

## 비트코인은 증권인가? - 증권에 대한 정의와 투자자보호

김 자 봉

(한국금융연구원 선임연구위원)

초고: 2018.5.17.

수정: 2018.6.06.

### 1.

미국 증권법에 의하면, 비트코인은 증권이 아니다. 그 까닭은 증권법상 증권의 정의에 해당하지 않기 때문이다. 하지만 비트코인과 관련한 ICO는 증권이다. 증권법상 증권의 정의에 부합하기 때문이다. 증권의 정의에 있어서 가장 중요한 정책적 요소는 투자자보호이다.

채굴 혹은 거래를 통하여 취득하는 비트코인은 자본이득(capital gain)을 기대할 수는 있지만 비트코인의 보유자로부터 자금을 투자받아 fiduciary duty를 갖는 경영자가 따로 존재하는 경영자와 투자자간의 이해상충 즉, 대리인문제가 존재하지 않는다. 자기가 취득하고 자기의 운에 따를 따름이다. 자기가 자기에게 투자하는 셈이니 타인의 fiduciary duty 이행여부가 자기의 이익에 영향을 주지 않는다. 보다 일반적으로 표현하면, 권유자 혹은 제3자의 노력 여부가 영향을 주지 않는다.<sup>1)</sup> 사실상 발행자와 투자자가 동일한 1인 회사와 유사한 상황이므로 투자자보호의 필요성이 없다. 증권법의 목적에 부합하는 현상이 없으므로 증권법이 개입할 필요가 없다.

하지만 ICO는 token의 발행자(회사법상 소유와 지배의 분리원칙에 부합하는 투자자와 구분되는 사업의 지배자)가 이윤을 기대하는 다수의 투자자로부터 자금을 조달함으로써 대리인 문제가 발생하므로 투자자보호의 필요성을 갖는다. 다시 표현하면, ICO가 발행한 token을 구매한 투자자의 이익은 발행자의 노력 여부에 의해 영향을 받는다. 이는 곧 증권법의 정의에 부합하는 현상이므로 증권법이 개입하여 투자자보호 목적에 합당한 정책적 결정을 내려야 한다. 이에 따라 '증권'인 것으로 판단되는 순간부터 등록의무의 이행여부에 따라 증권법

---

1) 이 표현은 증권의 정의와 관련한 미국 대법원 판례 *SEC v. Howey*와 관련이 있다. 자세한 사항은 후술한다.

Section 11, 12, 17, 증권거래법 Section 10, 그리고 SEC Rule 10b-5 등에 근거한 제재가 적용된다.

증권의 등록이 갖는 정책적 의미는 투자자를 위한 정보의 공시라는 점이다. 증권법이 가장 으뜸으로 삼는 투자자보호 수단이 바로 등록의무로부터 시작되는 정보공시다. 정보공시는 자금을 조달하는 자의 사업행위에 대한 정보비대칭성을 투자자의 입장에서 해소하는 수단이다. 정보비대칭성 문제가 심각할수록 fiduciary duty를 충실히 이행할 인센티브가 소멸되어 사기적 행위가 발생하거나 효율적인 증권시장의 작동이 곤란하게 되어 투자자 피해를 야기할 수 있다. 정보비대칭성을 해소하기 위한 정보공시는 증권법을 관통하는 가장 중요한 정책수단이다.

정보공시를 주요 정책수단으로 하는 투자자보호 요건의 의무적인 부과는 발행자로 하여금 해당 의무이행을 전제로 다수의 투자자로부터 자금을 조달할 수 있는 기회를 얻을 수 있음을 의미한다. 증권인지 여부를 판단함에 있어서 정책당국은 투자자보호에 가장 중점을 두며, 어떤 종류의 증권인지, 발행자는 누구인지 등은 부차적인 요소이다. 증권 유형과 발행자의 타입은 그 자체로서 보다는 투자자보호의 정도와 방식에 영향을 준다는 점에서 중요하다. 투자자보호가 적절히 이루어지는 한 어떤 종류의 새로운 증권도, 어느 누구도 증권을 발행하고 유통시킬 수 있다.

새로운 산업을 대표하는 어떤 새로운 증권도 그 '새롭다'는 사실에 의해 증권으로 인정받는 것은 아니다. '새롭다'는 사실에 의해 실현되는 매우 큰 산업적 이익도 마찬가지이다. 정책당국이 고민하는 가장 중요한 것은 '새롭다'는 것이 아무리 중대해 보여도 투자자보호가 제대로 이루어지지 않는 한 증권으로서의 거래를 허용할 수 없다는 점이다. 이는 반대로 해석하면, 투자자보호가 적절하게 이루어지면 그 새로움이 지나쳐서 설령 기기묘묘하더라도 증권으로서의 거래를 인정할 수 있다는 것을 의미한다. 투자자보호 의무는 어떤 새로움이나 이익의 크기에 제약을 가하지 않으며, 이에 따라 어떤 새로움의 산업적 발전에 장애요소가 되지 않는다.

이하에서는 위의 내용을 이해함에 있어서 필요한 몇 가지 제도적 사실을 간략히 논의하며, 국내 자본시장법이 포괄주의 원칙에 의해 미국 증권법의 증권에

대한 정의를 수용했음에도 불구하고 미국과는 달리 왜 국내에서는 ICO가 증권으로 인정되지 않는지, 이러한 정책적 결정이 투자자보호 및 증권산업 발전에 등에 미치는 영향은 무엇인지, 그리고 정책과제에 대하여 이 글의 후반부에서 좀 더 논의해 보고자 한다.

## 2.

우리나라 자본시장법이 정의하는 증권은 미국 증권법의 정의를 수용하고 있다. 자본시장법은 이를 포괄주의라 부르고 있다.<sup>2)3)</sup> 미국에서 증권에 대한 정의는 1933년 증권법, 1934년 증권거래법뿐 아니라 *SEC v. Howey*<sup>4)</sup> (이하 *Howey*) 등 대법원 판례 등에 기초하여 역사적으로 발전되어 왔고 지금도 진화의 과정에 있다. 증권시장이 존재하는 한 이러한 진화는 지속될 것이다.<sup>5)</sup>

국내에서 증권에 대한 정의가 미국의 경우와 매우 유사하거나 사실상 동일한 것으로 간주할 때, 비트코인이 증권인지 여부에 대한 논의에 있어서 중요한 질문은 미국은 ICO를 증권으로 인정하였음에도 불구하고 왜 우리나라는 ICO를 증권으로 인정하지 않는가 하는 것이다. 그리고 이러한 차이는 투자자보호에 어떤 다른 영향을 미치는가 하는 것이다.

## 3.

미국에서 증권을 정의함에 있어서 가장 중요한 정책적 고려는 투자자 보호이다. 증권법 제정의 목적은 발행증권에 대한 정보공시를 통해 사기적 거래를 예방하

---

2) 자본시장통합법 설명자료(재정경제부, p.11)는 신종 증권을 포괄하기 위한 개념으로 미국의 Howey기준을 원용하여 투자계약증권 개념을 도입하였으며, 이에 따라 인터넷으로 투자자를 모집하는 netizen fund에 대한 지분, 상법상 익명조합, 민법상 조합을 활용한 간접투자기구에 대한 지분도 증권으로 포괄된다고 설명하고 있다.

3) 미국 증권법에 포괄주의라는 표현이 있는 것은 아니다. 미국 법률의 방법론은 rule과 standard (principle) 두 가지이다. 전자는 법률에 자세한 사항을 두어 규제하는 규정 중심 방법론이고, 후자는 일반원칙을 기준으로 규제하는 원칙중심 방법론이다. 미국 증권법상 증권에 대한 정의는 두 방법론이 결합되어 있고 기본적으로는 원칙중심이다. 원칙은 규정의 합리성을 결정한다. 국내 자본시장법이 표현하는 포괄주의는 원칙 중심 방법론을 수용하고자 하는 정책의도를 반영한다고 볼 수 있다.

4) *SEC v. Howey*, 328 U.S. 293, 66 S.Ct. 1100 (1946)

5) 판례법을 통한 법의 발전은 미국 법체계에서는 매우 필수적인 부분이다. 대법원 판사를 역임한 Antonin Scalia는 판례법 체계를 법이 발전하는 최상의 방법(the very best method)라고 부르고 있다. Antonin Scalia, *A Matter of Interpretation* 12 (Princeton Univ. Press. 1997): “[C]ommon law...It has proven to be a good method of developing the law in many fields – and perhaps the very best method.”

고 증권발행의 초기 시점부터 충분한 정보공시를 통해 시장이 해당 증권의 가치를 정확히 평가하도록 하는 것이다.<sup>6)</sup>

계약법적 관점에서 증권은 사적 계약의 산물이다. 회사법상 회사는 소유와 지배의 분리를 근간으로 하며, 회사를 지배하는 자는 투자자금을 제공한 투자자에 대하여 fiduciary duty를 가지며, 이는 계약 실행의 가장 중요한 회사법 원리로 작동한다.<sup>7)</sup> 소위 common enterprise는 fiduciary duty 이행 여부가 모든 투자자에게 투자 규모에 비례하여 단위당 동일하게 영향을 미치는 즉, 회사의 이익과 손실위험에 대하여 한 단위의 투자 당 동일한 배분권한과 책임을 갖는 계약 혹은 거래를 말한다.

증권이 사적 계약의 산물이지만 일반의 투자자들에게 판매할 수 있거나 일반의 투자자들이 구매할 수 있는 public offering을 위해서는 증권의 등록이 필수적이다. 등록의무는 투자자의 유형, 그리고 증권의 종류와 발행자가 누구지에 따라 완화되거나 면제될 수 있다. 이 가운데 증권법에서 가장 중요한 요소는 투자자 유형이다.

투자자는 경제적 능력과 정보접근능력에 따라 accredited investor, sophisticated investor, 그리고 non-sophisticated investor로 구분된다. accredited investor는 개인투자자의 경우 이사 등 회사 내부인, 거주하는 주요 주거시설을 제외한 순자산의 가치가 백만달러 이상, 지난 2년 간 소득이 20만달러 혹은 부부합산의 경우 30만달러이상 등 경제적 능력이 일정 수준이상인 투자자를 말한다. sophisticated investor는 금융에 대한 충분한 지식과 경험을 가지고 투자에 따르는 위험을 평가할 수 있는 능력을 가진 투자자를 말하고, non-sophisticated investor는 그렇지 못한 다수의 일반 투자자를 말한다.

이들 가운데 accredited investor는 보호대상 투자자가 아닌 것으로 간주되고 이들을 대상으로 하는 증권거래에 대한 등록의무는 면제된다. 또한 35명을 넘지 않는 소수의 sophisticated investor의 경우에도 등록의무가 면제되거나 완화된다. 하지만 non-sophisticated investor는 보호대상 투자자이므로 그 수에 상관

---

6) George E. Bates, The Federal Securities Act of 1933, XLIII Yale L. J. 171, 172 (1933)

7) 동종의 증권은 동종 증권에 대한 투자자 누구에게나 동일하게 적용되는 투자의 단위 일뿐 아니라 한 단위 투자 당 회사의 이익과 손실에 대한 동등한 권리와 책임을 가진다. 주식의 경우에는 이를 일컬어 주주평등의 원칙이라고 한다.

없이 이들을 대상으로 하는 증권거래는 반드시 등록의무를 이행해야 한다. 특히 다수의 non-sophisticated investor에게 동종의 주식을 판매하거나 이들이 구매하는 경우, 가장 엄격한 투자자보호가 적용된다. 증권의 발행자와 투자자가 구분되는 한 설령 1인의 투자자일지라도 해당 투자자가 non-sophisticated investor이면 투자자보호의 대상이 된다. 하지만 발행자와 투자자가 동일인인 1인 회사(sole proprietorship)의 경우에는 투자자보호가 작동하지 않는다. CEO가 곧 투자자이므로 accredited investor이거나 sophisticated investor로 간주되는 것으로 이해할 수 있고, 소유와 지배의 분리가 이루어지지 않아 지배자의 소유자에 대한 fiduciary duty가 존재하지 않는 것으로 이해될 수도 있다.

#### 4.

대공황을 거치면서 제정된 증권법(Securities Act of 1933)<sup>8)</sup>에 의하면 증권에 대한 정의는 두 가지 관점 즉, ‘열거’와 ‘원칙’의 결합이다. Section 2(a)는 주식, 채권 등 전통적인 증권의 사례를 열거하고 있을 뿐 아니라 ‘투자계약(investment contract)’과 같이 증권에 대한 원칙을 의미하는 포괄적 개념도 담고 있다. ‘투자계약’이 Section 2(a)에 주식, 채권 등과 나란히 열거되어 있어서 마치 주식, 채권과 같은 또 다른 어떤 유형의 증권으로 여겨질 수 있지만 그렇지 않다. 이는 증권이 무엇인지에 대한 개념적 정의에 해당하는 것으로 열거된 예시 가운데 가장 큰 중요성을 가지며, 현재 증권법상에 열거된 사례뿐 아니라 현실에 존재하지만 열거되지 않았거나 혹은 현재에 존재하지 않지만 미래에 생성될 수 있는 나머지 증권을 포괄하는 일반원칙(catch-all category)에 해당한다.<sup>9)10)</sup>

8) “SEC. 2. (a) DEFINITIONS.—When used in this title, unless the context otherwise requires— (1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, 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.”

9) 이 원칙은 수학자 Hilbert의 “무한 호텔역설”(Hilbert’s paradox of the grand hotel)에 등장하는 호텔과 같은 역할을 한다. 호텔은 무한히 찾아오는 손님에게 몇 번째 방으로 가라고 번호를 알려줄 수가 없다. 그 수가 무한하기 때문이다. 그럼에도 불구하고

5.

대법원판례 *Howey*는 투자계약이 무엇인지 정의하고 있다. *Howey*에 의하면 투자계약은 '전적으로 권유자 혹은 제3자의 노력에 의해 실현되는 이윤을 기대하여 common enterprise에 자신의 자금을 투자하는 계약, 거래 혹은 구조'를 말한다.<sup>11)</sup> 이 간단한 문장은 흔히 네 가지 요소를 담는 것으로 이해된다. 첫째, 전적으로 권유자 혹은 제3자의 노력. 둘째, 이윤을 기대. 셋째, common enterprise. 넷째, 자금의 투자이다. 여기에서 상대적으로 중시되는 요소는 첫째와 둘째이다.

투자자와 운영자(권유자 혹은 제3자)가 구분되고, 또한 이익을 기대하는 투자와 이익보다는 투자 대상 자체로부터의 효용을 기대하는 소비가 구분된다. 이에 따라 자신의 노력으로 이윤을 얻는 행위, 타인의 노력으로 운영되지만 그 목적이 이윤이 아니라면 이는 투자계약 즉, 증권이 아니다.

---

모두 수용할 수 있고, 그 방법이 가능하다. 증권 역시 무한대의 경우의 수로 이루어지는 경제현상으로 이들 하나하나를 증권법에 기재하는 것은 불가능하다. 하지만 이들 모두를 수용할 수 있어야 하고 그 방법이 가능하다. 간단히 '증권은 곧 투자계약'이라는 원칙을 선언하는 것이다. 계약이 아닌 투자는 없기 때문이다. 이로써 현재는 없지만 미래에 올 증권을 포함한 나머지 모든 경우의 증권을 포함할 수 있다. 이는 Hilbert의 무한 호텔역설에 빗대어 "무한 증권역설" 문제라고 부를 수 있을 것이다. 이 문제는 원칙중심 규제체계(principle-based regulation)로서만 해결이 가능하며, 열거 가능성을 전제로 하는 positive system이나 negative system으로서는 해결할 수 없다.

10) Stephen J. Choi and A. C. Pritchard (2008)는 *Securities Regulation* (Wolters Kluwer. P. 55)에서 투자계약에 대하여 "Although only one item on a laundry list of definitions of a security, the term investment contract does the lion's share of the work in the doctrine defining a security"라고 표현하고 있다. 여기서 lion's share는 이솝우화 "The lion, the ass, and the fox"에서 사자, 당나귀, 여우 간 사냥결과의 배분에서 사자가 가장 큰 몫을 차지한다는 점을 인용한 것으로서, '투자계약'이 증권법상 열거된 여러 예시 가운데 하나이지만 중요성은 다른 것과 비할 바 없이 크다는 것을 의미한다.

11) *SEC v. Howey*: "In other words, an investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise." 이 문장에서 'Solely'는 *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*, 474 F.2d 476, 482(Ninth Cir. 1973) 이후 'Significantly'로 대체된다. 투자자로 하여금 운영에 약간 개입토록 함으로써 증권의 정의를 회피하는 행위를 억제하고자 하는 정책 목적이 반영된 것이다.

또한 계약당사자가 반드시 다수일 필요도 없다. 투자자가 1인 일지라도 사업을 지배하거나 혹은 지배하는 자와 밀접한 관련을 갖는 자 등 권유자 혹은 제3자와 구분되는 한 이 역시 투자계약이다. 애초에는 증권이 아니라 유동성이 낮은 자산이었으나 특정한 방식의 결합을 통하여 다수 투자자에게 이익을 약속하는 계약이나 거래로 전환되면 이 역시 증권이 된다. 예를 들면, 유동성이 낮은 서브프라임 대출자산이 pooling되어 증권화(securitization)된 것이 그 예이다. 세상에 온갖 다양한 회사가 존재하듯이 투자계약을 논의함에 있어서도 계약의 산업 대상 범주가 따로 제한되는 것이 아니다. 오렌지 농장 매각 계약에서부터 pay phone 사업계약, 그리고 최근의 가상화폐 관련한 ICO의 토큰 거래에 이르기까지 다양하다.

Common enterprise 개념에 대한 해석은 다소 다양한데, 그 역시 투자자보호 필요성에 대한 정책적 고려를 반영한다. 정책적 필요에 따라 느슨하게 혹은 엄격하게 혹은 아예 공통성을 전혀 고려치 않는 해석도 존재한다. 아래 <표 1>에서 보는 바와 같이 해석방식은 다섯 가지이다. 첫째, 넓은 의미의 수직적 공통성(broad vertical commonality). 둘째, 엄격한 의미의 수직적 공통성(strict vertical commonality). 셋째, 수평적 공통성(horizontal commonality). 넷째, 비수직적 및 비수평적 공통성(no-vertical and no-horizontal commonality). 다섯째, 무공통성(no commonality) 등이다.<sup>12)</sup>

각 해석방식이 갖는 중요성은 상대적 배타성이 아니라 특정계약에 대한 포용성이다. 예를 들어, 수직적 공통성은 투자자가 1인일지라도 증권으로 정의하기 위한 목적을 반영하고, 수평적 공통성은 투자자가 2인 이상의 다수인 경우를 포용하기 위한 목적을 반영한다. 수직적 공통성이 투자자가 2인 이상의 다수인 경우를 제대로 포용치 못하거나 수평적 공통성이 투자자가 1인인 경우를 포용치 못하는 것은 정책적 고려가 아니며 이들 개념의 한계도 아니다. 심지어는 공통성이 수직 혹은 수평 어느 하나로 명확치 않거나 아예 존재치 않는 경우에도 증권을 정의하기 위해 비수직적 및 비수평적 공통성, 그리고 무공통성 등이 활용된다.

---

12) 국내 자본시장법을 비롯한 학술문헌 등에서는 common enterprise를 공동사업으로 번역하고 있는데, 이는 문자 그대로는 맞는 표현이나 취지상으로는 다소 혼란을 초래할 가능성이 있다. 좀 더 자세한 사항은 10.에서 논의한다.

이러한 다양한 해석이 존재한다는 점에서 common enterprise 개념은 상대적으로 개념적 엄격성은 덜하다. 하지만 이 개념이 시사하는 중요한 것은 ‘특정한 회사 혹은 계약의 유형이 아니라’ 보호의 필요성을 가진 투자자가 존재한다는 사실을 주목하고 또 보호하고자 한다는 점이다. 투자자의 수가 소수이든 다수이든 관계없이 그 외양이 무엇이든 자신의 자금을 권유자 혹은 제3자에게 제공하는 계약이 이루어진다면 이는 투자계약 즉, 증권으로 분류되어 투자자보호 의무가 작동한다.

특히 투자자가 다수인 경우 pooling의 관점이 중요한 것은 투자자의 개별성이 중시되는 one-to-one 계약이 아니라 투자자들의 투자와 수익배분 조건이 모든 투자자에게 동일하게 적용되는 계약이라는 점에 주목하기 때문이다. one-to-one 계약은 투자자보호가 구태여 필요 없는 accredited investors 혹은 제한된 수의 sophisticated investor를 대상으로 하는 투자를 전제로 하는 반면, pooling이 가능한 계약은 투자자보호가 필요한 다수의 unsophisticated investor를 대상으로 하는 투자를 전제로 한다.

공통성 개념과 관련하여 추가로 지적하고자 하는 바는, 이 공통성 개념이 미국 집단소송법(class action law)이 집단소송으로서의 절차적 적합성을 논의할 때 처음 단계에서 적용되는 공통성(commonality) 개념과 동일하다는 점이다. 집단소송에서는 피고인이 다수이므로, 집단소송이 제기되면 즉시 집단소송의 적절성을 평가하기 위해 이들을 대상으로 집단적 동질성을 판단하는 절차가 개시되는데, 이때의 commonality 개념이 *Howey*의 공통성 개념과 사실상 동일하다. 증권거래법 Section 10 및 SEC Rule 10b-5를 위반하는 행위가 주로 집단소송의 대상이 된다는 점에 비추어 보면 이는 당연하다.

<표 1> 미국 판례의 Common Enterprise(CE)에 대한 다섯 가지 해석

	Interpretation	Key factor	Relationship between promoter and investor	Meaning of CE
1	Broad vertical commonality	Separation of investor from promoter or the third person	Connection between promoter's efforts and collective loss or success of investors. Promoter's profits are not tied to the investor's profits. At least single investor required	Fiduciary duty of promoter or the third person to investors

		*exclude 'sole proprietorship'	Ex. <i>SEC v. ETS Payphones, Inc.</i> (2005), <i>United States v. Sumeru</i> (2011)	
2	Strict vertical commonality	Separation of investor from promoter or the third person	Direct relationship between success of promoter and that of investor that requires risk share of venture. Promoter only profits if the investor profits. At least single investor required  Ex. Commission paid only when investor booked gains. Only single investor can construct common enterprise. <i>Marini v. Adamo</i> (2014)	Fiduciary duty of promoter or the third person to investors
3	Horizontal commonality	Separation of investor from promoter (management)  "Plus" Pooling structure as opposed to separate one-to-one accounting arrangement	Pooling of investing money and pro rata distribution of profits or sharing of risks among investors. Multiple investors required. Investors receive pro rata share of profits or losses.  Ex. <i>SEC v. Infinity Group</i> (2000) Gordon, "Defining a common enterprise in investment contracts," 72 Ohio St. L. J. 59 (2011)	Fiduciary duty to the Pooling of multiple investors
4	No-vertical and no-horizontal commonality	Separation Plus Contract form: limited liability	Contract form of limited liability. Ex. <i>Arnson v. My Investing Place L.L.C.</i> (2012)	Fiduciary duty

		or packaging; family resemblance test	Package of sale agreement and collateral agreement (rental management agreement) at the same time. Ex. <i>Hocking v. Dubois</i> (1989), <i>Salameh v. Tarsadia Hotel</i> (2013), <i>Bamert v. Pulte Home Corp.</i> (2011).  Family resemblance of notes Ex. <i>Reves v. Ernst &amp; Young</i> , 110 S.Ct. 945 (1990)	
5	No commonality	Separation Plus Return contract; risk capital analysis	Fixed return and flexible return Ex. <i>SEC v. Edwards</i> (2004). <i>SEC v. Lauer</i> (1995). <i>Silver Hills Country Club v. Sobieski</i> , 55 Cal.2d 811 (1961).	Fiduciary duty

6.

증권법상 전통적인 증권으로 예시된 주식이나 채권 역시 투자계약 개념에 부합한다. 대법원 판례에 따라 다소의 입장차를 보이는 측면은 있으나 그 입장차가 배타적으로 대립하는 것은 아니다. 투자자보호의 필요성 측면에서 구태여 실제적 절차를 추가할 필요가 있는지 여부에 대한 차이일 따름이다. 예를 들어, *United Housing Foundation inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975)는 비록 증권이라 이름 붙인 것이라도 경제적 실질에 따라 투자계약이 아닐 수 있다고 본 반면, *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681 (1985)는 증권으로서 요소를 갖춘 증권법상 증권이면 투자계약인지 여부를 따로 판단할 필요가 없다고 본 것이다. 증권이 법률적 자격을 갖춘 증권이 되는 것은 발행자의 선언이 아니라 감독당국에의 등록절차를 통해 판단되는 것이라는 점에서 증권법상 자격을 갖춘 증권이 투자계약에 부합치 않을 이유도, 그리고 투자계약인지 여부를 추가적으로 판단할 필요는 별로 없을 것이다. 물론 이름은 증권이라 붙였지만 아직 법적 자격을 갖추지 못한 경우에 실제 심사를 해보니 투자계약이라 할 수 없는 경우는 당연히 있을 것이다. 하지만 이 경우 두 판례가 상충할 이유는 전혀 없다. 서로 전제하는 대상이 다르기 때문이다.

7.

증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, SEC)는 이상에서 논의한 증권법상 투자계약 원칙에 근거하여 ICO는 증권이며 제5조에서 정한 등록의무를 위반하였다고 발표하였다.<sup>13)</sup>

이미 앞에서 지적했듯이, 비트코인이 증권인지 여부는 이 '투자계약'의 관점에서 판단된다. 비트코인의 보유는 일종의 자본이득을 가져올 수 있지만 fiduciary duty가 부과되는 타인이 행한 노력의 결과로서 이루어지는 이익의 배당은 없다. 따라서 비트코인은 투자계약 즉, 증권이 아니다.

하지만 비트코인과 관련한 ICO(initial coin offering)는 증권이다. ICO는 비트코인을 지불수단으로 토큰(token)의 거래를 통해 다수 투자자로부터 자금을 조달하고 이후 다시 virtual currency로 배당을 행하는 거래행위로서 투자계약 즉, 증권이다. 이 때 투자하고 수익을 배당받는 지급수단은 현금으로만 한정되지 않으며 넓게 해석된다. 이에 따라 비트코인 자체는 증권이 아니지만 ICO는 증권법상 등록과 공시 규제의 대상인 증권이다.

8.

미국 증권법의 정의와 관련하여 중요한 질문의 하나는 '증권의 정의에 해당하지 않으면 증권법상 규제를 받지 않는가' 하는 것이다. 대답은 '그렇지 않다' 이다.

증권법상 증권이 아닌 것으로 예외된 경우이거나 등록의무가 면제된 private placement 등의 경우에도 사기행위(fraud)와 같이 증권법 존재의 목적인 투자자 보호를 곤란하게 하고 시장의 신뢰성(market integrity)을 해치는 행위는 당연히 증권법상 처벌의 대상이 된다.

증권법상 증권이 아닌 것으로 예외가 되거나 등록의무를 면제받는 증권은 말 그대로 등록과 공시 이행의 의무를 갖지 않을 뿐이지 투자자피해를 야기하고 시장의 신뢰성을 해치는 행위가 용인되는 것은 아니다. 이에 따라 SEC Rule 10b-514)가 적용되는 범위는 거의 제한이 없으며, 사기행위가 시장에서 집단적

---

13) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 Release No. 34-81207, "Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO," July 25, 2017

구속성을 갖는 경우(fraud on the market)에는 집단소송이 가능토록 근거를 마련하고 있다. Rule 10b-5가 적용되는 범위는 등록의무를 가진 증권인지 여부, 사모인지 공모인지의 여부를 떠나 거의 제한이 없이 광범위하다.

심지어는 전혀 규제 대상이 아닌 경우에도 규제를 받을 수 있다. Dodd-Frank Act에 의해서, SEC에 등록의무를 가지는지 여부와 관계없이 어느 누구(any person)라도 증권법을 위반한 자에 대해서 SEC는 civil penalty를 부과할 수 있는 권한을 가진다. 특히 civil penalty를 부과하는 절차도 과거와 같이 연방법원에 제소하는 것이 아니라 SEC가 자체적으로 보유한 사법적 시스템에 따른다.

## 9.

국내 자본시장법상 비트코인은 증권인가? ICO는 증권인가?

국내법과 미국 증권법상 증권의 정의가 유사 혹은 사실상 동일하다는 점에 비추어 보면, 미국 정책당국의 판단과 마찬가지로의 결론에 이르는 것이 당연하다. 즉, 비트코인은 증권이 아니며, ICO는 증권이라는 것이다.

하지만 정부는 비트코인 등 가상통화가 다단계 사기범죄 등에 활용되고 있는바, 이러한 가상통화와 관련한 ICO를 사기행위금지 위반으로 판단하고 전면 금지시켰다.<sup>15)</sup> 다만, ICO가 증권인지 여부에 대해서는 직접 밝히지는 않았는데, 증권이라고 판단하였다면 당연히 자본시장법상 의무이행을 보완요건으로 제시하였을 것인데, 그렇지 않다는 점에서 정부는 ICO를 증권이 아닌 것으로 판단하였을 것으로 추론이 가능하다.

---

14) 17 CFR 240.10b-5 - Employment of manipulative and deceptive devices.

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

15) 금융위원회 보도참고자료(2017.9.29.)는 국내에서 증권형 혹은 코인형 등 모든 형태의 가상통화 등으로 투자금을 조달하는 ICO는 사기행위에 해당하는 것으로 간주함으로써 자본시장법 위반으로 판단하고 금지시켰다. 다만 전문투자자를 대상으로 하는 사모방식의 ICO는 허용할 수도 있는 것으로 전해진다.

[http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2017/12/08/2017120801540.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2017/12/08/2017120801540.html)

비트코인에 대해서는 국내와 미국이 결과적으로는 동일한 결론에 이르렀고, 또한 비트코인이 증권이 아닌 이유에 대해서는 이미 1.을 비롯하여 앞에서 논의하였으므로 생략한다. ICO와 관련하여 정부는 왜 이를 증권이 아니라고 판단하는가? 이 물음에 대한 정부의 답이 나와 있지 않은 상태에서의 논의는 불분명한 추론이므로 이에 대한 더 이상의 논의도 생략한다. 하지만 자본시장법에서 도입하고 있는 투자계약에 대한 정의에 비추어 ICO가 증권일 수 있는지에 대해 논의하는 것은 가능하므로 간략히 서술하고자 한다.

이러한 논의를 통하여 특히 앞의 2.에서 언급한 바와 같이, 국내에서 증권에 대한 정의가 미국의 경우와 유사하거나 사실상 동일한 것으로 간주할 때, 미국은 ICO를 증권으로 인정함에도 불구하고 왜 국내에서는 ICO를 증권으로 인정하지 않는지에 대한 답을 얻을 수 있을 것이며, 또한 이러한 차이가 투자자보호 등에 미치는 영향에 대한 논의도 가능할 것이다.<sup>16)</sup>

10.

자본시장법 제4조는 증권의 정의와 유형을 담고 있다.<sup>17)</sup> 이는 미국 증권법 및 대법원 판례에 비추어 다음과 같은 몇 가지 차이점을 갖는다.

첫째, 자본시장법 제4조 제1항에서와 같은 증권의 정의를 미국 증권법 혹은 판례에서는 찾기 힘들다. 재정경제부 설명자료(2006)에 의하면, 제1항의 정의가 증권과 파생을 구분하기 위한 것인데, 본고의 각주 3)에서 보는 바와 같이, 미국 증권법은 증권의 예시에 자본시장법에서 말하는 증권과 파생을 따로 구분하지 않고 증권이라는 동일 범주에 모두 포함시키고 있다.

16) 이하의 논의는 이미 ICO에 대하여 금지조치가 내려져 미국과는 다른 결론에 이른 현실을 전제하고, 이를 설명하기 위해 제도적 차이가 존재할 수 있음을 가능한 드러내고자 한다는 점에서 논의가 다소간에 억지스러울 수도 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

17) 자본시장법 제4조 제1항에 따르면, “증권”이란 ... 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무(...)를 부담하지 아니하는 것을 말한다. 제2항은 증권을 6가지로 분류한다. 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권 등이다. 제6항에 의하면, 투자계약증권은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다...) 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것을 말한다”고 정의한다. 제4조 제1항과 제6항 간 개념적 충돌 가능성에 대해서는 심인숙(2011) 참조. 심인숙, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 투자계약증권 개념에 대한 검토, 비교사법 제15권 1호(통권1호), 2011.

자본시장법 제4조 제1항의 정의는 그 취지로 볼 때 회사법상 주주의 limited liability와 유사하거나 같은 의미를 가지는 것으로 이해될 수 있다. 그런데 *Howey*를 포함한 미국 판례 가운데 투자계약인지 즉, 증권인지 여부를 다룬 다수의 사건에서 제1항의 취지와 같은 내용이 핵심 쟁점이 된 사례를 찾기가 힘들다. 다만, 증권을 구매한 자가 발행자의 대출과산 위험을 회피하기 위해 계약 조건을 제한한 사건 *Arnson v. My Investing Place L.L.C., United States District Court, D. Utah, Central Division*. 2013 WL 5724048이 어느 정도 유사성을 가지나 이 역시 자본시장법 제4조 제1항에서 정의하는 증권 자체에 대한 추가적인 지급의무를 직접 대상으로 다룬 것은 아니다.

둘째, 제2항에서와 같은 6가지 분류도 미국 증권법에서는 찾기 힘들다. 미국 증권법 Section 2(a)에는 20여개 이상의 증권 사례가 예시되는데, 이를 자본시장법의 6개 분류로 일부러 나눌 수는 있다. 하지만 미국 증권법에서 그러한 분류가 의미를 갖지는 않는다. 자본시장법에서는 특히 투자계약이 투자계약증권의 이름으로 6개 분류 가운데 하나로 나뉘어 있는데, 이는 미국 증권법처럼 투자계약이 일반원칙으로서 위상을 갖는 것이 아니라 특정 유형의 증권 가운데 하나로 분류되는 것으로 이해될 수 있다. 앞서 지적한 바와 같이, 자본시장법 제정 당시 재정경제부 설명자료에는 *Howey* 기준에 수용하는 것이라고 나와 있음에도 불구하고 *Howey*에서 해석된 증권에 대한 일반원칙으로서가 아니라 특정 유형의 증권 가운데 하나로 도입된 것으로 여겨질 수 있는 것이다.

셋째, 자본시장법 제4조 제4항에서 투자증권계약에 대한 정의는 마치 특정한 공동사업의 어떤 유형을 전제로 한 듯이 해석될 소지가 크다. 하지만 *Howey*에서의 투자계약은 사업 유형과는 전혀 무관하게 오로지 투자자보호의 목적을 위해 정의된다. 좀 더 구체적으로 살펴보면, 자본시장법 제4조 제4항의 투자계약증권 정의에서는 '투자자와 타인'의 관계에서 타인은 다른 투자자를 포함한다. 이는 *Howey*에서 말하는 권유자 혹은 제3자가 없는 투자자간 사업의 전제를 가능케 한다. 특히 중요한 것은 투자자와 타인 간의 관계가 fiduciary duty에 기초한 사업 지배자의 투자자에 대한 의무를 명확히 하는 관계설정이 곤란해 질 수 있다. 더구나 '공동사업'이라는 표현은 민법 제13절 제703조에서 정의하는 조합<sup>18)</sup>

---

18) 제13절 조합. 제703조(조합의 의의) ①조합은 2인 이상이 상호출자하여 공동사업을 경영할 것을 약정함으로써 그 효력이 생긴다.

과 언어 표현상으로는 동일하고 취지상으로도 유사성을 가진다. 특히 각주 1)에서 본 바와 같이, 재정경제부 설명자료(p.11)는 투자계약증권의 도입으로 허용되는 새로운 증권의 유형으로 '민법상 조합과 상법상 익명조합을 활용한 간접투자 기구에 대한 지분'을 언급하고 있다. 이러한 예시는 투자계약증권이, *Howey*가 투자계약을 증권에 대한 일반원칙으로 정의한 바와는 달리, 자본시장법에서는 사실상 '특정한 유형'의 증권으로 이해되고 있는 것으로 해석될 여지가 크다. 만일 그렇다면, 자본시장법에서 포괄주의는 사실 매우 제한적으로만 허용되는 것임을 알 수 있다.<sup>19)</sup>

또한 중요한 점은, *Howey*는 투자자를 사업 지배자인 권유자 혹은 제3자로부터 명확히 구분함으로써 투자자보호 목적을 분명히 하고 있는데, 자본시장법 제4조 제4항의 투자계약증권은 이러한 정책적 함의가 잘 드러나지 않는다. 이에 따라, 앞에서 이미 논의하였듯이 미국 증권법에서의 증권에 대한 정의는 증권 자체의 유형화와는 무관하게 투자자보호를 위한 정책적 고려를 반영하는 반면, 국내 자본시장법은 마치 투자자보호 보다는 증권 자체의 유형화에 더 정책적 고려를 부여하고 있는 것으로 여겨지는 측면도 있다. 국내 자본시장법의 정책목적은 미국 증권법의 정책목적과는 다른 것처럼 여겨지는 것이다. 즉, 미국의 증권법은 투자자보호에 제1의 정책목적이 있는 반면, 국내 자본시장법은 증권 자체의 발전에 제1의 정책목적이 있는 듯이 보인다.

#### 11.

위의 10.에서 논의한 차이점이 국내와 미국에서 ICO에 대한 정책적 판단의 차이를 가져올 가능성이 있다.

첫째, 증권의 유형화를 기준으로 할 경우 ICO는 6개의 어느 유형에 분류되어야 하는지 명확하게 판단하기 어렵다. 6개 분류 가운데 가장 탄력적인 개념인 투자계약증권이 미국에서처럼 원칙으로서가 아니라 '조합'과 같이 특정 유형의 공동사업을 의미하는 것이라면, ICO를 투자계약증권으로 분류하는 것은 곤란해진다.

둘째, 미국 증권법의 가장 중요한 존재이유는 투자자보호에 있다. 투자자보호의 관점에서 보면 투자자와 권유자 (혹은 제3자) 간에 소유와 지배의 분리를 기초로 하는 fiduciary duty가 존재하는지 여부가 우선적으로 판단되어야 한다. ICO

---

19) 제한적 포괄주의는 심인숙(2011, P. 91) 역시 지적하고 있다.

는 투자자금과 이익의 배분이 어떤 형태로 이루어지는 관계없이 대리인문제가 존재하고 권유자(혹은 제3자)의 투자자에 대한 fiduciary duty가 발생한다는 점에서 투자자보호의 필요성을 낳는다. 이에 따라 어떤 유형의 증권인지 여부는 관계없이 증권으로 분류된다. 하지만 미국과는 달리 국내 자본시장법의 가장 주된 존재 이유가 투자자보호보다 앞서는 다른 이유가 있다면 비록 fiduciary duty가 발생하고 투자자보호 이슈가 긴급히 드러나더라도 증권으로 정의할 필요성은 낮아질 수 있다.

## 12.

미국 증권법의 가장 주된 정책목적이 투자자보호라고 한다면, 투자자보호는 투자자만 보호하고 발행자는 곤란에 빠뜨리는가?

미국 증권법의 가장 주된 정책목적은 투자자보호이고, 이를 위한 정책수단은 정보공시다. 정보공시가 중요한 것은 primary distribution에서 뿐 아니라 secondary distribution에서도 마찬가지이다. 정보공시를 중심으로 하는 투자자보호는 투자자로 하여금 정확한 정보를 알게 함으로써 사기(fraud)를 방지하고 해당 증권에 대한 가치평가를 올바르게 하는데 기여한다.

미국 증권시장에서 투자자보호는 국내보다는 더 강하다. 그럼에도 불구하고, 한 가지 명확한 사실은 국내보다는 미국에서 증권산업 발전이 더욱 크게 이루어지고 있다는 점이다. 투자자보호가 발행자를 곤란에 빠뜨려 증권시장의 발전을 더디게 만드는 것이 아니라, 반대로 증권시장의 발전에 기여하는 것이다.

왜 그런가?

국내에서처럼 증권의 유형화를 사전적으로 매우 디테일하게 하고 그 유형에 따른 public offering의 조건을 엄격히 하는 등의 증권 자체에 대한 직접적인 규제는 증권시장의 다양성과 창의성을 오히려 제약할 수 있는 반면, 미국에서는 등록의무를 시작으로 정보공시를 주요 정책수단으로 하는 투자자보호<sup>20)</sup>를 중심으로 하는 투자자보호 요건을 충족하는 경우 증권 유형이론에 근거한 증권 자체

---

20) 미국 증권시장에서 제재는 주로 사후적인 제재이며, 제재의 주요 대상은 투자자보호 의무 위반이다. 투자자 피해를 야기한 경우에 대한 제재는 크게 둘로 나뉘는데 하나는 SEC 등 감독당국이 제재를 부과하는 공적 제재(public enforcement), 그리고 집단 소송 등 피해자가 집단적 혹은 개인적인 소송을 통해 해결해 가는 사적 제재(private enforcement)로 구분된다.

에 대한 규제는 존재치 않으므로 증권시장이 충분히 자유롭고 창의적인 사고와 다양성을 누릴 수 있기 때문이다.<sup>21)</sup>

13.

정책과제:

자본시장법상 증권유형화이론에 근거한 증권의 정의는 포괄주의 원칙을 크게 제한하므로 개선되어야 한다. 만일 입법적 의도가 투자계약증권을 정의함으로써 ‘새로운’ 증권의 가능성을 강조하기 위한 의도였다면 *Howey*의 투자계약과 내용 상 다를 바 없다고 할 수 있다. 그렇다면 현재 증권유형화이론에 근거한 자본시장법상 증권의 정의는 입법의도를 불분명하게 만드는 의도치 않은 효과를 낼 수 있으므로 개선이 필요하다. 법률의 원칙이 명확치 않을 경우 법률은 입법자의 의도대로만 해석되는 것은 아니다.<sup>22)</sup> 포괄주의 원칙을 보다 명확히 하기 위

21) 이러한 주장을 뒷받침하는 논문을 몇 가지 예로 들면 다음과 같다.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (1997), Legal Determinant of External Finance, *Journal of Finance*, 52: 1131-50.

\_\_\_\_\_(1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106: 1113-55

\_\_\_\_\_(2000), Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58: 3-28

Andrei Shleifer and Danile Wolfenzon (2002), Andrei Shleifer and Danile Wolfenzon (2002), Investor protection and equity markets, *Journal of Financial Economics* 66 (2002). P. 3 - 27.

[https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip\\_equitymarkets.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip_equitymarkets.pdf)

Eric Nowak(2004), Investor protection and capital market regulation in Germany, *The German Financial System*, Edited by Jan P. Krahnert and Reinhard H. Schmidt, Oxford University Press.

Chien-Chi Chu, Sang-Bing Tsai, Yinghui Chen, Xiyang Li, Yuming Zhai, Quan Chen, Zeng Jing, Zeng-Zi Ju and Bin Li (2017), An Empirical Study on the Relationship between Investor Protection, Government Behavior, and Financial Development, *Sustainability* 2017, 9.

<http://www.mdpi.com/journal/sustainability>.

이들 가운데 Nowak(2004)는 La Porta et al 이후 독일에서도 투자자보호가 강화되는 제도적 조치가 이루어졌음을 실증하고 있고, Chu et al(2017)은 최근 중국에서도 투자자보호 강화가 자본시장발전에 기여함을 실증적으로 보여준다.

22) Antonin Scalia에 의하면 법은 입법자의 원래 의도대로 해석되는 것이 타당하다는 견해인 반면, Akhil Reed Amar에 의하면 법은 외부세계와 상호작용을 하기 마련이고 반드시 입법자의 의도를 따르는 것은 아니라는 견해다. Scalia는 새로운 여건에서는 새로운 판례법이 탄생하므로 기존 법률은 그 자체로서 원래의 의도대로 해석하는 입장인 반면, Amar는 판례법이 필요한 매 순간 연속적으로 가능한 것은 아니므로 기존 법에 대하여 새로운 해석을 허용해야 한다는 입장으로 이해될 수 있다. A

해서는 자본시장법 제4장 제1항에서 제4항에 이르는 증권의 정의에서 증권유형 화이론을 가급적 배제하는 것이 필요하다.

14.

맺음말:

법률의 해석과 집행에 있어서 가장 중요한 것은 정책목적이다. 국내 자본시장법이 도입한 투자계약증권이 *Howey*에서와 같이 증권의 일반원칙으로 도입된 것이라고 한다면, ICO를 증권으로 정의하고 투자자보호가 적극적으로 이루어지도록 하는 것이 바람직하다. 투자자보호 의무를 무시하거나 혹은 회피하기 위해 마치 증권이 아닌 듯이 행위 하는 것이 문제이지, 투자자보호 의무를 충실히 이행하는 ICO가 문제될 이유는 없을 것이다.

미국 증권법을 기준으로 하면, 투자자보호 의무를 무시하는 행위는 증권법에 근거하여 처벌이 가능하다. 또한 투자자보호 의무를 회피하기 위해 마치 증권이 아닌 것처럼 증권의 외양을 변이시키는 *opportunistic behavior*는 ‘투자계약’이라는 매우 탄력적인 일반원칙으로 인해 사실상 불가능하다.<sup>23)</sup>

만일 국내 감독당국이 ICO에 대하여 미국 감독당국과 같은 입장을 견지하고 정책을 추진하고자 결정할 경우, 이제 남는 질문은 투자자보호 의무를 충실히 이행치 않을 경우, 이를 제재하기 위한 적절한 수단을 국내 감독당국이 보유하고 있는가 하는 것이다.

미국 감독당국의 제재수단에 비추어보면 국내 감독당국의 제재 수단은 빈약하다. 미국 감독당국은 행정적, 민사적 제재수단은 물론이고 심지어 사법적 권한도 가지고 있다.<sup>24)</sup> 이러한 미국 감독당국과 비교하면 국내 감독당국이 ICO를

---

*Matter of Interpretation*(2018) 참조. Scalia와 Amar 모두 법은 변화하는 환경을 반영해야 한다는 입장이다. 우리나라는 어떠한가? 판례법이 없다. 그렇다면 미국보다 법에 대한 탄력적인 해석의 수요가 더 클 것이다. 이러한 수요를 해소키 위해서는 법이 가급적 원칙을 근간으로 체계를 이루는 것이 바람직하다. 세밀한 규정은 환경이 조금 변화하여도 현실적합성이 급격히 낮아지기 때문이다.

23) 미국 증권법 판례는 토지판매, payphone 계약, ponzi scheme 등 매우 많은 사례에서 다양한 증권의 변이가 시도되었으나 그러한 변이를 통한 규제회피가 결코 쉽지 않다는 사실을 보여준다.

24) 투자자보호 의무위반은 기본적으로 사후적 현상이다. 따라서 행정적, 민사적 및 사법적 권한을 통한 사후적 제재수단의 강화가 필요하다. 미국 감독당국은 전통적으로

증권으로 인정하고 투자자보호 의무를 제대로 이행하도록 이끌기 위해서는 제재수단의 보완이 필수적이다.<sup>25)26)</sup>

모든 ICO를 전면금지하는 것은 정책입장에서는 지나치게 소극적인 것으로 평가될 수 있고, 시장에서는 자생적 경제활동을 과도하게 제한하는 것으로 받아들일 수 있다. 경제활동과 관련한 법의 존재이유는 전면금지 혹은 전면허용 보다는 선별적 허용, 즉 적정한 영역을 정의하기 위한 것이다.<sup>27)</sup> 미국 증권법과 마찬가지로 투자자보호를 선별기준으로 잡고 ICO가 제대로 기능토록 이끄는 것이 바람직하다.

투자자보호는 증권 자체에 대한 규제를 대체하는 효과를 낼 수 있다.<sup>28)</sup> 미국 증권법이 투자자보호를 그 목적으로 하는 반면 증권자체에 대한 규제는 두고 있지 않듯이, 국내 자본시장법의 존재 목적도 투자자보호에 두고 증권 자체에 대한 규제는 없애거나 최소화해야 한다. 이미 여러 가지 존재 목적이 있다면,

---

강한 권한을 보유하여 왔으나 Dodd-Frank Act 이후 더욱 강화되었다.

- 25) 우리나라의 규제체계는 기본적으로 '특정' 규정에 기반한 사전규제 중심이다. 하지만 규정중심 사전규제는 제재수단으로서 실효성이 낮다. 제재의 대상과 효력이 '특정'하게 제한되기 때문이다. 미국의 규제체계는 일반원칙에 근거한 사후규제 중심이다. 증권법상 증권의 정의에서 본 것처럼 일반원칙에 기반한 규제체계는 제재 대상범위와 효력을 특정하게 제한하지 않으며 이에 따라 규제회피가 쉽지 않고 규제 실효성이 크다. 예를 들어, 특정 증권유형을 기준으로 하면 외양의 변이를 통해 증권법 적용과 투자자보호 의무를 회피하는 것이 가능하지만, '투자계약'이라는 원칙을 기준으로 하면 증권의 외양을 다양하게 변이시키더라도 투자자보호 의무를 피할 수 없다. 제재 절차와 비용의 관점에서 볼 때도, 원칙중심 사후규제 체계가 더 효율적이고 증권시장의 창의적인 발전을 저해하지 않는다. 규제체계와 제재수단에 대한 좀 더 자세한 논의는 김자봉, "금융의 역할, 비전과 금융법제의 주요 정책과제" 참조.  
[https://www.kif.re.kr/kif2/about/organ\\_detail.aspx?menuid=12&fn=p\\_jbkim](https://www.kif.re.kr/kif2/about/organ_detail.aspx?menuid=12&fn=p_jbkim)
- 26) 국내 감독당국이 미국에서와 같이 사후적 제재를 통한 투자자보호 정책을 행하기 위해 우선적으로 필요한 기본적인 제재수단은 사법적 권한이 부여된 조사권이다. 이 권한이 있어야 충분하고 적시성 있는 조사와 제재가 가능하고 이를 통해 적절한 투자자보호가 가능할 수 있다.
- 27) Roscoe Pound에 의하면, 법의 목적은 형이상학적인 의지(metaphysical will)를 조화시키는 것이 아니라 경제활동을 통해 야기되는 사회적 필요가 조화롭게 실현되도록 하는 제도 혹은 social engineering이다. Roscoe Pound, *An Introduction to the Philosophy of Law* (Yale Univ. Press. 1921). 이 견해에 의하면, 전면금지 혹은 전면허용은 법의 목적이 타당하게 구현된 것이라고 보기 힘들다. 경제활동의 사회적 필요를 반영하고 적절한 기준을 통해 신뢰할 수 있는 계약관계가 이루어지도록 하는 것이 바람직하다.
- 28) 앞에서 논의하였듯이, 증권 자체에 대한 규제는 증권 유형이론에 근거하여 증권을 세부적으로 법률에 사전적으로 정하고 그 기준에 따라 새로운 증권의 출현을 제한적으로만 허용하는 것을 말한다.

투자자보호를 여러 개 중의 하나가 아니라 최우선 순위에 두어야 한다. 이를 통해서 buy-side의 투자자보호에 충실한 규제가 가능하며, 대신 sell-side의 증권 자체에 대한 규제, 즉 증권 유형이론에 근거한 규제는 최소화하거나 없애는 것이 바람직하고 그렇게 하는 것이 가능하다. 이 길이 창의적인 금융의 발전을 가능케 하는 제도적 기초가 될 수 있을 것이다.