

〈논문〉

금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 - 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로 * * * *

鄭 順 燮****

I. 서 론

2007년 7월 3일 국회를 통과하여 2009년 2월 4일 시행예정인 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”(이하 “자본시장통합법”이라 한다.)은 그 내용이나 형식의 모든 면에서 우리나라 금융규제법상 획기적인 변화를 초래하고 있다.¹⁾ 특히 투자자보호와 관련하여 현행법제가 주로 금융투자상품을 공급하는 자의 관점에서 기관과 상품의 유형을 기초로 금융규제를 설계하고 있음에 비하여, 자본시장통합법은 주로 금융투자상품을 이용하는 자의 관점에서 금융상품의 기능과 위험을 중심으로 금융규제를 설계하고 있다. 이러한 측면에서 자본시장통합법은 “공급자중심 규제”의 이용자중심 규제”로의 전환을 기본원칙으로 하고 있다고 할

* 본고의 일부 내용은 정순섭, “포괄주의에 따른 ‘증권’ 개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로”, **투신**, No. 60 (2006. 12), 1-14면을, 국회를 통과한 조문 내용을 고려하여 수정·보완한 것임을 밝혀둔다.

** 본고의 초고에 대하여 귀중한 코멘트를 해주신 서울법대의 박준 교수께 감사드립니다.

*** 이 논문은 서울대학교 법학발전재단 출연 법학연구소 기금의 2008학년도 학술연구비의 보조를 받았다.

**** 서울대학교 법과대학 조교수

1) 자본시장통합법의 구조와 내용에 대해서는 우선, 재정경제부, 「**자본시장과 금융투자업에 관한 법률안**」 설명자료(차관회의설명자료, 2006. 12. 28); 재정경제부, **금융투자업과 자본시장에 관한 법률안 설명자료**(2006. 6. 30); 재정경제부, **금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정방안**(2006. 2. 17) 참조. 자본시장통합법의 제정경과는 엄세용, “자본시장통합법의 주요내용과 거래소에 미치는 영향”, **증권선물**, 제31호(2007), 29-30면 참조. 자본시장통합법은 “공포(2007. 8. 3) 후 1년 6개월이 경과한 날”인 2009년 2월 4일부터 시행될 예정이다(부칙 제1조). 그러나 자본시장통합법의 원활한 시행을 위하여 필요한 한국금융투자협회의 설립(부칙 제3조), 신고에 의한 금융투자업 인가 및 등록 특례(부칙 제5조), 업무 단위 추가에 따른 금융투자업 인가 및 등록 특례(부칙 제6조) 등을 위한 부칙규정은 “공포 후 1년이 경과한 날”인 2008년 8월 4일부터 시행된다.

수 있다.

이러한 이용자중심규제로서의 자본시장통합법의 특징은 금융투자상품 개념의 포괄화에서 가장 두드러지게 나타나고 있다. 포괄적인 금융투자상품 개념의 정의는 투자자의 다양한 상품 수요를 충족시킴과 동시에 현행법상 유가증권에 대한 한정적 정의의 결과로 발생하는 투자자보호의 공백을 제거하는 두 가지 효과를 동시에 가진다. 또한 금융투자상품의 개념은 기능적 정의방식을 따른 것으로서 자본시장통합법의 또 하나의 주요한 목적인 기능별 규제로의 전환을 위한 제도적 기초가 된다.

그러나 자본시장통합법에서 사용하고 있는 “금융투자상품” 정의는 그 순기능과 함께 우리나라 법제에서 보기 드문 포괄적인 정의로서 여러 가지 문제점을 초래할 것이라는 우려가 존재하는 것도 사실이다. 또한 동법상 금융투자상품 정의는 여러 가지 제재규정의 기초가 되는 점에서 죄형법정주의와의 관계를 포함한 금융규제법상 포괄적인 개념 도입의 가능성과 타당성에 대한 의문도 있을 수 있다. 본고는 이러한 문제의식 하에 자본시장통합법상 금융투자상품 개념에 대한 입법과정에서 제기된 문제점에 대한 대응방식을 정리하고, 향후 과제와 개선방안을 제시하는 것을 목적으로 한다. **II. 금융투자상품 개념의 포괄화**에서는 금융투자상품 정의의 제도적 의의와 그 개념요소로서의 기능과 위험, 그리고 단계적 정의방식을 검토한 후 적용범위와 관련한 논의를 정리한다. **III. 증권개념의 포괄화**에서는 증권의 정의를 전통적인 증권과 새로운 유형의 증권으로 구분하여 정리한 후 특히 투자계약증권과 집합투자개념의 구별에 관하여 논의한다. **IV. 파생상품 개념의 포괄화**에서는 파생상품의 정의방식과 증권과 파생상품의 구분, 그리고 기초자산의 범위에 관하여 정리한 후 파생상품 정의의 적용범위에 관하여 검토한다. **V. 결론**에서는 자본시장통합법상 금융투자상품 정의의 구체성과 명확성에 관한 논의에 기초하여 금융투자상품 개념과 죄형법정주의의 관계를 정리하고, 우리 금융규제법상 포괄적인 개념 도입의 가능성과 타당성이라는 문제에 대한 결론을 제시한다.

II. 금융투자상품 개념의 포괄화

1. 개 관

자본시장통합법은 이용자중심규제로의 전환을 위한 제도적 기초로서 포괄적인

금융투자상품 개념을 도입하고 있다. 이러한 정의는 한정적 열거주의에 의한 금융상품 정의의 한계 극복, 기능별 규제로의 전환을 위한 제도적 기초, 금융투자업과 은행 및 보험업의 구분 기준의 제시 등 다양한 제도적 의의를 가진다. 그러나 동시에 복잡하고 다양한 금융상품을 금융시장에 공급할 수 있게 되면서 투자자 보호의 문제를 야기하는 것도 사실이다. 이용자중심규제를 목적으로 하는 자본시장통합법은 금융투자상품에 대한 포괄적인 정의를 통하여 이러한 제도적 요청을 충족시키면서, 동시에 투자자보호수준을 현행법에 비하여 상당한 수준으로 강화하여 제도적 균형을 도모하고 있다.

2. 금융투자상품 정의의 제도적 의의

자본시장통합법상 금융투자상품 정의가 가지는 제도적 의의는 금융이용자의 다양한 수요에의 부응과 금융투자업의 범위 확대 및 규제의 공백제거, 은행업 및 보험업과 금융투자업의 구분기준 제시의 세 가지로 정리할 수 있다.²⁾

첫째, 투자자의 금융상품에 대한 다양한 수요에의 부응과 관련하여, 인구의 고령화, 소득의 확대 등에 따른 투자자의 구성과 특징의 변화는 금융상품에 대한 수요에 있어서도 일정한 변화를 야기하고 있다. 평균수명의 증가에 따른 인구의 고령화는 이자소득 등 금융소득에 대한 의존도를 높이게 된다. 이를 위해 투자자는 보다 높은 수익기회를 제공하면서 안정성이 높은 다양한 투자기회의 제공을 요구하게 된다. 금융시스템이 가지는 역할 중의 하나는 다양한 상품을 보다 경쟁적인 가격으로 제공하는 것이다.³⁾ 자본시장통합법상 포괄적인 금융투자상품 정의는 투자자들의 다양한 상품수요를 충족시킬 수 있는 상품의 개발을 위한 제도적 기초가 될 것이다.

둘째, 금융투자업의 범위 확대 및 규제의 공백 제거와 관련하여, 현행법상 유가증권 정의는 증권거래법의 적용범위를 정하면서 증권업의 범위를 정하는 증권거래법의 입구로서의 역할을 담당하면서 한정적인 열거방식에 의한 유가증권 정의를 통하여 증권거래법의 적용범위 특히 투자자보호규제의 적용범위를 제한하

2) 금융투자상품 정의의 제도적 의의에 대해서는, 정순섭, “포괄주의에 따른 ‘증권’ 개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로”, **투신**, No. 60(2006. 12), 2-4면 참조.

3) 금융시장환경변화에 따른 금융규제체제의 개선을 강조한 것으로는, 정순섭, “금융시장의 변화와 금융규제체제의 정비(상)”, **증권법연구**, 제3권 제1호(2002), 1-19면, 고령화에 대해서는 특히 9면을 참조.

고 증권업의 범위를 제약하는 한계를 나타내고 있다.⁴⁾ 금융투자상품에 대한 포괄적인 정의를 통하여 자본시장규제, 특히 투자자보호규제의 적용범위를 획기적으로 확대하고, 금융투자업의 범위도 함께 확대할 수 있을 것으로 기대되고 있다.

셋째, 금융투자상품의 정의를 통하여 전형적인 예금과 전형적인 보험상품을 금융투자업으로부터 완벽하게 구분하는 기준을 제시하는 역할을 한다. 자본시장통합법의 제정 과정에서 금융투자상품의 정의를 도입하게 된 본래의 이유는 여기에 있었다. 자본시장통합법 초안을 작성하던 초기에는 증권과 파생상품을 직접 포괄적으로 정의할 뿐 금융투자상품이라는 별도의 일반적 정의에 대한 고려는 없었지만, 은행상품으로서의 예금과 보험상품을 금융투자업으로부터 구분하는 기준으로서의 금융투자상품의 정의가 필요하다는 의견이 최종적으로 채택된 것이다.⁵⁾

3. 금융투자상품의 기능적 정의-투자성의 요소⁶⁾

가. 의 의

금융투자상품의 개념은 기능적 정의방식을 따른 것으로서 자본시장통합법의 또 하나의 주요한 목적인 기능별 규제로의 전환을 위한 제도적 기초가 된다.⁷⁾ 문제는 기능의 범위인데, 자본시장통합법은 이를 이익취득과 손실회피로 구성되는 투자로 한정하고 있다.

여기서 기능적 정의란 대상상품의 기능과 위험을 기초로 하고 있다는 의미이다. 자본시장통합법 제3조 제1항에서는 “금융투자상품”을 “이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정(特定) 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치

4) 현행 증권거래법상 유가증권 개념의 한계와 대안에 대해서는, 정순섭, “유가증권개념에 관한 일고-「파생결합증권」의 개념을 중심으로” **증권선물**, 제7호(2005), 1-20면 참조.

5) 필자는 자본시장통합법 제정과정에서 금융투자상품의 정의에 관한 2개의 입법의견서를 제출한 바 있다. 정순섭, “자본시장통합법상 투자상품의 정의에 대한 의견”(2005. 9. 27); 정순섭, “투자상품의 정의와 리스크 구조에 대한 입법의견서”(2005. 11. 20).

6) 이하 금융투자상품의 개념요소에 관한 논의는 정순섭, “포괄주의에 따른 ‘증권’ 개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로”, **투신**, No. 60(2006. 12), 4-6면에 기초한 것이다.

7) 자본시장통합법상 기능별 규제의 적용에 대해서는, 정순섭, “자본시장통합법과 기능별 규제의 적용”, **증권**, 제130호(2007), 15-28면 참조. 이와 관련하여 가장 큰 영향을 미친 것은 호주의 입법이다. 호주의 증권금융법제 개혁에 대해서는, 정순섭, “호주의 증권금융법제-1998년 「관리투자법」과 2001년 「금융업개혁법」을 중심으로” **증권선물**, 제27호(2007), 37-68면; 김한수·김필규·정순섭·김보영, **호주의 금융개혁 추진 사례 및 동북아 금융허브 구축에 대한 시사점**(한국증권연구원, 2006. 12) 참조.

가 있는 것(이하 “금전등”이라 한다)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로써, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 한다)이 있는 것”이라고 있다.⁸⁾ 이 정의는 첫째, 이익을 취하거나 손실을 회피할 목적, 둘째, 금전등의 지급, 셋째, 계약상의 권리, 넷째, 원본손실위험(투자성)의 네 가지 요소로 구성된다.

나. 금융투자상품의 개념 요소

자본시장통합법상 금융투자상품의 개념 요소는 기능 요소와 위험 요소로 구분할 수 있다.

(1) 기 능

금융투자상품의 요소로서의 기능이란 금융투자상품이 수행하는 경제적 기능을 ‘이익취득’과 ‘손실회피’라는 두 가지로 파악한다는 의미이다. 이와 같이 경제적 기능을 기초로 금융투자상품의 개념을 정의하는 것은 다음 두 가지의 규제상의 의미를 가지는 것으로 본다.⁹⁾ 첫째, 금융투자상품의 외관이나 형태 또는 이를 관념화한 명칭이나 개념은 금융기술의 발전정도와 경제 환경에 따라 변화할 수 있지만, 당해 상품이 수행하는 경제적 역할과 기능은 불변한다는 점에서 안정적인 규제체도의 설계가 가능하다는 점이다. 둘째, 일정한 경제적 기능을 수행하는 상품을 모두 금융투자상품으로 정의함으로써 종래의 한정적 열거주의에 의한 금융투자상품 정의가 가진 한계를 극복하고 포괄주의의 목적을 달성할 수 있다는 점이다. 이러한 의미에서 금융투자상품의 기능적 정의는 포괄성을 본질적 특성으로 내포하면서 동시에 포괄주의의 목적 달성을 위한 기본전제가 된다고 할 수 있다.

그러나 그러한 기능적 정의의 포괄적 요소는 ‘은행업’과 ‘금융투자업’ 그리고

8) 제3조(금융투자상품) ① 이 법에서 “금융투자상품”이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정(特定) 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 “금전등”이라 한다)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로써, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 한다)이 있는 것을 말한다.

9) 정순섭, “자본시장통합법과 기능별 규제 적용”, 증권, 제130호(2007), 15-28면 참조.

‘보험업’의 엄격한 분리를 전제로 하는 현행 금융규제법상 분업주의와 충돌할 수밖에 없는 것도 사실이다. 따라서 기능적 정의는 이러한 제도적 전제를 그 개념 요소로서 반영하지 않을 수 없게 된다. 자본시장통합법상 금융투자상품의 정의에 있어서 상품의 위험성 기준은 그러한 개념요소로서 도입된 것이라고 할 수 있다.

(2) 위 험

금융투자상품의 요소로서의 위험은 원본손실위험을 의미하며, 자본시장통합법상 ‘투자성’으로 표현되고 있다. 여기서 원본손실위험은 상품의 유통을 전제로, “[금융투자상품][을] 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 [금융투자상품]로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 한다)”을 의미한다(법 제3조 제1항). 여기서 “[금융투자상품][을] 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 [금융투자상품]로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 한다)”이라는 기준의 표현 자체는 일본의 『금융상품의 판매 등에 관한 법률』 제3조 제2항을 참조한 것이다. 최초에는 “원본의 손실 기타 추가지급의 가능성이 있는”이라고 표현하였던 것을 보다 세부적인 기준을 제시할 필요가 있다는 의견에 따라 그 취지를 풀어 쓴 것이다.

여기서 “[금융투자상품]의 취득을 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액”을 지급금액으로, “그 [금융투자상품]로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액”을 수취금액으로 표시할 경우, <(지급금액-수취금액)>0<일 가능성을 ‘투자성’으로 규정하고 있는 것이다. 여기서 한 가지 추가적으로 고려할 것은 대부분의 금융투자상품에 있어서 원본손실위험 즉 투자성은 상품의 유통가능성을 전제로 하는 개념으로서 주로 시장위험(market risk 또는 price risk)에 의한 손실가능성을 의미한다는 점이다. 자본시장통합법은 유통가능성을 금융투자상품의 직접적인 개념요소로 규정하고 있지 않다. 이는 “최근 구조화 금융상품의 경우에는 유통가능성과 무관하게 상품의 구조 자체에서 원본손실가능성이 있는 경우가 있어 유통가능성이 일반적인 기준이 될 수 없”는 점을 고려한 것이다.¹⁰⁾

10) 최원진, “『자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안』의 주요 내용 해설”, 증권, No

그러나 금융투자상품의 요소로서의 원본손실위험이 시장위험에 따른 것일 경우 유통가능성은 투자성 여부를 판단함에 있어 기준으로서의 의미를 가지게 된다.¹¹⁾

4. 금융투자상품의 단계적 정의

자본시장통합법상 금융투자상품의 개념은 기능과 위험에 기초한 일반적 정의로서 실제 적용과정에서는 불확실성을 초래할 수 있다는 우려가 있다. 자본시장통합법은 동법상 금융투자상품 정의의 추상성을 명시적 포함규정과 명시적 배제규정을 통하여 구체화함으로써 실제 해석 운용과정에서 발생할 수 있는 법적 불확실성에 대한 우려를 사전에 제거하고자 한다. 이를 위하여 자본시장통합법 제3조 제2항에서는 금융투자상품 정의가 증권과 파생상품을 명시적으로 포함한다는 규정을 두면서 동조 제1항 단서에서 명시적으로 제외되는 금융상품을 규정하여 일반적 정의, 명시적 포함,¹²⁾ 명시적 제외¹³⁾로 구성되는 단계적 정의를 완성하고 있다.¹⁴⁾

동법 제3조 제2항에서 명시적으로 포함하고 있는 상품은 증권과 파생상품의 두 가지이다. 여기서 한 가지 논의되어야 할 것은 증권과 파생상품 이외의 금융투자상품은 존재할 수 있는지 여부의 문제이다. 이에 대해서는 첫째, 금융투자상품에는 증권과 파생상품에 해당하지 않는 유형도 존재할 수 있다는 견해와 둘째, 금융투자상품에는 증권과 파생상품에 해당하지 않는 유형은 존재할 수 없다는

128(2006), 49면.

11) 최원진, 위의 글, 49면.

12) 제3조(금융투자상품) ② 제1항의 금융투자상품은 다음 각 호와 같이 구분한다.

1. 증권
2. 파생상품
 - 가. 장내파생상품
 - 나. 장외파생상품

13) 제3조(금융투자상품) ① 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 제외한다.

1. 원화로 표시된 양도성 예금증서
2. 수탁자에게 신탁재산의 처분 권한(「신탁법」 제42조 및 제43조에 따른 처분 권한을 제외한다)이 부여되지 아니한 신탁(이하 “관리신탁”이라 한다)의 수익권

14) 자본시장통합법상 금융투자상품의 단계적 정의에 대해서는, 정순섭, “포괄주의에 따른 ‘증권’ 개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로”, 투신, No. 60(2006. 12.), 4면 참조. 이러한 단계적 정의방식은 호주의 방식을 도입한 것이다. 정순섭, “자본시장통합법과 기능별 규제 적용”, 증권, 제130호(2007), 15-28면; 정순섭, “호주의 증권금융법제-1998년 「관리투자법」과 2001년 「금융업개혁법」을 중심으로”, 증권선물, 제27호(2007), 37-68면 참조.

견해의 두 가지 해석이 가능할 것으로 생각된다. 자본시장통합법이 단계적 정의의 도입을 위하여 참고로 한 호주의 명시적 포함 조항은 예시적 규정으로서 명시적 포함 조항에 명시되어 있지 않은 상품도 금융상품이 될 수 있는 구조이다 (Financial Services Reform Act 2001, section 764A). 그러나 자본시장통합법은 “금융투자상품은 다음 각 호와 같이 구분한다.”라고 하여 한정적으로 열거하였다는 취지를 명시하고 있다. 따라서 자본시장통합법의 해석으로는 금융투자상품에는 증권과 파생상품에 해당하지 않는 유형은 존재할 수 없다는 견해가 타당할 것으로 생각된다. 이 문제는 일반상품의 투자상품화에 대한 고려에서 주로 발생하게 될 것이다. 일반상품거래는 결제일자를 기준으로 현물거래와 파생상품거래로 구분할 수 있다. 뒤에서 보는 바와 같이 자본시장통합법은 일반상품에 관한 파생상품은 명시적으로 적용대상에 포함하고 있지만, 일반상품에 대한 현물거래는 적용대상으로 명시하고 있지 않다. 그러나 증권 유형 중 유사성 판단을 통하여 적용대상으로 규제할 수 있는 방법은 있다.

동법 제3조 제1항 단서에서 명시적으로 배제하고 있는 상품은 원화로 표시된 양도성 예금증서와 관리신탁수익권의 두 가지이다. 관리신탁수익권은 수탁자에게 신탁재산의 처분권한이 부여되어 있지 않은 것으로서 원본손실위험이 없는 것을 말한다. 명시적으로 포함되는 상품에 대해서는 장을 바꾸어 논의한다.

5. 금융투자상품 정의의 적용범위

가. 개 관

이상 논의한 금융투자상품의 정의에 대해서는 입법과정에서 다양한 지적과 비판이 이루어졌다. 그러한 의견은 대부분 첫째, 은행·금융투자·보험의 엄격한 업종별 구분을 유지함에도 금융투자업에만 포괄적 정의를 둠으로써 다른 업권의 업무영역을 침범할 수 있다는 우려, 둘째, 투자성 기준 자체의 불확실성과 적용과정에서의 혼란 가능성에 대한 우려, 셋째, 자본시장통합법에서 새로이 도입한 기준 자체에 대한 이해의 부족 등에 따른 것이라고 할 수 있다. 자본시장통합법에서는 그러한 우려를 반영하여 그 초안 작업 초기에는 실무와 해석에 맡기고자 했던 부분을 거의 대부분 규정화하고 있다.

나. 비시장적 요소에 의한 손실가능성과 투자성

자본시장통합법상 금융투자상품 정의에 대하여 가장 먼저 제기된 우려는 비시

장적 요소에 의한 손실가능성, 예컨대, 발행인의 도산 등 신용위험(credit risk)에 의한 손실가능성에 대한 평가이다. 이러한 요소에 의한 원본손실위험만을 고려하면 국채는 투자성이 없는 것으로 판단될 수 있다. 그러나 자본시장통합법에서 고려하고 있는 위험은 금융투자상품의 내용으로 환율이나 금리 등 계약상 명시되어 있는 시장적 요소에 의한 위험이나 기초자산 가치에의 연동 등 계약 자체에 규정되어 있는 고유한 거래구조에 의한 위험을 포함하는 넓은 의미의 시장위험(market risk)을 말한다. 금융투자상품을 “약정함으로써 취득하는 권리” 즉 계약상의 권리로 규정한 것은 그 이외의 비시장적 요소에 대한 고려를 투자성 판단에서 배제하려는 취지이다. 예컨대, 금융상품거래에서 반드시 고려되어야 하는 요소인 신용위험은 가격결정단계에서 중요한 요소로 작용하지만, 이를 계약상 명시되어 있는 또는 계약 자체에 규정되어 있는 요소라고 볼 수는 없다. 국채는 양도가능성을 전제로 할 경우 금리사정의 변경에 따라서 양도에 따른 이익가능성 뿐만 아니라, 손실을 볼 수도 있다. 따라서 국채는 자본시장통합법상 금융투자상품에 해당하게 되는 것이다.

다. 양도성예금증서

위에서 검토한 국채와 양도손실의 발생과 관련한 논의에 이어서 또 한 가지 지적되는 것은 양도성 예금증서(CD)이다. 양도성 예금증서는 유통이 가능하므로 자본시장통합법상 투자성의 요소를 갖춘 것으로 평가될 수 있다. 자본시장통합법은 원화로 표시된 양도성 예금증서를 금융투자상품의 개념에서 명시적으로 배제하고 있다(법 제3조 제1항 단서). 이는 금융업종간 업무영역에 대한 정책적 고려의 산물이며, 양도성 예금증서 자체가 금융투자상품으로서의 개념요소를 갖추고 있는지에 대한 판단과는 무관하다.

라. 예금의 중도해지수수료와 보험의 위험보험료 등

또 한 가지 제기된 문제는 예금의 중도해지수수료나 보험상품, 특히 순수보장성보험의 위험보험료 등의 고려 여부이다. 이러한 요소를 투자성판단에서 고려하게 되면 예금이나 보험상품 중에서도 투자성이 인정되는 상품 즉 금융투자상품으로 분류될 수 있는 것이 존재하게 될 것이다. 예컨대, 순수보장성보험의 경우 위험보험료를 원본으로 고려하게 되면 보험사고가 발생하지 않을 경우 원본손실 위험이 존재하는 것과 같은 외관이 발생할 수 있다. 예금의 경우에도 중도해지시

기에 따라서는 중도해지수수료를 공제하면 원본손실위험이 존재하는 것과 같은 외관이 발생할 수 있게 된다.

자본시장통합법 제3조 제1항의 금융투자상품 정의에서는 “그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)” 및 “그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)”이라고 규정하여 위험보험료나 중도해지수수료와 같은 요소를 지급금액에서 공제하거나 수취금액에 합산할 수 있도록 함으로써 고려대상에서 제외하고 있다. 그 구체적인 범위는 대통령령에서 구체적으로 정하도록 위임하고 있다.

마. 투자성 있는 예금과 보험

예금과 보험의 형태를 취하면서 은행이나 보험회사에 의하여 취급되는 투자성 있는 금융상품의 법적 성질도 문제된다. 자본시장통합법은 “동일한 기능에 대한 동일한 취급”을 원칙으로 하는 기능별 규제법으로서 그 수행주체를 불문하고 전술한 투자성을 가진 금융상품을 취급할 경우에는 동법의 직접적 적용대상으로 하고 있다. 다만, 투자성 있는 예금과 보험을 은행이나 보험회사가 취급할 경우에는 투자매매업 인가는 받은 것으로 보고, 영업행위규제만을 적용하고 있다.¹⁵⁾

그러면 자본시장통합법상 투자성 있는 예금과 보험에 관한 규정을 근거로 은행이나 보험회사는 투자성 있는 예금이나 보험을 취급할 수 있는지 여부가 문제될 수 있다. 이 문제는 관련업법인 은행법이나 보험업법에서 허용해야 비로소 취급할 수 있다고 보는 것이 타당할 것이다. 은행법상으로는 별도의 근거가 없어 취급이 불가능하겠지만, 보험업법상으로는 변액보험의 형태로 취급이 가능할 것이다.

15) 제77조(투자성 있는 예금·보험에 대한 특례) ① 은행이 투자성 있는 예금계약을 체결하는 경우에는 제12조에 따라 투자매매업에 관한 금융투자업인가를 받은 것으로 본다. 이 경우 제15조, 제39조부터 제45조까지, 제49조 제3호, 제56조, 제58조, 제61조부터 제65조까지 및 제2편 제2장·제3장·제4장 제2절 제1관을 적용하지 아니하며, 제3편 제1장은 투자성 있는 외화예금계약을 체결하는 경우에 대하여는 적용하지 아니한다. ② 보험회사(「보험업법」 제2조 제8호부터 제10호까지의 자를 포함한다)가 투자성 있는 보험계약을 체결하거나 그 중개 또는 대리를 하는 경우에는 제12조에 따라 투자매매업 또는 투자중개업에 관한 금융투자업인가를 받은 것으로 본다. 이 경우 제15조, 제39조부터 제45조까지, 제49조 제3호, 제51조부터 제53조까지, 제56조, 제58조, 제61조부터 제65조까지, 제2편 제2장·제3장·제4장 제2절 제1관 및 제3편 제1장을 적용하지 아니한다.

바. 금융투자업자의 원본보전상품 취급 가능성

금융투자상품의 정의와 관련하여 또 한 가지 제기된 것은 금융투자업자가 파생상품의 결합을 통하여 원본보장상품을 만들 경우 그 취급가능성이다. 다양한 파생상품요소를 결합하여 완벽하게 원본이 보장되는 상품을 만들 수 있는지의 문제이다. 그러나, 엄격하게 말하면 이 문제는 자본시장통합법상 새로이 제기되는 문제가 아니다. 현행법상으로도 발생할 수 있는 문제로서 유사수신행위의 규제에 관한 법률에 의하여 이미 금지되고 있다.¹⁶⁾

사. 일반상품의 투자상품화에 대한 고려

다음으로 일반상품의 투자상품화에 대한 규제상의 취급이 문제된다. 특히 문제되는 것은 인도가능한 유체물인 일반상품에 대한 소비목적의 매매거래와 금융거래와의 구분 기준이다. 이 문제는 현물거래와 파생상품거래에서 모두 발생할 수 있지만, 뒤에서 논의하는 바와 같이 장래결제를 목적으로 하는 일반상품거래와 파생상품의 구분이 주로 문제된다. 어떤 종류의 상품이라도 매매에 따른 손익이 발생할 수 있으므로 개념상 금융투자상품이 되기 위한 요소 중 하나인 원본손실 위험 즉 투자성의 요소를 충족하는 경우가 있을 수 있다. 예컨대, 사과를 매입하여 일정 기간 보관해 두었다가 시장에 매도하는 경우 매매에 따른 손익이 발생할 수 있는 것이다.¹⁷⁾

16) 동법 제2조 (정의) 이 법에서 “유사수신행위”라 함은 다른 법령에 의한 인가·허가를 받지 아니하거나 등록·신고 등을 하지 아니하고 불특정다수인으로부터 자금을 조달하는 것을 업으로 하는 다음 각 호의 1에 해당하는 행위를 말한다.

1. 장래에 출자금의 전액 또는 이를 초과하는 금액을 지급할 것을 약정하고 출자금을 수입하는 행위
2. 장래에 원금의 전액 또는 이를 초과하는 금액을 지급할 것을 약정하고 예금·적금·부금·예탁금 등의 명목으로 금전을 수입하는 행위
3. 장래에 발행가액 또는 매출가액 이상으로 재매입할 것을 약정하고 사채를 발행하거나 매출하는 행위
4. 장래의 경제적 손실을 금전 또는 유가증권으로 보전해 줄 것을 약정하고 회비 등의 명목으로 금전을 수입하는 행위

동법 제3조 (유사수신행위의 금지) 누구든지 유사수신행위를 하여서는 아니 된다.

동법 제6조 (벌칙) ①제3조의 규정에 위반한 자는 5년 이하의 징역 또는 5천만원 이하의 벌금에 처한다.

17) 그러나 사과 자체의 매매가 손익가능성이 있다 해도 사과 자체가 금융투자상품이 되는 것은 아니다. 문제가 되는 것은 장래에 인도될 사과의 매매를 파생상품으로서의 선도거래라고 볼 수 있는지 여부이다.

그러나 금융투자상품이 되기 위해서는 투자성 이외에도 3가지 추가적인 요소를 충족하여야 한다. 이와 관련하여 특히 문제되는 것은 이익취득이나 손실회피라는 투자목적기준이다. 상업거래로서의 일반상품거래와 금융투자상품거래의 구분에 관한 모든 문제는 이익의 취득이나 손실의 회피라는 자본시장통합법상 투자목적의 해석에 따라 판단되어야 할 것이다.

그러한 판단의 기초는 특정한 일반상품거래와 관련하여 일반적인 소비자보호법리와 차별화되는 금융규제의 필요성이 존재하는지 여부가 될 것이다. 구체적으로 이익의 취득이나 손실의 회피라는 자본시장통합법상 투자목적의 해석기준은 동법 제1조의 목적과 금융거래의 형태적 특징에서 찾을 수밖에 없을 것으로 생각된다. 자본시장통합법 제1조에서 규정하는 자본시장의 의미에 대한 일반적인 합의는 가능할 것으로 생각된다. 예컨대, 차액결제가 계약상 의무화되어 있는지 여부를 하나의 기준으로 생각할 수 있을 것이다. 일반적으로 차액결제가 이루어지는 거래는 자본시장통합법상 이익취득 또는 손실회피를 목적으로 하는 금융투자상품거래라고 볼 수 있을 것이다. 그 이외의 세부적인 구분은 감독실무상 해석 운용에 맡기는 것이 타당한 접근으로 판단된다.

Ⅲ. 증권 개념의 포괄화

1. 개 관

자본시장통합법상 증권의 정의는 금융투자상품의 정의를 전제로 “전액지급의무”와 “추가납입의무의 부재”라는 두 가지 요건을 갖춘 것을 말한다(동법 제4조 제1항). 증권의 정의에서는 현행법상 규정되어 있는 증권을 채무증권, 지분증권, 수익증권, 파생결합증권, 증권예탁증권으로 재분류하여 각각 포괄적으로 정의하고, 새로운 유형의 증권으로서 투자계약증권을 도입하여 포괄주의의 목적을 달성하고 있다.

2. 전통적인 증권 유형¹⁸⁾

자본시장통합법상 증권의 정의는 현행법상 규정되어 있는 증권을 채무증권, 지

18) 전통적인 증권 유형에 관한 소개는 정순섭, “포괄주의에 따른 ‘증권’ 개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로”, 투신, No. 60(2006. 12), 9-11면에 기초한 것이다.

분증권, 수익증권, 증권예탁증권으로 재분류한 후 각각 포괄적으로 정의하면서, 파생결합증권의 기초자산을 거의 제한이 없을 정도로 확대하고 있다. 자본시장통합법상 증권에 대한 새로운 유형화를 전제로 구성되어 있다. 이 점에서 현행 증권거래법상 증권에 대한 유형화가 주로 발행주체의 법적 형태를 기초로 하고 있는 것과 근본적인 차이가 있다.

첫째, 채무증권은 “국채증권, 지방채증권, 특수채증권(법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 채권을 말한다. 이하 같다), 사채권, 기업어음증권(기업이 사업에 필요한 자금을 조달하기 위하여 발행한 약속어음으로서 대통령령으로 정하는 요건을 갖춘 것을 말한다. 이하 같다), 그 밖에 이와 유사(類似)한 것으로서 지급청구권이 표시된 것”을 말한다(자본시장통합법 제4조 제3항). 특수채증권은 현행 법과 마찬가지로 법률 자체가 설립법인 경우를 의미한다. 자본시장통합법은 대표적인 상품을 채무증권으로서 예시한 후 “그 밖에 이와 유사(類似)한 것”을 포함하여 포괄성의 목적을 달성하고자 한다. 예컨대, 기업어음증권에 대해서도 현행 법과 유사한 요건을 요구하고 있지만, “그 밖에 이와 유사(類似)한 것”(유사성기준)의 해석 문제가 중요한 의미를 가지게 될 것이다.

둘째, 지분증권은 “주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 「상법」에 따른 합자회사·유한회사·익명조합의 출자지분, 「민법」에 따른 조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분이 표시된 것”을 말한다(자본시장통합법 제4조 제4항). 자본시장통합법상 지분증권의 정의와 관련하여 주로 논의되어 온 것은 예시되어 있는 상품의 범위이다. 이와 관련하여 예시적으로 열거된 일부 종류의 증권에 대하여 그 포함의 당부에 대한 논란이 있다.¹⁹⁾ 그러나, 이는 자본시장통합법상 증권에 대한 정의가 완전한 포괄주의로의 전환을 향한 준비단계의 입법으로서의 한계에 따른 것으로 볼 수 있다. 다시 말해 포괄적 정의가 이루어지더라도 특정 상품의 포함 여부에 대한 논란의 재연 가능성을 부인할 수 없으므로 예시적 열거를 가급적 많이 하여 법적 확실성을 제고하는 것이다. 그리고 궁극적인 해석 기준은 증권에 대한 일반적 정의에서 제시될 수 있으므로 법적 확실성도 기할 수 있다고 본다. 예컨대, 무한책임을 지는 민법상 조합의 지분이나 합자회사 무한책임사원의 지분에 대해서는 추가지급

19) 심인숙, “미국연방증권법상 ‘출자지분’(Equity Interests)-소위 자본시장통합법상 ‘지분증권’과의 비교법적 검토”, **비교사법**, 제13권 제4호(2006), 163-232면 참조.

의무의 존재를 이유로 증권의 범위에서 제외할 수 있을 것이다. 무한책임을 지더라도 경영에 관여하지 않는 경우를 투자로 구분하는 입법례도 존재하지만, 자본시장통합법은 일단 위험을 주된 기준으로 명시한 것이라고 할 수 있다. 이와 관련하여 추가지급의무의 대상이 반드시 발행인에 한정되어야 하는지 아니면 제3자라도 무방한지에 대한 의문이 있을 수 있다.²⁰⁾ 예컨대, 민법상 조합원이나 합자회사의 무한책임사원은 조합이나 지분증권을 발행한 회사가 아니라 제3자인 채권자에게 추가지급의무를 부담하게 된다. 동법상 증권과 파생상품의 구분기준으로서의 추가지급의무는 우발채무(contingent liability)의 존부를 기준으로 하는 것으로서 추가지급의 상대방이 누구인지는 묻지 않는 것으로 해석되어야 할 것이다. 자본시장통합법은 대표적인 상품을 지분증권으로서 예시한 후 “그 밖에 이와 유사(類似)한 것”을 포함하여 포괄성의 목적을 달성하고자 한다.

셋째, 수익증권은 “제110조의 수익증권, 제189조의 수익증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것”을 말한다(자본시장통합법 제4조 제5항). 여기서 수익증권은 신탁수익권을 표시하는 것으로서 제110조의 수익증권은 금전신탁계약에 따라 발행되는 신탁수익권을, 제189조의 수익증권은 집합투자로서의 투자신탁계약에 따라 발행되는 신탁수익권을 각각 표시하는 것이다.²¹⁾ 자본시장통합법은 대표적인 상품을 수익증권으로서 예시한 후 “그 밖에 이와 유사(類似)한 것”을 포함하여 포괄성의 목적을 달성하고자 한다. 자산유동화 구조에서 유동화 기구를 신탁으로 한 경우에 발행되는 유동화증권은 여기에 포함될 수 있을 것이다.

넷째, 파생결합증권은 “기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것”을 말한다(자본시장통합법 제4조 제7항). 파생결합증권은 현행 증권거래법시행령에 규정되어 있는 주식워런트, 주식연계증권, 파생결합증권을 포괄하는 개념으로 도입된 것으로서 기본적으로 현행법상 정의와 동일하다고 할 수 있다.²²⁾ 다만, 현행법과 달리 기초자산의 거의 무제한한

20) 이 문제는 2007년 11월 3일 중앙대학교에서 개최된 비교사법학회에서의 토론과정에서 동 대학의 심인숙교수에 의하여 제기된 것임을 밝혀 둔다.

21) 동법 제110조(수익증권) ① 신탁업자는 금전신탁계약에 의한 수익권이 표시된 수익증권을 발행할 수 있다.

동법 제189조(수익증권 등) ① 투자신탁을 설정한 집합투자업자는 투자신탁의 수익권을 균등하게 분할하여 수익증권으로 표시하여야 한다.

정도로 확대하여 포괄주의의 취지를 달성하고 있는데, 이에 대해서는 파생상품에 관한 부분에서 함께 논의한다.

다섯째, 증권예탁증권은 “[채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권]을 예탁받은 자가 그 증권이 발행된 국가 외의 국가에서 발행한 것으로서 그 예탁받은 증권에 관련된 권리가 표시된 것”을 말한다(자본시장통합법 제4조 제8항). 현행법상 증권예탁증권이 “외국법인등이 발행한 증권 또는 증서를 기초로 하여 대통령령이 정하는 자가 발행한 유가증권예탁증서”라고 하여 외국에서 발행된 증권을 기초로 한 경우만을 포함하고 있는데 비하여(증권거래법 제2조 제1항 제8호), 자본시장통합법은 국내에서 발행된 증권을 기초로 외국에서 외국에 탁기관이 발행한 경우를 포함하고 있다.

3. 새로운 증권 유형

자본시장통합법에서 포괄주의의 관철을 위하여 새로이 도입한 증권유형은 투자계약증권이다. 동법은 투자계약증권을 “특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다. 이하 이 항에서 같다) 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가

22) 증권거래법시행령 제2조의3

6. 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서로서 당사자 일방의 의사표시에 의하여 유가증권시장·코스닥시장 또는 이와 유사한 시장으로서 외국에 있는 시장에서 매매거래되는 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 주권의 매매나 금전을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 표시하는 증권 또는 증서
7. 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서로서 유가증권시장·코스닥시장 또는 이와 유사한 시장으로서 외국에 있는 시장에서 매매거래되는 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 주권 또는 금전(그 주권·증권 또는 증서의 가치에 상당하는 금전을 말한다)의 지급청구권을 표시하는 증권 또는 증서
8. 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 다음 각목의 어느 하나에 해당하는 것의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 이익을 얻거나 손실을 회피하기 위한 계약상의 권리를 나타내는 증권 또는 증서(제6호 및 제7호에 해당하는 것을 제외한다)
 - 가. 법 제2조 제1항 각호의 규정에 따른 유가증권의 가격·이자율 또는 이를 기초로 하는 지수의 수치
 - 나. 재정경제부령이 정하는 것의 가격·이자율 또는 이를 기초로 하는 지수의 수치 또는 지표
 - 다. 신용위험(당사자 또는 제3자의 신용등급의 변동·파산 또는 채무재조정 등을 말한다. 이하 같다)의 지표

표시된 것”이라고 정의하고 있다. 이러한 정의는 미국 증권법상 투자계약 (investment contract) 개념에 대한 해석기준을 제시한 미국 연방대법원의 SEC v W.J. Howey 사건에서 제시된 기준을 기초로 구성된 것이다. 자본시장통합법은 그 제정과정에서 주요 8개국 입법을 참조했는데 투자계약증권은 미국 증권법상 개념을 도입한 것이며, 동 개념의 해석을 위해서는 미국 증권법상 논의가 중요한 기준으로서의 기능하게 될 것이다.²³⁾²⁴⁾

4. 증권 정의의 적용범위

가. 개 관

증권정의의 적용범위와 관련하여 문제되는 것은 첫째, 증권에의 해당 여부를 판단하는 기준으로서의 유사성과 둘째, 투자계약증권과 집합투자의 관계, 셋째, 파생결합증권과 사행행위의 관계이다.

나. 유사성 기준

자본시장통합법은 증권 개념의 포괄화를 위하여 증권의 개별유형별로 유사성 기준을 도입하고 있다. 자본시장통합법상 증권에의 해당 여부를 판단하기 위한 기준으로서의 유사성 판단을 위해서는 다음 몇 가지 사항이 고려되어야 할 것이다. 첫째, 자본시장통합법상 증권정의는 금융투자상품 정의를 전제로 하고 있다는 점이다. 따라서 증권에 해당하기 위해서는 금융투자상품으로서의 기능기준과 위험기준을 우선적으로 충족하여야 한다. 둘째, 자본시장통합법상 증권정의는 각 증권유형이 공통적으로 가지는 권리의 법적 성질을 기준으로 증권에 대한 새로운 유형화를 도입하고 있다는 점이다. 따라서 특정한 상품이 자본시장통합법상

23) 필자는 자본시장통합법상 투자계약 개념의 도입에 대하여 동법의 입법과정에서 “Howey 기준에 따르면 투자계약은 본질적으로 자산의 pooling을 전제로 하는 개념”이고, “pooling이 일어나는 투자상품에 대한 기본개념인 간접투자기구상의 권리의 개념을 포괄화하는 것으로 충분한 것으로 보지만, 현실적인 어려움이 있다면 미국의 투자계약 개념을 Howey 기준을 엄격하게 요건화하여 도입하는 것은 규제상 의미가 있을 것으로 판단”되며, “다만 이 경우 간접투자기구상의 권리와와 관계를 고려하여 양 개념의 경계를 명확히 구분할 필요가 있”다는 의견을 제시한 바 있다. 정순섭, 자본시장통합법 제정을 위한 쟁점별 의견 (2005. 9. 2), 3-4면.

24) 자본시장통합법상 투자계약증권 개념에 관한 상세한 논의로는 심인숙, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』상 ‘투자계약증권’ 개념에 대한 검토-미국 연방증권법상 투자계약(investment contract)과의 비교법적 검토(비교사법학회 발표자료, 2007. 11. 3) 참조.

증권에 해당하는지 여부를 판단하기 위한 기준으로서의 유사성 판단을 위해서는 첫째, 금융투자상품으로서의 일반적 요소를 충족하는지를 판단한 후, 둘째, 대상 상품에 표시되어 있는 권리의 법적 성질을 비교해야 한다.

전통적인 금융상품에 대한 금융투자상품으로서의 일반적 요소에 대한 판단이나 증권으로서의 권리의 유사성 판단은 상대적으로 용이할 것으로 생각된다. 그러나 일반상품 등 금융자산 이외의 자산이나 지표 등에 관한 권리는 금융투자상품으로서의 일반적 요소에 대한 판단뿐만 아니라,²⁵⁾ 증권으로서의 권리의 유사성 판단에서도 곤란한 문제를 야기할 수 있을 것으로 생각된다. 예컨대, 탄소배출권 거래와 관련하여 배출권이 “지급청구권”(채무증권), “출자지분”(지분증권), “신탁 수익권”(수익증권), “기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수 금액이 결정되는 권리”(파생결합증권), “특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다. 이하 이 항에서 같다) 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리”(투자 계약증권), “예탁받은 증권에 관련된 권리”(증권예탁증권) 중 어느 종류의 권리에 해당하는지를 판단하는 것은 쉬운 일이 아니다. 이러한 문제는 자본시장통합법상 금융투자상품 정의의 포괄성에 한계가 있는 것이라기보다는 동법이 현 단계에서는 일반상품에 대한 현물거래를 직접적인 규제대상으로 하고 있지 않는 데서 발생하는 문제라고 할 수 있다.

다. 투자계약증권과 집합투자

자본시장통합법상 투자계약증권에 대한 올바른 해석을 위해서는 동법상 집합 투자와의 관계를 명확히 해야 할 것이다. 자본시장통합법상 집합투자의 정의는 영국 “금융서비스 및 시장법”(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)의 정의를 도입한 것이다. 따라서 투자계약증권의 범위는 미국의 투자회사법을 중심으로 하는 미국의 집합투자개념과 전혀 다른 원칙과 체계를 가진 영국의 집합투자개념과의 관계를 고려한 후에야 비로소 명확해질 수 있는 것이다.

미국의 집합투자 개념이 주요투자자산을 기준으로, 예컨대 증권에 대하여 일정 비율 이상의 투자를 하는 기구만을 포함하는데 비하여, 영국의 집합투자 개념은

25) 위 11-12면에서의 논의를 참조.

다수의 투자자로부터 집합(pooling)한 자산을 투자자로부터의 일상적인 운용지시를 받지 않으면서 원칙적으로 제한이 없는 투자대상자산에 투자하여 그 실적을 배당하는 모든 구조(arrangements)를 포함하며 신탁 이외의 계약구조도 포함한다. 또 한 가지 고려할 사항은 영국의 집합투자의 개념이 미국의 투자계약에 관한 Howey기준을 반영한 것이라는 점이다.²⁶⁾

투자계약증권은 주로 집합투자적 성격을 가진 계약 가운데 자본시장통합법상 규정되어 있는 집합투자기구를 이용하지 않는 투자구조를 그 적용대상으로 하는 것이다.²⁷⁾ 자본시장통합법은 집합투자기구의 종류를 신탁(투자신탁)과 주식회사(투자회사) 그리고 합자회사(PEF)로 제한하고 있는 현행법에 비하여, 상법상 유한회사와 합자회사, 민법상 조합과 상법상 익명조합을 추가적으로 집합투자기구로 인정하고 있다. 요컨대, 자본시장통합법상 투자계약증권의 개념은 미국의 투자계약 개념과 완벽하게 동일할 수 없는 것이라고 할 수 있다.

자본시장통합법은 집합투자기구의 종류별로 투자회사에 대한 주식, 투자신탁의 신탁수익권, 합자회사나 유한회사의 지분이나 조합의 지분 등을 각각 지분증권, 수익증권으로 구분하고 있다. 다만, 편의상 이들 증권을 집합투자증권으로 분류하는 용어를 사용하고 있다. 집합투자규제가 증권규제와 다른 점은 집합투자기구의 설정단계와 집합투자증권의 판매단계로 규제가 이원화되어 있다는 점이다. 투자계약증권은 이러한 집합투자기구를 이용하지 않는 형태를 말한다. 다만, 투자신탁과 투자회사 그리고 PEF의 합자회사 이외의 집합투자기구에 대하여 집합투자기구의 설정단계의 규제가 필요한 것인지, 아니면 단순히 증권으로 규정하여 판매단계의 규제만으로 충분한 것인지에 대해서는 정책적 판단의 여지가 있다고 생각되지만, 자본시장통합법은 전자의 입장을 채택한 것이라고 할 수 있다.

라. 파생결합증권과 사행행위

자본시장통합법은 법적 확실성의 제고를 위하여 금융투자상품에 대한 도박규제의 적용을 배제하는 등 매우 유연한 입법조치를 취하고 있다. 이와 관련하여 사행행위 등 규제 및 처벌특례법상 복표발행업자가 발행하는 복표나 한국마사회법상 경마의 승마투표권(마권) 등도 금융투자상품으로서의 파생결합증권에 해당하는지 여부가 문제될 수 있다.²⁸⁾ 이에 대해서는 2단계로 구분하여 검토할 수

26) Michael Blair and George Walker (eds), *Financial Services Law* (2006), p.660 n. 8.

27) 주 22 참조.

있을 것이다. 첫째, 1단계로 금융투자상품의 4가지 요소에 해당하는지 여부가 문제된다. 현재 또는 장래의 금전의 이전, 계약상의 권리, 원본손실위험(투자성)의 3가지 요소는 쉽게 충족할 수 있겠지만, 투자목적 요소를 충족하는지에 대해서는 자본시장통합법의 목적과 관련하여 검토를 요한다. 필자의 견해로는 그러한 사행행위는 자본시장거래로서의 투자목적에 갖춘 것으로 평가될 수 없다. 2단계로,

28) 사행행위 등 규제 및 처벌특례법 제2조(정의) ①이 법에서 사용하는 용어의 정의는 다음과 같다(개정 1993. 12. 27, 1994. 8. 3, 2006. 3. 24).

1. “사행행위”라 함은 다수인으로부터 재물 또는 재산상의 이익(이하 “재물등”이라 한다)을 모아 우연적 방법에 의하여 득실을 결정하여 재산상의 이익 또는 손실을 주는 행위를 말한다.
2. “사행행위영업”이라 함은 다음 각 목의 영업을 말한다.
 - 가. 복표발행업 : 특정한 표찰(컴퓨터프로그램 등 정보처리능력을 가진 장치에 의한 전자적 형태를 포함한다)을 이용하여 다수인으로부터 재물등을 모아 추첨 등의 방법에 의하여 당첨자에게 재산상의 이익을 주고 다른 참가자에게 손실을 주는 행위를 하는 영업
 - 나. 현상업 : 특정한 설문 또는 예측에 대하여 그 해답의 제시 또는 적중을 조건으로 응모자로부터 재물등을 모아 그 질문에 대한 정답자나 적중자의 전부 또는 일부에 대하여 재산상의 이익을 주고 다른 참가자에게 손실을 주는 행위를 하는 영업
 - 다. 그 밖의 사행행위업 : 가목 및 나목 외에 영리를 목적으로 회전판돌리기·추첨·경품 등 사행심을 유발할 우려가 있는 기구 또는 방법 등에 의한 영업으로서 대통령령이 정하는 영업

사행행위등규제및처벌특례법시행령 제1조의2 (기타 사행행위업) 법 제2조 제1항 제1호 라목에서 “대통령령이 정하는 영업”이라 함은 다음 각호의 것을 말한다.

1. 회전판돌리기업 : 참가자에게 금품을 걸게한 후 그림이나 숫자 등의 기호가 표시된 회전판이 돌고 있는 상태에서 화살등을 쏘거나 던지게 하여 회전판이 정지되었을 때 그 화살 등이 명중시킨 기호에 따라 당첨금을 교부하는 행위를 하는 영업
2. 추첨업 : 참가자에게 번호를 기입한 증표를 제공하고 지정일시에 추첨 등으로 당첨자를 선정하여 일정한 지급기준에 따라 당첨금을 교부하는 행위를 하는 영업
3. 경품업 : 참가자에게 등수를 기입한 증표를 제공하여 당해 증표에 표시된 등수 및 당첨금의 지급기준에 따라 당첨금을 교부하는 행위를 하는 영업

한국마사회법 제2조 (정의) 이 법에서 사용하는 용어의 정의는 다음과 같다.

1. “경마”라 함은 기수가 기승한 말의 경주에 승마투표권을 발매하고, 승마적중자에게 환급금을 교부하는 행위를 말한다.
6. “승마투표권”이라 함은 경마시행 시 승마를 적중시켜 환급금을 교부받으려 하는 자의 청구에 의하여 한국마사회가 발매하는 승마투표방법·마번 및 금액등이 기재된 표권을 말한다.
7. “환급금”이라 함은 출주마의 도착순위가 확정되었을 때 한국마사회가 승마투표권발매금액중에서 발매수득금 및 제세를 공제한 후 승마적중자 또는 승마투표권 구매자에게 교부하는 금액을 말한다.

일단 제1단계의 금융투자상품 요소를 모두 충족한 경우라도 파생결합증권으로서의 요소를 갖추고 있는지를 검토해야 한다. 특히 문제되는 것은 파생결합증권의 기초자산의 정의이다. 뒤에서 논의하는 바와 같이 사행성이 강한 것은 복표의 추첨 결과나 경마의 성적을 기초자산인 위험으로 가정할 경우 그 위험에 대한 “합리적이고 적정한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 불가능한 것으로서 기초자산의 범위에서 배제되어야 할 것이다.”²⁹⁾ 따라서 마권이나 복표 등은 파생결합증권에 해당하지 않게 된다.

IV. 파생상품 개념의 포괄화

1. 개 관

파생상품에 대해서도 일반적 정의를 도입하여 현행법상의 산발적인 규제가 가지는 문제의 해결을 도모하고 있다. 특히 기초자산의 정의를 파생결합증권의 기초자산과 함께 거의 제한이 없을 정도로 확대하여 포괄주의의 목적을 달성하고 있다. 급속한 변모와 발전을 특징으로 하는 파생상품에 대한 규제상 의의 있는 정의의 확보는 규제목적상 필수적이지만, 파생상품의 정의를 어떻게 할 것인지는 매우 곤란한 법적 문제 중의 하나이다. 이하 파생상품의 정의방식, 기초자산의 정의방식, 증권과 파생상품의 구분기준, 파생상품 정의의 적용범위로 구분하여 검토한다.³⁰⁾

2. 파생상품의 정의방식

법률상 파생상품의 정의방식은 크게 열거방식과 서술방식으로 구분할 수 있다. 미국은 전형적인 열거방식을 취한 입법례로서 현재 시장에 존재하는 파생상품을 일일이 열거한 후 “이와 유사한 거래”를 추가하여 포괄주의의 취지를 달성하고자 하는 방식이다. 적용상 구체성과 명확성이라는 장점은 있지만, 열거되지 않은

29) 아래 IV.4. 기초자산의 확대, 23-25면 참조.

30) 이하 2. 파생상품의 정의방식, 3. 증권과 파생상품의 구분기준은 정순섭, “포괄주의에 따른 ‘증권’ 개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로”, 투신, No. 60(2006. 12), 11-12면에 기초한 것이다.

새로운 거래가 발생한 경우 유사성에 관한 판단이 필요하다는 문제가 있다. 포괄주의적 해석운용에 익숙한 국가인 미국에서는 크게 문제되지 않겠지만, 한정적 열거주의 방식의 해석운용에 익숙한 우리나라의 경우 바람직한 정의방식이라고 할 수 없다. 호주는 전형적인 서술방식의 파생상품 정의를 법률상 규정하고 있다. 경제학적인 의미에서의 파생상품의 개념요소인 가치파생성과 장래결제성을 명시적으로 규정하는 것이다. 포괄적 정의의 확보라는 관점에서는 매우 유용한 정의방식이라고 할 수 있지만, 구체적인 해석운용상 불확실성으로 인하여 포함되는 상품과 제외되는 상품을 명시적으로 규정할 필요가 있다.

자본시장통합법은 이러한 방식을 채택하지 않고 기본구성요소방식(building block approach)에 따라 파생상품의 기본적 구성요소라고 할 수 있는 선도(forwards)와 옵션(options) 그리고 스왑(swaps)을 정의하고, 기초자산을 포괄적으로 규정하여 포괄주의의 취지를 관철하면서 적용상 구체성과 명확성을 동시에 확보하고 있다.³¹⁾ 여기서 기본구성요소방식이란 모든 파생상품을 최종단계까지 분해하면 결국 선도(forwards)와 옵션(options) 중의 하나 또는 이들 양자로 구성되어 있으므로, 이들 기본구성요소에 대한 법적 분석을 통하여 결국 모든 파생상품에 대한 법적 분석이 가능하다는 방법론이다. 본래 경제적 분석을 위한 방법론으로 제시되었지만, 법적으로도 유용성을 인정받고 있다.³²⁾ 이에 따르면 일정 기간 동안 선도거래가 계속적·반복적으로 이루어진 것으로 볼 수 있는 스왑을 별도로 정의할 필요가 없지만, 첫째, 파생상품 중 스왑거래의 규모가 가장 크고, 둘째, 종래 발생한 파생상품관련 법률문제의 대부분이 스왑거래를 대상으로 하고 있는 점을 고려하여 별도로 정의한 것이다.

31) 제5조(파생상품) ①이 법에서 “파생상품”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 계약상의 권리를 말한다.

1. 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 장래의 특정 시점에 인도할 것을 약정하는 계약
2. 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정하는 계약
3. 장래의 일정기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 교환할 것을 약정하는 계약

32) Alastair Hudson, *The Law on Financial Derivatives* (4th ed, 2006), pp.14-17; Roberta Romano, “A Thumbnail Sketch of Derivative Securities and Their Regulation”, 55 *Maryland Law Review* 1 (1996), p.47.

여기서 또 한 가지 논의되어야 할 것은 파생상품의 본질적 요소 중의 하나인 “장래”의 결제시점이라고 할 때 “장래”의 의미이다. 이에 대해서는 영국의 경우 7일, 호주의 경우 외환을 기초자산으로 하는 경우와 그 이외의 경우를 구분하여 전자는 2일 후자는 1일로 각각 정의하고 있다. 미국이나 일본은 해석에 맡기고 있다.³³⁾ 우리나라에서도 동일한 논의가 있었지만, 탄력적인 해석을 가능하게 하기 위하여 법령상 별도의 기준은 두고 있지 않다.³⁴⁾

3. 증권과 파생상품의 구분기준

자본시장통합법은 증권의 정의에 관한 제4조 제1항과 함께 제5조 제1항에서 원본손실위험의 정도를 증권과 파생상품의 구분기준으로 도입하고 있다. 원본손실위험이 100 이하인 경우를 증권, 100을 초과하는 경우를 파생상품으로 보는 것이다. 이러한 구분기준은 현행법상 기준을 그대로 도입한 것이다.³⁵⁾

이러한 구분기준은 파생상품이 장외에서 상대계약으로 거래되거나 장내에서 상장되어 거래되는 경우에는 문제되지 않을 것이며, 주로 파생상품이 증권의 형태를 취하고 있는 경우에 적용될 것이다. 따라서 예컨대 옵션을 매입하는 경우에는 프리미엄을 원본으로 인식하여도 그 손실범위는 프리미엄에 한정되므로 원본손실위험이 없고 증권에 해당한다는 지적이 있을 수 있다. 그러나 옵션이 장외에서 계약형으로 거래될 경우에는 이를 증권으로 구분할 필요가 없으며, 파생상품

33) 정순섭, 파생상품 정의 규정에 관한 의견(2005. 8. 23), 3면.

34) “확실적으로 기준을 설정해 놓을 경우, 장내 증권거래 등 매매대금의 지급시기가 미래로 지연되어 있는 다수의 계약이 파생상품으로 간주될 소지가 있어 사안별로 탄력적으로 해석될 수 있는 여지를 남겨두기 위한” 것이라고 설명되고 있다. 최원진, “『자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안』의 주요 내용 해설”, 증권, No. 128(2006), 49면.

35) 증권거래법시행규칙 제1조의3(유가증권의 지정<개정 2005. 3. 28>) ②영 제2조의3제1항제8호에서 “개정경제부령이 정하는 기준”이라 함은 다음 각 호의 모두에 해당하는 것을 말한다.

2. 발행자는 증권 또는 증서의 인도와 동시에 그 대금을 전액 수령할 것

3. 소유자는 증권 또는 증서의 존속기간 동안 제2호의 규정에 따라 지급된 대금 외에 어떠한 명목으로 추가적인 지급의무를 부담하지 아니할 것(소유자가 그 증권 또는 증서에 대한 매매 또는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하는 경우를 제외한다)

이러한 구분 기준은 미국의 2000년 『상품선물현대화법』(Commodity Futures Modernization Act 2000)상 주요소기준(predominance test)를 우리의 현실에 맞게 수정하여 도입한 것이다. 현행법상 증권과 파생상품의 구분기준에 관하여 상세한 논의는, 정순섭, “유가증권개념에 관한 일고-파생결합증권의 개념을 중심으로”, 증권선물, 제7호(2005), 14-18면 참조.

으로 판단하여야 할 것이다.³⁶⁾ 그러나 자본시장통합법상 증권과 파생상품에 대한 구분기준이 증권의 일반적 정의에 포함되어 있어 이러한 해석이 곤란하다는 견해도 있을 수 있을 것이다. 필요한 경우 증권과 파생상품의 구분기준을 파생결합 증권으로 한정하여 적용되도록 개정하면 될 것이다.

4. 기초자산의 확대

자본시장통합법은 파생결합증권 및 파생상품의 기초자산을 거의 무제한하게 확대하여 포괄주의의 취지를 관철하고 있다. 동법 제4조 제10항은 “1. 금융투자상품, 2. 통화(외국의 통화를 포함한다), 3. 일반상품(농산물·축산물·수산물·임산물·광산물·에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품, 그 밖에 이와 유사한 것을 말한다), 4. 신용위험(당사자 또는 제삼자의 신용등급의 변동, 파산 또는 채무재조정 등으로 인한 신용의 변동을 말한다), 5. 그 밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 합리적이고 적절한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능한 것”을 기초자산으로 규정하고 있다.³⁷⁾ 이들 중 제1호부터 제4호까지의 기초자산은 현행 증권거래법령에서도 인정되고 있는 것이며, 은행법상으로는 기초자산의 범위에 관한 명시적인 제한을 두고 있지 않다.³⁸⁾ 새로이 추가된 것은 제5호의 기초자산

36) 필자의 개인적인 견해로는 증권을 기초자산으로 하는 옵션, 특히 새로운 증권의 발행에 의하여 결제되는 옵션은 증권으로 규제하는 것이 이론적으로는 타당하다고 생각한다.

37) 이 정의는 채무자회생 및 파산에 관한 법률 제120조 제3항의 장외금융상품의 일괄정산네티에 관한 특칙의 적용범위를 정하는 동법 시행령 제14조의 기초자산 정의와 동일한 것이다. 상세한 내용은 정순섭, 파생상품 정의에 관한 입법의견서-2- 기초자산의 범위(2005. 10. 24) 참조. 시간적으로는 자본시장통합법상의 기초자산 정의가 채무자회생 및 파산에 관한 법률 시행령상의 기초자산 정의를 도입한 것으로 보인다. 그러나, 실제로는 자본시장통합법상 기초자산 정의를 위하여 작성해 둔 규정을 채무자회생 및 파산에 관한 법률 시행령에서 먼저 입법화한 것이다.

38) 1. 증권거래법상 기초자산 정의

<가. 장외파생상품의 기초자산>

증권거래법시행령 제36조의2 (증권회사의 업무범위) ①법 제51조 제1항 제2호에서 “대통령령이 정하는 금융업”이라 함은 다음 각호의 업무를 말한다.

1의2. 유가증권시장·코스닥시장 및 선물시장(「선물거래법」의 규정에 따른 선물시장을 말한다) 밖에서 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 것을 대상으로 하는 거래로서 재정경제부령이 정하는 거래(이하 “장외파생금융상품거래”라 한다)와 그 거래의 중개·주선 또는 대리

가. 법 제2조 제1항 각호의 규정에 따른 유가증권의 가격·이자율이나 이를 기

이다.

제5호의 “그 밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 합리적이고 적절한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능한 것”은 요컨대 객관적인 방법에 의하여 현금흐름(cash flow)의 산출이 가능한 것은 모두 기초자산으로 인정하겠다는 취지라고 할 수 있다. 새로이 추가될 수 있는 기초자산으로는 재난이나 자연재해와 같은 자연적 현상, 탄소배출권 등 환경적 현상, 물가상승률 등 경제적 현상 등을 들 수 있을 것이다.

여기서 중요한 것은 산출이나 평가방법의 “합리성과 적정성”이다. 이 기준은 투자자 보호를 위한 최소한의 기준으로 포함된 것이다. 사행행위 등 규제 및 처벌특례법상 복표발행업자가 발행하는 복표나 한국마사회법상 경마의 승마투표권(마권) 등 사행성이 강한 것은 복표의 추첨 결과나 경마의 성적을 기초자산인 위

초로 하는 지수의 수치

나. 통화 또는 일반상품(「선물거래법」 제2조 제1호의 규정에 따른 일반상품을 말한다. 이하 같다)의 가격이나 이를 기초로 하는 지수의 수치

다. 신용위험의 지표

<나. 파생결합증권의 기초자산>

증권거래법시행령 제2조의3 (유가증권의 지정) ①법 제2조 제1항 제9호의 규정에 의한 유가증권은 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 것으로 한다.

8. 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 다음 각목의 어느 하나에 해당하는 것의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 이익을 얻거나 손실을 회피하기 위한 계약상의 권리를 나타내는 증권 또는 증서(제6호 및 제7호에 해당하는 것을 제외한다)

가. 법 제2조 제1항 각호의 규정에 따른 유가증권의 가격·이자율 또는 이를 기초로 하는 지수의 수치

나. 재정경제부령이 정하는 것의 가격·이자율 또는 이를 기초로 하는 지수의 수치 또는 지표

다. 신용위험(당사자 또는 제3자의 신용등급의 변동·파산 또는 채무재조정 등을 말한다. 이하 같다)의 지표

증권거래법시행규칙 제1조의3 (유가증권의 지정<개정 2005. 3. 28>) ③영 제2조의3 제1항 제8호 나목에서 “재정경제부령이 정하는 것”이라 함은 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다(신설 2005. 3. 28).

1. 법 제2조 제1항 각호의 규정에 따른 유가증권의 성질을 구비한 것으로서 유가증권 시장이나 코스닥시장과 유사한 시장으로서 외국에 있는 시장에서 거래되는 것

2. 통화

3. 일반상품(「선물거래법」 제2조 제1호의 규정에 따른 일반상품을 말한다)

2. 은행법상 기초자산 정의

은행업무중부수업무의범위에관한지침 II. 금융기관의 부수업무의 범위

16. 파생상품거래. 다만, 일반상품 파생상품거래는 법인고객의 위험회피를 위한 경우에만 허용한다.

험으로 가정할 경우 그 위험에 대한 “합리적이고 적절한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 불가능한 것으로서 기초자산의 범위에서 배제되어야 할 것이다.”³⁹⁾

5. 파생상품 정의의 적용범위

가. 개 관

파생상품 정의와 관련한 기초자산의 확대는 포괄주의의 관철이라는 측면에서는 매우 바람직한 방향이라고 할 수 있지만, 파생상품과 보험상품의 구분, 파생상품에 대한 도박규제의 적용, 일반상품의 투자상품화에 대한 고려 등 몇 가지 부수적인 법률문제를 발생시키고 있다.

나. 파생상품과 보험상품의 구분

파생상품과 보험계약의 구분 문제는 파생상품이 등장한 1980년대 초부터 논의되어 왔지만, 1990년대 초 신용파생상품의 등장과 함께 논의가 본격화되기 시작하였다. 그 이전의 파생상품이 주로 금리나 환율과 같은 가격지표의 방향성에 의존하여 지급금의 규모와 지급주체가 결정되는 구조였지만, 신용파생상품은 기초자산과 관련한 신용사고(credit event)의 발생 여부에 따라 지급금의 규모와 지급주체가 결정되는 구조로서 보험계약과 매우 유사해졌기 때문이다. 이론상 ① 위험헤지수단의 차이, ② 피보험이익의 요부 등이 양자의 구별 기준으로 제시되고 있다. 위험헤지수단의 차이기준은 보험상품이 주로 대수의 법칙을 활용한 단체성을 헤지수단으로 사용하는 점을 고려한 것이지만, 한계선상에 있는 상품의 존재로 인하여 완전한 기준이 될 수는 없다. 피보험이익의 요부 기준은 보험상품의 수익자나 계약자는 반드시 당해 보험상품이 헤지하고자 하는 위험에 대하여 실질적인 이해관계를 가질 것을 요구한다는 것이다. 파생상품은 거래당사자가 기초자산인 위험에 대하여 실질적인 이해관계를 가질 것을 법률상 요건으로 하지 않는다는 점에서 보험상품과 구별된다는 것이다.

2007년 12월 27일 발표된 “보험업법 개편방안”에서는 보험상품의 정의를 신설하여 피보험이익기준을 보험상품과 파생상품을 구분하는 기준으로 채택하고 있다. 동 개편방안에서는 특히, 자동법상 ‘금융투자상품’이 포괄적으로 정의됨에 따

39) 사행행위 등 규제 및 처벌특례법 제2조.

라 보험상품과 금융투자상품(파생상품)의 구분이 모호한 경우가 발생하는 점을 고려하여 위험보장 기능과 피보험이익의 존재를 보험상품의 핵심요소로 정의하고, 보험상품에서 제외되는 장외파생상품 중 보험상품과 직접관련이 있는 상품에 한해 보험사 겸영업부로 허용하고 있다.⁴⁰⁾

다. 파생상품에 대한 도박규제의 적용 여부

장래의 불확정한 사실의 성부에 지급금의 규모와 지급주체의 결정을 의존한다는 점에서 파생상품에 대한 도박규제의 적용 여부가 문제되어 왔다.⁴¹⁾ 특히 자본시장통합법상 기초자산의 확대로 외형상 도박과 크게 구별되지 않는 상품이 파생상품이라는 이름으로 거래될 수도 있을 것이다. 일부 장외파생상품거래에서 대규모 손실을 입은 당사자는 법원에서 도박으로서 무효라는 주장을 한 바 있다. 자본시장통합법은 주요국의 입법례를 모델로 하여 제10조 제2항에서 금융투자업자가 금융투자업을 영위하는 경우에는 도박죄에 관한 「형법」 제246조를 적용하지 아니한다고 규정하여 법적 확실성을 보장하고 있다.⁴²⁾

라. 일반상품의 투자상품화에 대한 고려

다음으로 일반상품의 투자상품화에 대한 규제상의 취급이 문제된다. 특히 문제되는 것은 인도가능한 유체물인 일반상품에 대한 소비목적의 매매거래와 이를 기초자산으로 하는 금융거래와의 구분 기준이다.⁴³⁾ 부동산 등 유형의 실물자산(tangible deliverable asset)을 기초자산으로 하는 경우 실수요 목적에 의한 장래 인도조건의 상업적 구매와의 구분기준이 필요하게 된다. 주로 문제가 되는 것은 선도거래와의 구분이다.⁴⁴⁾ 영국의 경우 선도거래(futures)에 있어서 투자목적과

40) 재정경제부, 보험업법 개편방안 마련(보도자료, 2007. 12. 27), 11-12면.

41) 정순섭, “금융거래와 도박규제-자본시장통합법상 도박면제규정의 입법론적 고찰”, 증권법연구, 제7권 제2호(2006), 173-197면 참조.

42) 정순섭, 파생상품 정의 규정에 관한 의견(2005. 8. 23), 3면.

43) 정순섭, 파생상품 정의 규정에 관한 의견(2005. 8. 23), 3-4면.

44) 이와 관련하여 자본시장통합법에 관한 국회 재정경제위원회 공청회에서 자본시장통합법상 포괄적인 파생상품 정의 특히 선도거래에 대한 정의를 그대로 적용하게 되면, 대금 분할지급과 잔금지급과 교환으로 목적물인도가 이루어지는 국내 부동산거래는 모두 여기에 해당할 수 있고, ‘복덕방’은 금융투자업자에 해당할 수 있다는 주장도 있었다. 국회사무처, 제267회 국회(임시회) 재정경제위원회회의록(임시회의록) 제3차, 37면(전성인 교수 진술부분) <http://likms.assembly.go.kr/kms_data/record/data2/267/pdf/267fb0003b.PDF>.

사업목적은 구분하여 “투자목적이 아닌 상업목적으로 체결된 계약상 권리”(rights under any contract which is made for commercial and not investment purposes)는 금융상품 정의에서 배제하고 있다.⁴⁵⁾ 그리고 호주의 경우 차액결제 금지 조건의 실물자산에 대한 매매를 파생상품의 정의에서 배제하고 있다.⁴⁶⁾

이와 관련하여 자본시장통합법은 이익취득이나 손실회피라는 투자목적은 금융투자상품의 요소로 규정함으로써 영국의 입법례를 따른 것으로 볼 수 있다. 일반상품거래와 금융투자상품거래의 구분에 관한 모든 문제는 이익의 취득이나 손실의 회피라는 자본시장통합법상 투자목적의 해석에 따라 판단되어야 할 것이다.

V. 결 론

이상 논의한 바와 같이 금융투자상품과 증권 및 파생상품 정의는 자본시장통합법이 추구하는 기능별 규제로의 전환과 규제의 유연성 확보를 위한 전제가 된

⁴⁵⁾ The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (Statutory Instrument 2001 No. 544), 84.

- (1) Subject to paragraph (2), rights under a contract for the sale of a commodity or property of any other description under which delivery is to be made at a future date and at a price agreed on when the contract is made.

(2) There are excluded from paragraph (1) rights under any contract which is made for commercial and not investment purposes.

⁴⁶⁾ Financial Services Reform Act 2001, 762 (D)(3) Subject to subsection (2), the following are not derivatives for the purposes of this Chapter even if they are covered by the definition in subsection (1)

(a) an arrangement in relation to which subparagraphs (i), (ii) and (iii) are satisfied:

(i) a party has, or may have, an obligation to buy, and another party has, or may have, an obligation to sell, tangible property (other than Australian or foreign currency) at a price and on a date in the future; and

(ii) the arrangement does not permit the seller's obligations to be wholly settled by cash, or by set-off between the parties, rather than by delivery of the property; and

(iii) neither usual market practice, nor the rules of a licensed market or a licensed CS facility, permits the seller's obligations to be closed out by the matching up of the arrangement with another arrangement of the same kind under which the seller has offsetting obligations to buy;

but only to the extent that the arrangement deals with that purchase and sale.

다. 그러나 우리나라 법제상 유례가 드문 포괄적 정의를 도입함으로써 그 해석 및 적용과 관련한 불확실성에 대한 우려가 존재하는 것도 사실이다. 이러한 문제는 금융투자상품과 증권 그리고 파생상품 정의의 모든 분야에서 제기되고 있지만, 자본시장통합법은 기능과 위험을 기초로 한 단계적 정의를 통하여 적용상의 구체성과 명확성을 확보하고 있다.

첫째, 금융투자상품 정의와 관련하여 그 정의를 위한 위험기준(투자성)과 기능기준(이익취득과 손실회피목적)이 문제된다. 먼저 투자성이라는 위험기준은 구체성과 명확성의 요소를 갖추고 있으며 해석·적용과 관련하여 특별한 문제를 야기하지 않을 것으로 본다. 그러나 이익취득과 손실회피목적이라는 기능기준은 주관적 요소로서 해석·적용의 구체성 및 명확성과 관련한 우려가 존재할 수 있다. 기능기준의 해석이 주로 문제되는 것은 일반상품의 투자상품화와 관련하여 발생할 수 있을 것이다.

둘째, 증권의 정의와 관련하여 유사성판단이 문제된다. 일반적인 금융자산이나 지표 등에 대한 권리의 유사성 판단은 상대적으로 용이할 것으로 생각된다. 그러나 일반상품의 투자상품화와 관련하여 발생할 수 있는 일반상품 등 금융자산 이외의 자산이나 지표 등에 관한 권리는 특히 권리의 유사성판단과 관련하여 곤란한 문제를 야기할 수 있을 것으로 생각된다.

셋째, 파생상품의 정의와 관련하여 보험상품과의 구분이 문제된다. 지난해 말 발표된 보험업법 개편방안에서는 피보험이익기준을 채택하여 이 문제를 해결하고 있다.

넷째, 일반상품을 기초자산으로 하는 파생상품거래와 소비목적의 일반상품거래의 구분에 대해서는 투자목적기준을 제시하고 있다. 다만, 일반상품의 투자상품화와 관련하여 해석상 불명확성이 발생할 수 있으나, 이는 입법적으로 해결되어야 할 과제라고 생각한다.

이상 논의한 바와 같이 자본시장통합법상 금융투자상품과 증권 및 파생상품의 정의는 그 내용과 범위를 객관적인 기준에 의하여 구체적이고 명확하게 확정할 수 있으므로 죄형법정주의에 위배될 가능성은 거의 존재하지 않는다고 판단된다.

끝으로 포괄적인 금융투자상품 정의는 금융규제실무에도 많은 변화를 요구한다. 금융투자상품 개념에 대한 포괄주의로의 전환은 종전의 한정적 열거주의 아래에서 가능하였던 행정적·사전적 규제에 의한 금융소비자 보호를 실질적으로 불가능하게 한다. 따라서 금융소비자에 대한 사법적·사후적 보호를 위한 물과

절차를 갖추는 것이 금융상품 개념에 대한 포괄주의로의 전환을 위한 기본전제이다.

주제어: 금융투자상품, 증권, 파생상품, 기능적 정의, 단계적 정의, 투자성, 위험

참고문헌

- 국회사무처, 제267회국회(임시회) 재정경제위원회회의록(임시회의록) 제3차
 <http://likms.assembly.go.kr/kms_data/record/data2/267/pdf/267fb0003b.PDF>.
- 김한수·김필규·정순섭·김보영, 『호주의 금융개혁 추진 사례 및 동북아 금융 허브 구축에 대한 시사점』 (한국증권연구원, 2006.12)
- 심인숙, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」상 ‘투자계약증권’ 개념에 대한 검토-미국 연방증권법상 투자계약(investment contract)과의 비교법적 검토 (비교사법학회 발표자료, 2007.11.3)
- 심인숙, 미국연방증권법상 ‘출자지분’(Equity Interests)-소위 자본시장통합법상 ‘지분증권’과의 비교법적 검토 (2006) 『비교사법』 제13권 제4호, 163면-232면
- 엄세용, ‘자본시장통합법의 주요내용과 거래소에 미치는 영향’ (2007) 『증권선물』 제31호, 27면-64면
- 정순섭, ‘호주의 증권금융법제-1998년 「관리투자법」과 2001년 「금융업개혁법」을 중심으로’ (2007) 『증권선물』 제27호, 37면-68면
- _____, ‘자본시장통합법과 기능별 규제 적용’ (2007) 『증권』 제130호, 15면-28면
- _____, ‘금융거래와 도박규제-자본시장통합법상 도박면제규정의 입법론적 고찰’ (2006) 『증권법연구』 제7권 제2호, 173면-197면
- _____, ‘포괄주의에 따른 ‘증권’ 개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로’ (2006.12) 『투신』 No. 60, 1면-14면
- _____, 파생상품 정의에 관한 입법의견서-2- 기초자산의 범위 (2005.10.24)
- _____, 투자상품의 정의와 리스크 구조에 대한 입법의견서 (2005.11.20)
- _____, 자본시장통합법상 투자상품의 정의에 대한 의견 (2005.9.27)
- _____, 자본시장 통합법 제정을 위한 쟁점별 의견 (2005.9.2)
- _____, 파생상품 정의 규정에 관한 의견 (2005.8.23)
- _____, ‘유가증권개념에 관한 일고-「파생결합증권」의 개념을 중심으로’ (2005) 『증권선물』 제7호, 1면-20면
- _____, ‘금융시장의 변화와 금융규제제도의 정비(상)’ (2002) 『증권법연구』 제

3권 제1호, 1면-19면

재정경제부, 보험업법 개편방안 마련 (보도자료, 2007.12.27)

_____, 『「자본시장과 금융투자업에 관한 법률안」 설명자료』 (차관회의 설명자료, 2006.12.28)

_____, 『금융투자업과 자본시장에 관한 법률안 설명자료』 (2006.6.30)

_____, 『금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정방안』 (2006.2.17)

최원진, ‘「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안」의 주요 내용 해설’ (2006) 증권 No. 128, 45면-64면

Michael Blair and George Walker(eds.), *Financial Services Law* (2006)

Alastair Hudson, *The Law on Financial Derivatives* (4th ed., 2006)

Roberta Romano, “A Thumbnail Sketch of Derivative Securities and Their Regulation”, 55 *Maryland Law Review* 1 (1996)

초 록

이용자중심규제로의 전환을 위한 제도적 토대로서의 포괄적인 금융투자상품 개념의 정의는 자본시장통합법이 추구하는 기능별 규제로의 전환과 금융규제의 유연성 확보를 위한 전제가 된다. 그러나 우리나라 법제상 유례가 드문 포괄적인 정의를 도입함으로써 그 해석 및 적용과 관련한 불확실성에 대한 우려가 존재하는 것도 사실이다. 이러한 문제는 금융투자상품의 정의, 증권 정의, 파생상품 정의의 모든 분야에서 다양하게 제기되고 있지만, 자본시장통합법은 기능과 위험을 기초로 한 단계적 정의를 통하여 적용상의 구체성과 명확성을 확보하고 있다.

첫째, 금융투자상품 정의와 관련하여 그 정의를 위한 위험기준(투자성)과 기능기준(이익취득과 손실회피목적)이 문제된다. 투자성이라는 위험기준은 구체성과 명확성의 요소를 갖추고 있지만, 이익취득과 손실회피목적이라는 기능기준은 주관적 요소로서 해석·적용의 구체성 및 명확성과 관련한 우려가 존재할 수 있다. 둘째, 증권 정의와 관련하여 유사성판단이 문제된다. 일반적인 금융자산이나 지표 등에 대한 권리의 유사성 판단은 상대적으로 용이할 것으로 생각된다. 셋째, 파생상품의 정의와 관련하여 보험상품과의 구분이 문제된다. 지난해 말 발표된 보험업법 개편방안에서는 피보험이익기준을 채택하여 이 문제를 해결하고 있다. 일반상품의 투자상품화와 관련하여 해석상 문제가 발생할 수 있지만, 이는 자본시장통합법이 일반상품거래를 직접적인 적용대상으로 하고 있지 않은 결과이며 추가적인 입법이 필요한 분야이다.

끝으로 금융투자상품 개념에 대한 포괄주의로의 전환은 종전의 한정적 열거주의 아래에서 가능하였던 행정적·사전적 규제에 의한 금융소비자 보호를 실질적으로 불가능하게 한다. 따라서 금융소비자에 대한 사법적·사후적 보호를 위한 룰과 절차를 갖추는 것이 금융상품 개념에 대한 포괄주의로의 전환을 위한 기본 전제이다.

<Abstract>

Definition of Financial Investment Products from a Legal Perspective

Sunseop Jung*

The Capital Markets and Financial Investment Services Act introduces a comprehensive definition of “financial investment products” as a legal basis for a more comprehensive and flexible capital market regulation. Such a comprehensive definition of legal terms does not appear to be general in Korea, which leads to some concerns on the uncertainty involving the interpretation and application of such broad terms. For this reason, the new Act ensures its applicability and legal certainty through three step-definition of financial investment products with their essential functions and risks taken into consideration.

Firstly, regarding the definition of financial investment product, the “function and risk” test is considered relatively clear as there exists a wide consensus on the meaning of function and risk of financial investment products. The new Act also provides for a set of quantitative criteria for which can be used in applying the tests of function and risk. Secondly, with regard to the definition of securities, there may be disputes over the interpretation and application of the resemblance test to some types of investment products involving physical commodities or any interests therein. Thirdly, in the case of derivatives, the main issue is the differentiation of derivatives and insurance products as the new Act expanded the scope of underlying assets very broadly including risks traditionally hedged through insurance products. But the Government announced a plan to introduce a new definition of insurance products. According to the plan, insurance products cover any risk management products if only the insureds or the beneficiaries of the products have material insured interests in the products

* Assistant Professor, College of Law, Seoul National University

concerned. Fourthly, there still remain some uncertainties on the applicability of the new Act to some types of transactions on the tangible and deliverable assets. It should be noted that the new Act does not clearly include the regulation of transactions on the tangible and deliverable assets within its scope. The new Act only provides for the general test of investment purpose to differentiate the financial investment products from a commercial transactions.

Finally, there arises a need of fundamental change in the practice of financial supervision. Such broadly-defined concept of financial investment product would make it difficult for the regulators to continue their traditional administrative and ex-ante regulation on financial investment services. Therefore, it is a prerequisite for the efficient and stable implementation of the new regulatory system to apply a judiciary and ex-post financial consumer protection.

Key words: Financial investment product, securities, derivatives, functional definition, general definition, express inclusion, express exclusion, investment factor, risk