의 Investment Trust Company를 모방한 투자신탁제도가 도입된 후 1929년 대공황이 시작될 때까지 미국의 투자신탁은 폐쇄형 투자회사를 중심으로 눈부신 성장을 보였다. 그러나 1929년 1월에 시작된 주가대폭락에 따라 부채비율이 높았던 폐쇄형 투자회사들은 매우 심각한 타격을 입게 되었으며 투자신탁의 전문성에 대한 신뢰도가 큰 위협을 받게 되었다. 이러한 사정을 배경으로 하여 편입증권을 고정시킨 이른바 고정형 투자신탁이 한때 유행하였으나 그 후 미국 투자신탁의 발전은 투자자에게 유동성을 부여한 개방형 투자회사를 중심으로 이루어지게 되었다. 대공황에 대한 반성에서 1933년 증권법을 시작으로 1934년 증권거래소법, 1935년 공익사업 지주회사법, 1939년 신탁증서법 등 일련의 연방증권법이 제정되었으며, 마지막으로 제정된 것이 투자회사법과 투자고문법이다. 미국의 투자신탁은 이러한 법규의 정비 등을 배경으로 40년대 이후 다시 순조롭게 발전하였고, 80년대 이후에는 주식시장에서 새로운 신상품 등의 등장과 함께 활발한 모습을 되찾게 되었다.

131) 미국은 『투자회사법』 제1조에서 동법의 목적이 투자자보호에 있다는 점을 명시하고 있다. 투자자 보호는 이후 SEC 감독업무의 최종 목적으로 명확히 인식되어 왔으며, 1992년 『투자회사법』 제정 이후 50년을 회고하며 새로운 정책과제를 제시할 목적으로 발간한 책자가 “투자자를 보호하며: 투자회사 규제의 50년”으로 명명되었다는 점은 이를 잘 대변한다고 할 수 있다.

에 증권간접투자에 관한 모든 사항을 규율하는 법규이다. 미국에서 주로 분석과 논란의 대상이 되고 있는 법은 규제사항이 더 많은 『투자회사법』이다. 이법은 일련의 개정이 이루어졌으며, 규제와 관련하여 SEC의 규정이 이를 보충하여 규제하고 있다.¹³²⁾

※ 미국의 증권·금융감독체계 정비의 연혁¹³³⁾

	내 용
1863년	- 국법은행면허(National Bank Charter) 도입
1913년	- 연방준비제도(Federal Reserve System) 도입
1933년	- 증권법(Securities Act) 제정 - 상업은행과 투자은행 - 겸업금지법(Glass-Steagall Act) 제정 - 연방예금보험공사(FDIC) 설립 - 연방저축은행면허(Federal Savings Association Charter) 도입
1934년	- 증권거래위원회(SEC) 설립
1935년	- 은행법(Banking Act) 제정 - 통화정책 행정부 산하 이관, 연방공개시장위원회(FOMC) 설립 담당 (재무부차관 통화감독청장 위원회에서 배제)
1988년	- 금융시장 감독 및 정책현안 조정을 위한 중재기관으로서 대통령 직속 금융시장실무그룹(PWG) 설립
1991년	- 연방예금보험공사개선법(FDICIA) 제정, 은행에 대한 건전성규제를 대폭 강화

132) 신인석, 전게서, 34면.

133) 국제금융이슈, 미국의 금융감독체계의 개혁방향, 주간 금융브리프 제17권 제13호 (2008.3), 14면.

	내 용
1999년	- 금융지주회사법(Gramm-Leach-Bliley Act) 제정, 은행들의 투자은행업무 및 보험판매 허용
2002년	- 기업개혁법(Sarbanes-Oxley Act) 제정, 내부통제 및 공시규정 강화
2008년	- 금융감독체계 개혁 청사진 공포

II. 집합투자규제에 관한 법체계

1. 단일법 여부

미국의 집합투자에 대한 법은 1940년 제정된 『투자회사법』과 『투자자문업법』의 두가지이다. 『투자자문업법』은 자산운용사의 자격, SEC에의 등록 등에 대한 사항만이 포함되어 있고 집합투자 규제가 모든 핵심은 『투자회사법』의 규율사항이다. 집합투자제도의 기본원칙에 해당되는 규제들은 모두 『투자회사법』에 의한 것이다. 따라서 미국의 법체계는 집합투자라는 기능에 대한 단일법과 자산운용사에 대한 단일법의 두가지로 구성되었다고 할 수 있다.

2. 포괄주의 여부

미국의 『투자회사법』은 포괄주의 방식에 의거하고 있다. 집합투자에 대하여 경제적 기능에 관한 포괄적 법개념이 존재한다. 즉, 투자회사법은 투자회사(Investment company)를 “유가증권 투자에 자금을 운용할 목적으로 (수익)증권을 발행하여 자금을 모집하는 기업”으로 정의하고 있다.¹³⁴⁾ 또한 동법은 기업이란 회사뿐만 아니라, 기금, 신탁 나

134) Investment Company Act of 1940, Section 3 Definition of Investment Company, (a)

아가 모든 조직화된 집단을 의미한다고 가장 포괄적으로 정의하여 투자회사의 법적 설립형태가 투자회사의 정의에 아무런 영향을 미칠 수 없도록 하고 있다.¹³⁵⁾ 즉 미국의 『투자회사법』에서 투자회사는 오로지 경제적 기능의 실질에 의해서만 법적 정의가 가능한 개념이 된다. 『투자회사법』의 이러한 특질을 반영하여 미국에서 투자회사는 다양한 법적 설립형태를 취하고 있다. 일반 주식회사뿐 아니라, 영업신탁 (Business Trust), 합자회사(Limited Partnership) 등의 법적 외형이 투자회사 설립의 방편으로 사용되고 있다.¹³⁶⁾

Ⅲ. 투자회사법에 의한 규제

미국은 『투자회사법』에서는 규제방법을 일일시가평가, 엄격한 공시, 차입의 금지, 이해상충에 해당되는 거래 금지, 독립이사에 의한 감시 등 다섯 가지로 대변할 수 있다.¹³⁷⁾

Definitions.

1. when used in this title, “investment company” means any issuer which -
 - (A) is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities;
 - (B) is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding; or
 - (C) is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 percentum of the value of such issuer's total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.

135) Investment Company Act of 1940, Section 2 - Definitions, (a) Definitions

- (8) “Company” means a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company, a trust, a fund, or any organized group of persons whether incorporated or not; or any receiver, trustee in a case under title 11 of the United States Code [11 USCS § § 101 et seq.] or similar official or any liquidating agent for any of the foregoing, in his capacity as such.

136) 신인석, 전계서, 70~71면.

137) 특히 독립이사에 의한 감시를 3자에 의한 감시를 보다 일반화하면 이러한 입장

1. 일일 시가평가

미국은 투자기금이 보유하고 있는 유가증권을 시가에 의해 매일 평가하고 그에 따라 순자산가치(net asset value)를 계산할 것을 요구하고 있다. 이 같은 일일 시가평가에 근거한 회계의 강제는 일반 주식회사와는 크게 다른 점이다. 앞에서 언급한 바와 같이 집합투자 규제에 대한 심도있는 국제적인 모범기준은 아직 존재하지 않는 상황이고, 국제기구의 문건인 IOSCO(1994)도 논란의 여지가 없는 몇 가지 사항에 관해서만 구체적인 언급을 하고 있는 정도이다. 그런데 시가평가는 IOSCO¹³⁸⁾(1994)에서도 규제원칙으로서 구체적 언급을 하고 있는 사안이다.¹³⁹⁾ 이만큼 시가평가는 집합투자 규제에 있어 필수적인 요소로서 널리 받아 들여지고 있다.

2. 엄격한 공시

공시에 대한 강화는 집합투자에 관한 경우뿐만 아니라, 회사관련 모든 법령에서 나타나고 있는 현상이라고 보아야 할 것이다. 특히 전세계적으로 국제경제적 문제를 발생시켰던 Enron사태 이후, 미국은 Sarbanes-Oxley

은 영국의 집합투자에 대해 규제에 대해서도 그대로 적용될 수 있다고 할 것이다. (신인석, 전계서, 37~41면 참조)

138) 국제증권감독기구(International Organization of Securities Commission, IOSCO)는 국제간 증권거래에 대한 규제 및 감독문제를 검토하는 국제기구로서 국제간 탈법거래 예방 및 적발을 위한 정보공조체제 구축 및 효율적인 관리방안을 모색하고 있다. 전세계 110여 개국 174 증권감독 관련기관이 회원으로 가입되어 있으며, 은행분야의 바젤위원회, 보험분야의 국제보험감독관협의회(IAIS)와 함께 세계 3대 금융감독기구 중의 하나이다.

139) 국제증권감독기구는 집합투자에 대한 원칙을 다음과 같이 공표하였다. ① 투자자보호 (Investor Protection), ② 시장의 투명성 (Market Integrity), ③ 자산운용자의 순수성 (Integrity of Operator), ④ 투자기구로서의 집합투자제도의 국제적 발전 (Integrity of Operator). (Technical Committee of the IOSCO, Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes (September, 1997), at 4-5) 이러한 원칙들을 수행하기 위하여 일일시가평가, 엄격한 공시, 차입의 금지 등과 같은 일련의 조치들이 수행된다고 볼 수 있다.

법을 제정하여 강도 높은 공시제도를 운영하기 시작하였고, 이는 전세계적으로 유사한 경향을 나타내는 각국의 입법들로 이어지게 되었다. 따라서 일반적인 공시제도는 집합투자제도에도 적용되는데, 차이점은 집합투자규제의 경우 보다 더 구체적인 공시규제가 적용되고 있다는 점이다. 공시규제는 특히 미국 SEC가 지난 20년간 중점을 두어 온 사항인데, 미국에서 투자회사의 운용자산이 증가하기 시작한 80년대 이후 SEC는 투자자에 대한 투자설명서, 정기보고서 등의 정보전달 효과를 제고하는 것을 감독업무의 큰 목적으로 간주하여 왔다. 그리고 그에 따라 직접 적정한 투자설명서, 정기보고 등이 담아야 할 정보의 내용은 물론, 서술의 방식까지 규제하고 있다.¹⁴⁰⁾

3. 차입의 금지

투자기금은 차입이 금지되고 있다. 이 같은 자본구조에 대한 규제는 일반 주식회사와 뚜렷이 구별되는 규제방법이다. 미국 「투자회사법」에서 자본구조에 대한 규제는 투자기금의 투명성을 높이기 위한 목적으로 도입되었다고 할 수 있다. 미국에서 폐쇄형을 중심으로 집합투자가 성행하기 시작한 1920년대에, 이 당시 투자기금을 운영한 자산운용사들은 특별한 규제가 없는 상태에서 다양한 방식의 차입으로 투자기금의 규모를 키웠고 그 결과 투자기금의 자본구조는 대단히 복잡한 모습을 띠고 있었다고 한다. 이러한 복잡한 자본구조의 문제점은 후술할 이해상충의 문제와도 직결되는 사안이다. 또한 투자기금의 투명성을 저해시킴으로써 전체적인 자본시장의 신뢰를 약화시키는 요인으로 작용하고 있다. 따라서 차입의 금지는 「투자회사법」이 제정되면서 규제의 하나로서 도입되었고, 영국의 법규도 투자기금의 차입금지

140) 공시에 대해 세세한 규제를 하고 있는 것은 영국도 마찬가지이다. FSA 집합투자제도 규정집은 투자자에게 제공되는 투자설명서에 담겨야 할 내용을 여러 장에 걸쳐 세밀하게 규정하고 있다.

를 규정하고 있다. 차입은 원칙적으로 금지되며 자산가지의 10% 이내에서 단기차입에 한하여 허용된다.

4. 이해상충행위 금지

미국의 집합투자기구에 대한 규제에서 특징적인 것은 이해상충행위에 대한 규제가 일반 주식회사에 비하여 훨씬 세세하다는 점이다. 이해상충행위는 개념적으로 자산운용사가 투자자의 이익이 아니라 자신의 이익을 추구하기 위하여 범하는 모든 행위를 지칭한다. 따라서 그 모든 행위가 사전적으로 개념화되기는 어려우나, 미국의 법규에는 포괄적인 이해상충행위 금지조항이 있음은 물론이고, 일부 이해상충행위에 대해서는 명시적으로 금지하거나 또는 투명성과 공정성이 확보될 수 있는 절차에 의할 것을 요구하는 규제가 발견된다.¹⁴¹⁾

5. 기업지배구조에 의한 감독체계

일반 주식회사에서 경영진은 주주에 대하여 선관주의의무(Duty of Care)와 충실의무(Duty of Loyalty)로 구성되는 신인의무(Fiduciary Duty)를 지도록 법은 규정하고 있다. 이 점은 미국 뿐만 아니라 영국에 있어서의 집합투자제도에서도 마찬가지라고 할 수 있다.¹⁴²⁾ 실질적인 투

141) IOSCO는 이해상충행위에 대한 세계 여러 나라의 규제사례를 정리하고 있는데, 이에 따르면 이해상충행위에 대해서 상세하게 규제한다는 점은 내용의 편차는 있지만, 영국과 미국은 물론 여러 나라 법규에서 발견되는 공통적임을 알 수 있다. 이는 일반 주식회사의 경우 내부자거래 금지 등이 유일하게 특정 이해상충행위로 예시되며 금지하는 규정임에 비해 주목되는 특징이다. (신인석, 전계서, 39면)

142) 영국의 경우에는 회사와 이사 또는 경영진간의 관계로 대변되는 신인관계에 관하여, 발생하는 의무를 보다 더 상세하게 회사법에서 규정하고 있다. 물론 이러한 회사법상의 원칙은 증권·금융과 관련된 회사에서의 신인관계에도 그대로 적용되어 효력을 갖는다고 할 것이다. 특히, 2006년 영국에서는 대대적인 회사법 개정이 있었다. 즉, 이러한 영국의 회사법 개정과정은 다음과 같았다. 1998년부터 개정작업이 시작되었다. 1998년 3월에 회사법개정위원회가 발족되었고, 2001년 7월에 최초 보고서가 제출되었다. 2002년에 회사법개정백서(White Paper)가 발간되었으며, 이 개정작업은 2005년 3월까지 계속되었다. 그리고 2005년 11월에 회사법 개정법안이

자기금의 경영자에 해당하는 자산운용사는 투자자에 대하여 신인의무를 지도록 규정하고 있다. 그러나 경영자의 법적 책임에 대한 규정을 제외한 지배구조에 대한 규제에서는 일반 주식회사와 집합투자 사이에는 다음과 같은 차이가 발견된다.¹⁴³⁾

첫째, 집합투자규제에서 독특한 것은 3자에 의한 감시장치의 구축이 법규에 의하여 세밀하게 요구되고 있다는 점이다. 미국의 『투자회사법』은 모든 투자기금에 의무적으로 이사회를 설치하고 이 이사의

의회에 제출되었고, 2006년 5월에 하원을 통과하였다. 그리고 중간에 약간의 수정 보완작업을 거친 뒤, 최종적으로 2006년 11월 8일에 여왕의 승인을 얻어, 2006년 12월 1일에 발효되었다. 이러한 일련의 과정을 겪은 2006년 영국 회사법이 가장 큰 특징으로 주목받는 부분은 “이사의 의무”에 관한 규정이다. 동시대에 미국에서 “이사의 성실의무”에 관한 논의가 집중적으로 제기되고 있던 것과 일치되게, 영국에서는 이사의 의무에 대한 자세한 규정을 제정법적으로 성문화시켰다. 그리고, 많은 논란이 있음에도 불구하고, 미국에서 논의된 성실의무(Duty of Good Faith)와 그 의미가 동일한 의무를 포괄적이고 선언적 규정으로 제정법상에 성문화시키는 혁명적인 개정을 시도하였다. 2006년 영국 회사법 “Part 10 회사의 이사”의 “Chapter 2 이사의 일반적 의무”에는 다음과 같이 규정되어 있다.

Part 10 : 회사의 이사

Chapter 2 : 이사의 일반적 의무

제170조 일반적 의무의 범위와 성질

제171조 기본정관을 준수하며 행동하여야 할 의무

제172조 정관에 의하여 정해진 목적을 위해서만 권한을 행사해야 할 의무

제173조 회사의 성공을 증진시킬 의무

제174조 독립적인 판단을 수행할 의무

제175조 합리적인 주의와 기술 그리고 근면에 의하여 업무를 수행할 의무

제176조 이익충돌을 회피할 의무

제177조 제3자로부터 수익을 수령하지 않을 의무

이 규정들 중에서 가장 혁신적인 조항이라고 할 수 있는 규정은 “제173조 회사의 성공을 증진시킬 의무”라고 할 수 있다. 그 내용은 미국 판례법상 언급된 “이사의 성실의무”에 관한 내용과 유사하며, 무엇보다도 상당히 포괄적이고 선언적인 규정을 제정법상에 성문화시켰다는 점이라고 할 수 있다. 영국에서도 이러한 규정이 명문화되는 배경에는 미국과 마찬가지로 판례법의 영향이 컸다고 볼 수 있다. 즉, 영국 판례법상에서도 미국의 경우와 유사하게, ① 주의(care)와 기술(skill)에 의하여 업무를 수행할 것, ② 회사의 최선이익을 위하여 성실하게 행동할 것, ③ 회사의 기본정관에 의하여 부여된 권한 내에서 행동하고, 정당한 목적을 위해서 권한을 행사할 것, ④ 비밀스런 이익을 취득하지 말 것 등을 이사의 의무로서 판단하였다.

143) 신인석, 전계서, 39~40면.

40%이상은 자산운용사와 이해관계가 없는 “독립이사”로 구성할 것을 규정하고 있다. 그리고 이 독립이사들에 대하여 자산운용사가 투자자의 이익에 충실하게 투자기금을 운용하는지의 여부를 감시할 책임과 의무를 부여하고 있다. 『투자회사법』에서는 특별히 언급하고 있는 주요한 독립이사의 임무로는 자산운용사와의 운용계약승인, 감사임명의 승인, 유동성이 낮아 시장가격이 없는 유가증권의 가격산정 등이 있다. 영국의 경우 자산운용사에 대한 감시기구의 형태가 다르지만 수탁회사가 수행하여야 할 의무로 법규가 규정하고 있는 내용은 미국의 『투자회사법』의 경우와 대동소이하다.¹⁴⁴⁾ 영국과 미국 법규에서 3자 감시장치는 이해상충행위 규제와도 밀접하게 연관되어 있다. 이해상충행위의 가능성이 높은 거래라도 감시자인 독립이사(미국), 또는 수탁회사(영국)에 의해 공정성이 감시된다면 허용하고 있기 때문이다. 이렇게 보면 3자 감시장치는 이해상충행위 규제의 집행기구로서의 역할도 수행하고 있는 것이다.

둘째, 집합투자제도에서 투자자총회의 역할은 일반 주식회사에 비하여 상대적으로 제한적이라는 점이다. 일반 주식회사에서 주주총회 의결사항에 해당하는 사안들이 집합투자제도에서는 이사회(미국의 경우)

144) 미국에서 『투자회사법』에 의하여 규율되는 가장 대표적인 집합투자는 뮤추얼 펀드(mutual fund)라고 할 것이다. 이러한 미국 뮤추얼 펀드는 다음과 같은 특징이 있다. 첫째로, 뮤추얼 펀드(mutual fund)를 운영하는 투자회사는 상당히 높은 비율의 독립된 이사로 이사회를 운영한다. 둘째로 미국의 뮤추얼펀드 산업은 8000개가 넘는 종류의 상품으로 시장에 제공되어져 있으며, 9000만명 이상의 투자자들이 산업에 참여를 하고 있어서, 미국 자본시장의 엄청난 비중을 차지하고 있다. 셋째로, 투자회사와 투자자문업자들은 1933년 증권법 뿐만 아니라, 1934년 증권거래소법, 1940년 투자회사법과 투자자문업법 그리고 Sarbanes-Oxley법 등의 다양한 연방법에 의하여 규율을 받고 있다. 이러한 광범위한 연방법의 규율에 의하여 미국 뮤추얼 펀드를 운영하는 사업자들은 투자자들에게 상당한 양의 정보를 공시해야 하는 의무를 부담하게 된다. 넷째로, 뮤추얼 펀드의 투자자들은 그들의 투자이익에 반하는 투자운용계약을 무효로 돌릴 수 있는 법적 구제조치를 법원에 청구할 수 있다. (William A. Birdthistle, *Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry*, 80 Tul. L. Rev. 1401 (March, 2006), at 1407~8)

또는 수탁기관(영국의 경우)의 감시 하에서 자산운용사가 결정할 사안인 경우가 많다. 또한 투자자총회 자체가 매년 개최되어야 하는 것도 아니다.

IV. 투자기금의 조직형식

미국의 『투자회사법』은 집합투자기금의 조직형식에 대해서는 특별한 언급을 하고 있지 않다.¹⁴⁵⁾ 미국의 『투자회사법』은 집합투자를 목적으로 하여 조직된 투자기금을 “투자회사(investment company)”로 통칭하고 있는데, 미국의 『투자회사법』은 “투자회사”를 유가증권에의 운용을 목적으로 하는 기금조성을 위하여 “유가증권을 발행하는 주체(any issuer)”라고 정의하고 있을 뿐 추가적인 조직방식에 대한 규제는 두고 있지 않다.¹⁴⁶⁾

『투자회사법』은 “유가증권을 발행하는 주체”를 유가증권을 발행하는 “자연인 또는 회사”라고 정의하고 있는데, 투자회사는 자연인은 아니므로 회사가 된다고 할 것이다. 그리고 투자회사는 “회사(company)”를 “법인(corporation), 조합(association), 주식회사(joint stock company), 신탁(trust)을 불문하고 어떤 형태로든 조직된 그룹(any organized group of person) 등”으로 정의하고 있다. 『투자회사법』에 있어서의 “회사”는 자연인에 대비되는 개념일 뿐 구체적인 조직형식이 특정되어 있는 개념이 아니다. 이에 투자회사의 조직형식 역시 법적 제약이 존재하지 않게 된다. 미국의 『투자회사법』은 투자회사를 “액면가보장회사(face-amount certificate company)”, “유닛 트러스트(unit investment trust)”, “경영회사(management company)”의 세가지 종류로 구분하고 있다.¹⁴⁷⁾ “액면가보

145) 신인석, 전제서, 109면.

146) Investment Company Act of 1940, Section 2 - Definitions, (a) Definitions

(22) “Issuer” means every person who issues or proposes to issue any security, or has outstanding any security which it has issued.

147) Investment Company Act of 1940, Section 4 - Classification of Investment

장회사”는 투자자에게 확정채권을 발행하여 자금을 모집하는 투자회사인데, 현재에는 거의 자취를 감추었다. “경영회사”는 액면가보장회사와 유닛트러스트를 제외한 나머지 투자회사를 의미하는데 오늘날 “액면가보장회사”와 “유닛트러스트”는 쇠퇴한 상태이며 『투자회사법』의 실질적인 대상은 “경영회사”로 분류되는 투자회사로 되고 있다. 그런데 『투자회사법』은 세종류의 투자회사 중에서 유독 “유닛트러스트”에 한해서는 구체적인 조직형식을 언급하고 있다. 즉 유닛 트러스트의 경우에는 “신탁증서(trust indenture)”에 의해 조직하도록 법으로 정하고 있다. 또한 이에 따라서 유닛 트러스트는 실제로 『신탁법』에 의한 계약에 의하여 수탁자(trustee), 개설자(sponsor) 그리고 신탁의 운영감리인(evaluator) 등의 구성요소로 조직된다. 결론적으로 미국 『투자회사법』이 집합투자 투자기금의 조직형식에 대해서 아무런 직접적인 규제를 하고 있지 않다고 보아도 무방할 것이다. 또한 『투자회사법』의 규제를 기준으로 하는 한 미국의 집합투자제도는 “법인형”과 “계약형” 중 어느 특정 형식에 속하지 않고 모든 형식에 대하여 열려있는 상태라고 할 것이다.¹⁴⁸⁾

Companies

For the purposes of this title, investment companies are divided into three principal classes, defined as follows:

1. “Face-amount certificate company” means an investment company which is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or which has been engaged in such business and has any such certificate outstanding.
2. “Unit investment trust” means an investment company which (A) is organized under a trust indenture, contract of custodianship or agency, or similar instrument, (B) does not have a board of directors, and (C) issues only redeemable securities, each of which represents an undivided interest in a unit of specified securities; but does not include a voting trust.
3. “Management company” means any investment company other than a face-amount certificate company or a unit investment trust

148) 『투자회사법』이 투자회사의 조직형태에 대하여 규제를 하고 있지 않은 가운데, 투자회사를 조직하는 계약은 개별주의 주법에 근거하여 이루어지고 있다. 특히 투자회사는 회사(corporation), 영업신탁(business trust) 그리고 합자회사(limited partnership)

V. 투자회사의 지배구조

『투자회사법』은 집합투자기금의 조직형식과는 관계없이 유가증권에 투자하기 위한 투자기구으로서의 “투자회사”를 기능에 의하여 정의하고 이 추상적 개념인 투자회사에 대하여 지배구조에 해당하는 규제를 가하고 있다. 구체적으로 미국의 모든 투자회사는 법적 조직형식과는 관계없이 동일하게 두가지 지배구조와 관련되는 기구로서 투자자들의 총회인 “주주총회”와 “이사회”를 두도록 되어 있다.¹⁴⁹⁾ 이 두 가지의 기구 중 감시기능의 수행이라는 측면에서 주주총회의 역할은 상대적으로 명목적이며 이사회가 역할이 실질적이다.¹⁵⁰⁾

등의 세가지 형식으로 조직되고 있는데 이 중에서도 대표적인 것은 영업신탁이다. 『투자회사법』에서 투자회사의 조직형식에 대해 아무런 규제를 가하고 있지 않음에도 불구하고 모든 투자회사가 법인체로 설립되고 있는 점은 특징적인 현상이라고 할 것이다. 또한 비록 규제가 정하고 있는 것은 아니지만, 실제 집합투자기금의 조직이 법인체로 설립된다는 점에서 미국의 집합투자제도에 관하여 실제적인 존재형태를 기준으로 분류한다면 “법인형”에 속한다고 할 것이다. (신인석, 전거서, 110~12면)

149) Investment Company Act of 1940, Section 2 - Definitions, (a) Definitions

(12) “Director” means any director of a corporation or any person performing similar functions with respect to any organization, whether incorporated or unincorporated, including any natural person who is a member of a board of trustees of a management company created as a common-law trust.

150) 『투자회사법』이 주주총회에 부여하고 있는 기능은 다음의 세가지이다. 첫째, 자산운용사와의 운용계약 체결은 주주총회의 승인을 필요로 한다. 또한 주주총회는 운용계약을 종결시킬 수도 있다. 둘째, 이사회가 이사는 주주총회에서 선임된다. 셋째 종전 투자회사의 운용전략을 변경하기 위해서는 주주총회의 승인이 있어야만 한다. 비록 『투자회사법』에서 주주총회의 기능을 명시하고는 있지만 투자회사에 대한 감시 내지는 지배에 있어서 실질적인 주주총회의 역할이 존재하는가에 대해서는 미국 학계 및 업계에서 모두 회의적인 시각을 갖고 있는 것으로 보인다. 따라서 주주총회에 대한 회의적인 의견에 대하여 SEC는 1986년 최초의 이사회 선임, 절반 이상이 주주총회에서 선출되지 않은 이사로 구성된 이사회에서 새로운 이사를 선임할 때 등 두가지 경우만이 『투자회사법』이 주주총회를 통한 이사선임을 의무화한 상황이라는 해석을 내린다. 그리고 나머지 경우는 주주총회의 개최 여부는 전적으로 투자회사의 법적 조직형태에 따라 적용되는 주법에 의해서 정해진다고 하였다. 이후 주주총회 개최 회수를 최소화하기를 원하는 투자회사들의 요구에 맞추어 일부 주법이 영업신탁 또는 다른 특별구조의 회사에 대해서는 주주총회의 연례

1940년 『투자회사법』은 이사회 총수에 대해서는 규정을 하고 있지 않지만, 이사회 60% 이상이 “자산운용사와 관련된 자(affiliated persons of the adviser)”이어서는 안될 것을 요구하였다.¹⁵¹⁾ 이후 1970년 『투자회사법』 개정에서는 “자산운용사와 관련된 사람”이라는 요건이 “투자회사와 이해관계가 있는 자(interested persons)”로 보다 강화되었다. 이에 따라 투자회사의 이사회는 “이해관계가 있는 이사(interested persons)”와 이해관계가 없는 이른바 “독립이사(independent director)”로 구성되고 있다.¹⁵²⁾

『투자회사법』의 일반 규정대로 하면 투자회사의 이사회에서 독립이사의 비중은 최소 40%를 넘으면 된다. 그러나 『투자회사법』은 투자회사의 주관인수인(principal underwriter)이 자산운용사의 관계사인 경우에는 이사회 60% 이상이 독립이사일 것을 요구하고 있다.¹⁵³⁾ 대부

개최를 의무화하지 않는 방향으로 개정되었고 대부분의 투자회사는 이들 주법에 의한 설립을 택하고 있다. 이에 따라서 오늘날에 있어서 주주총회는 이사의 선임을 통한 최종 감시기능보다는 주주총회의 승인이 의무화된 사항에 대하여 위임을 요청하는 과정에서 해당 사항에 대한 정보를 투자자에게 전달하는, 추가적인 “정보제공의 경로”로서의 의미만을 지니고 있다고 할 것이다. (신인석, 전계서, 124~25면)

151) Investment Company Act of 1940, Section 10 - Affiliations or Interest of Directors, Officers, and Employees (a) Interested persons of company who may serve on board of directors. No registered investment company shall have a board of directors more than 60 per centum of the members of which are persons who are interested persons of such registered company.

152) 신인석, 전계서, 125면.

153) Investment Company Act of 1940, Section 10 - Affiliations or Interest of Directors, Officers, and Employees (b) Employment and use of directors, officers, etc., as regular broker, principal underwriter, or investment banker. No registered investment company shall -

- (1) employ as regular broker any director, officer, or employee of such registered company, or any person of which any such director, officer, or employee is an affiliated person, unless a majority of the board of directors of such registered company shall be persons who are not such brokers or affiliated persons of any of such brokers;
- (2) use as a principal underwriter of securities issued by it any director, officer, or employee of such registered company or any person of which any such director, officer, or employee is an interested person, unless a majority of the board of directors of such registered company shall be persons who are not such principal

분의 투자회사 설립시 자산운용사는 관계증권사를 주관인수인으로 하는 예가 많으므로 실제 투자회사 이사회에서 독립이사가 차지하는 비중은 50%인 것이 보통이다.

투자회사의 이사회는 일차적으로 투자회사 설립의 근거가 되는 주법에서 정하고 있는 이사의 기능에 대한 규정의 적용을 받는다. 『투자회사법』의 규정은 이사회의 추가적인 기능을 정하고 있는 셈이다. 그 결과 투자회사의 이사 및 이사회는 투자회사의 운영에 대하여 포괄적인 감시의 기능을 수행하고 있다.¹⁵⁴⁾

또한 투자회사법상의 이사들은 일반 기업의 이사들과 마찬가지로 신인의무를 부담하게 된다. 『투자회사법』도 이사는 투자자에 대하여 신인의무(fiduciary duty)가 있다고 명시적으로 규정하고 이 의무를 위반할 경우 SEC와 투자자는 이에 대한 법적 소송을 제기할 수 있다고 정하여 이사의 법적 책임을 엄격하게 추궁할 수 있는 근거를 마련하고 있다.¹⁵⁵⁾ 『투자회사법』의 같은 조항은 이사 이외에 자산운용사도

underwriters or interested persons of any of such principal underwriters; or

(3) have as director, officer, or employee any investment banker, or any affiliated person of an investment banker, unless a majority of the board of directors of such registered company shall be persons who are not investment bankers or affiliated persons of any investment banker. For the purposes of this paragraph, a person shall not be deemed an affiliated person of an investment banker solely by reason of the fact that he is an affiliated person of a company of the character described in section 12(d)(3)(A) and (B) [15 USCS § 80a-12(d)(3)(A), (B)].

154) 첫째, 투자회사와 관련된 중요 계약은 모두 이사회 또는 독립이사의 승인을 거치도록 되어 있다. 투자회사와 자산운용사 계약, 주관사회사 계약, 자산보관인 선정 등이 이에 해당한다. 계약의 승인과 함께 이사회는 그에 따라 지급되는 각종 수수료의 수준이 “적당한지(reasonable)”의 여부를 판단하도록 되어 있다. 또 이사회는 자산운용사와의 운용계약을 언제든지 종료시킬 수 있는 권한도 갖고 있다. 둘째, 자산운용사의 이해상충행위를 감시하여야 할 책임이 이사 특히 독립이사들에게 부여되어 있다. 우선 투자회사의 회계감사인은 독립이사들의 과반수 이상 찬성에 의하여 선정되어야 한다. 또한 각종 이해상충의 위험성이 있는 거래들 중 법이 허용하고 있는 것들은 독립이사들에 의한 보안을 허용의 조건으로 정하고 있다. 셋째, 투자회사가 보유하고 있는 유가증권의 시가평가를 실시할 때 시장가격이 존재하지 않는 유가증권에 대해서는 이사회가 시가를 정하도록 되어 있다. (신인석, 전계서, 126~27면.)

155) Investment Company Act of 1940, Section 36 - Breach of Fiduciary Duty

투자자에 대해 신인의무를 지니고 있다고 규정하고 있다. 그에 따라 SEC와 투자자는 투자회사의 이사, 자산운용사에 대하여 신인의무에 근거한 법적 책임을 요구할 수 있도록 하고 있다.¹⁵⁶⁾

(a) Civil actions by Commission; jurisdiction; allegations; injunctive or other relief. The Commission is authorized to bring an action in the proper district court of the United States, or in the United States court of any territory or other place subject to the jurisdiction of the United States, alleging that a person serving or acting in one or more of the following capacities has engaged within five years of the commencement of the action or is about to engage in any act or practice constituting a breach of fiduciary duty involving personal misconduct in respect of any registered investment company for which such person so serves or acts -

- (1) as officer, director, member of any advisory board, investment adviser, or depositor; or
- (2) as principal underwriter, if such registered company is an open-end company, unit investment trust, or face-amount certificate company.

If such allegations are established, the court may enjoin such persons from acting in any or all such capacities either permanently or temporarily and award such injunctive or other relief against such person as may be reasonable and appropriate in the circumstances, having due regard to the protection of investors and to the effectuation of the policies declared in section 1(b) of this title [15 USCS § 80a-1(b)].

156) 이러한 제3자 감시장치와 신인의무의 적용 등은 투자회사 등이 수행하는 집합투자제도가 갖고 있는 태생적인 문제를 해결하기 위한 방안으로 논의되는 것이다. 즉, 투자회사(investment company)는 대중을 대상으로 하여 투자를 분산시키기 위한 방법으로 증권을 발행하게 된다. 그러나 이러한 투자는 종종 특정 산업에 지분이 집중되는 현상이 발생하게 된다. 그리고 이러한 현상은 투자자들이 회피하고 싶은 위험(risk)을 부담하게 되는 결과로 이어지게 된다. 즉 많은 투자회사들은 투자자들에게 일반적인 개략적인 투자전략만을 제공하기 때문에 투자자들은 위험회피의 안전성과는 거리가 멀어지게 되는 것이다. 또한, 투자자들은 실질적으로 어느 산업에 자본이 투자되는지 모르게 될 가능성도 항상 존재하게 되며, 심지어 자본투자가 남용되는지에 대해서도 모르는 상태에서 투자가 이루어질 위험도 상존하게 되는 것이다. 이러한 근원적인 정보의 비대칭과 권한남용은 집합투자제도가 항상 안고 있는 태생적인 문제이며, 이러한 문제해결을 위한 법제도적 장치는 변화되는 자본시장속에서 보완되고 개선되는 순환을 역사적으로 경험하게 된다. (Jerry W. Markham, *Mutual Fund Scandals - A Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investment*, 3 *Hastings Bus. L. J.* 67 (Fall, 2006) at 75)

제 3 절 증권규제상 투자계약증권

I. 증권규제상 증권의 개념과 특색

미국은 증권 규제에 있어 상품별/기관별 규제를 채택하고 있는 전형적인 국가이며, 또한 증권의 개념 정립방법을, 절충주의 즉 열거주의를 기본으로 하면서 투자계약(investment contract)과 같은 포괄적 개념을 도입하여 해석 여하에 따라서는 특정한 상품을 증권의 범위로 포함시킬 수 있는 여지를 열어두고 있다. 증권규제관련 연방법들은 각각 고유의 증권 정의규정을 가지고 있으나, 상호간 거의 유사하다고 할 수 있는데, 1933년 증권법(The Securities Act of 1933), 1934년 증권거래소법(The Securities Exchange Act of 1934), 그리고 1940년 투자회사법(The Investment Company Act of 1940) 등의 법률에서는 증권의 개념정의를 나름대로 가지고 있으나 그 내용면에서는 거의 유사한 면을 보이고 있다. 그런데 증권의 개념정의를 함에 있어서 투자계약과 같은 포괄적인 개념을 가지고 있다고 하는 것은 이러한 개념을 탄력적으로 적용할 수 있게 된다는 장점이 있는 반면, 이와 반대로 투자계약이라고 하는 추상적인 개념을 가지고 해석 여하에 따라서 증권 여부를 판단하게 되어 법적 불확실성을 안겨준다는 단점도 동시에 가지고 있다고 할 수 있다. 따라서 법규상 증권의 범주에 포함시킬 것인가 여부를 판단함에 있어서 탄력성을 가져야 한다는 것을 필요로 하게 된다. 그러나 추상적인 개념만을 법에서 제공함으로써 법적 불확실성을 남겨 놓기보다는 미국 증권관계법의 경우처럼 법에서 증권의 범주에 포함될 수 있는 판단기준을 가능한 많이 제시하도록 하는 것이 현실적으로 유익하고 필요한 부분이 있을 것이지만 현실적으로 그러한 기준을 제시하는 것은 쉽지 않은 일이다.¹⁵⁷⁾

157) 김병연, 금융투자업과 자본시장에 관한 법률상 증권개념의 포괄성에 대한 검토

즉, 미국 1933년 증권법 제2조 (a)(1)에서는 어음, 주식, 사채 등과 같은 구체적인 증권의 유형들을 열거함과 동시에 “투자계약(investment contract)”이나 “기타 통상적으로 증권으로 알려진 이익이나 증서”와 같은 추상적이고 포괄적인 증권의 개념유형을 규정하고 있는데,¹⁵⁸⁾ 이러한 점은 시장에서 일반적으로 거래되는 전형적인 증권의 유형을 나열함으로써 법적 확실성과 예측가능성을 도모함과 동시에 새로운 증권의 유형이 등장하는 경우에 탄력적으로 대응할 수 있도록 함에 있어서 유익한 방법의 제공을 시도하였다. 그러나 이러한 해석기준도 현실적인 적용에 있어서 많은 논의와 보완을 필요로 하였다.

이러한 미국 연방증권법상 증권의 범위에 대한 결정 방법은 대상의 형식적인 명칭이 아니라 경제적 실질을 중시하고 있다는 점에서 그 특색이 있다고 할 수 있다. 따라서 유가증권의 개념을 규정하면서, ① 권리를 표창하는 증권 또는 증서의 존재를 반드시 요구하지 않고, ② 주식이라는 명칭을 사용하여도 경제적 실질 테스트 여하에 따라 증권법상의 증권에 포함시키지 않기도 하며, 그리고 ③ 권리의 유통성도 필수요건으로 보고 있지 않다. 한편 미국 증권관계법이 증권의 개념 정의에 관하여 투자계약(investment contract)과 같은 포괄적인 개념으로써

- 투자계약(investment contract)과 현행 간접투자자산 운용업법상 투자대상을 중심으로, 투신 제57호(2006. 6), 5면.

158) The Securities Act of 1933, Section 2 (a) Definitions.

When used in this subchapter, unless the context otherwise requires- (1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities(including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

그 범위를 확장하는 방법은 과거에는 그 효용성을 발휘하였지만, 최근 많이 이용되고 있는 파생상품결합물의 영역에서 발생하는 신종파생상품 전체를 포섭하기에는 부족하다고 하는 한계를 보여 주고 있는데, 이는 기본적으로 기관별/상품별 규제제도의 한계라고도 할 수 있다. 그 리하여 미국에서는 장외파생상품을 증권법의 규제대상에서 제외하고 별도의 입법을 통하여 규제하는 방식으로 해결하고 있다.¹⁵⁹⁾

II. 투자계약과 Howey기준

미국 증권법상 증권의 유형 가운데 중요한 논의 대상이 되는 것 중의 하나는 주식, 단기 채권 또는 전통적인 증권이 아닌 이익추구사업에의 투자증서를 의미하는, 즉 실질적인 의미의 투자계약의 개념이다. 이러한 투자계약의 개념은 매우 광범위하여 미국에서 특정한 권리나 증서가 유가증권에 해당되는지의 여부에 관한 분쟁에 있어서 매우 중요한 기준이 되고 있으며, 미국 증권법상 증권의 개념정의를 함에 있어서 가지고 있는 포괄적인 요소의 대명사로 불려지고 있다.¹⁶⁰⁾

즉, 미국 연방증권법은 “증권”(security)” 개념을 추상적으로 정의하거나 그 개념요소에 대하여 설명을 하는 방식을 택하지 않고, 거래계에서 일반적으로 증권의 범주에 들어간다고 보는 많은 투자수단을 포함할 수 있도록 포괄적이고 일반적인 용어로 다양한 투자대상을 나열하는 방식을 취하고 있다.¹⁶¹⁾ 즉 주식, 사채 등과 같이 전형적인 증권 유형을 구체적으로 열거하면서 다른 한편으로는 “투자계약”(investment contract) 이나 “일반적으로 ‘증권’으로 알려진 이익이나 증서”(any interest or instrument commonly known as a “security”) 등 보다 포괄적이고 신축적

159) 김병연, 전계논문, 5~6면.

160) 김병연, 전계논문, 6면.

161) 심인숙, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』상 투자계약증권 개념에 대한 검토 - 미국 연방증권법상 투자계약(investment contract)과의 비교법적 검토, 비교사법 제15권 1호 (2008.3), 57면.

인 해석이 가능한 유형을 포함시키고 있다. 이러한 해석에 의하여 연방 증권법상 “투자계약(investment contract)” 또한 포괄적인 범위에 포함되는데, 사실상 이에 대하여 개념정의하고 있는 규정은 없고 관련된 입법 자료에서도 명확히 정의되어 있지 않다.¹⁶²⁾ 다만, “투자계약”은 연방대법원이 1946년 SEC v. W. J. Howey Co. 사건¹⁶³⁾에서 이른바 “Howey 기준(Howey test)”이라고 알려진 개념요소를 명시함으로써 처음으로 그 일반적 개념이 정립되었다. 즉 연방대법원은 “투자계약”에 해당하는지 여부를 판단함에 있어서 형식(form) 보다는 실질(substance)을 우선하여 그 경제적 실체(economic reality)를 중시하여야 한다고 전제하면서,¹⁶⁴⁾ 다음 네 가지 요소를 충족한다면 형식에 불구하고 ‘투자계약’으로 보아야 한다고 하였다. 즉, “투자계약이란 투자자가 ① 오로지 권유자 또는 제3자의 노력에 의하여 비롯되는 ② 이익을 얻을 것을 기대하여 ③ 공동사업에 ④ 금전을 투자하는 계약, 거래 또는 구조”라고 판시하였다.¹⁶⁵⁾

Howey 기준은 다음과 같은 구체적 내용으로 설명된다.¹⁶⁶⁾

첫째, 투자자들의 투자목적은 공동의 사업(in a common enterprise)을 영위하기 위한 것이어야 한다는 것이다. 이와 관련하여 판례에서 주로 문제가 되는 것은 수직적 공동성(vertical commonality: 모집인과의 투자자와의 이해관계 일치 문제)만 존재하면 되는가, 아니면 수평적 공동성(horizontal commonality: 다수의 투자자들 사이의 이해관계 일치 문제)도 엄격하게 요구할 것인가라는 점인데, 최근의 판례는 수평적 공동성까지 요구하고 있다.¹⁶⁷⁾

162) SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293, 298.

163) SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293

164) 연방대법원은 “사업에 대한 지분이 공식 문서로 이루어졌는지 여부, 사업에 사용되는 물리적 자산에 대한 명목상의 지분의 형태를 띠는지 여부, 거래가 형식적으로 어떤 법률용어를 사용하고 있는지의 여부, 권유되는 사업이 투기적인 것인지 여부, 본질적인 가치가 있는 재산의 매매가 관련되었는지 여부 등은 중요하지 않다”고 판시하고 있다.

165) SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293, at 298~300.

166) 김병연, 전계논문, 7~8면.

둘째, 투자계약이 성립되기 위해서는 자금의 투자(investment of money)가 있어야 한다는 것인데, 여기에서 금전이라 함은 반드시 현금을 의미하는 것은 아니고, 어음이나 증권 등 계약법상 적법한 약인(consideration)에 해당하는 것이면 어느 것이나 족하다고 보고 있다.

셋째, 투자자들로부터 투자된 금전으로부터 발생하는 수익이 오로지 사업자나 제3자의 노력에 의한 것(solely from the efforts of the promoter or a third party)이어야 한다는 것인데, 이와 같은 요건을 요구하는 근거는 사업경영에 참여하는 투자자는 이미 그 사업에 대해서 충분한 정보가 있어서 구태여 증권법상의 보호가 필요 없다고 하는 것이며, 자금을 투자하는 투자자들은 사업운영에 대하여 거의 혹은 전혀 모르는 상태이어야만 증권법상 보호를 필요로 하는 투자자라는 하는 점을 이유로 한다.

넷째, 사업자(자금모집인)나 제3자의 경영에서 발생하는 결과로서의 수익을 기대하는 계약(expectation of profit)이어야 한다는 것인데, 투자에 대한 수익을 기대하지 않는 것은 법에서 예상하는 형태가 당연하지 아니라는 점에서 당연한 요건으로 인식되는 면도 있다. 그런데 여기에서의 수익은 반드시 금전일 필요는 없으나 수익을 창출함에 있어서 위험성이 존재하여야 한다는 것이어야 한다는 것이 특징이다.

[판례] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)
<사 안>
1. W. J. Howey Company와 Howey-in-the-Hills Service Inc.(Howey Service)는 Florida 주의 회사로서 공동의 지배하에 있다. W. J. Howey Company는 Florida 지역에 광대한 감귤농장단지를 소유하였는데, 단지의 절반을 일반에게 분양하고, 경작, 개발, 수확, 판매 등

167) 미국 국제가격을 기초로 한 유가증권스왑에 대해 연방지방법원은 공동사업의 요건에 해당되지 않는다는 것을 이유로 투자계약이 아니라고 판결한 바 있는데(Proactor & Gamble v. Bankers Trust, 925 F. Supp. 1270, 1278 (S. D. Ohio,1996), 동 사건에서 법원은 P&G가 다른 기업이나 개인과 함께 하나의 영업기구에 자금을 모으지도 않았고 스왑의 가치는 피고은행의 기업가적 노력이 아닌 시장의 역학에 의하여 결정되는 것이라는 점에서 공동사업요건성을 부인하였다. (김병연, 전계논문, 7면)

의 용역은 Howey Service에게 맡기기로 하였다.

2. 고객들은 Howey Service와의 용역계약을 체결하지 않으면 과수단지에서 투자할 수 없다는 설명을 들은 후 토지매매계약(land sales contract)과 용역계약(service contract)을 동시에 청약받았다.
3. 매수인은 다른 용역회사와 자유롭게 용역계약을 체결할 수도 있었지만 Howey Service와의 계약이 유리하다는 압박을 받았고, 실제로 3년간 매각된 단지의 85%가 이 회사와 용역계약을 체결하였다.
4. 용역계약은 취소불가 조건의 계약기간이 10년이며, Howey Service에게 임차권(leasehold)과 완전한 점유권(possession)이 인정되었고, 회사는 노임과 재료비 외에 확정비용을 받으면서, 과수단지의 경작, 수확, 판매에 대한 전적인 재량과 권한(full discretion and authority)을 가졌다.
5. SEC는 두 회사가 §SA 5(a)의 규정을 위반하여 등록면제증권이 아닌데도 SEC에 등록하지 않고 우편으로 주간통상의 방법으로 청약하고 매도하는 것을 금지하기 위하여, 두 회사를 상대로 연방지방법원에 금지명령(injunction)을 청구하였는데, 연방지방법원은 이를 기각하였고, 항소심도 항소를 기각하여 SEC가 상고하였다.

<판결요지>

1. 의회는 등록이 요구되는 증권의 정의에 투자계약이(investment contract)라는 용어를 SA에 포함시키면서 주증권법(blue sky laws)에 관하여 법원이 그 동안 해석해 온 의미를 가지기를 기대하면서 투자계약이라는 용어에 대하여 더 이상의 정의를 하지 않았다.
2. 회사가 현장에서 멀리 거주하며 과수경작에 필요한 장비나 경험이 없는 투자자들에게 이익분배에 편리한 방법인 용역계약, 토지매매계약, 하자담보증서(warranty deeds)에 의하여 과수 영농업에 대하여 금전을 투자하고 이익을 분배받도록 청약하는 경우, 일부 투자자가 회사의 청약에 불구하고 용역계약체결을 부인하였다라도 이는 SA가 등록면제증권이 아닌 한 등록을 요구하는 투자계약이다.
3. SA가 규정하는 투자계약은 투자자가 그의 금전을 공동기업에 투자하고 오로지 사업자나 제3자의 노력에 의하여 이익을 기대하는 경우(whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from efforts of promoter or a third party)

의 계약, 거래 또는 계획을 말하고, 이러한 기준에 부합하면 당해 사업이 투기적인지 여부나 본질적 가치를 불문하고 자산의 매도인지 여부가 중요하지 않다. 이 사건 거래는 이와 같이 정의한 투자 계약을 포함하는 것이 명백하다.

[임재연, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관한 연구, 2008 참조]

한편 Howey 사건 이후의 후속 판결들에서 Howey 기준은 그 기본 틀은 그대로 유지하면서도 상당부분 수정을 거치게 되었고, 특히 “공동사업”(common enterprise) 요건과 관련하여서는 그 개념요소의 구체적 의미가 확립되지 못한 채 논란이 이어지고 있다. 각 개념요소별로 수정내용을 살펴보면 다음과 같다.¹⁶⁸⁾

① 오로지(solely) 권유자 또는 제3자의 노력으로부터 비롯되는 Howey 사건에서 연방대법원은 “오로지” 타인의 노력에 기하여 창출되는 이익을 기대할 것을 요건으로 하였는데, 이를 자구 그대로 적용하게 되면 투자자측에서 조그마한 노력이라도 기울이거나 비경영적인 측면에서 사소한 참여를 하는 경우에는 “투자계약”이 아니라고 하는 결과를 초래하게 되므로 편법적으로 투자자측의 참여를 유도하여 증권법의 적용범위에서 벗어나는 사례를 막을 수 없게 된다. 따라서 이러한 불합리한 결과를 막기 위하여, 현재는 대개의 법원에서 “제3자의 노력이 부인할 수 없을 정도로 지대한 것이어서 기업의 성패를 좌우하는 필수적인 경영상의 노력”으로부터 비롯되는 것이라고 완화된 기준을 적용하고 있다.

② 이익(profit)을 기대하여 연방대법원은 1975년 United Housing Foundation, Inc. v. Forman 사건¹⁶⁹⁾에서 Howey 기준상 “이익기대요건”은 투자자가 (i) 개발 등으로 인한 최초 투자액의 가치증가, 즉 자본

168) 심인숙, 전계논문, 60면.

169) United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975)

수익(capital appreciation) 또는 (ii) 투자자금을 활용하여 생기는 이익에 대한 참여(participation)를 기대하여 투자한 경우에 충족되며, 만일 투자자가 스스로 사용하거나 소비할 목적으로 대상물을 매입한 경우는 해당하지 않는다고 판시하였다.¹⁷⁰⁾

[판례] United Housing Foundation v. Forman, 421 U.S. 837 (1975)
 <사안>

1. United Housing Foundation(UHF)은 회원제로 운영되는 비영리법인(nonprofit membership corporation)으로서, New York 주의 저소득층에 대한 주택공급을 위하여 제정된 New York Private Housing Finance Law(Mitchell-Lama Act)에 의한 주택금융지원에 의하여 1965년부터 1971년까지 New York 시 근교에 Co-op City라는 명칭으로 수십 동의 아파트와 수백동의 타운하우스가 들어선 대규모주택단지(5만명 거주 규모)를 개발하고, 주택을 건설, 소유, 관리하기 위하여 Riverbay Corporation이라는 비영리공동주택회사(nonprofit cooperative housing corporation)을 설립한 후 그 주식을 입주희망자들에게 매도하였다. 입주희망자들은 방 1개당 위 주식 18주(주당 \$25)를 매수하여야 하고(따라서 방4개인 경우 주식매수대금은 \$1,800이다), 이 주식은 양도가 제한되고, 배우자에 대한 상속만 허용되고, 1아파트 1의결권으로서 소유주식수에 비례한 의결권도 없었다.
2. 입주자의 주식매수대금은 임대보증금에 해당하고 별도로 매월 차임을 지급하여야 하는데, Riverbay가 증가된 건설비용 때문에 금융비용이 증가하자 입주자들이 부담할 차임을 인상하였고, 이에 입주자들이 UHF, Riverbay, New York 시 등을 피고로 하여 손해배상 및 차임조정을 요구하는 소송을 제기하였다.
3. 원고들은 소장에서, Riverbay의 입주자모집광고지에 추가비용은 UHF가 모두 부담한다는 허위기재 외에 여러 가지 중요한 사실의 기재가 누락되었다고 주장하였다.

170) United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 852. Forman 사건의 경우, 문제가 된 주식(stock)을 매입한 것은 보조금이 지급되는 장기임대주택에 거주할 수 있는 자격을 얻기 위한 목적이자 자본수익이나 이익배당에의 참여를 기대한 것이 아니므로 ‘이익기대요건’을 충족하지 못한다고 판단하였다. (심인숙, 전계논문, 61면)

4. 피고들은 이 사건 주식이 증권법상의 증권이 아니므로 연방법원의 관할권이 없다고 주장하면서 소각하신청(motion to dismiss)을 하였고, 연방지방법원은 이를 받아들였다.

<판결요지>

1. 연방항소법원

- (1) 이 사건에서 거래된 주식은 SA가 명문으로 규정한 주식에 해당하므로 그 실질과 관계없이 SA의 적용대상이다.
- (2) 이 사건의 거래는 ① Co-op City의 상업시설로부터의 수입에 따라 월차임이 경감되고, ② 월차임 중 대출금에 대한 이자에 대하여 세금감면혜택이 있고, ③ 아파트 건설에 대한 주정부의 재정지원에 의하여 건설비용이 저렴하다는 실제로 이익이 기대되었으므로, Howey 판례에 따라 투자계약에 해당한다.

2. 연방대법원

- (1) 이 사건 주식은 통상 주식이 가지는 특성이 없으므로 SA가 규정하는 주식에 해당하지 않는다. 이 사건 거래에서 주식(stock)이라는 용어가 사용된 정확한 이유가 기록상 없지만, 이러한 형식적 표현은 일반적으로 관습상, 편의상 이용되는 것으로 보인다. 법률상 증권의 개념과 범위를 정함에 있어서는 형식은 배제되고 실질에 의하여야 하고, 특히 경제적 실질에 중점을 두어야 한다.
- (2) 연방항소법원은 Riverbay 주식의 매매를 투자계약으로 보았는데, Howey 기준에서 수익의 기대란 투자금에서 발생하는 이익을 말하는 것이다. 반면에, 이 사건에서와 같이 투자자들이 개인적으로 사용 또는 소비할 목적으로 매입한 경우 즉, 토지를 직접 점유하거나 또는 스스로 개발할 목적으로 매입하였다면 증권법의 적용대상이 아니다.
- (3) 연방항소법원은 3가지 이익을 이유로 Howey 기준의 이익의 기대 요건이 충족된다고 인정하였으나, 다음에서 보는 바와 같이 부당하다.
 - ① 차임 중 모기지 이자에 대하여 입주자가 조세감면과 세액공제 혜택을 받으므로 이익이 있다고 인정하였으나, 이러한 지급이자에 대한 세제상의 혜택이 수입이나 이익으로 인정된

다는 법적 근거가 없다. 이러한 혜택은 모기지 이자를 지급하는 자는 누구나 누릴 수 있는 혜택이다.

- ② 정부의 지원으로 인한 혜택을 이익으로 보았지만, 이를 처분하여 현금화할 수 있는 것도 아니고 타인의 노력에 의하여 얻은 것도 아니다.
- ③ 단지 내 상가의 임대료 인한 이익이 있다고 하나, 이러한 상가는 이익을 위한 것이 아니라 입주자의 편의를 위한 시설이므로 Howey 기준에서 요구하는 이익의 기대 요건을 충족하지 못한다.
- (4) 본 사건에 대하여 연방법원의 관할권이 없다고 판시하므로 당원은 피상고인측이 사기주장에 대한 당부는 판단하지 않는다. 또 본 사건에 나오는 유형의 주장들이 연방규제에 의하여 보호될 수 있는 것인지의 여부에 대하여도 의견을 개진하지 않는다. 우리는 다만 경쟁대상인 거래에 대하여 그 매수인들이 주거용 주택을 얻는 데 관심이 있었으며 이익을 목적으로 투자한 것이 아니기 때문에 연방증권법의 적용대상이 아니라는 판단만 한다.

[임재연, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관한 연구, 2008 참조]

그리고 *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel* 사건에서는 투자자가 금전 등을 투자한 목적이 위 (i)과 (ii)에서 언급한 ‘이익’을 기대한 경우에만 “투자계약”으로 인정되고, 그렇지 아니한 경우에는 비록 상대방에게 금전 등을 제공하였다고 하더라도 “투자계약”이 아니라는 것이다.¹⁷¹⁾

[판례] *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979)

<판결요지>

1. 강제가입형이고 비각출형인(compulsory noncontributory) 연금계획은

171) *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979)

Howey 기준 중 “금전의 투자” 요소의 결여로 투자계약에 해당하지 않기 때문에 SA와 SEA가 적용되지 않는다.

2. 이 사건 연금계획은 퇴직 후 수령할 연금액의 대부분은 연금기금 운용자(fund's managers)의 투자로 인한 이익보다는 주로 사용자가 납부한 부담금(employer contribution)이므로, Howey 기준 중 “이익의 기대” 요소의 결여로 투자계약에 해당하지 않는다.
3. 증권법과 달리 종업원퇴직소득보장법(Employee Retirement and Income Security Act: ERISA)은 명백하고 상세하게 연금계획에 대하여 규정한다. 즉, 증권법의 사기금지규정에 의한 공개의무가 불명확하고 불확정적인 반면에, ERISA는 연금계획으로 하여금 종업원에게 특정 방법으로 특정사항을 공개할 것을 요구한다. 이 사건 연금계획은 ERISA의 적용대상이므로 증권법적용의 필요성이 적다.

[임재연, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관한 연구, 2008 참조]

구체적 사안에서 투자자가 기대한 이익의 내용을 확인함에 있어서는 권유자가 투자권유 과정에서 투자자에게 제시한 투자광고·설명자료 등을 기초로 한다. 또한 투자자가 금전 등을 제공한 목적(또는 기대한 이익)이 여러 가지라면 당해 거래의 경제적 실질에 비추어 보아 주된 목적이 무엇인가를 교량하여 판단하여야 할 것이다. 한편 연방대법원은 2004년 SEC v. Edwards 사건¹⁷²⁾에서 Howey 기준상 “이익”은 불확정적인 수익(variable returns) 뿐만 아니라 확정수익(fixed returns)도 포함한다고 판시하였다.¹⁷³⁾

③ “공동사업(common enterprise)”에 관하여 Howey 사건에서 연방대법원은 “공동사업”의 구체적 내용을 일반화하여 판시하지는 아니하였고, 이후의 연방대법원 판결에서도 “공동사업” 요건이라고 하는 모호한 요소를 보다 명확히 하지는 못하였다. 이에 따라 “공동사업” 요건

172) SEC v. Edwards, 124 S.Ct. 892 (2004)

173) 심인숙, 전계논문, 61~62면.

의 해석·적용을 둘러싸고 연방항소법원에 따라 다음과 같은 대립되는 입장을 보이고 있다.¹⁷⁴⁾

- (i) 공동목적을 위하여 2인 이상의 투자자가 투자한 금원 등이 집합(pooling)되고 각 투자자의 성공여하가 전체사업의 성공에 의하여 좌우될 것이 요구된다고 보는 수평적 공동이 필요하다는 입장(horizontal commonality approach).
- (ii) 모든 투자자의 성공여하가 권유자(또는 제3자)의 노력과 성공에 불가분적으로 연결되어 있다는 “수직적 공동”만 인정되면 “공동사업” 요건을 충족한다고 보는 입장(vertical commonality approach).
- (iii) 투자자의 성공여하가 권유자(또는 제3자)의 노력과 성공에 밀접하게 연결되어 있을 뿐만 아니라 권유자등의 성패 역시 개별 투자자의 손익과 상관관계가 인정되는 정도의 “엄격한 수직적 공동”이 있어야지만 “공동사업” 요건을 충족한다고 보는 입장(narrow vertical commonality approach).
- (iv) 금전(money)을 투자한 경우. 즉, 1979년 연방대법원은 “투자계약” 요건으로서의 투자수단인 “금전”은 현금(cash)에 한정된 것이 아니라고 명시하였고,¹⁷⁵⁾ 현금이나 부동산은 물론이고 노동력(labor)이나 용역(service)의 제공, 금원의 대여(loan), 신용공여나 담보제공(extension of credit or collateral) 등 재산적 가치를 갖는 것은 모두 투자수단으로 인정된다.

미국 연방증권법상 “투자계약”은 투자자 보호가 요구되는 비전형적인 거래를 증권개념으로 포섭하기 위하여 경제적 실질을 강조한 것으로서 상당한 세월을 두고 판례법에 의하여 그 개념요소가 명확히 되어가는 과정에 있는 탄력적 개념이다. 현재로서는 다음과 같이 완화된 또는 수

174) 심인숙, 전제논문, 62~63면.

175) International Brotherhood of Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551, 560 (1979).

정된 의미의 Howey 기준이 “투자계약” 분석틀로서 적용되고 있다고 할 수 있다 즉, ① 권유자 또는 제3자의 노력 (그것이 부인할 수 없을 정도로 지대한 것이어서 기업의 성패를 좌우하는 필수적인 경영상의 노력)으로부터 비롯되는, ② 이익(확정적 또는 불확정적인, 자본수익 또는 분배수익)을 기대하여, ③ 공동사업(수직적 공동성으로 족한지 또는 수평적 공동성이 요구되는지 법원에 따라 입장이 나뉨)에, ④ 재산적 가치 있는 것을 투자하였는지 여부에 의하여 판단하게 된다. 그러나 이러한 수정된 Howey 기준 자체도 그 개념요소의 해석을 둘러싸고 이론의 소지가 여전히 있고, 나아가 장래 법원의 판례에 의하여 수정되거나 대안이 제시될 가능성을 완전히 배제할 수도 없다.¹⁷⁶⁾

176) 심인숙, 전제논문, 63~64면.

제 5 장 우리나라 자본시장통합법에 의한 증권 · 집합투자 규제

제 1 절 집합투자제도에 대한 규제

I. 집합투자제도에 관한 규정

자본시장통합법¹⁷⁷⁾은 과거 「간접투자자산운용업법」¹⁷⁸⁾에서 사용되던 개념인 “간접투자”라는 용어 대신 “집합투자”라는 용어를 사용하고 있다.¹⁷⁹⁾ 이는 자본시장통합법상 집합투자규제의 모범이 된 영국의 「

177) 자본시장통합법의 제정배경은 다음과 같다. 즉, 과거 자본시장을 규율하는 「증권거래법」, 「선물거래법」, 「간접투자자산 운용업법」 등의 법률은 금융기관이 취급할 수 있는 상품의 종류를 제한적으로 열거하고 있어 창의적인 상품개발 등 금융혁신이 어렵고, 금융업의 경영을 엄격하게 제한하고 있어 시너지 효과를 통한 경쟁력 제고에 한계가 있으며, 각 금융기관별로 상이한 규제체계로 되어 있어 규제차이문제 등 비효율성이 발생하고 있었다. 그리고 투자자 보호장치가 미흡하여 자본시장에 대한 신뢰를 저하시키는 등 제도적 요인이 자본시장의 발전에 장애가 되고 있으므로, 「증권거래법」 등 자본시장 관련 법률을 통합하여 금융투자상품의 개념을 포괄적으로 규정하고, 경영 허용 등 금융투자회사의 업무범위를 확대하며, 금융업에 관한 제도적 틀을 금융기능 중심으로 재편하고, 투자자 보호장치를 강화하는 한편, 자본시장에서의 불공정거래에 대한 규제를 강화하는 등 자본시장에 대한 법체계를 개선함으로써, 금융투자회사가 대형화·전문화를 통하여 경쟁력을 갖출 수 있도록 하고, 투자자 보호를 통한 자본시장의 신뢰를 제고하며, 자본시장의 혁신형 기업에 대한 자금공급 기능을 강화하는 등 자본시장의 활성화와 우리나라 금융산업의 발전을 위한 제도적 기반을 개선·정비하려는 목적으로 자본시장통합법은 제정되었다.

178) 종래 간접투자법은 간접투자를 “투자자로부터 자금 등을 모아서 다음 각 목의 자산에 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것”이라고 정의하고 있었다. (간접투자법 제2조 제1호)

179) 우리나라의 집합투자제도에 대한 규제연혁은 다음과 같다고 할 수 있다. 우리나라의 집합증권투자제도는 1969년 증권투자신탁업법의 제정되고 이를 근거로 1년 뒤인 1970년 한국투자공사에서 주식형 증권투자신탁을 발매하며 시작하였다고 볼 수 있다. 또 80년대 은행이 신탁업을 겸영하면서 금전신탁이 사실상 증권투자신탁과 유사한 형태로 발전하였다. 그러나 투자자에의 손익귀착이라는 면에 있어서 이 시기 증권투자신탁과 은행의 금전신탁은 둘 다 은행예금과 차이가 없었다고 할 수 있다. 비록 자산 운용이 유가증권을 위주로 한다는 점에서 은행과 구별되었으나, 투자자와의 관계에 있어서는 은행과 구별되지 않는 “유사은행”으로서 성장하며 집

금융서비스 및 시장법(Financial Services and Markets Act)에서 사용하고 있는 Collective Investment Scheme (이하 ,CIS)이라는 용어에 충실하고자 한 것으로 보인다.¹⁸⁰⁾ 따라서 간접투자자산운용법에서 사용되던 개념을 버리고 자본시장통합법에서는 “집합투자”의 개념을 “2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등 또는 국가재정법 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리 주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리 주체에게 배분하여 귀속시키는 것”이라고 정의하고 있다.¹⁸¹⁾¹⁸²⁾

합증권투자제도는 90년대 중반에 이르러 모습을 갖추기 시작하였다. 이 시기는 당시 추진되던 정부주도의 경제개발계획에 맞추어 모든 금융기관이 통제되던 시기였는데, 집합증권투자에 대한 규제의 목적도 이 같은 전체적인 틀의 일환으로 결정되었다. 1969년 제정된 “증권투자신탁업법”은 “이 법은 ... 산업자금의 원활한 동원에 기여함을 목적으로 한다”고 규정함으로써 이와 같은 정책목적을 분명히 하고 있었다. 또한 좀 더 크게 보면 1969년 투신제도가 도입된 것 자체가 1968년 정부가 ‘자본시장 육성을 위한 법률’을 제정하며 경제개발을 위하여 자본시장을 육성하겠다는 큰 정책구도를 수립함에 따른 것이었다. 이 시기 법규는 “투자자 보호”를 위한 정책대응의 결과가 아니었으며 다만 증권투자신탁제도와 신탁제도를 도입하기 위한 방편이었고, 그 결과 영미 등에서 발견되는 전형적인 규제들은 찾아볼 수 없었다. 그러다가 1990년경 확정배당 상품이 폐지되고, 1996년 투신업 진입 자유화 등으로 집합증권투자제도는 실질화되기 시작한다. 또 재벌계열 투신사가 등장하면서 이해상충행위에 대한 정책당국의 의식도 제고되었다. 특히 1999년 대우사태에 따른 투신위기를 겪으면서 규제개선 필요성이 크게 대두되었다. 한편 1998년에는 주식회사의 형식으로 투자기금이 조직되는 “증권투자회사” 제도가 도입되었고, 그 결과 집합증권투자의 기능을 수행하는 제도가 증권투자신탁업법, 신탁업법, 증권투자회사법 등 3개 법률에 의해 규율되는 상황이 전개되었다. 1995년 12월 29일의 4차 개정은 증권투자신탁업법에 대한 최초의 전문 개정으로서 1996년 이전과 이후의 규제정책을 나누는 분수령의 성격을 지닌 개정이었었는데 이 때 비로소 증권투자신탁업법의 목적이 “수익자 보호”에 있다는 것이 천명되었다. 1999년 이후 여러 차례의 개정이 있으면서 증권투자신탁업법의 규제내용은 미국, 영국 등의 모범적인 기준에 상당 수준 가까워지게 되었다고 평가할 수 있다. (재정경제위원회, 자산운용법산(정부제출)에 대한 공청회 자료 (2003.7), 9~11면)

180) 조상욱·이진국, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 집합투자규제의 주요 내용 및 문제점, BFL 제22호 (2007.3), 27면.

181) 자본시장통합법 제6조 제5항 본문.

182) 외국의 입법례를 간략히 살펴보면, 집합투자 및 집합투자기구와 관련하여 영국(FSMA §235 (1))과 미국(Investment Company Act of 1940 (3)(c)(1))은 “복수의 투자

이와 같은 정의규정에 의하여, “2인 이상에게 투자권유를 하여” 문구를 해석하는데 있어서 종래 허용되어 오던 이른바 1인 단독사모펀드는 집합투자의 개념에서 제외되는 결과가 되는 것으로 판단될 여지가 있게 된다. 이 점은 자본시장통합법의 제정 과정에서 상당히 논란이 되었으나, 현재의 1인 단독사모펀드 투자자는 투자일임계약 또는 특정금전신탁의 구조를 택하는 것이 바람직하고, 일반적인 공모펀드가 누리는 세제상의 혜택을 1인 단독사모펀드에게까지 인정하는 것은 타당하지 않으며, 기타 수익자의 운용간섭 등 1인 단독사모펀드의 부

“자”를 집합투자기구 정의의 필수요건으로 규정하고 있는 반면, 일본은 2005년 7월 금융청 중간정리에서는 “복수의 투자자”를 집합투자기구의 요건으로 규정하였으나 금융상품거래법에서는 동 요건을 채택하지 않았다. 이는 “복수의 투자자”를 대상으로 하는 집합투자기구는 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률의 적용을 받고 그 밖의 집합투자기구는 금융상품거래법의 적용을 받는 것으로 입법하였기 때문이라고 할 수 있다. (손유철·김유석, 자본시장통합법(안)상 새로운 형태의 투자기구(vehicle)에 대한 과세문제, 2007년 조세법관련학회 연합학술대회 발표논문집, 8면) 일본의 경우에도 우리나라와 같이 금융·자본시장의 활성화와 국제경쟁력 강화를 위한 입법적 조치를 시도하였다. 즉, 2006년 6월 7일에 일본 국회에서는 증권거래법 등의 일부를 개정하는 법률 및 여기에 수반되는 관계 법률의 정비 등에 관한 법률이 가결되어 공포되었다. 이 법률은 2005년 12월 22일 일본 금융심의회에 금융분과회 보고에 기초하여 추진되어 왔던 일련의 작업을 구체화한 것으로서, 핵심적 취지는 다양한 금융상품에 대한 투자자보호를 위해 기존의 업종별·종단적 법체계를 횡단적 체제로 개편한 것이다. 이른바 기능별 규제로의 전환이라고 설명될 수 있다. 그리고 이러한 규제전환을 통하여 일본 정부는 투자자(이용자)보호를 위한 규제를 보다 더 철저하게 체계화하여 투자자의 이익을 제고하며 은행예금보다는 주식, 채권 등 금융자산에 대한 투자를 활성화하도록 자본시장기능을 충분히 확보하고, 궁극적으로는 국제금융자본시장의 변화와 경향에 대응하는 것을 목적으로 하였다. 특히, 일본은 인수·합병 등을 통해 급속히 대형화해 가고 있는 미국과 유럽의 자본시장에 대하여 일본 금융시장 특히 자본시장의 경쟁력을 강화함과 동시에 일본의 자본시장을 아시아에서 중추적인 시장으로 활성화하기 위한 국가적 목표가 있다고 할 것이다. 금융상품거래법의 가장 중요한 취지는 투자자보호조치의 강화를 통해 투자자들이 안심하고 자본시장관련 금융상품에 투자할 수 있게 하는 것이며, 이를 위하여 시장의 공정성·투명성을 제고하고, 일본의 금융·자본시장에 대한 신뢰도를 높이는 것이 필요했다. 금융상품거래법이 제정되는 과정에서 기존 증권거래법의 제명이 금융상품거래법으로 개정되었다. 이와 동시에 금융선물거래법, 외국증권업자에 관한 법률, 유가증권에 관한 투자자문업의 규제 등에 관한 법률, 저당증권업의 규제 등에 관한 법률 등 4개의 법률이 폐지되어 금융상품거래법에 통합되었다. 이 밖에 은행법, 보험업법, 신탁업법 등 모두 89개 법률이 개정되었으며 그 일부가 금융상품거래법에 통합되었다.

작용이 크다는 판단에 따른 것으로 평가될 수 있다.¹⁸³⁾

또한, “투자자(로부터) 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서”라는 부분이 추가됨으로써, 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받는 경우에는 처음부터 집합투자에서 배제하는 것으로 해석하게 된다. 이는 간접투자법상 과도한 확장해석이 가능한 간접투자개념을 합리적으로 축소하려는 의도로 평가할 수 있다. 즉, 과거 간접투자법상 간접투자의 본질에 의하여 투자자가 간접투자재산의 운용에 개입할 수 없다는 점에 관하여는 의문이 없었다. 하지만 간접투자법은 이를 명시하고 있지는 않았었고, 자본시장통합법상의 규정은 이러한 투자자의 운용 개입금지 원칙의 명시적 근거가 된다는 의미도 있다.¹⁸⁴⁾

한편으로 “재산적 가치가 있는 투자대상자산”에서 보듯이 투자대상 자산의 범위를 확대하고, “취득·처분 그 밖의 방법으로 운용”에서 보듯이 집합투자재산의 운용방법에 관한 제한을 폐지한 부분 또한 간접투자법과 비교할 때 상당한 의미가 있는 규정이라고 할 것이다.¹⁸⁵⁾

II. 집합투자에 대한 자본시장통합법상의 변화

1. 집합투자기구(Vehicle)의 확대

자본시장통합법 제정 이전, 간접투자기구는 투자신탁, 주식회사(Mutual Fund), 합자회사(PEF)로 한정되어 있어서, 다양한 Vehicle의 활용이 곤란하고 규정되지 않은 간접투자기구를 이용한 간접투자에 대해서는 투자자 보호 규율이 미흡하다는 지적이 많았다.¹⁸⁶⁾ 따라서 개선 방안으로서 민

183) 조상욱·이진국, 전계논문, 27면.

184) 조상욱·이진국, 전계논문, 27~28면.

185) 조상욱·이진국, 전계논문, 28면.

186) 이러한 간접투자기구에 대한 규율의 문제점은 해당법률 간에 규제의 균형이 이루어지지 않는 데서 비롯된다고 할 것이다. 즉, 해당 법률별로 간접투자기구에 대한 규율이 상이하여 규제차익과 투자자 보호의 공백이 발생하는 문제가 있었다. 즉, 투자회사(mutual fund), 투자신탁, 모든 조합은 등록제인 반면 부동산투자·선박투자회사는 인가제로서 규율이 지나치게 강한 측면이 있었다. 그리고 투자회사

법, 상법 등 현행법상 설립가능한 모든 Vehicle을 집합투자기구로 활용할 수 있도록 허용하였다. 따라서 추가되는 집합투자기구로서 유한회사, 합자회사(공모포함), 상법상 익명조합, 민법상 조합이 포함되었으며, 합명회사는 무한책임사원만으로 구성되어 활용될 수 없으므로 제외되었다.¹⁸⁷⁾

2. 집합투자 대상 자산의 범위 확대

이전에는 투자 대상자산을 증권, 선물, 파생상품, 부동산, 실물자산, 어음, 보험금지급청구권, 어업권, 광업권 등으로 열거하고 있었으나, 자본시장통합법 제정으로 집합투자 대상 자산을 열거하지 않고 “재산적 가치가 있는 모든 재산 (예; 지적재산권 등)”을 집합투자 대상자산으로 정의하였다.¹⁸⁸⁾

3. 펀드종류별 투자대상 자산제한 폐지

이전에는 주로 투자하는 자산에 따라 펀드 종류를 증권펀드·파생상품펀드·부동산펀드·실물펀드·단기금융펀드(MMF)·재간접펀드·특별자산펀드 등 7종류로 구분하도록 의무화하였고, 펀드의 종류별로

(mutual fund), 투자신탁, SOC투융자회사의 펀드 운용자는 투자자 보호를 위해 일정한 요건을 갖춘 회사로 한정하는 반면에, 기업구조조정·부동산·선박투자회사, 창투·기업구조조정·신기술투자·벤처투자조합은 펀드운용자의 적격요건에 대한 제한이 없었다. 또한, 투자회사(mutual fund), 투자신탁, SOC투융자회사, 기업구조조정·부동산·선박투자회사는 투자자산을 별도의 수탁회사에 맡기고 있으나, 창투·기업구조조정·신기술투자·벤처투자조합 등은 그렇지 않다는 문제가 있었다. 행위규제 측면에서도 투자회사(mutual fund), 투자신탁, SOC투융자회사, 기업구조조정·부동산·선박투자회사, 창투·기업구조조정 조합은 선관주의 의무, 이해관계인과의 거래제한을 두고 있으나, 신기술투자·벤처투자조합 등은 규정이 없었다. 외부감사의 경우에도 투자회사(mutual fund), 투자신탁에만 외부감사가 의무화되어 있으나, SOC투융자회사, 기업구조조정·부동산·선박투자회사, 창투·기업구조조정·신기술투자·벤처투자조합 등은 규정이 없었다. 공시의무의 문제에 있어서도 투자회사(mutual fund), 투자신탁의 경우 3월에 1회 이상 자산운용보고서를 공시하고 수시공시의무도 부담하였으나, 부동산투자·선박투자회사에는 수시공시 의무가 없고 벤처투자·신기술사업투자조합은 공시의무 규정이 존재하지 않았다.

187) 자본시장통합법 제9조 제18항.

188) 자본시장통합법 제3조 제1항.

운용대상 자산을 제한하고 있어 다양한 자산을 활용하는 펀드의 개발이 곤란하다는 문제점이 발생하였었다. 따라서 자본시장통합법에서는 현행 7종류의 펀드구분을 4종류로 재분류하고, 펀드 종류별 운용대상 자산의 제한을 없앴으로써 MMF를 제외한 모든 펀드가 다양한 투자 대상에 운용할 수 있도록 하였다. 즉, 펀드의 주요 투자대상 자산(펀드자산의 50%초과 투자자산)을 기준으로 증권펀드·부동산펀드·특별자산펀드·단기금융펀드(MMF)로 구분하였고, 각 펀드별 주요 투자대상 자산에 해당 기초자산 관련 파생상품을 포함시킴으로써 파생상품펀드를 별도로 구분하지 않았다. 또한 주요투자대상 자산을 특정하지 않고 언제나 어떤 자산에나 자유롭게 운용할 수 있는 새로운 종류의 펀드(혼합자산펀드)를 신설하였다.

4. 사모펀드에 대한 규제 완화

소수의 자로부터 자금을 모아 운용하는 사모펀드의 경우 그 동안의 규제완화에도 불구하고 아직 일부 규제가 남아있었다. 따라서 공모펀드와 동일한 수준의 투자자 보호 규제를 적용할 필요는 없으므로 수익자총회 개최, 수탁회사(자산보관회사)의 자산운용회사 감시의무 등의 규제는 적용하지 않도록 하였다.

5. 펀드의 자산운용방법에 대한 제한 폐지

펀드별 자산운용방법을 법률에서 열거하고 있어서 다양한 운용방법의 활용이 곤란하였다. 따라서 자본시장통합법에서는 자산운용방법을 법령에서 열거하지 않고 “자산을 기초로 하여 이익을 창출시키는 일련의 행위 등”으로 포괄적인 개념정의를 시도하였다.

6. 펀드에 대한 환매금지 규제 완화

부동산간접투자기구, 실물간접투자기구는 환매금지형으로만 운용하도록 규정하고 있어서 간접투자재산 중 일부만 부동산 또는 실물자산에 투자하는 경우에도 환매가 금지되는 과도한 규제로 지적받았다. 따라서 펀드의 운용대상자산에 대한 제한이 폐지되어 어느 펀드나 부동산·실물 등에 대한 투자가 자유로워지므로 환매금지 여부는 운용사가 자율적으로 선택하도록 하였다.

Ⅲ. 집합투자제도 규정의 평가

1. 집합투자대상자산의 범위 확대

자본시장통합법은 과거 간접투자법과는 달리, 집합투자의 투자대상 자산에 관하여 단순히 “재산적 가치가 있는 투자대상자산”이라는 포괄적 규정만 두고 있다. “재산적 가치”의 의미에 관하여는 명시적인 정의규정이 없고, 최소한 경제적으로 자산의 가격을 정할 수 있고 일정한 가격에 따라 거래할 수 있는 자산이라면, 일단 “재산적 가치”를 가지는 자산으로 분류할 수 있을 것으로 해석할 수 있다. 이에 따라 어떤 자산에 재산적 가치만 인정된다면, 종류·형태·성격 등을 불문하고 집합투자기구는 그 자산에 투자할 수 있도록 하였다. 이러한 집합투자대상의 범위 확대는 자본시장통합법이 추구하는 기능별·포괄적 규제의 취지에 적합하다고 할 것이다.

이러한 범위확대는 과거 간접투자법이 가졌던 실무상 문제점들을 해결할 수 있게 해 줄 것이고,¹⁸⁹⁾ 규정의 탄력적인 해석을 가능하게

189) 간접투자법은 (구)기업구조조정촉진법상의 채권금융기관이 채권자인 금전채권만을 투자대상자산의 하나로 규정하고 있다. (간접투자법 시행령 제3조 제3호) 그런데 현행 간접투자법 하에서는 위 채권금융기관이 채권자로 있던 금전채권을 일반

함으로써 다양한 종류와 변화된 금융상품 등의 규율에 적절하게 대응할 수 있는 장치를 갖게 되었다고 평가할 수 있다.

2. 집합투자재산의 운용방법에 대한 제한 폐지

자본시장통합법은 집합투자의 투자대상자산 범위를 위와 같이 확대함과 아울러 집합투자재산의 운용방법에 관하여도 간접투자법이 정하고 있던 운용방법에 대한 제한을 폐지하였다. 간접투자법은 원칙적으로 투자대상자산의 취득 또는 매각이라는 운용방법을 정하고, 투자증권에 관하여는 대여 또는 차입, 부동산에 관하여는 관리·개량·개발 또는 임대, 선박에 관하여는 관리·개량 또는 대선의 방법으로 간접투자재산을 운용할 수 있도록 하고 있었고, 예외적으로 간접투자재산의 일부를 단기대출 또는 금융기관 예치의 방법으로 운용할 수 있도록 허용하고 있으나, 이는 어디까지나 제한된 목적을 위해서만 허용되는 것이다.¹⁹⁰⁾

자본시장통합법은 앞에서 살핀 바와 같은 정의규정을 통하여 집합투자재산의 구체적 운용방법에 관하여는 특별한 제한을 하지 않고 있다. 따라서 자본시장통합법에 의하면, 간접투자법상 명시적으로 허용되는 운용방법에 더하여 투자대상자산을 기초로 하여 이익을 창출할 수 있는 모든 형태의 행위를 운용방법으로 택할 수 있게 될 것으로 보인다. 다만 이와 같이 집합투자재산의 운용방법을 포괄적으로 규정함에 따라 집합투자업자가 약관 등에 정하기만 하면 아무런 제한 없이 집합투자재산으로 어떠한 행위라도 할 수 있는 것인지의 문제가 생길 수 있으므로, 이를 적절하게 제한할 필요가 있다.¹⁹¹⁾ 이러한 문제점을 시정하

채권자가 양수한 경우 또는 일반채권자가 채권자로 있던 금전채권을 위 채권금융기관이 양수한 경우, 간접투자기구가 위 각각의 금전채권에 투자할 수 있는지에 관하여 의문이 제기될 여지가 있다. 그러나 자본시장통합법에 의하면, 위 모든 경우에서의 금전채권은 집합투자기구가 편입할 수 있는 투자대상자산에 명백하게 포함되므로, 이와 같은 불확실성은 해소될 것이다. (조상욱·이진국, 전계논문, 29면)

190) 간접투자법 제87조 제②항, 제③항.

191) 조상욱·이진국, 전계논문, 29면

기 위해서 자본시장통합법은 집합투자재산의 운용방법으로 가능한 행위를 적절히 축소할 수 있는 장치를 마련하고 있다. 즉 자본시장통합법은 집합투자업자의 영업행위 규칙에 있어서 원칙적으로 집합투자재산 중 금전을 대여할 수 없도록 하고 있다.¹⁹²⁾ 이는 집합투자의 개념상으로는 운용방법을 특별히 제한하지 않으면서, 집합투자를 통한 투자 또는 운용상의 건전성 및 적법성은 영업행위에 대한 규제를 통하여 달성하려는 것이다. 구체적으로 자본시장통합법은 이를 위해 제4장 제1절에 금융투자업자의 공통 영업행위규칙을 정하고, 집합투자업자에 대한 영업행위규칙에 관하여는 제4장 제2절 제2관을 따로 두고 있다.

3. 집합투자기구의 확대

과거 간접투자법은 투자기구로서 투자신탁과 투자회사만을 규정하고 있어서, 계약과 주식회사의 형태로만 간접투자기구를 인정하고 있다. 또한, 동법에 의하여 인정되지 않는 자들에 대한 간접투자업무를 금지함으로써, 자산운용업허가를 받은 자산운용회사라 하더라도 간접투자법이 규정하고 있는 간접투자기구 이외의 기구를 이용하여 간접투자를 업으로 하는 것도 허용하지 않고 있다.

그러나 자본시장통합법은 민법 또는 상법에 따라 설립될 수 있는 모든 단체, 즉 회사, 조합 등 모든 종류의 기구(Vehicle)를 집합투자기구로 인정하고 있다.¹⁹³⁾ 즉 간접투자법상 인정되고 있는 계약 및 주식회사라는 형태이외에도 유한회사, 합자회사, 민법상 조합 및 상법상 익명조합을 집합투자기구의 형태로 추가하고 있다. 이는 집합투자를 수행할 수 있는 범위를 넓히고, 새롭게 추가된 형태의 기구를 이용한 집합투자에 관하여도 투자자를 보호하기 위한 규율을 하는 데에 목적이 있다고 할 것이다.¹⁹⁴⁾

192) 자본시장통합법 제83조 제4항

193) 자본시장통합법 제9조 제18항

194) 다만 상법상 합명회사는 회사의 채무에 대하여 무한책임을 부담하는 무한책임

4. 집합투자기구 종류별 투자대상자산의 제한 폐지

과거 간접투자법은 간접투자기구를 7종류로 분류하고 각 간접투자기구별로 투자할 수 있는 자산의 종류를 제한적으로 규정하고 있다.¹⁹⁵⁾ 그러나 자본시장통합법은 집합투자기구의 종류를 증권집합투자기구, 부동산집합투자기구, 특별자산집합투자기구, 혼합자산집합투자기구 및 단기금융상품집합투자기구의 5종류로 재분류하고, 단기금융상품집합투자기구를 제외한 나머지 집합투자기구들은 모든 종류의 투자대상자산에 투자할 수 있게 하였다. 다만 증권집합투자기구, 부동산집합투자기구 또는 특별자산집합투자기구는 집합투자재산의 40% 이상으로서 대통령령으로 정하는 비율을 초과하여 각각 증권, 부동산 또는 특별자산(증권 또는 부동산 이외의 자산)에 주로 투자하는 집합투자기구로 정하고 있다. 한편 자본시장통합법은 각 집합투자기구의 종류별 주요 투자대상자산을 기초자산으로 하는 파생상품을 투자대상자산에 원칙적으로 포함하여, 간접투자법상의 파생상품 간접투자기구를 별도로 두지 않았다. 또한 간접투자법상 재간접투자기구는 자본시장통합법상 증권집합투자기구에 포함된다.¹⁹⁶⁾

사원만으로 구성되는바 (상법 제212조), 이는 각자의 투자분에 한정하여 손실의 위험을 부담할 뿐인 집합투자의 투자자들과 본질적으로 일치하지 않으므로 합명회사는 집합투자기구의 종류에 포함되지 않았다. (조상욱·이진국, 전계논문, 30면)

195) 간접투자법 제27조, 제87조 제②항, 동법 시행령 제70조 제①항, (별표 2)

196) 이와 같은 자본시장통합법에 의하여 집합투자의 투자대상자산이 포괄적으로 확대되고 집합투자기구의 종류에 따른 투자대상자산의 제한도 없어지면, 집합투자업자의 입장에서 보다 다양한 투자전략을 구사할 수 있는 집합투자기구를 구성할 수 있을 것으로 보인다. (조상욱·이진국, 전계논문, 31면)

제 2 절 증권 개념의 변화

I. 자본시장통합법 이전의 증권개념

현행 증권거래법은 유가증권을 크게 3가지 유형으로 구분하여 규정하고 있다. 즉, ① 기본적으로 한정적 열거주의를 채택하여 증권거래법이 적용되는 증권을 동법 제2조 제1항에서 구체적으로 나열하고 있으며(이른바 “열거유가증권”), ② 또한 지적인 것과 같은 한정적 열거주의의 문제점을 보완하기 위하여 동법 시행령에게 새로운 금융상품을 유가증권으로 지정할 수 있도록 위임하고 있고(이른바 “지정유가증권”), 그리고 ③ 증권거래법은 기본적으로 유가증권으로서의 성질과 다르더라도 투자자보호를 위해서 이른바 “의제유가증권”의 영역을 정하여 규정하고 있다. 증권거래법상 유가증권은 8가지로 열거되어 규정되고 있는데, 이러한 유가증권들은 실질적으로 주식과 사채를 기본 유형으로 하면서 그 발행주체나 법적 형태의 특수성을 반영하고 있다. 증권거래법에서 열거된 유가증권은 크게 채권, 주권·출자증권, 그리고 외국증권으로 크게 나눌 수 있다. 증권거래법은 위에서 열거한 8가지의 한정적인 열거대상만으로는 투자자보호의 목적을 달성함에 있어서 한계가 있다는 점을 인식하여, 동법 제2조 제1항 9호에서 “유사하거나 관련된 것으로서 대통령령이 정하는 것”을 유가증권으로 본다는 규정을 둬으로써 유가증권의 열거대상범위를 확대하고 그 규제의 폭을 넓히고 있다. 그에 따라서 동법 시행령에서는 10가지 유형의 거래대상(혹은 상품)을 유가증권으로 지정하고 있는데, 이를 “지정유가증권”이라고 부르고 있다. 그러나 증권시장의 거래계에서 어떠한 거래대상(상품)이 “유사성과 관련성”을 가지고 있다고 인정한다고 하더라도 그것만으로 자동적으로 지정유가증권으로 되는 것은 아니고, 동법 시행령에 의하여 실제적으로 규정상 지정되는 것이 필요하므로,

결국 지정유가증권이 되느냐의 여부는 법원의 해석에 맡겨져 있는 것이 아니고 시행령의 내용을 실질적으로 구상하는 행정부 즉 감독기관의 재량적 결정에 맡겨 있다고 볼 수 있다. 증권거래법 제2조 2항에서는 증권거래법상 유가증권에 표시되어야 할 권리가 유가증권으로 발행되지 아니한 경우에도 당해 유가증권으로 본다고 함으로써 의제 유가증권의 형태도 인정하고 있다. 이는 증권거래법의 목적이 다수의 투자자를 보호하기 위한 것이 그 중심이므로 투자대상인 권리의 유형화나 증권화 여부에 대하여는 상대적으로 그다지 중요하지 않다는 입장이라고 보기 때문이며, 현재 공사채등록법상 등록된 공사채나 주권을 발행하지 않기로 한 경우의 주식 등이 이 항목에 해당된다.¹⁹⁷⁾

II. 자본시장통합법 이후의 증권개념

자본시장통합법상 증권의 개념은 전통적인 채무증권, 지분증권, 증권예탁증권, 외국증권 이외에 포괄주의의 구현을 위하여 두 가지 증권개념을 추가하였다. 포괄주의에 의한 증권개념을 표창하고 있는 자본시장통합법제정방안에서 제안하고 있는 증권의 개념 중에서 가장 특징적인 것은 “투자계약증권”과 “파생결합증권”¹⁹⁸⁾이라고 할 수 있다. 또 한

197) 김병연, 전계논문, 2~4면.

198) 파생결합증권(Securitized Derivatives) 개념을 통해 타인의 노력과 무관하게 외생적 지표에 의해 수익이 결정되는 증권을 통합법상 증권으로 포괄하였다. 파생결합증권 규정은 싱가포르 증권선물법 제2조 “유가증권”의 “(d) 기초자산의 가격 등의 등락에 의한 이익을 확보하거나 손실을 회피하기 위한 목적의 계약 또는 차액계약상의 권리”를 인용한 것으로 평가된다. 파생결합증권은 기초자산의 가격 등의 변동과 연계하여 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적의 계약상 권리로 정의하는데, 추가연계증권(ELS), 신용연계증권(CLN), 재해연계증권(CAT bond), 펀드연계증권(Fund Linked Note) 등 구조화 증권 등이 포괄대상이 된다고 할 것이다. 이는 기초자산을 가능한 넓게 정의하여 포괄주의 취지를 반영한 것으로서, 기초자산에 대한 정의를 금융투자상품, 통화, 일반상품, 신용위험 그밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 평가가 가능한 것으로 해석할 수 있다. 또한, 파생상품의 성격이 내재된 증권이므로 파생상품과 구별하기 위한 명확한 기준을 마련하여야 하는데, 구별기준으로서 ① 발행과 동시에 대금을 전액 수령할 것 (원본이 존재할 것), ② 추가 지급의무가 없을

가지 중요한 것은 간접투자기구의 개념을 확대한 사실이다.¹⁹⁹⁾

분 류	포괄적 정의	포함되는 금융상품
채무증권	채무를 나타내는 것	국채, 지방채, 특수채, 사채, 일부 기업어음 등
지분증권	출자지분을 나타내는 것	주식, 신주인수권, 특별법상 법인이 발행한 출자증권, 상법상 합명회사·합자회사·유한회사의 출자지분 등
수익증권	수익권을 나타내는 것	신탁 수익증권, 신탁형 간접투자기구의 수익증권 등
증권예탁 증권	지분증권의 예탁을 받은 자가 발행하는 증권	국내 증권예탁증서(KDR), 외국 주식예탁증서(GDR, ADR 등)

(자료) 재정경제부, 『금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정 방안』 (2006. 2. 17) 참조

투자계약증권은 미국식 투자계약(Investment Contract)증권 개념을 도입하여 “타인의 노력에 의해 수익이 결정되는” 모든 증권을 통합법상 증권으로 포괄하려는 것이다. 투자계약증권의 정의에 대해서는 Howey 기준²⁰⁰⁾을 원용하여 “이익을 기대하여 공동사업에 금전 등을 투자하고 타인의 노력의 결과에 따라 그 대가를 지급 받는 계약” 정도의 방안이 제시되고 있다. 자본시장통합법 제정 시에는 이러한 개념을 이용하여 전통적인 증권과 현행 간접투자자산운용업법상 간접투자증권

것 (손실이 원본까지로 한정될 것)으로 하고 있다.

199) 정순섭, 자본시장통합법의 과제와 전망 - 금융투자상품의 개념과 투자자보호를 중심으로, 증권 제127호 (2006), 21면.

200) “투자계약”은 연방대법원이 1946년 SEC v. W. J. Howey Co.사건¹⁾에서 이른바 “Howey 기준(Howey test)”이라고 알려진 개념요소를 명시함으로써 처음으로 그 일반적 개념이 정립되었다. 즉 연방대법원은 “투자계약”에 해당하는지 여부를 판단함에 있어서 형식(form) 보다는 실질(substance)을 우선하여 그 경제적 실체(economic reality)를 중시하여야 한다고 전제하면서, 다음 네 가지 요소를 충족한다면 형식에 불구하고 ‘투자계약’으로 보아야 한다고 하였다. 즉, “투자계약이란 투자자가 ① 오로지 권유자 또는 제3자의 노력에 의하여 비롯되는 ② 이익을 얻을 것을 기대하여 ③ 공동사업에 ④ 금전을 투자하는 계약, 거래 또는 구조”라고 판시하였다.

뿐만 아니라, 예컨대, 인터넷으로 투자자를 모집하는 Netizen Fund에 대한 지분, 상법상 익명조합·민법상 조합에 대한 지분 등 동법의 적용을 받지 않는 비정형 간접투자의 지분까지도 포괄할 수 있음을 강조하고 있다.²⁰¹⁾

IV. 분석 및 평가

자본시장통합법의 제정에 관하여 특징적인 면에 대한 분석과 평가를 다음과 같이 할 수 있다.²⁰²⁾

첫째, 금융상품의 개념과 증권개념에 대한 포괄주의 규제로의 전환은 현행법상 한정적 열거주의에 의한 상품 정의의 한계를 고려할 때 충분히 그 타당성을 인정할 수 있다는 점이다. 종래 한정적 열거에 의한 금융상품의 정의는 대상상품 자체를 금지하는 “금지적 규제” 혹은 투자자보호장치의 부재로 인한 “규제의 공백”을 야기할 수 있다는 지적을 받아 왔다. 금융상품의 개념과 증권개념에 관한 포괄주의로의 전환은 금융시장에서의 경쟁과 혁신의 유도를 위하여 반드시 필요하다고 할 것이다.

둘째, 투자자보호장치의 강화는 금융상품의 복합화·다양화의 전제라는 점이다. 금융상품과 증권개념의 다양화와 복합화를 통한 위험상품의 공급은 반드시 분쟁의 기회와 비용을 높일 수밖에 없다. 결과적으로 복합적이고 다양한 금융상품의 제공을 통하여 도보하였던 금융혁신의 성과를 분쟁해결비용으로 소진하는 것을 방지하기 위하여 투자자보호장치의 강화는 반드시 필요한 조치라고 할 수 있다. 그 비용과 효용에 대해서는 개별기업과 전체산업 단위에서 장기적으로 검토되어야 한다.

201) 정순섭, 전계논문, 22면.

202) 정순섭, 전계논문, 29면.

셋째, 종래의 사전적·행정적 규제를 사후적·사법적 규제로 전환할 필요가 있다는 점이다. 종래 한정적 열거주의에서의 사전적·행정적 규제는 포괄주의에서는 불가능하다. 따라서 당사자 간의 법률관계를 명확히 하는 룰의 사전적 명시와 분쟁해결절차의 간이화가 필요하다. 분쟁해결절차에 대해서는 이번 자본시장통합법의 직접적인 적용대상이 아니지만, 반드시 함께 고려되어야 할 과제라고 할 수 있다.

제 3 절 이해상충방지를 위한 방안

I. 이해상충 방지를 위한 규제 방식

앞에서 살펴본 바와 같이 영국과 미국에서의 증권·금융규제에 있어서 이루어지고 있는 많은 논의들의 중심에는 관련 이해관계자들간 이해상충문제를 어떻게 해결할 것인지의 문제가 있다. 이러한 문제는 우리나라에서도 동일하게 제기되는 문제이며 이에 대하여 자본시장통합법에서는 이해상충을 방지할 수 있는 법적 형식을 갖고 있다.

이해상충 방지를 위한 규제방식으로는 다음과 같은 방식이 있다.²⁰³⁾

즉, ① 금융투자업간 사내(in-house) 겸영을 원천 금지하고 각 금융 개별법에서 이해상충 방지체계를 두는 방안과 ② 금융업의 겸영을 허용하되 겸영에 따라 증가되는 이해상충 문제는 법률상 업자가 이행해야 하는 기본적인 의무만을 규정하고 구체적인 것은 업자별로 이해상충 방지를 위한 적절한 체계를 구축시행 하도록 하는 방안이 있다. 주요 선진국(미국, 영국, 일본)의 경우 금융투자업간 겸영 방식을 채택하고 있으며 이해상충 방지를 위한 규제 체계는 후자의 방식을 채택하고 있다. 지금까지 우리나라는 금융투자업자가 사내 겸영 형태로 금융투자업을 모두 영위하는 것을 금지하고 있었으며, 각 개별법에서

203) 김필규·박연우·김동철, 금융투자업 겸영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안, 한국증권연구원 (2008.6), 19~20면.

이해상충 방지를 위한 규제체제를 정하고 있었다. 사내 겸영 방식은 여러 금융투자업무를 본체에서 함께 영위함에 따라 사업위험의 증가 및 이해상충 문제의 심화 가능성에 따른 투자자 피해우려 등의 문제점이 있으나, 규모 및 범위의 경제 효과에 의한 비용 절감 등 시너지 효과를 기대할 수 있다.

이해상충 문제는 다양한 이해관계를 가진 다수의 고객을 대상으로 하는 금융투자업의 특성상 그 정도의 차이만 있을 뿐 불가피한 현상이다. 증권업과 집합투자업을 별개의 법인으로 분리하고, 자회사 또는 지주회사 방식의 겸영만 허용한다 하더라도 두 업간 이해상충 문제는 여전히 발생할 수 있다. 따라서 금융투자업 겸영을 원천 금지하든 겸영을 허용하든 각각 장단점이 있다고 할 수 있다. 선진국의 금융업 영위 방식 등을 감안할 경우 금융투자업간 본체 겸영을 법적으로 일률적으로 금지하기 보다는 과거 개별법에서 미흡했던 이해상충 방지 장치를 보완하여 이해상충의 문제를 최소화하여 이를 허용하는 것이 바람직할 것이다. 이는 미국 등 선진국에서 수차례의 금융개혁을 통하여 겸영을 통한 효율성 제고 및 규제를 완화하는 국제적 추세에 부합한다고 할 것이다.²⁰⁴⁾

그러나 금융투자업의 사내 겸영으로 인한 효율(규모의 경제·범위의 경제로 인한 시너지 효과, 업무효율성 증대, 고객의 편익 증대 또는 손실 회피 등)을 극대화하기 위해서는 금융투자업 간 정보공유 등이 불가피할 것이다. 그러나 금융투자업 간 정보공유를 무제한 허용할 경우 내부정보를 이용하여 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 이

204) 미국, 영국 등 선진국의 경우 겸업화증권화 추세에 부응하여 증권업과 집합투자업의 본체 겸영을 직접 금지하기 보다는 ① 이해상충 문제에 대한 사전 공시, ② 정보차단벽의 설치 등을 통하여 금융투자업자가 이해상충 방지를 위한 적절한 조치를 취하도록 의무화하고, 이를 위반할 경우 금융투자업자의 신임의무 및 포괄적 사기금지규정(anti-fraud provision) 위반으로 조치함으로써 간접적으로 규제하는 방식을 취하고 있다.

른바 “도덕적 해이” 현상이 일어날 가능성이 크다.²⁰⁵⁾ 따라서 검영을 허용하더라도 정보차단벽(Chinese wall) 등 엄격한 이해상충 방지체계를 갖추도록 요구할 필요가 있다.²⁰⁶⁾

205) 이러한 “도덕적 해이(Moral Hazard)”의 문제를 방지하기 위한 방법으로 정보차단벽(Chinese Wall)의 개념이 논의되고 있다. 그런데, 그 이전에 자본시장에 있어서 “정보(information)”의 개념을 살펴보면, 단순한 도덕적 해이의 문제가 아니라 시장의 효율성 측면에서 정보차단벽(Chinese Wall)과 같은 이해상충의 방지체계가 필요하다고 할 것이다. 즉, 자본시장에서의 정보는 2가지의 역할을 수행하고 있다. 첫째로, 정보는 경제적인 효율성에 필수적인 가격결정기구로서의 역할을 수행한다. 즉, 시장가격에 있어서 모든 관련정보들이 종합되어, 시장은 자원을 최적으로 분배하고, 이에 기초하여 회사경영자는 효율적인 생산결정을 하게 된다. 둘째로, 정보는 시장구조내에서 생산되고 거래되는 일종의 상품(Commodity)라고 할 수 있다. 즉, 정보의 시장가격이 그 생산비용을 초과하는 경우에만 정보를 수집하게 된다. 보다 많은 정보는 보다 많은 경제적 효율성을 의미하기 때문에, 정보가 자유롭고 완전하며 즉각적이고 일반적으로 이용가능하다면, 일반인 모두는 부를 얻을 수 있을 것이다. 그러나 시장참여자들은 그들에게 정보생산에 의한 이익획득이 허락되지 않는다면, 정보생산의 동기를 가지지 못하게 된다. 이러한 이익은 경제적 효율성을 저해하는, 일종의 거래비용이라고 할 수 있다. 그래서 일부 견해에 의하면, “정보생산 시장에서 효율성을 요구하기 위해서, 생산에 필요한 동기를 상정해야 한다. 동기를 요구하는 것은 효율성을 불가능하게 한다고 할 수 있다.”라고 하고 있다. 이러한 정보의 이중 역할에 근거하여, 투자자들은 2가지 집단으로 분류될 수 있다. 첫번째 집단은 새로운 정보를 수집하고 생산함으로써 잠재적인 거래이익의 획득동기를 가질 수 있는 집단이고, 두번째 집단은 거래이익의 이용성에 무관한 새로운 정보의 생산자 집단이다. 두번째 집단은 정보의 생산자라는 표현보다, 정보취득자는 표현이 더 적절할 것이다. 보통 첫번째에 해당되는 투자자들을 ‘Diligent Searcher’라고 한다. 그리고 두번째 집단은 이를 제외한 나머지 집단을 의미한다. ‘Diligent Searcher’집단은 정보를 수집함으로써 발생하는 한계비용이 거래에 의한 한계이익과 동일해지는 시점까지 정보를 수집하고 분석하여 정보를 생산하게 된다. 두번째 투자집단은 거래기회와는 관계없이 동일한 양의 정보를 수집하게 되는 경우를 의미한다. 이러한 집단은 최소한 다음과 같은 2종류의 투자자들을 포함하게 된다. 즉, 회사내부자로서 경영임무를 수행하는 과정에서 새로운 정보를 획득하는 자와, 이외의 외부자로서 정보수령자(Tippee)와 정보를 엿듣는 자(Eavesdropper)처럼 새로운 정보를 생산하지 않으면서 대신에 다른 자의 정보를 중간에서 가로채는 자(Interceptor)이다. 이러한 투자자의 분류와 앞에서 언급한 정보의 이중역할 기능에 관한 논의를 근거로 하여, 자본시장에서의 정보활용을 허용하는 자와 금지시켜야 하는 자를 구분하여야 하고, 이는 이해상충의 문제해결과 내용을 같이 한다고 보아야 할 것이다. (Jonathan E. A. ten Oever, Case Note : Insider Trading and the Dual Role of Information : United States v. O'Hagan, 106 YALE. L. J. 1325 (January, 1997), at 1328-29)

206) 정보차단벽 설치 수준은 대형 투자은행의 육성이라는 법의 목적과 투자자의 이익 보호라는 공익 목적을 비교 교량하여 설정할 필요가 있다. 자본시장통합법에서

자본시장통합법상 이해상충 방지체계는 크게 다음 네 가지로 규정되고 있으며, 이해상충문제의 최소화를 위해 중첩적으로 규제가 되고 있다.

- (1) 행위규제
- (2) 적절한 내부통제기준·절차(internal controls)의 마련
- (3) 공시 또는 포기의무(disclose or abstain)
- (4) 정보차단벽(Chinese walls) 설치 의무화 등

자본시장통합법상 영업행위규제의 특징은 모든 금융투자업에 공통적으로 적용되는 “공통규제”와 금융투자업자별로 고유특성을 반영한 “업별규제”로 구분하여 마련하고 있다. 공통규제는 금융투자회사가 투자자를 상대로 영업을 함에 있어 공통적으로 지켜야 할 규율로서, 신의성실의무, 고객이익 우선 및 고객 간 공평대우원칙, 금융상품 설명의무, 손실보전 금지 등 규제는 모든 금융투자회사에 확대되어 적용된다. 또한, 투자자의 특성을 파악할 의무(know-your-customers-rule),²⁰⁷⁾ 고객숙지의무, 원하지 않는 투자권유 금지(unsolicited call)등 선진 규

는 현행 증권거래법(하위규정 포함) 및 간접투자자산운용업법(하위규정 포함) 등의 이해상충 방지 관련 규제를 확장하거나 신설하여 사내 경영업무 확대에 따른 이해상충 심화 가능성에 대한 방지에 많은 노력이 기울여지고 있음을 알 수 있다. 한편으로, 금융투자업자의 업무 확대 등에 맞추어 선진국의 입법례를 감안하여 이해상충 방지체계를 마련할 필요성도 충분히 제기될 수 있다. (김필규·박연우·김동철, 전개보고서, 21면)

207) 국내 대법원 판결에서는 이러한 “know-your-customers-rule”이 반영되어 당해 사건에서 적용되어진 사례가 다수 있다. 즉, 대법원은 “증권회사 임직원이 고객에게 적극적으로 투자를 권유하였으나 투자 결과 손실을 본 경우에 투자자에 대한 불법행위 책임이 성립되기 위하여는 이익보장 여부에 대한 적극적인 기망행위의 존재까지 요구하는 것은 아니라 하더라도 적어도 거래경위와 거래방법, 고객의 투자상황(재산상태, 연령, 사회적 경험 정도 등), 거래의 위험성 및 이에 대한 설명의 정도 등을 종합적으로 고려한 후, 당해 권유행위가 경험이 부족한 일반 투자자에게 거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하거나 또는 고객의 투자상황에 비추어 과도한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유한 경우에 해당하여, 결국 고객에 대한 보호의무를 저버려 위법성을 띤 행위인 것으로 평가될 수 있는 경우라야 할 것이다”라고 판시하였고 (대법원 2003. 1. 10. 선고 2000다50312 판결), 이러한 취지의 판례는 위 판시 이외에도 다수 존재한다. (대법원 1994. 1. 11. 선고, 93다26205 판결, 대법원 2006. 2. 9. 선고, 2005다63634 판결 등)

제를 도입하였고, 업별규제는 6개 금융투자업의 고유한 특성을 반영하여 각기 특성에 맞는 규제 체계를 마련하였다.²⁰⁸⁾ 한편으로, 일반 투자자와 전문 투자자에 대하여 차등화된 행위규제를 적용하고 하고 있다. 즉, 전문투자자는 위험 감수 능력이 있으므로 투자자보호 규제는 일반 투자자에게 집중되고 있는 경향이 있다. 예컨대, 투자자의 특성을 파악할 의무, 적합성 원칙,²⁰⁹⁾ 설명의무는 일반 투자자에게만 적용되고 있다.²¹⁰⁾

II. 이해상충방지에 관한 구체적 내용

1. 행위규제 (이해상충 행위의 금지 또는 제한)

금융투자업자의 행위규제는 단일의 금융투자업을 영위할 때 또는 복수의 금융투자업 영위할 때에 발생 가능성이 있는 이해상충 행위에 대해 구체적으로 금지 또는 제한하는 규제 이외에도 이해상충 문제의 사전적 예방 장치로서 금융투자업자가 공통적으로 준수하여야 할 사항을 신설 또는 확대하여 영업행위 규제 체도를 마련하고 있다. 즉, 신의성실의무, 고객이익 우선 및 고객 간 공평대우원칙, 고객숙지의무 및 적합성 원칙, 설명의무, 불초청 권유 금지 등 금융투자업자가 공통적으로 준수하여야 할 사항을 신설 또는 확대함으로써 행위규제에 대한 구체적인 내용을 제시하고 있다.

208) 예를 들어서, 자기계약의 금지(투자매매업자), 임의매매의 금지(투자중개업자), 집합투자재산의 자산운용제한(집합투자업자), 금전대여 금지(투자자문업자·투자일임업자), 고유재산과 신탁재산의 구분(신탁업자)

209) “적합성의 원칙”이란, 펀드 판매사와 같은 금융투자업자가 일반투자자에게 투자 권유를 하기 전에 면담·질문 등을 통하여 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고 (이른바 “Know Your Customer Rule”), 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우에는 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등에 비추어 그 일반투자자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 투자권유를 해서는 아니 되는 (이른바 “Know Your Securities Rule”) 원칙을 의미한다.

210) 김필규·박연우·김동철, 전계보고서, 23면.

※ 금융투자업별 영업행위 규제²¹¹⁾

구 분	공 통	행위규제내용
투자매매· 중개업		- 자기계약 금지 - 선행매매 금지 (Front Running) - 조사분석자료 공표 전 증권매매 금지 (Scalping) - 일임·임의매매 제한
집합투자업		- 신인의무 (선관주의·충실의무) - 사전배분계획에 의한 공정배분원칙 (Cherry Picking 금지)
투자자문 (일임)업		- 자기집합투자증권 취득 제한 - 이해관계인과의 거래 제한 - 선행매매 금지
신 탁 업		- 초청권유 금지 - 직무관련 정보의 이용 금지 - 관계인수인 인수증권 취득 제한 - 자기거래·쌍방대리·교차투자행 위 제한 - 자기·관계인수인 인수증권의 인 위적 시세형성 목적으로 투자일 임계산으로 그 증권을 매매하는 행위(투자일임업에 한함) - 자기·이해관계인 발행 증권에 투자하는 행위(투자일임업, 신탁 업에 한함)

2. 이해상충 관리를 위한 내부통제기준 마련 의무화

자본시장통합법은 금융투자업의 이해상충 관리를 위한 내부관리 (internal controls) 시스템을 마련하도록 의무화하고 있다.²¹²⁾ 또한 금융

211) 김필규·박연우·김동철, 전계보고서, 23면.

212) 자본시장통합법 제44조 제①항

투자업자와 투자자 간 또는 투자자와 투자자 간의 이해상충을 방지하기 위하여 이해상충 발생가능성을 파악·평가하고, 내부통제기준이 정하는 구체적인 방법 및 절차에 따라 이를 적절히 관리하도록 의무화하고 있다.

3. 공시 또는 포기 의무

내부통제기준을 통해 이해상충을 파악·평가하여 이해상충이 발생할 가능성이 있다고 인정되는 경우에는 그 내용을 해당 투자자에게 사전에 알려야 하고, (disclose) 이해상충 발생 가능성을 내부통제기준이 정하는 바에 따라 투자자보호에 문제가 없는 수준까지 낮춘 후 금융서비스를 제공하여야 한다. 따라서 이러한 이해상충 해소를 위한 구체적인 절차와 방법은 내부통제기준으로 정하여야 한다. 그리고 이해상충 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되는 경우 금융거래 서비스의 제공을 포기하도록 의무화하고 있다. (abstain)²¹³⁾

4. 정보차단벽(Chinese wall) 설치 의무화

이해상충 가능성이 크다고 인정되는 금융투자업 간 또는 금융투자업자와 금융투자업 간에는 정보교류 차단 장치(Chinese wall)²¹⁴⁾ 설치

213) 이러한 원칙을 “공개 또는 회피의 원칙(disclose or abstain rule)”이라고 한다. 이 원칙은 미국 증권규제에 있어서 내부자거래를 규제하기 위한 원칙으로 그 기능과 의미가 있었다. 이 원칙은 Cady, Robert & Co 판결에서 ‘공개 또는 회피의 원칙’이 처음 등장하였는데 판결내용은 이 원칙에 관하여 두가지의 원칙적인 요소에 근거를 두고 있었다. 즉, 첫째, 직접 또는 간접적으로 정보에 접근할 수 있는 지위가 존재하는 경우, 이러한 정보는 개인이나 타인의 목적을 위한 것이 아니라, 오로지 회사의 목적만을 위하여 이용되도록 하여야 한다. 둘째, 일방 당사자가 이미 인식하고 있으면서, 위와 같은 정보를 이용하는 경우와 관련되는 고유한 불공정성은 그가 거래하려는 자들에게도 이용될 수 없다. (Craig W. Davis, Misappropriators, Tippees and the Intent-to-Benefit Rule - What can still Learn from Cady, Roberts, 35 SETON HALL L. REV. 263 (2004), at 280)

214) “Chinese wall”의 개념은 1968년 SEC가 Merrill Lynch를 상대로 미공개내부정보의 이용행위를 이유로 제재절차에 착수한 후 동사와 SEC간 합의(settlement) 과정에서

를 의무화하고 있다.²¹⁵⁾ 집합투자업간 또는 고유재산운용과 금융투자업 간 이해상충 가능성이 큰 경우에는 금융투자상품의 매매정보 등 이해상충의 소지가 큰 정보의 제공을 금지(no information sharing)하고 있으며, 임원(대표이사·감사·상근감사위원 제외)과 직원의 부서 간 업무의 겹침을 금지(no offices in common)하고 있다. 그리고 물리적으로 이해상충의 발생을 예방할 수 있는 수준으로 사무공간과 전산설비의 공동 이용을 제한하고 있다. (physical separation)

유래하였고 Merrill Lynch는 더글라스항공사 증권의 모집과정에서 주관회사(principal underwriter)로 활동하면서 동 항공사의 예상영업수익이 하락할 것이라는 미공개중요 정보를 지득한 후, 이를 동 사의 기관투자자 전담부서에 제공하고 동 부서는 그 고객(기관투자자)에 동정보를 제공하여 그 고객으로 하여금 보유하고 있던 동 항공사의주식을 미리 매도하여 이익을 얻게 함 SEC는 Merrill Lynch를 처벌하지 않는 조건으로 동사가 제시한 미공개중요정보가 회사 내 타부서로 유포되는 것을 방지하기 위한 정보교류차단장치를 최소한의 이해상충 방지를 위한 조치로 인정하였다.

215) 미국에서는 1988년 11월 연방의회에서 증권업자의 비공개정보 남용방지를 위한 내부자거래 및 증권사규제법을 시행하였는데, 이 법에서 증권거래위원회(SEC)에 대하여 Chinese Wall에 관한 광범위한 규칙제정권을 부여하였다. SEC는 증권업자의 Chinese Wall 실태조사를 거쳐 1990년 3월에 공표한 보고서에서 증권업자의 Chinese Wall 관행개선을 위해서는 관할당국이 아닌 증권업자의 자율규제기관에 의한 검사 실시가 효과적이라는 판단에서 직접적인 규칙 제정은 바람직하지 않다는 결론을 내렸다. 이에 따라서 자율규제기관인 NASD와 NYSE가 공동규약을 작성하였으며, 동 규약에서 적정수준의 Chinese Wall로 인정받기 위해서 증권업자가 충족시킬 필요성이 있는 최저기준의 범위와 정의를 규정하였다. 동 기준은 사내절차의 문서화, 종업원거래 및 자기계정거래 검증, 사내부문간의 정보수수 감시, 종업원 연수 및 훈련 등을 중심으로 규정되어 있다. (국제금융이슈, “미국의 차이니즈월 규제 현황”, 『주간 금융브리프』 제17권 제5호 (2008. 1. 26) 참조)

제 4 절 증권 및 집합투자 규제에 관한 개선 논의

I. 집합투자 규제에 관한 제문제

1. 문제 제기

자본시장통합법상 집합투자는 “투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지”않고 집합투자재산의 운용이 이루어지는 것이다. 이러한 정의는, 집합투자에서는 집합투자재산의 운용을 담당하는 집합투자업자가 존재하며, 그 집합투자업자가 투자자들과 일치되지 않는 이해관계를 가지고 일종의 대리인으로 기능하는 것을 전제한다. 그리고 집합투자규제는 바로 이러한 집합투자업자를 합리적으로 규제함으로써 자신들의 자산운용을 집합투자업자에게 위탁한 투자자들을 보호하고자 하는 것이라고 할 수 있다. 이를 달리 표현한다면, 다수의 투자자들이 모은 거액의 자금을 제3자를 통하여 운용하는 경우에도 그 투자자들이 직접 자금의 운용방법을 결정하고 제3자는 단순히 운용의 집행행위를 담당하는 등 집합투자규제를 통하여 투자자들을 보호하는 문제가 처음부터 발생하지 않는다면, 그 행위는 집합투자규제를 받지 않아야 한다는 의미가 된다. 이러한 관점에서 볼 때, 본질적으로 집합투자에 해당하는 행위와 집합투자에 해당하지 않는 행위, 또는 집합투자규제가 필요한 행위와 집합투자에 해당하지만 집합투자규제가 필요하지 않은 행위에 대한 구별의 문제는, 어떤 행위에 대한 집합투자규제 적용의 출발점에 해당하는 중대한 문제라고 할 수 있다.²¹⁶⁾ 이와 관련하

216) 과거 간접투자법에 의하여서는 이러한 구별 기준이 명확하지 않아 상당한 문제점들 (예를 들면 상법상 회사 또는 지주회사와 간접투자기구의 구별, 익명조합 형태의 인터넷 영화펀드, MBO를 위한 특수목적회사 등) 이 제기되었다. (조상욱·이진국, 전개논문, 32~33면)

여 자본시장통합법상에서는 새롭게 포함된 관련 규정들, 구체적으로 ① 동법 제6조 제5항 본문 집합투자 정의상 “일상적인 운용지시”, ② 동법 제6조 제5항 제3호를 통하여 집합투자의 범위를 한정할 수 있도록 한 것, ③ 동법 제6조 제4항에서 집합투자업을 집합투자를 영업으로 하는 것이라고 정의한 것이 위 문제를 해결할 수 있는지 검토할 필요가 있다.

2. 집합투자자와 회사를 통한 사업수행행위의 구별

과거 간접투자법에 의한 경우에는 회사를 설립하여 자본금을 모은 후에, 일부는 사업을 영위하고 일부는 투자행위를 하여, 이로 인한 이익을 주주들에게 배당금으로 지급하는 경우에 있어서 이를 간접투자의 범위에 해당되는 것으로 해석해야 할지의 의문이 있었다. 이를 자칫 확대하여 해석하게 되면, 상당수의 회사들이 위와 같은 행위를 하는 경우에 간접투자법상의 규정을 위반하는 행위를 하게 되는 것이기 때문이었다. 이러한 점은 다른 회사의 주식 또는 지분에 대한 투자행위를 사업의 주된 목적으로 하는 지주회사의 예를 들어 보면 문제의 심각성이 더욱 커지게 된다. 지주회사의 경우는 간접투자의 정의 규정에 더욱 부합하기 때문이다. 그리고 이 문제는 자본시장통합법상 집합투자 정의규정에 의하더라도 똑같이 발생할 수 있다. 간접투자법상 간접투자자와 자본시장통합법상 집합투자는 동일한 기능적 행위를 정의한 개념이기 때문이다. 특히 자본시장통합법에 따라 집합투자의 투자대상자산이 확대되고 그 자산에 대한 운용방법 또한 특별한 제한이 없어지는 점을 고려하면, 다른 특별한 장치 없이는 간접투자법에 비하여 자본시장통합법상 사업수행행위와 집합투자의 구분이 오히려 더욱 어려워질 염려까지 있다. 그러나 위에서 본 바와 같이 일체의 사업수행행위가 집합투자에 해당한다는 것은 부당하며, 그러한 해석을 할 수밖에 없는

입법도 부당하다. 그렇다면 자본시장통합법은 과연 위 문제, 즉 집합투자규제의 범위 획정이라는 문제를 적절하게 해결할 수 있는 장치를 가지고 있는지에 관한 의문은 여전히 남게 된다.²¹⁷⁾

3. “일상적인 운용지시”에 관한 해석

자본시장통합법 제6조 제5항 본문의 집합투자 정의가운데 일상적 운용지시에 관한 부분은 FSMA의 Collective Investment Scheme(CIS)에 대한 정의 규정에 기초를 두고 있다. FSMA에 의하면, 특정한 투자약정이 CIS로 인정되기 위한 대표적인 요건으로서, “투자약정에 대한 참여자가 자산의 운용에 대하여 일상적 지배권(day to day control)을 가져서는 안 된다. 다만 그 참여자가 (자산의 운용에 관한)협의를 받거나 지시를 할 수 있는 권리를 가지는지 여부를 불문한다”라는 규정을 두고 있다.²¹⁸⁾ 다시 말한다면, 자본시장통합법상 일상적 운용지시는 곧 위 FSMA 규정의 “자산의 운용에 대한 일상적인 지배권”을 참고로 한 것이고, 자본시장통합법이 집합투자를 정의함에 있어서 투자자로부터 일상적 운용지시를 받지 않을 것을 명시하고 있는 것은 위 FSMA 규정의 취지를 도입한 것으로 볼 수 있다.²¹⁹⁾ 이와 관련하여 자본시장통합법의 집합투자 정의에 새롭게 도입된 “일상적인 운용지시”가 앞서 본 집합투자와 사업수행행위의 구별 기준을 제시하는 역할을 할 수 있는지 문제된다. 투자자로부터 일상적인 운용지시가 있다면 자기책임의 원칙에 따라 투자자가 그 투자 결과에 따른 책임을 부담하면 되는 것이고, 집합투자규제에 의해 투자자보호를 할 필요성은 없다고 할 수 있다. 따라서 위 경우를 처음부터 집합투자 정의에

217) 조상욱·이진국, 전계논문, 34~35면

218) FSMA, Section 235

(2) The arrangements must be such that the persons who are to participate (“participants”) do not have day-to-day control over the management of the property, whether or not they have the right to be consulted or to give directions.

219) 조상욱·이진국, 전계논문, 34면.

서 배제하는 것은 타당하고, 동시에 일상적인 운용지시 개념의 도입이 일정한 사업수행행위를 집합투자와 구별하는 역할을 수행할 것은 분명할 것이다. 그러나 동시에 위 일상적인 운용지시는 사업수행행위를 집합투자와 구별하는 문제 해결에 최소한 실질적이고 중요한 역할은 할 수 없을 것으로 보인다.²²⁰⁾ 일상적인 운용지시를 문언적 의미에 부합하게 해석하는 경우, 집합투자에서 제외되는 사업수행행위의 범위가 너무나 좁기 때문이다. 일상적인 운용지시는 그 해석에서 특정한 투자약정에 대한 투자자들이 다수인 경우, 반드시 전체 투자자들이 일상적인 운용지시를 하여야 하는지, 아니면 일부 투자자들이 일상적인 운용지시를 하는 것만으로 충분한지가 분명하지 않다. 또한 일상적인 운용지시는 어느 수준까지 있어야 하는지의 문제, 즉 투자약정의 최종집행단계까지 운용지시가 이루어져야 하는지, 또는 투자약정 실행의 의사결정단계 또는 의사결정의 중요한 기준을 설정하는 단계에 운용지시가 미치는 것으로 충분한지도 일상적인 운용지시의 문구만으로는 분명하지 않다.²²¹⁾

4. 집합투자업규제를 통한 집합투자규제범위의 제한

간접투자법은 동법에 의하지 아니하고 간접투자를 업으로 하는 자에 대한 처벌규정을 두고 있다.²²²⁾ 여기에서 “업으로”라 함은, 사회생활상의 지위에 기하여 계속적·반복적 의사로 하는 것을 의미하고 반드시 영리성을 요하지는 않는다고 해석해야 할 것이다. 따라서 간접투자법 하에서는 “업으로” 수행하지 않는 행위임을 이유로 간접투자 규제에서

220) 조상욱·이진국, 전계논문, 35면.

221) 조상욱·이진국, 전계논문, 36면.

222) 간접투자법 제3조 제3조 (적용범위 등)

- ① 이 법은 간접투자 및 관련행위와 그 행위자에게 적용한다.
- ② 누구든지 이 법에 의하지 아니하고는 간접투자를 업으로 하여서는 아니된다.
- ③ 간접투자재산의 운용 및 보관·관리, 간접투자증권의 판매 및 환매, 간접투자기구의 운영 등을 업으로 하고자 하는 자는 이 법에 의하여 허가를 받거나 등록을 하여야 한다.

벗어나는 경우는 생각하기 어려운 측면이 있고, 설령 있다고 하더라도 그 범위는 극히 한정적이다. 그런데 자본시장통합법은 집합투자업을 “집합투자를 영업으로 하는 것”이라고 정의하면서(제6조 제4항), 다시 “영업으로”는 “이익을 얻을 목적으로 계속적이거나 반복적인 방법으로 행하는 행위”를 말한다고 하여(제6조 제1항), 간접투자법과 집합투자업 규제에 대한 태도를 달리하는 것처럼 보인다.²²³⁾ 즉 자본시장통합법에 따른 인가를 받지 아니하고 집합투자업을 영위하는 행위는 금지되고(제11조), 이에 위반하여 집합투자업을 영위한 자에게 형사처벌을 가할 수 있도록 규정한다는 구조 자체는 간접투자법과 동일하지만(제444조 제1호), 간접투자법과 달리 집합투자업 영위를 이유로 형사처벌을 하기 위해서는 집합투자 행위로부터 이익을 얻을 목적이 있어야 한다는 태도를 취하는 것으로 보인다.²²⁴⁾ 즉, 자본시장통합법 하에서는 집합투자업인가를 얻지 않은 자가 집합투자를 위한 투자자권유행위를 하고 투자자로부터 모은 자금의 운용행위까지 하지만, 그 행위로부터 어떠한 이익을 얻을 목적이 없다면 그 행위를 집합투자규제에서 배제할 것 인지의 문제가 발생하게 된다. 자본시장통합법 제6조 제1항이 규정하고 있는 “이익을 얻을 목적”에 있어서 “이익”은, 예컨대 자산운용자의 운용수수료만을 의미할 뿐만 아니라 운용행위 자체에서 발생하는 이익 기타 간접적 이익까지 포함한다고 해석될 여지도 충분히 있다. 만약 그러한 해석에 의한다면 자본시장통합법 제6조 제4항에 의하여 집합투자규제범위가 축소되는 정도는 매우 미미할 것이다.²²⁵⁾

223) 자본시장통합법 제6조 (금융투자업)

① 이 법에서 “금융투자업”이란 이익을 얻을 목적으로 계속적이거나 반복적인 방법으로 행하는 행위로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 업을 말한다.

④ 이 법에서 “집합투자업”이란 집합투자를 영업으로 하는 것을 말한다.

224) 조상욱·이진국, 전계논문, 37면.

225) 조상욱·이진국, 전계논문, 37면.

5. 집합투자업의 겸영에 의한 이해상충의 문제

자본시장통합법은 집합투자업을 포함하여 6개 금융업에 관한 복수업무를 허용하고 있다. 이는 기관별 규제에서 기능별 규제로의 전환이 이루어지는 가장 큰 이유라고도 할 수 있으면, 국내 금융기관들의 성장과 경쟁력 확보 등을 목적으로 한 입법이라고 평가할 수 있다. 그러나 복수업무 겸영이 이루어 질 때에 가장 큰 문제점은 발생하는 이해상충의 문제이다.

그래서 자본시장통합법 상에서는 이러한 겸영허용에 따른 이해상충의 발생을 방지하기 위하여 ① 이해상충 관리를 위한 내부 관리(internal controls)시스템의 구축을 의무화하고, ② 이해상충이 발생할 가능성이 있다고 인정되는 경우에는 그 사실을 해당 투자자에게 알리도록 (disclosure) 의무화하였으며, ③ 이해상충 발생가능성을 내부통제기준이 정하는 바에 따라 투자자 보호에 문제가 없는 수준까지 낮춘 후 금융서비스를 제공하도록 하고, ④ 이해상충 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되는 경우에는 금융서비스 제공을 하지 못하도록 하였으며(avoiding), ⑤ 이해상충 발생가능성이 큰 금융투자업 간에는 매매정보의 제공 금지, 임원(대표이사, 감사, 사외이사가 아닌 감사위원회 위원 제외)과 직원의 겸직 금지, 사무공간과 전산설비의 공동 이용 금지 등 정보교류 차단 장치(chinese wall)를 의무화하고 있다. 그리고 구체적인 이해상충행위인 선행매매(front running), 과당매매(churning), 인수 관련 부당행위, 특정 투자자의 이익을 해하면서 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 행위 등을 금지하고 있다. 그러나 이러한 방법들이 그 효과를 볼 수 있을지에 관하여 의문을 가지면서 사내 복수업무 겸영을 금지하자는 주장도 있었다. 따라서 이는 사내 겸영이 아닌 자회사 설립에 의한 복수업무 겸영만을 허용하자는 주장이라고 할 수 있다.

우리나라의 경우는 투자매매·중개업과 집합투자업의 겸업이 허용되면서 자회사방식뿐만 아니라 사내겸영방식(In-House방식)으로 운용될 가능성도 크다고 할 것이다. 집합투자업의 겸영을 허용할지 여부는 겸영허용에 따르는 긍정적 측면과 부정적 측면 간의 비교형량을 통하여 결정해야 할 것이다. 겸영허용의 긍정적 효과로는 업무범위확대에 따른 시너지효과, 금융기관의 대형화를 통한 경쟁력제고 등이 있다. 현재 자본시장 관련 금융산업의 성장이 미흡하고, 금융회사들의 경쟁력이 외국의 투자회사에 비하여 크게 열악한 원인 중의 하나가 증권업·자산운용업·선물업·신탁업 등의 겸영을 엄격하게 제한하는 점에 있다고 지적되고 있다. 즉, 엄격한 겸영제한이 겸업화·대형화된 금융회사의 출현에 걸림돌이 되고, 다양한 금융투자서비스를 제공하는 외국의 투자회사에 비하여 시너지 효과를 통한 경쟁력 제고에 한계요인이 됨으로써 자본시장의 성장을 정체시키는 원인이 되고 있는 점을 감안하면 겸영허용의 필요성이 있다. 반면에 겸영허용에 따르는 부정적 효과로는 이해상충의 문제가 제기되고 있다. 금융투자업자와 투자자 간, 특정 투자자와 다른 투자자 간의 이해상충 문제가 발생할 경우 개별 투자자의 피해뿐만 아니라 자본시장에 대한 신뢰를 떨어뜨리고 결국 자본시장의 발전을 저해시킬 가능성이 있을 것이다. 따라서 이러한 문제의 해결방안으로서, 겸영을 금지하여 자회사 방식으로 운영되더라도 이해상충의 문제가 해소되기는 어려울 것이라는 점을 감안할 때, ① 겸영을 허용하되 이해상충과 관련된 손해배상책임에 대하여는 투자자가 아닌 금융투자업자가 입증책임을 부담토록 하는 방안과, ② 이해상충행위에 대한 제재를 강화하는 방안 그리고 ③ 이해상충으로 투자자 피해를 발생시킨 금융투자업자는 시장에서 퇴출되도록 하는 방안 등 이해상충 방지장치를 강화하는 방안에 대하여 검토할 필요성이 있을 것이다.²²⁶⁾

226) 자본시장통합법에 대한 이종구 의원안 검토보고서 참조.

6. 집합투자업자에 의한 수시공시제도

우리나라는 현재 집합투자시장이 과거와 다르게 성장하면서 집합투자 관련 수탁고가 급증하고 있고 집합투자자산의 성과에 대한 투자자들의 관심도 고조되고 있는 현실이다. 그런데 이러한 집합투자자산의 성과에 영향을 미치는 중요한 공시사항을 투자자들이 알 수 있도록 수시공시 제도를 운영하고 있으나, 수시공시의 방법을 집합투자업자가 선택할 수 있도록 하고 있어 투자 관련 정보가 투자자에게 제대로 전달되지 못한다는 문제점이 예상된다. 따라서 집합투자업자가 편의적으로 선택하고 있는 수시공시 방법을 투자자들에게 전달될 수 있도록 수시공시 의무를 강화하여 집합투자시장의 투명성을 제고하여야 할 필요성이 제기된다고 할 것이다.

현행 수시공시제도는 3가지 방식 즉, ① 인터넷 홈페이지 게시 ② 전자우편 ③ 본·지점 등 게시 중 집합투자업자가 임의로 선택하는 한가지 방식에 의해 공시가 가능하도록 하고 있다. 그러나 대부분의 자산운용회사는 가장 손쉬운 공시방법인 인터넷 홈페이지 게시방법으로 수시공시를 하고 있고, 전자우편을 활용하여 공시를 하는 경우는 많지 않다고 할 것이다. 투자운용인력의 변경, 환매연기 등의 사안은 투자자의 이익 및 의사결정에 중요한 영향을 주는 사항이므로, 투자자의 알권리 보장이 무엇보다 중요한데, 투자자의 알권리보다는 자산운용회사의 공시편의를 고려한 방법을 선택하는 결과가 충분히 초래될 수 있다는 점을 예상할 수 있을 것이다. 따라서 투자운용인력 변경, 환매연기 등의 사안을 투자자에게 적시·적절한 방법으로 알리기 위해서는 다양한 방식에 의한 공시를 의무화할 필요가 있을 것이다. 다만, 자산운용회사보다는 판매회사가 투자자의 인적사항을 보유하고 있다는 점을 고려할 때, 전자우편을 통한 공시주체를 “투자매매업자 또는 투자중개업자”로 수정하는 방안도 고려될 수 있다.²²⁷⁾

II. 집합투자와 투자계약증권

1. 투자계약증권 개념의 도입

자본시장통합법은 이른바 포괄주의 원칙에 따라 ‘금융투자상품’이라는 개념을 도입하고, 이를 구성하는 증권의 종류를 구분하면서 미국 증권법상의 투자계약(Investment Contract)에 대응하는 투자계약증권을 도입하였다. 자본시장통합법상 투자계약증권은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것”으로 정의되고 있다.²²⁷⁾

2. 집합투자와 투자계약증권의 관계

위 투자계약증권은 집합투자와 마찬가지로 기능적 관점에서 채택된 개념이고, 그 규정 형식상 구별이 명확하지 않다. 이와 관련, ① 집합투자증권과 투자계약증권의 관계, ② 비정형 집합투자에서의 투자자의 권리와 투자계약증권의 관계가 어떠한지의 문제가 제기될 수 있을 것으로 보인다.²²⁹⁾

(1) 집합투자증권과 투자계약증권의 관계

자본시장통합법 입법 과정에서 집합투자증권과 투자계약증권의 개념을 구분하기가 쉽지 않다는 문제가 있다. 즉, 자본시장통합법상 집

227) 자본시장통합법에 대한 서병수 의원안 검토보고서 참조.

228) 미국 증권법상 투자계약은 법률 또는 규정에 명시적으로 열거되지 않은 추상적이고 포괄적인 증권유형을 모두 포함하는 개념으로서, 자본시장통합법은 투자계약증권을 통하여 유가증권 개념의 정의 방식에 관하여 포괄주의를 달성하고자 의도하였던 것으로 보인다. 자본시장통합법상 투자계약증권의 정의 규정은 미국 연방대법원의 SEC vs. W. J. Howey Co. 판결 및 그 이후에 있었던 일련의 판결을 통하여 축적된 미국 법원의 판결 예에 따른 개념을 거의 그대로 원용하고 있다.

229) 조상욱·이진국, 전계논문, 38~39면.

합투자증권에 해당하는 것은 실질적으로 모두 투자계약증권에 해당될 가능성이 있는 것으로 생각할 수 있다. 예를 들어 집합투자증권 중 수익증권은 투자자들이 투자자들과 타인 간의 공동사업(투자신탁)에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행(투자신탁을 설정한 집합투자업자가 투자자들로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서)한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 (투자신탁의 재산을 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는) 계약상의 권리가 표시된 것(투자신탁에 대한 수익권을 표시한 것)으로서, 이른바 투자계약증권에 해당한다는 점을 지적될 수 있다. 그러나 자본시장통합법상 투자계약증권이 법률 또는 규정에 명시적으로 포함된 것뿐만 아니라 열거되지 않은 추상적이고 포괄적인 증권유형을 모두 포함하는 개념이라면, 투자계약증권과 집합투자증권의 관계는 간명하게 전체와 부분의 관계로 이해할 수 있을 것이다.²³⁰⁾

(2) 비정형 집합투자에서의 투자자의 권리와 투자계약증권의 관계

자본시장통합법상 집합투자증권이 발행되지 않는 집합투자²³¹⁾도 가능하다. 이러한 비정형 집합투자로는, 예컨대 집합투자업자가 아닌 자가 금융감독위원회에 집합투자기구로 등록하지 않고서 수행하는, 그러나 그 외에 자본시장통합법상 집합투자의 다른 요소를 모두 갖추어 자금 등을 모집·운용·배분하는 익명조합 등이 가능하다.

230) 자본시장통합법의 제정작업을 주도한 재정경제부에 의하면, 투자계약증권 개념의 도입은 간접투자법상 인정되는 간접투자증권뿐만 아니라 간접투자법의 규율을 받지 않는 비정형 간접투자의 지분까지 포괄할 수 있다는 점에 하나의 의의를 두고 있다. 즉 투자계약증권은 집합투자증권과 중첩되는 부분이 있다는 고려를 전제로 자본시장통합법에 도입된 것으로 보인다. 이러한 재정경제부 의도에 따르더라도 자본시장통합법은 집합투자증권과 투자계약증권 중 어느 하나가 나머지를 배제하여야 한다는 것이 아니므로, 집합투자증권과 투자계약증권 사이에 개념의 중복 또는 혼동은 없다고 할 수 있다. (조상욱·이진국, 전제논문, 38면)

231) 이른바 “비정형 집합투자”라고 한다.

집합투자는 어떤 행위가 “2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등 또는 『국가재정법』 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리주체에게 배분하여 귀속시키는 것”임을 말하는 것이고, 그 행위는 집합투자가 되기 위해 집합투자기구의 존재를 반드시 필요요소로 하지 않는다. 따라서 집합투자기구의 존재를 전제하는 집합투자증권이 집합투자의 필요요소도 아니다. 따라서 비정형 집합투자에서는 비정형 집합투자에 대한 투자자의 권리가 존재할 뿐 집합투자증권은 없다.

한편으로, 비정형 집합투자에서 이에 참여한 투자자의 권리와 투자계약증권의 관계는 어떻게 될 것인가의 문제가 발생한다. 또한, 자본시장통합법에서도 위 비정형 집합투자에서의 투자자 권리가 지분증권(제4조 제2항 제2호) 또는 수익증권(제4조 제2항 제3호)에는 포섭되지 않는 투자계약증권임을 이유로 지분증권, 수익증권에 적용되지 않는 투자계약증권에 관한 규제를 받는 경우가 있을 수 있는가의 문제가 발생하게 된다.²³²⁾ 이러한 문제의 해결은 실정법을 근거로 한 시행령 또는 감독지침 등을 제정하여 탄력적이며 실효성있는 접근방법을 채택하여야 할 것이다.

232) 이러한 문제가 발생한다고 전제한다면 해당 비정형 집합투자에서의 투자자 권리는 집합투자증권과 동일하게 투자계약증권이라고 인정되어야 할 것이다. 집합투자증권이나 비정형 집합투자에서의 투자자 권리의 차이는 집합투자업자에 의하여 집합투자기구 등록이 되었는지 여부의 형식적 요소에 따라 구별되는 것에 불과하고, 그 실질은 동일하기 때문이다. 따라서 동 권리는 투자계약증권에 관한 규제를 받을 것이다. 단 비정형 집합투자에서 투자자는 자본시장통합법에서 정한 집합투자기구상 권리가 아니라 해당 비정형 집합투자에서 사용되는 투자장치상 정해진 권리를 가지므로, 권리 내용상으로는 차이가 있을 것이다. (조상욱·이진국, 전제논문, 39면)

3. 열거주의의 한계와 포괄주의의 문제점

자본시장통합법 시행 이전의 규정형식이었던, 유가증권과 파생상품의 종류를 제한적으로 열거하는 방식은 다음과 같은 문제점이 있다고 할 것이다. 첫째, 증권회사·선물회사 등이 취급할 수 있는 증권이나 금융상품이 법령에 유가증권 또는 파생상품으로 열거된 상품으로 한정되고 있으므로 창의적인 신종 금융투자상품을 설계하거나 취급(판매, 중개)하는 데 제약요인으로 작용하여 금융혁신이 어렵다고 할 것이다. 둘째, 법령에 유가증권 또는 파생상품으로 열거되지 아니한 금융상품에 대해서는 규제 법령이 없어 투자자 보호가 곤란한 경우가 발생하게 된다. 셋째, 신종 금융투자상품에 대하여 투자자 보호 등을 위한 규제를 하기 위해서는 법령의 개정을 통하여 유가증권 또는 파생상품으로 추가로 열거해야 하는데, 새로운 금융상품의 출현시마다 일일이 법령을 개정하기는 어려운 측면이 있는 등의 문제가 발생한다.

그러나 이러한 열거주의의 문제점을 극복하기 위하여 자본시장통합법이 취하고 있는 포괄주의도 현재 시행예정인 자본시장통합법의 기본방침상 발생될 수 있는 문제점이 있다. 즉, 기본방침은 자본시장통합법상 은행업과 보험업은 적용대상이 아니다. 이러한 체제내에서 은행 및 보험회사 등의 취급상품 범위, 규제체계 등은 현행대로 유지한 채, 금융투자업자에 대하여만 취급가능 상품의 포괄적 정의, 업무범위 확대, 기능별 규제체계로의 개편 등을 도모하고 있다. 그러나 은행·금융투자업자·보험회사가 공정한 제도의 기반 위에서 각 금융권역별 특성에 부합하는 경쟁을 할 수 있도록 은행 및 보험회사 등의 업무범위 및 규제체계 등에 관해서도 조속한 정비가 필요할 것이다. 이러한 문제들은 향후 규제의 차별에 의하여 비롯되는 비효율성을 창출하게 된다고 할 것이다.

궁극적으로 자본시장에 관한 통합법을 제정하는 취지가 증권·금융기관의 경쟁력 강화와 자본시장의 효율성과 투명성을 확보한다는 점을 감안한다면, 포괄적 증권개념의 해석과 은행 및 보험업과의 관계를 명확하게 설정할 필요가 있다고 할 것이다.

제 6 장 결 론

이상과 같이 영국과 미국 그리고 우리나라에 있어서의 증권·금융 규제에 관한 내용을 살펴보았다. 2009년 2월부터 시행예정으로 되어 있는 자본시장통합법은 금융선진국의 여러 장점을 흡수하여 자본시장의 활성화와 국제경쟁력 강화를 이룩하기 위한 노력의 일환으로 평가할 수 있다. 그래서 상당한 시간의 검토와 진통을 겪으면서 입법이 되었으며, 이제는 그 시행만을 남겨 놓고 있는 현실이다.

그러나, 제정당시에도 많은 비판과 우려의 목소리가 높았으며, 입법이 되어 있는 현재에 있어서도 많은 혼란과 문제점이 이미 예상되고 있다. 기존의 체계에서 완전히 변화된 모습으로 증권·금융시장이 규율받으며, 그 틀 안에서 작동되어야 현실 속에서 과연 시장의 효율성과 규제의 실효성을 달성할 수 있는지에 관하여는, 아직도 많은 과제를 안고 있다고 할 것이다. 이러한 상황에서 우리나라 자본시장통합법상 집합투자제도의 모델이 된 영국의 제도와 새로운 증권개념으로서의 포괄적 증권개념의 모델이 된 미국의 제도를 살펴보면 많은 시사점을 얻을 수 있을 것이다.

영국의 경우는 은행업과 보험업까지 하나의 통합법령체계 내에서 규율하고 있는 가장 포괄적인 형태의 통합금융법을 운영하고 있다. 반면, 미국의 경우에는 일정 분야에 있어서는 기능별규제가 이루어지고 있지만, 원칙적으로는 각각의 개별법령과 별개의 규제기관에 의하여 기관별 규제가 이루어지고 있다. 이러한 영국과 미국의 자본시장에 대한 규율방식은 당해 국가가 가지고 있는 금융환경과 자본시장의 특성을 반영한 제도운영이라고 보아야 할 것이다. 따라서 우리나라가 자본시장통합법의 시행을 위하여 이들 국가의 제도를 벤치마킹하는 과정에 있어서 주의하여야 할 점들이 있다.

영국은 총30편(Part) 433조항(Section)의 방대한 규제체계를 가진 통합금융법을 운영한다. 그런데 유의할 점은 이렇게 방대한 양을 가진 법령을 보충하는 가이드라인이 실제로는 더 큰 역할을 수행한다는 점이다. FSA Handbook과 Sourcebook은 FSMA보다도 더 많은 내용을 담고 있다. 그러나 그 내용은 실질적으로는 자본시장에서 행위자들을 규제하고 제한하는 역할을 하는 것이 아니라, 실제 제정법의 준수를 유인하는 역할을 수행한다. 우리나라의 경우로 생각한다면 일종의 하위법령이라고도 할 수 있는 Handbook과 Sourcebook은 제정법과의 충돌은 발생되지 않으며, 포괄적인 내용을 가진 제정법의 준수와 적용 그리고 해석에 있어서, 규제당국과 실무자들의 지침으로서 의미있는 역할을 수행하고 있다. 과거 기관별 규제에서 이제는 기능별/포괄적 규제로 전환되고 있는 우리나라의 자본시장법제는 실무적으로 상당한 혼란이 예상되고 있다. 과거에 규제의 영역에 해당되지 않는 분야가 규제의 대상이 되기도 하고, 그 반대의 상황도 충분히 예상할 수 있다. 자본시장의 효율성과 실효적인 규율을 도모하려는 자본시장통합법은 오히려 해악으로서 자본시장에 위협을 가할 수 있다. 이러한 점에 있어서 영국의 제정법을 보충하는 상세한 가이드라인이 가지는 시사점은 크다고 할 것이다. 현재 자본시장통합법 시행령이 제정되어 있는 상태인데, 여전히 실무적으로 충돌되는 많은 문제점들이 있는 상황이다. 따라서 비교법적인 측면에서 영국 자본시장을 규율하는 가이드라인에 대한 연구와 검토가 필요하다고 할 수 있다.

이와 마찬가지로 기존의 유가증권이 가졌던 개념으로는 수용하기 힘든 미국 포괄적 증권개념의 도입은 우리나라 증권시장에 있어서도 많은 문제점을 발생시킬 수 있다. 미국의 포괄적 증권개념은 기본적으로 SEC규칙과 이에 대한 법원의 사법판단에 의하여 형성된 원리이다. 방대한 증권시장을 보유하면서, 이를 운영하기 위하여 여러 가지 제도적 장치가 보완되어져 있는 미국에서는 이러한 원칙의 설정이 충

분히 가능한 환경을 가지고 있다고 보아야 할 것이다. 그런데, 과연 우리나라에서도 이러한 포괄적 증권개념에 의한 증권규제가 그 실효를 거두어들이 수 있을지에 대해서는 의문이 생긴다고 할 것이다. 그러나 기능적 규제와 포괄적 규제를 통한 자본시장의 규율을 추구하는 자본시장통합법이 제정되어 시행이 예정되어 있는 상황에서는 이러한 개념을 거부하기 보다는 그 실효를 위한 환경조성에 노력을 경주해야 할 것이다. 앞에서 언급한 영국의 경우를 검토한 것과 마찬가지로, 새로운 개념의 증권규제가 도입취지를 달성하기 위해서는 미국과 같이 사안과 규정을 해석하고 적용하여 규제당국과 실무계를 이끌어갈 수 있는 메커니즘이 필요하다고 할 것이다. 보다 더 적극적인 법원의 해석과 규제당국의 명확한 지침제시 등과 같이 규제를 위한 법의 제정이 아닌, 자본시장의 효율적인 활성화를 위한 제도적 환경조성이 우선적으로 선행되어야 자본시장통합법이 가지는 취지와 목적이 달성될 수 있을 것이다.

한편으로, 영국과 미국의 경우를 살펴볼 때에 공통적으로 주목될 수 있는 점은 금융규제개혁 및 금융법 제정과정에서 나타나는 것으로서 규제당국이 자본시장의 건전성 유지와 투자자 보호에 대한 의지가 매우 강하다는 점이다. 미국의 경우에는 금융의 효율성을 제고하기 위하여 경쟁제한적인 규제는 지속적으로 완화하는 반면에 금융시장의 불안정성을 증가시키는 금융기관의 자산건전성에 대한 규제 및 감독은 지속적으로 강화하고 있는 추세이다. 영국의 경우에서도 건전성 규제 측면에서 건정성 기준을 지속적으로 보완하고 금융상품의 판매 행위나 불공정거래행위 등에 대한 규제를 단일화시킴으로써 포괄적인 규제를 강화하고 있는 경향이 강하다고 할 것이다. 또한, 양국 모두 증권·금융업간의 겸영이 허용됨으로써 산업계의 체질개선을 통한 자본시장 육성에 주력하고 있는 반면에, 이에 의하여 발생할 수 있는 문제점, 특히 이해상충의 문제를 해결하기 위한 다각적인 노력을 기울이고 있다.

우리나라도 증권·금융의 감독강화와 건전성 유지를 위한 방법으로 포괄적인 개념을 통한 규제체계를 시도하고 있다고 평가할 수 있으며 이는 증권·금융업계 스스로가 경쟁력을 확보할 수 있게 하고, 이를 통하여 자본시장을 성장시키려는 긍정적인 취지가 있음은 의문의 여지가 없다. 다만 이에 수반하여 발생할 수 있는 이해상충의 문제와 같은 투자자 보호의 문제를 해결해야 하고, 시장효율성을 저해하지 않는 범위 내에서의 증권·금융을 규제감독해야 한다는 제도적 운영의 난점이 존재한다. 이를 해결하기 위해서는 법령에 의한 감독을 하되, 이를 효율적으로 운영하기 위하여 세부적인 지침과 규제당국의 탄력적인 해석이 뒷받침되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

■ 국내문헌

○ 단행본

고광수·김근수, 펀드산업 활성화를 위한 제도 개선 방안, 한국증권연구원 (2001)

구본성, 통합금융법의 제정과 논의, 한국금융연구원 (2005)

금융감독원, 주요국의 금융감독제도 (2000)

금융감독원, 외국의 금융감독기관 (2004.2)

김필규·박연우·김동철, 금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안, 한국증권연구원 (2008.6)

노희진·오혜진, 투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도검토 및 시사점, 한국증권연구원 (2000)

박양균, 회계, 분석, 그리고 회계개혁, 자유기업원 (2003)

법제처, 영국과 미국의 금융서비스 및 시장관련 법제 연구, 법제처 세계법제정보센터 (2007)

신인석, 집합증권투자 규제 연구 - 비교법 및 경제학적 접근, 한국개발연구원 (2002.12)

신인석·고광수, 집합증권투자제도 규제의 효율화 방안 - 기능별 규제 실현방안을 중심으로, 한국개발연구원 (2000)

이종한·전창환·송원근, 주요국 금융규제개혁에 관한 비교연구, 한국행정연구원 (2006.12)

최병선, 정부규제론 (1992)

○ 논문

강병호, 우리나라 금융감독 및 자율규제체계에 관한 연구, 규제연구 제14권 제1호, 한국경제연구원 (2005)

국제금융이슈, 미국의 차이나이즈월 규제 현황, 주간 금융브리프 제17권 제5호 (2008. 1. 26)

국제금융이슈, 미국의 금융감독체계의 개혁방향, 주간 금융브리프 제17권 제13호 (2008.3)

김병연, 금융투자업과 자본시장에 관한 법률상 증권개념의 포괄성에 대한 검토 - 투자계약(investment contract)과 현행 간접투자자산 운용업법상 투자대상을 중심으로, 투신 제57호(2006.6)

손유철·김유석, 자본시장통합법(안)상 새로운 형태의 투자기구(vehicle)에 대한 과세문제, 2007년 조세법관련학회 연합학술대회 발표논문집 (2007)

심영·정순섭, 금융산업의 환경 변화와 법적 대응 - 영국의 개혁법을 중심으로, 법학 제44권 제1호 서울대학교 (2003.3)

심인숙, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 투자계약증권 개념에 대한 검토 - 미국 연방증권법상 투자계약(investment contract)과의 비교법적 검토, 비교사법 제15권 제1호 (2008.3)

이신우, 자산운용산업 활성화를 위한 규제 개선방안, 국회 재정경제위원회 정책자료 (2002)

이중기, 영국의 시장남용 규제체제, 증권법연구 제1권 1호 (2000)

이지수, 미국의 은행법의 발달 및 현재 규제체제, 기업지배구조연구, (2007. 가을호)

- 임재연, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관한 연구, 증권법연구 제9권 제1호 (2008.6)
- 재정경제위원회, 자산운용법산(정부제출)에 대한 공청회 자료 (2003.7)
- 재정경제부, 금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정 방안, (2006. 2. 17)
- 정순섭, 자본시장통합법의 과제와 전망 - 금융투자상품의 개념과 투자자보호를 중심으로, 증권 제127호 (2006)
- 조상욱 · 이진국, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 집합투자규제의 주요 내용 및 문제점, BFL 제22호 (2007.3)
- 최동준, 금융감독체계에 관한 연구, 고려대학교 박사학위 논문 (2007)

■ 영미문헌

○ Volumes

- FSA, The Handbook, Business Standards, Conduct of Business Sourcebook. (2008)
- FSA, The Handbook, Business Standards, Market Conduct, The Code of Market Conduct Sourcebook. (2008)
- Kenneth Kaoma Mwenda, Legal Aspects of Financial Services Regulation and the Concept of a Unified Regulation (2006)
- Michael Blair QC & George Walker, Financial Services Law (2006)

○ **Periodicals**

Coase, Ronald H., The Nature of the Firm, *Economica* 4 (1937)

Cunningham, Lawrence A., A Prescription to Retire the Rhetoric of “Principles-Based Systems” in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting, BOSTON COLLEGE LAW SCHOOL, LEGAL STUDIES RESEARCH PAPER SERIES RESEARCH PAPER 127 (March 13, 2007)

_____, Finance Theory and Accounting Fraud: Fantastic Futures versus Conservative Histories, LEGAL STUDIES RESEARCH PAPER SERIES RESEARCH PAPER 78 (August 3, 2005)

Davis, Craig W., Misappropriators, Tippees and the Intent-to-Benefit Rule - What can still Learn from Cady, Roberts, 35 SETON HALL L. REV. 263 (2004)

Jonathan E. A. ten Oever, Case Note : Insider Trading and the Dual Role of Information : United States v. O'Hagan, 106 YALE. L. J. 1325 (January, 1997)

Markham, Jerry W., Mutual Fund Scandals - A Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investment, 3 *Hastings Bus. L. J.* 67 (Fall, 2006)

Technical Committee of the IOSCO, Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes (September, 1997)

Wallace Wen Yeu Wang, Corporate Versus Contractual Mutual Funds - An Evaluation of Structured and Governance, 69 *Wash. L. Rev.* 927 (October, 1994)

William A. Birdthistle, *Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry*, 80 *Tul. L. Rev.* 1401 (March, 2006)