

## UCC상 證券權利(security entitlement)의 概念\*

김 이 수

(인제대 법학과 전임강사)

### 【초 록】

유가증권을 보유하는 기본적인 방식은 직접보유하는 것이다. 이러한 방식은 전통적인 유가증권법리에 의해 규율할 수 있다. 그러나 현대 투자증권의 거래는 효율성이라는 측면에서 유가증권을 직접 점유하고, 그 점유를 이전하는 결제방식을 채택하지 않고 단지 계좌기재만으로 결제를 행할 뿐이다. 이것이 증권의 간접보유방식이다. 이러한 증권간접보유방식에서는 결제의 효율성을 증대시키기 위해 개별고객들에게 귀속하는 유가증권을 일일이 특정하여 보관하지 않으며, 대체물로 취급하여 하나의 혼장재고 형태로 보관하는 것이 일반적이다. 이러한 시스템에서는 고객은 특정한 증권에 대해 소유권을 주장할 수 없게 된다. 그렇다면 증권간접보유시스템상 투자자의 지위를 어떻게 구성할 것인가가 문제되는데, 중개기관의 신용위험으로부터 투자자를 보호하기 위해 어떠한 형태로든 물권을 부여하는 것이 일반적이다. 우리의 경우에는 점유매개관계에 기하여 투자자에게 증권혼장재고에 대한 공유지분을 취득시키고 있다. 그런데 미국에서는 1994년 우리 입법태도와 비슷한 형태이던 1977년판 UCC 제8편을 전면적으로 개정하여 간접보유관계를 규율할 법리를 새롭게 탄생시켰다. 1977년 UCC가 직접보유관계의 법리를 이용하여 간접보유법리를 규율하던 것과 달리 1994년 UCC는 현재 증권실무를 그대로 수용하여 직접보유법리와는 구별되는 완전히 새로운 법리를 규정하게 된 것이다. 1994년 입법의 가장 핵심적인 내용은 투자자에게 “증권권리”(security entitlement)라는 새로운 자산을 부여하고 있다는 점이다. 본 논문은 증권권리 개념을 중심으로 미국의 증권간접보유구조를 검토하여 우리의 증권간접보유구조에 시사하는 바를 연구하고자 한다.

주제어: 증권권리 / 무권화 / 부동화 / 금융자산 / 증권중개기관 / 비례적 물권 / 권리지시 / 증권계좌

### 【차 례】

#### I. 序 說

#### II. 傳統的 法理에 따른 1977년 立法

1. 立法의 基本方向
2. 證券間接保有方式
3. 證券間接保有시스템에 대한 批判

#### III. 새로운 法理에 의한 1994년 立法

1. 意 義
2. 證券間接保有시스템의 體系
3. 새로운 證券間接保有시스템에 대한 評價

#### IV. 結 論

## I. 序 說

최근 해외에서는 증권간접보유구조를 둘러싼 법률환경에 커다란 변화가 있었다. 대표적으로 이웃 일본의 경우 입법(“社債對替法”)을 통해 CP를 포함한 일체의 채권을 무권화하기에 이르렀고 곧 이어 주권도 무권화할 예정이다.<sup>1)</sup> 사채대체법은 2002년 6월에 공포된 법률로서 2003년 1월부터 시행중이다. 이것은 일본의 증권결제에 수반하는 리스크와 비용을 절감하고, 국제경쟁력을 강화하는 것을 목표로 하고 있다. 사채대체법의 가장 큰 특징은 무권화된 채권을 중개기관을 통해 간접보유하는 투자자가 바로 채권의 귀속주체라고 보는 점이다. 일본은 입법과정에서 미국의 “證券權利”(security entitlement)라는 제도에 대해서도 관심을 기울였지만<sup>2)</sup> 미국식 제도를 취하지 않고 독자적인 방식을 취하고 말았다. 미국방식은 신탁법리에 기반을 둔 것이지만 일본에서는 신탁법리가 그다지 친숙한 법리가 아니라는 것이 그 이유였다. 증권간접보유의 법리구성의 문제점은 이미 IBA가 1996년 발표한 “Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws”에서 국제적 증권거래의 측면에서 지적된 바 있다. 이에 의하면 현행의 간접보유법리 구성은 국제적 증권거래에 적용될 준거법을 쉽게 확정하기 어렵기 때문에 법적 위험(legal risk)이 발생할 우려가 있다는 것이었다. 이러한 주장은 국제사회에서 공감을 얻었기 때문에 헤이그국제사법회의는 2002년 12월 13일 “중개기관에 보유된 유가증권에 관한 일부 권리의 準據法에 관한 협약”(Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary)을 채택하면서 간접보유증권의 물권적 법률관계에 대해 PRIMA(place of the relevant intermediary approach: 관계중개기관소재지법주의)를 채택하게 되었다.<sup>3)</sup> 그런데 이러한 PRIMA의 내용은 많은 부분이 미국의 입장이 반영된 것이었다. 몇 년 전 미국이 증권간접보유시스템을 증권권리라는 완전히 새로운 시스템으로 전환하면서 축적된 경험이 반영된 결과라 할 수 있다. 그동안 간접보유증권의 법리에 대한 문제는 주로 저축법 측면에서 제기되어 왔지만, 2003년에는 UNIDROIT에서 “간접보유증권에 대한 통일실질법”(Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities) 스터디그룹에서 현황보고서(position paper)를 발표하면서 실질법 측면의 연구를 시작하였다. 실질법 측면에서의 개혁입법을 가장 앞서 행한 국가는 미국이다.

미국의 경우 증권간접보유관계에 대해서는 統一商法典(Uniform Commercial Code: UCC) 제8편 投資證券編(Investment Securities)에서 규율하고 있다. 1962년 이전의 UCC 제8편은 중개기관이 고객을 위해 보관하는 증서증권<sup>4)</sup>을 고객의 소유물이라고 할 수 있는지 여부에 대해 명시적 규정을 두고 있지 않았다. 1962년 이전의 UCC 제8편은 특정한 상황에서 고객이 증서증권을 취득한다는 점을 묵시적으로 인정하고 있었을 뿐이다. 이러한 규정은 증권대체거래를 증서증권 자체가 거래되는 것으로 이해함으로써 선의취득이 가능한 구조로 만들려는 노력의 부산물이었다. 즉 증서증권의 선의취득이 인정되려면 증서증권을 교부받아 점유를 취득해야 하는데, 중개기관이 증서증권을 실제로 보관하고 있는 경우라도 고객이 증서증권을 “交付”받은 것으로 보는 규정을 둔 것이다. 그러나 1962년에 이루어진 UCC 제8편 개정은 고객이 중개기관이 보관하는 혼장증권채고를 공유한다는 점을 명시적으로 인정하였다. 이러한 구조는 1977년 UCC 제8편의 개정에서도 기본적으로 유지되었다. 이렇게 증서증권의 점유가 실제 이전되지 않음에도 고객이 증서증권을 취득, 소유한다고 보는 사고방식은 중개기관을 통해 증서증권을 간접보유하는 고객의 법적 지위를 직접보유자의 그것과

유사한 것으로 구성해야 중개기관에서 발생하는 위험(credit risk)을 회피할 수 있다고 생각한 것이다. 고객이 증서증권을 취득, 소유한다고 보아야 중개기관이 파산할 경우 고객이 자신의 증권을 환취할 수 있다고 본 것이다. 증권직접보유자의 경우와 마찬가지로 증권간접보유자가 증서증권을 취득, 소유한다고 보기 때문에 그 거래에 따른 거래안전은 선의취득의 법리에 의하는 것이었다.

그런데 이러한 미국의 증권간접보유구조는 1994년 UCC 개정을 통해 새로운 자산개념인 “證券權利”를 축으로 하는 구조로 전환되게 되었다. 일본의 개혁입법과정에서 크게 주목을 받았던 證券權利란 어떠한 성질과 내용을 갖는 것인지 여부, 그 장단점은 무엇인지 여부 등이 관심을 끌지 않을 수 없다. 본 논문에서는 미국의 UCC 제8편의 개정 전후의 증권간접보유시스템을 대비하여 살펴본 후 증권권리의 법률관계를 규명하여 우리의 간접보유시스템에 시사하는 점을 밝혀보고자 한다.

## II. 傳統的 法理에 따른 1977년 立法

### 1. 立法의 基本方向

1977년 UCC 제8편 개정의 초점은 1960년대 후반에 발생한 소위 “paper crunch”, 즉 증권거래가 폭증하여 거래의 결제를 위해 교부해야 할 증서증권의 분량이 과도해진 결과 증권회사의 처리능력을 넘어서는 사태를 해결하기 위한 것이었다.<sup>5)</sup> 즉 증서증권을 교부하는 것은 비효율적이므로 증서를 발행하지 않는 無證書證券(uncertificated securities)을 이용하면 효율적인 결제가 이루어질 것으로 기대하고, 證書證券(certificated securities) 외에 無證書證券<sup>6)</sup>에 대한 근거규정을 신설하였다. 여기서 유의할 점은 1977년 UCC 제8편은 무증서증권에 대한 규정을 신설하면서도 증권을 취득하는 데 점유가 필요하다는 기존의 입장을 견지하였다는 점이다. 그리하여 점유할 대상이 없는 무증서증권에서도 증서의 존재가 의제되었다.<sup>7)</sup> 예를 들어 무증서증권 거래의 안전을 확보하기 위해 증서증권에 대해 인정되던 선의취득(bona fide purchaser for value)법리가 무증서증권의 거래에서도 인정되었다.<sup>8)</sup>

그러나 현실의 간접보유시스템은 無券化(dematerialization)<sup>9)</sup>보다는 不動化(immobilization)<sup>10)</sup>라는 방향으로 발전했기 때문에 무증서증권의 거래가 발생하여도 증권발행인의 등록부상에는 아무런 변동이 없게 되었다. 예를 들어 <그림 1>에서 보듯이 증서를 발행하지 않은 X주식발행인의 등록부상에서 양도인 A의 명의는 삭제되고, 양수인인 B의 명의로 기재되는 방식으로 투자자단계의 거래가 직접 발행인의 등록부상에 반영되는 방식으로 무증서증권의 거래가 이루어질 것이라는 것이 1977년 개정시의 기대였다. 즉 증서증권의 거래시 증서증권의 교부가 이루어지듯이 무증서증권의 거래시에는 등록부의 변경이 이루어질 것으로 생각하였다. 그런데 현실적인 증권거래는 <그림 2>와 같이 DTC의 수취명의인(nominee)인 Cede&Co가 무증서증권인 X주식발행인의 등록부상 권리자로 기재되어 있고, DTC에 계좌를 개설한 중개기관이 투자자 A로부터 B로 이전되는 10,000주에 대해 A의 계좌에서 감액기재하고, B의 계좌에서 증액기재를 행하는 방식으로 이루어지는 구조로 발전하였다. 만약 증서증권이었다면 DTC가 증서증권을 점유하여 권리자로서의 지위를 누렸을 것이다. 결국 이러한 증권간접보유구조에서는 증권에 증서가 발행되었는지 여부는 투자자에게 중요한 문제가 되지 않는다. 증권에 증서가 발행되는지 여부는 중요하지 않은 것이 되었음에도 1977년 UCC 제8편은 증서증권인지 무증서증권인지 여부에 따라 증권권의 양도 및 담보권 설정에 대해 상이한 법규정 체계를 두고 있었기 때문에 문제가 있다는 지적이 제기되었다.<sup>11)</sup>

## 2. 證券間接保有方式

1977년 입법이 간접적으로 증권을 취득, 보유할 수 있는 방식에 대해 전혀 예측하지 못한 것은 아니었다. 몇몇 규정을 두고 있었는데, 이에 의하면 ① 중개금융기관이 특정한 투자자를 위해 그 투자자가 피배서인 또는 수취인으로 기재된 증서증권의 점유를 취득하는 방법,12) ② 중개금융기관(청산회사는 제외됨)이 특정한 증서증권을 개별 투자자를 위해 보관하는 방법,13) ③ 중개금융기관(청산회사는 제외됨)이 증서증권을 투자자별로 구분하여 보관하지 않고, 당해 중개금융기관이 보관하는 동종의 증권과 함께 혼장보관재고(fungible bulk)로서 보관하는 방법,14) ④ 무증서증권 발행인의 등록부상 중개금융기관(청산회사는 제외됨)의 명의로 등록된 무증서증권을 혼장관리하는 방법,15) ⑤ 다른 중개금융기관의 계좌부상 중개기관(청산회사는 제외됨) 명의의 계좌에 기재된 증권혼장재고 중 일부를 취득하는 방법16)의 다섯 가지를 규정하였다. 이 중 ①②의 방법, 즉 목적물인 증권이 당해 투자자를 위한 것임을 특정하여 증권을 취득한 투자자는 선의취득할 수 있지만17) ③④⑤의 방법에 따라 혼장보관재고 중 일정량의 증권을 취득하는 투자자는 선의취득할 수 없었다.18) 따라서 이들은 당해 혼장재고에 대해 공유지분을 취득하지만 前권리자가 무단양도임을 주장하여 반환청구를 하면 이에 응해야 한다.

이러한 1977년 UCC 제8편의 증권간접보유구조의 첫 번째 특징은 동일한 중개기관을 통해 증권을 취득한 고객이라도 그 증권의 취득태양에 따라 선의취득할 수 있는지 여부가 결정된다는 점이었다. 즉 증서증권을 중개금융기관이 분리보관하는 때에는 고객은 선의취득할 수 있지만, 증권을 혼장보관하는 경우에는 선의취득할 수 없다. 또 다른 하나는 투자자는 “증권”을 취득한다는 점이었다. 투자자는 증권을 취득, 보유하므로 증권발행인과 직접적 법률관계를 맺는다. 이러한 1977년 UCC 제8편은 중개기관이 증권을 직접점유하고 있음에도 그 소유권은 고객에게 있다고 보고 있으므로 고객과 중개금융기관의 관계를 임치(bailment)라는 전통적인 법률관계로 이해하고 있는 것이라고 할 수 있었다.

## 3. 證券間接保有시스템에 대한 批判

### (1) 仲介機關 破産節次上の 弱點

투자자에게 증권에 대한 소유권을 부여하면 중개기관이 파산할 경우 투자자의 재산이 중개기관의 채권자의 책임재산으로 되는 것을 막을 수 있다는 장점이 있다. 그러나 이러한 방식이 파산절차에서 반드시 투자자에게 유리한 결과를 보장하는 것은 아니라는 예리한 지적이 있었다.19) 중개기관이 고객의 매수지시에 의해 고객의 계산으로 취득한 X주식 10,000주를 은행에 담보로 제공한 후 파산한 때는 고객이 우선한다. 그러나 중개기관이 자기계산으로 매수한 X주식 10,000주를 은행에 담보제공한 후 고객이 지시한 X주식 10,000주의 매수주문을 이행하지 않은 채 고객계좌에만 대변기재하였다면, 소유권법리에 의하면 10,000주는 중개기관의 소유이므로 은행의 담보권은 고객에 우선하게 된다.20) 이러한 측면을 고려할 때 증권간접보유구조에서 투자자의 지위를 증권에 대한 소유자로 구성한다고 해서 반드시 투자자가 중개기관의 파산절차에서 유리한 지위에 서는 것은 아니라고 할 수 있다.

### (2) 去來安全網의 不適切性

1977년 UCC 제8편은 간접보유증권에 대해서도 직접보유증권의 경우와 동일하게 선의취득법리(bona fide purchaser for value)를 적용하려 하였다. 그러나 간접보유시스템과 직접보유시스템은 중요한 차이가 있다. 예를 들어 고객 갑의 계좌에 X주식 10,000주가 기재되어 있는 경우 정상적인 경우라면 갑은 중개기관으로부터 10,000주를 반환받을 수 있을 것이다. 그런데 만약 중개기관이 실제 보관하고 있는 X주식의 잔고가 중개기관의 고객들의 X주식

보유량, 즉 계좌에 기재된 총량에 미치지 못하는 경우에는 불가피하게 10,000주에 미치지 못하는 분량의 증권만을 반환받을 수밖에 없다. 이러한 경우에는 계좌부상 증권분량과 실제 소유하는 증권분량간에 차이가 발생하게 된다. 이러한 결과는 앞서 본 직접보유증권의 거래에서는 일어날 수 없는 결과이다. 선의취득법리에 의하면 선의취득자는 어느 누구의 제한도 받지 않고<sup>21)</sup> 자신이 양수한 증권을 완전히 지배할 수 있게 된다. 그러나 간접보유증권의 경우에는 같은 계좌부상으로는 10,000주를 취득하였더라도, 상황에 따라서는 그에 미치지 못하는 증권만을 반환받을 수 있을 뿐이다. 이러한 갑의 지위는 어떠한 항변(any adverse claim)의 대항도 받지 않는다는 선의취득자의 법적 지위와는 모순되는 것이었다. 그래서 1977년 UCC는 청산회사가 아닌 중개금융기관이 행하는 계좌대체에 의한 증권거래에서는 선의취득을 부정하기에 이르렀다.<sup>22)</sup> 청산회사의 계좌부기재에 의해 증권을 취득한 자에게만 선의취득자 지위를 부여했으므로,<sup>23)</sup> 예를 들어 동일한 중개금융기관의 고객간의 거래와 같이 청산회사의 계좌부기재 없이 결제가 완료되는 경우에는 투자자는 원칙적으로 선의취득자가 될 수 없어<sup>24)</sup> 결제의 중국성이 보장되지 않는다.<sup>25)</sup> 이러한 결과에 대해 청산회사가 아닌 중개금융기관의 계좌기재만에 의해 이루어진 결제에 대해서 중국성을 인정하지 않는 1977년판 UCC 제8편의 태도는 증권결제의 중국성의 문제와 취득한 권리의 구체적 내용의 문제를 혼동하고 있는 것이라고 비판하는 견해가 유력하게 제기되었다. 즉 중개기관을 통해 증권을 취득한 자가 혼장증권제고에 대한 공유권을 취득하는 것에 불과하다고 해서 그러한 증권취득자가 진정한 권리자의 반환청구에 응해야 한다는 의미는 아니라는 것이다.<sup>26)</sup>

### (3) 多段階仲介構造에 대한 脆弱性

1977년 UCC 제8편의 태도에 의하면 투자자는 증권을 소유하는 것이다. 이것은 대리 또는 임치의 법리에 의해 증권간접보유구조를 이해하는 것이다. 그런데 현대의 증권간접보유시스템에서는 투자자와 증권 사이에는 하나의 중개기관만이 존재하는 것이 아니고 다수의 중개기관이 중첩적으로 존재할 수 있다. 이러한 중개기관들은 투자자가 증권에 대한 소유권을 취득, 유지하는 데 도관(conduit)과 같은 작용을 행한다. 증권으로부터 투자자에게 이르는 도관이 끊기지 않고 연결되어야 투자자는 증권을 취득, 보유할 수 있다. 투자자가 직접 계좌를 개설하여 거래를 행하고 있는 중개기관이 파산한 경우에는 원칙적으로 증권에 대한 소유권을 주장하여 투자자가 보호받을 수 있을 것이다. 다만 이 경우에도 중개기관이 소유권자들의 권리를 만족시킬 분량의 증권을 보유하고 있지 않다면 투자자는 물권에 의한 보호를 받지 못하는 경우도 발생할 수 있다. 그런데 이러한 위험은 증권과 투자자 사이에 여러 중개기관들이 개입함으로써 더욱 증폭된다. <그림 3>의 경우를 볼 때 투자자는 자신이 거래하는 중개기관인 C가 아닌 A, B가 파산할 경우에도 그들이 자신의 고객을 위해 보유하는 자산이 부족하다면 물권에 의한 보호를 상실하게 될 것이다. 요컨대 1977년 입법의 태도는 다단계 간접보유구조의 각 단계에서 발생하는 손실을 그대로 투자자에게 전가하는 것이라고 할 수 있는 것이었다.

## III. 새로운 法理에 의한 1994년 立法

### 1. 意 義

1994년 UCC 제8편의 개정작업은 간접보유증권의 거래량이 점증함에 따라 간접보유증권의 거래를 효율적으로 처리할 수 있는 결제시스템을 확보하기 위해 이루어졌다. 1994년 개정은 간접보유증권의 병리적 법률관계의 해결에 주안점을 둔 것이 아니고, 수없이 이루어지는 거래를 원활하게 처리할 수 있는 틀을 짜야 한다는 관점에서<sup>27)</sup> 이루어진 것이다. 이러한

사고는 증권중개기관의 위법행위 등에서 발생한 개별적인 문제를 바로잡는 것보다는 거래안전을 확보하여 시스템리스크를 억제하는 것이 진정으로 증권결제시스템에 참여한 전체 고객의 이익에 부합한다는 발상을 전제로 하고 있다.<sup>28)</sup> 1994년 UCC 개정은 간접보유증권의 모든 법률관계를 규정하고자 하는 것이 아니라 증권의 양도법리, 증권을 둘러싼 권리자의 우열관계, 증권중개기관의 파산의 경우 분배문제 등에 한정되었다. 개정방식은 증권중개기관이 보유하고 있는 투자증권에 대한 권리관계를 임치 등 기존의 추상적 법리를 원용하여 구성하지 않고, 투자증권이 실제 발행되고 거래되는 구조를 그대로 법에서 수용하는 방식으로 이루어졌다.<sup>29)</sup> 1994년 UCC 제8편은 직접보유형태와 간접보유형태를 준별하고, 간접보유형태에 대한 규정을 제5장에 별도로 둬으로써 중개기관을 통한 증권의 간접보유형태에 적용되는 법리는 직접보유형태의 법리와는 다른 것이라는 점을 분명하게 하였다. 1977년 법이 간접보유구조를 직접보유구조와 비슷한 구조로 이해했던 것과는 다른 점이다. 1994년 UCC 제8편에서도 증서증권과 무증서증권을 구별하는 규정을 두고 있지만, 이는 증권의 직접보유형태에 대한 규정의 일부를 이루고 있을 뿐이다.<sup>30)</sup>

## 2. 證券間接保有시스템의 體系

### (1) 基本的 構造

1994년 개정의 최대목표는 투자자가 증권중개기관을 통해 증권을 보유하는 증권간접보유관계의 현실을 직시하고, 직접보유관계를 규율하는 법규범과는 완전히 다른 새로운 법규범을 창조하려는 데 있었다.<sup>31)</sup> 그래서 1994년 개정에서는 無記名證券(bearer securities)의 소지인이나 記名證券(registered securities)의 명의인과 같이 투자자가 증권발행인에 대해 직접 권리를 행사할 수 있는 경우(直接保有, direct holding)에 대한 규정과 별도로 간접적인 형태로 증권을 보유하고 있는 경우(間接保有, indirect holding)에 대한 규정을 신설하였다. 1977년 개정에서 중시되었던 증서증권과 무증서증권의 구별은 직접보유의 경우에만 의미를 가질 뿐이고, 간접보유에 대한 규정인 제5장에서는 거래의 객체인 증권에 증서가 발행되었는지 여부는 문제되지 않는다. 증권간접보유관계를 규율하는 UCC 제8편 제5장 최대의 특징은 證券仲介機關(securities intermediary)<sup>32)</sup>을 통해 증권 등 金融資産(financial asset)<sup>33)</sup>을 간접보유하는 투자자의 권리를 증권발행인에 대한 직접적 권리가 아니라 “證券仲介機關에 대한 債權的 權利 및 당해 證券仲介機關이 保有하고 있는 金融資産에 대한 比例的 物權의 總合”,<sup>34)</sup> 즉 “證券權利”(security entitlement)로<sup>35)</sup> 구성하고 있다는 점이다.<sup>36)</sup> 증권중개기관의 계좌부(record)에 증권권리를 갖는 자로 기록된 자를 證券權利保有者(entitlement holder)라 한다.<sup>37)</sup>

증권권리보유자가 자신이 거래하는 중개기관에 대해서만 권리를 주장할 수 있다는 원칙은 1994년 UCC 제8편의 개정에 의해 창설된 것이 아니다. 이것은 증권간접보유의 현실을 그대로 법률에 수용한 것이다.<sup>38)</sup> 1994년 개정은 현실적 간접보유구조를 그대로 수용하면서 이것을 “證券權利”라는 새로운 개념의 자산으로 구성하였다. 그것은 고객이 거래하는 증권중개기관 및 그 금융자산에 대해 갖는 여러 권리의 총합을 일컫는 용어이다. 간접보유방식의 기본원칙은, 중개기관은 증권권리보유자가 증권의 내용을 이루는 모든 권한을 행사할 수 있도록 해야 할 의무가 있다는 것이다. 증권권리보유자는 그 의무의 이행을 그 중개기관에 청구할 수 있을 뿐이다.<sup>39)</sup> 증권권리보유자는 자신의 거래중개기관이 아닌 다른 중개기관, 예를 들어 자신의 거래중개기관의 상위중개기관에 대해 직접 권리를 행사할 수 없다.

### (2) 證券權利의 概念

1) 중개기관이 보유한 특정한 종류의 금융자산에 대한 비례적 물권을 갖는다.

(가) 증권권리보유자는 “증권중개기관의 특정한 종목의 금융자산(a particular financial asset)에 대해 비례적 물권(pro rata property interest)”을 갖는다.

금융자산에 대한 비례적 물권을 부여한 것은 중개기관이 파산할 경우 환취할 수 있도록 하려는 의도에서 비롯된 것이다. 중개기관이 증권회사인 경우에는 연방증권투자자보호법에 의해 파산절차가 처리된다. 다만 파산한 증권중개기관이 파산절차 개시전에 위법하게 고객의 금융자산을 제3자에게 매각 또는 담보제공하여 증권권리에 상당한 충분한 금융자산을 보유하고 있지 않은 경우에도 증권권리보유자가 당연히 양수인에게 금융자산의 반환을 청구할 수 있는 것은 아니다.40) 양수인이 유상으로 취득하고, 금융자산을 “支配”(control)하고 있으며, 증권중개기관의 의무위반에 대한 통모가 없다면 증권권리보유자의 금융자산에 대한 반환청구권은 행사될 수 없다.41) “支配”를 한다는 것은 금융자산을 처분할 수 있는 법적 지위를 취득하기 위한 모든 절차를 완료했다는 것을 의미한다.42) 다만 어떠한 절차가 필요한가는 금융자산의 종류(증서의 존부, 등록의 요부 등)에 따라 다르다. 양수인이 “支配”를 획득하는 것은 다음의 경우이다. ① 양수인이 증권권리보유자로 되는 경우,43) ② 증권중개기관이 증권권리보유자의 동의가 없어도 양수인의 權利指示(entitlement order)를 따를 것을 약정한 경우,44) ③ 증권권리보유자가 자신의 증권중개기관에게 증권권리를 담보로 제공하는 경우이다.45)

<그림 4>와 같이 중개기관 갑이 고객을 위해 보관해야 할 X주식을 무단으로 15,000주46)를 채권자인 금융기관 을에게 양도담보로 제공한 경우 중개기관의 고객 A, B, C는 자신들의 증권권리총량에 부족한 15,000주에 대해 중개기관 을을 상대로 반환청구할 수 있는지 문제되지만, 을이 유상취득, 통모없음, 지배력의 요건을 갖추었다면 반환청구할 수 없게 된다. <그림 4>의 경우 금융기관 을이 증권권리보유자가 되어 지배력을 획득하였으므로 통모가 없다면 반환할 필요가 없게 된다. 이렇게 중개기관이 고객의 금융자산을 위법하게 처분한 경우에도 금융자산의 양수인이 위법행위를 공모한 경우에만 추급할 수 있도록 하는 것은 증권권리보유자에게 매우 불리한 것이다.

그럼에도 명문의 규정에 의해 제한하는 이유는 다음과 같다. <그림 5>와 같이 중개기관 갑이 고객들(A, B, C)을 위해 보유해야 할 금융자산인 X주식을 중개기관 을에게 처분하고 을은 그 X주식을 자신의 고객 D, E를 위해 보유한다고 하자. 여기서 갑 고객들의 입장에서는 을로부터 금융자산을 회복하는 것이 바람직하다. 그러나 이렇게 되면 을의 고객들인 D, E는 자신들의 증권권리를 충족시킬 금융자산이 줄어드는 불이익을 입어야 한다. 갑 고객들이 부담할 손해가 을의 고객들에게 전가되는 것에 불과하다. 이것은 증권대체거래에 참여하는 전체 투자자의 입장에서는 이익이 되는 것이 아니라고 할 수 있다.47)

(나) 금융자산에 대한 비례적 물권관계는 증권권리보유자가 증권권리를 취득한 시점 또는 증권중개기관이 당해 금융자산을 취득한 시점을 불문한다.48)

계좌기재에 의한 증권권리의 발생시점을 불문하고 증권권리보유자를 평등하게 대우하고, 증권중개기관이 금융자산을 증권권리의 발생후 취득하여도 무관한 것으로 한 점은 종전의 증권취득구조와는 대조적인 것이다. <그림 6>의 경우 종전의 증권소유구조에 의하면 다음과 같은 결과가 된다. 증권중개기관 A가 갑의 매수주문을 이행하여 X주식 1,000주를 자신의 계좌에 증가기재받은 후 갑의 계좌에 1,000주의 증가기재를 한 경우 갑은 1,000주를 취득하게 될 것이다. 그런 후 을이 1,000주의 매수주문을 하자 중개기관 자신의 계좌에는 증가기재를 받지 않은 채, 즉 매수행위를 하지 않은 채 을의 계좌에만 1,000주의 증가기재를 행하였다면 을은 자신의 출연으로 고객소유분의 총량을 증가시키지 못하였으므로 1,000주의

주식을 취득할 수 없을 것이다. 중개기관 A가 정상적으로 주문을 이행하였다면 2,000주로 구성된 증권재고에 대해 갑, 을 각각 50% 지분을 가진 공유자가 될 것이었다. 사안의 경우에는 갑만이 1,000주의 주식재고에 대한 소유자가 되고, 을은 단순한 채권자의 지위에 그친다. 중개기관 A가 사후적으로 1,000주의 매수행위를 이행한 시점, 즉 중개기관의 계좌에 1,000주의 증가기재가 있는 시점에야 비로소 을은 1,000주를 고객소유분에 출연한 것이므로 이 때부터 공유지분을 가질 것이다. 만약 중개기관이 사후적으로 매수행위를 행하기 전에 파산해 버리면 을은 채권자에 불과하기 때문에 취약한 지위에 처하게 된다. 그러나 증권권리구조하에서는 갑, 을은 평등하게 대우받는다. 증권권리구조하에서는 을은 증권중개기관이 일정한 금융자산(X주식)이 을의 증권계좌에 귀속된다는 취지를 계좌부상에 기재하면 증권권리를 취득한다.<sup>49)</sup> 중개기관 A가 늘어난 을의 증권권리에 상응하는 X주식을 추가로 매수하지 않은 경우라도 이러한 결과는 마찬가지이다. 따라서 <그림 6>과 같은 사안의 경우 을은 중개기관 A의 계좌기재에 의해 증권권리를 취득하며, 중개기관이 보유한 X주식 1,000주에 대해 고객 갑, 을은 50%의 지분을 갖는다. 증권소유구조와 비교해 볼 때 증권권리구조는 을에게 최대한 물권적 보호를 부여하는 시스템이라는 점을 확인할 수 있다. 사후적으로 중개기관이 1,000주를 추가적으로 자신의 계좌에 기재시키면 갑, 을은 2,000주에 대해 50%의 지분을 갖는다.

(다) 증권중개기관이 갖는 특정한 종류의 금융자산은 당해 증권중개기관에 대한 증권권리 모두를 만족시킬 때까지는 당해 증권중개기관 고유의 자산을 구성하지 않으며 증권중개기관 채권자의 책임재산으로 되지 않는다.<sup>50)</sup>

공식주식에 의하면 증권중개기관은 일반적으로 개별 증권들을 고객의 소유임을 인식할 수 있는 형태로 보관하고 있지 않기 때문에 중개기관에 대한 채권자의 힘이 미치지 않는 “고객재산”이라는 발상은 현실성이 없다고 한다.<sup>51)</sup> UCC 제8편은 특정한 종류의 주식에 대한 고객들의 증권권리를 충족시킬 때까지는 중개기관이 보유한 모든 그 종류의 주식은 중개기관의 자산이 되지 않는다고 하는데, 중개기관이 자기계산으로 취득한 증권과 고객계산으로 취득한 증권을 계좌상 나누어 기재하는 경우에는 어떻게 될 것인가? <그림 7>과 같이 될 것이다. 즉 고객소유분에서 D만큼의 부족분이 발생한 경우 중개기관이 보유한 갑 주식 전체가 고객의 권리를 충족시키기 위해 필요한 한도에서는 중개기관의 자산으로 되지 않기 때문에 자기소유분에 속한 주식이 D만큼의 부족분을 메우게 될 것이다. 즉 C가 D를 보충하게 될 것이다. 이러한 경우에는 D만큼의 부족분이 발생하여도 고객은 증권에 대한 물권적 지배를 상실하지 않게 될 것이다. 이러한 결과는 “고객들의 증권권리를 충족시킬 때까지는 중개기관이 보유한 모든 그 종류의 주식은 중개기관의 자산이 되지 않는다”는 문구에서 어떠한 제한도 부가되어 있지 않기 때문에 불가피한 것이라 생각한다. 이러한 결과에 따르면 고객에게 유리한 측면이 조성된다. <그림 8>과 같은 경우 중개기관이 유효하게 고객 갑, 을에게 X주식 2,000주에 대한 증권권리를 성립시켰지만 이에 상응한 고객소유분란에 X주식재고가 없는 경우라도 자기소유분 1,000주가 증권권리를 충족시킬 금융자산으로 귀속되어 갑, 을은 자신들의 증권권리의 목적물인 X주식 2,000주를 확보할 수 있을 것이다.

2) 증권중개기관은 자신이 증권권리보유자에게 부여한 증권권리 총량에 해당하는 금융자산을 즉시 취득하고 유지할 의무가 있고,<sup>52)</sup> 증권권리보유자의 동의가 없으면 관련 금융자산을 담보에 제공해서는 안된다.<sup>53)</sup>

3) 증권중개기관은 금융자산의 발행인이 지급하는 상환금 또는 배당금(payment or distribution)을 수취할 수 있도록 해야 하며,<sup>54)</sup> 또 수취한 상환금 또는 배당금을 증권권리

보유자에게 이전해야 한다.55)

4) 증권중개기관은 증권권리보유자의 지시에 따라 당해 금융자산에 관련된 권리를 행사해야 한다.56)

5) 증권중개기관은 증권권리보유자로부터 증권권리의 목적인 금융자산에 대한 양도나 상환의 權利指示(entitlement order)를57) 받은 때는 그 지시에 따라야 한다.58)

6) 증권권리보유자로부터 증권권리를 다른 증권보유형태(예를 들어 증서의 보유 또는 투자자 명의의 등록)로 변경하는 내용의 지시를 받은 경우, 그것이 가능하다면 그 지시에 따라야 한다.59)

### (3) 證券權利의 發生

증권중개기관을 통해 증권을 간접보유하고자 하는 투자자가 이러한 증권권리를 취득하게 되는 것은 ① 證券計座(securities account)에60) 금융자산이 계좌기재에 의해 대변기재된 경우, ② 당해 증권중개기관이 금융자산을 투자자로부터 수취하거나 투자자를 위해 취득하고, 그 자의 증권계좌에 대변기재하기 위해 보관하는 경우, ③ 법령 등에 의해서 증권중개기관이 금융자산을 투자자의 증권계좌에 대변기재할 의무를 부담하는 경우 중 한 가지에 해당할 경우이다.61) 증권권리는 이러한 시점에 발생한다. 이는 증권권리가 발생할 시점에 중개기관이 당해 종류의 금융자산을 보유하고 있는지 여부를 불문하고 성립한다. 중개기관이 증권권리가 발생할 때 그에 상응한 금융자산을 가지고 있지 않다면 즉시(promptly) 취득하면 된다.62)

### (4) 證券權利의 讓渡

증권권리체계에서는 투자자는 특정증권을 소유한 것이 아니므로 특정증권을 매도인으로부터 매수인에게 교부한다는 관념이 성립될 수 없다고 한다. 매도인은 매수인에게 어떠한 것도 인도하지 않고 매수인도 매도인으로부터 어떠한 것도 수령하지 않는다.63) 법적인 측면에서 간접보유증권의 거래란 소위 매도인의 증권권리가 소멸하고 소위 매수인이 새로운 증권권리를 취득하는 것이다.64) 현실적으로도 현재의 증권대체결제제도하에서는 양자간 또는 다자간 차감(netting)을 거쳐 결제가 이루어지는데, 이러한 차감결제가 이루어지는 경우 이전과정을 구체적으로 특정하는 것은 처음부터 불가능하다고 한다.65)

증권권리를 담보로 제공하는 방법은 크게는 양도담보66)로 제공하는 방법과 그 외의 방법으로 나눌 수 있다. 양도담보형식의 법률관계는 제8편 제502조에 의해 증권권리의 양도와 동일하게 규율된다. 그 이외의 담보권리관계는 제8편 제510조에 의해 규율된다. 제510조의 적용대상인 담보권은 증권권리에 대한 지배력을 취득하지만 증권권리보유자는 아닌 경우이다. 예를 들어 갑이 소유자로부터 무기명증권을 훔쳤다고 하자. 갑이 이 증권을 중개기관에 예치하고 갑 명의의 증권계좌에 대변기재를 받았다. 갑이 은행에서 돈을 빌리면서 은행에 증권권리에 대한 담보권을 설정하였다(은행은 지배도 획득하였음). 그러나 은행이 취득한 담보권은 증권권리의 취득방식이 아니었다. 이러한 경우 제510조에 의해 은행은 그 증권이 타인소유임을 알지 못하였다면 소유자의 청구를 배척할 수 있다.67)

### (5) 去來安全網

1994년 UCC 제8편은 증권간접보유관계의 경우 직접보유관계에서 이용되던 거래안전망인 선의취득법리를 유추적용하지 않고 제502조, 제503조, 제510조를 두어 거래안전을 도모한다. 제502조와 제510조의 경우 양수인에게 반환을 청구하면 양수인이 타인의 권리가 침해된다는 사실을 “인식”(notice)하는 것이 필요하지만, 제503조의 경우에는 양수인이 양도인의 위법행위를 “통모”(collusion)한 경우이어야 주장할 수 있다.68) 제8편 제503조는 제502

조와 제510조에 우선하여 적용된다. 따라서 중개기관으로부터 금융자산을 양수한 자는 중개기관의 위법행위를 공모하지 않았다면 타인의 권리가 침해된다는 사실을 인식하였다더라도 그 자산을 반환할 필요가 없다.69) 이 규정들과 선의취득법리의 큰 차이점은, 제502조와 제510조는 “그 특정한 권리침해”(particular adverse claim)에 대한 인식이 있어야 반환청구할 수 있다는 점이다. 따라서 주장된 권리침해를 인식하지 못하였다면 다른 권리침해를 인식하고 있었어도 양수인은 반환청구를 거절할 수 있다. 이는 선의취득하려면 “모든 권리침해”(any adverse claim)의 존재를 알지 못할 것을 요구하는 것과 다른 점이다.70)

### 3. 새로운 證券間接保有시스템에 대한 評價

#### (1) 投資者地位의 弱化與否

1994년 UCC 제8편은 투자자의 권리를 증권권리로 재구성하고 투자자는 자신의 증권중개기관을 상대로 하여서만 권리를 행사할 수 있는 것으로 하였다. 1994년 개정자들은 이러한 UCC 규정은 간접보유형태의 계층구조라는 특징을 명확히 반영한 것이라고 하면서, 투자자가 자신이 직접 계좌를 갖고 있는 증권중개기관만을 상대하고 있는 현실을 법적으로 수용한 것에 불과하다고 한다.71) 나아가 간접보유의 계층구조가 적절하게 기능하려면 투자자의 권리가 상위금융기관에까지 미쳐서는 곤란하고 직접 거래를 행하는 증권중개기관을 상대방으로 한정하는 것이 필요하다고 한다.72) 이러한 사고방식은 증권간접보유제도를 각 계층마다의 권리관계로 한정시키고 계층을 넘어선 “비약적 청구”는 인정하지 않는, 즉 각 계층은 절연된 것이라고 이해하는 것이다(<그림 9>). 1977년 UCC 제8편은 <그림 10>과 같이 증권간접보유제도상 증권중개기관들의 존재를 단순히 증권소유를 매개하는 고리로서 파악하여 투자자는 자신이 증권을 취득, 보유하고 있다고 구성하여 투자자에게 심리적 안정을 준다는 장점이 있었다(소위 look-through approach). 그런데 투자자의 권리를 증권권리로 구성하고 자기의 거래중개기관에 대해서만 권리를 행사할 수 있게 하면 투자자에게 불리한 것이 아닌가라는 의문이 제기된다.

#### 1) 投資者 法的 地位의 安定性을 肯定하는 見解

1994년 개정에 참여한 Rogers는 그러한 불안감은 옳지 않다고 한다. 그는 “전체 고객의 증권권리를 만족시킬 때까지는 증권중개기관이 보유한 금융자산은 당해 증권중개기관의 재산을 구성하지 않는다”고 규정하는 제8편 제503조를 들면서, 이는 고객의 권리가 단순한 채권적 권리(contractual claim)가 아니고 물권적 권리(property interest)로서의 성질도 갖는다는 점을 보여주는 것이라고 한다.73) 증권중개기관이 고객을 위한 금융자산을 임의로 처분 또는 담보제공하는 등의 위법행위를 행할 위험을 배제할 수는 없지만, 이러한 위험은 증권간접보유구조상 불가피한 현상으로 과거의 증권소유구조에서도 마찬가지로 발생하는 것이었으므로74) 제8편의 개정에 의해 투자자의 지위가 약화된 것은 아니라고 한다.75) 또한 1994년 UCC 제8편 제503조(a)에 의하면 중개기관이 보유중인 특정한 종류의 금융자산 모두가 우선적으로 증권중개기관의 고객들의 몫으로 된다는 점에 주목하여 볼 때, 중개기관이 “자기계산”으로 증권을 매수하고, 이어서 고객이 그 종류의 증권에 대한 증권권리를 취득한 경우에도 그 증권은 고객을 위한 자산이 된다는 것이다.76) 따라서 1994년 UCC 제8편에 의하면 증권중개기관의 일반채권자들은 고객의 권리를 충족시키기 위해 필요한 한도에서 책임재산이 부족해지는 위험을 부담하는 것이라고 할 수 있다(<그림 11>). 이러한 측면은 1977년 UCC 제8편보다 오히려 투자자에게 유리한 면이라 할 수 있다.

#### 2) 投資者 法的 地位의 安定性에 對해 懷疑的인 見解

증권중개기관이 파산한 경우에는 증권권리보유자는 증권권리의 목적물인 금융자산에 대해

중개기관의 채권자에 우선한다. 왜냐하면 증권권리보유자는 증권중개기관의 특정종목의 금융자산에 대해 비례적 물권을 갖기 때문이다. 따라서 증권권리보유자는 중개기관의 파산으로 인한 위험을 부담하지 않는다. 그러나 증권발행인이 파산한 경우 곤란한 문제가 생길 가능성이 있다. 이러한 문제가 발생한 예가 오렌지카운티(County of Orange) 파산사건이다.<sup>77)</sup>

1994년 7월 오렌지카운티는 메릴린치사의 자문을 받아 채권을 발행했고, 메릴린치사는 그 채권전액을 인수했다. 1994년 12월 오렌지카운티는 자기파산을 신청하면서 동시에 1995년 1월에 메릴린치사가 위법한 투자기법을 소개했다는 이유로 손해배상청구의 소를 제기했다. 그 후 1995년 11월에는 A사가 그 채권을 메릴린치사로부터 구입한 후 그 일부를 B사에 매각했다. 이 채권증서는 DTC에 예탁되어 있고, 메릴린치사의 A사에 대한 채권매도는 메릴린치사가 DTC에 갖고 있는 계좌에서 매도분을 차감한 후 A사가 거래하는 증권중개기관인 골드만삭스사가 DTC에 갖고 있는 계좌에 대변기재하고, 이어서 골드만삭스사가 관리하는 A사의 계좌에 대변기재하는 방식으로 이루어졌다(<그림 12>). A사가 행한 B사에 대한 채권매도는 골드만삭스사의 A사 계좌에서 매도분을 차감한 후 B사의 거래증권중개기관인 Brown Brothers & Harriman & Co.(BBH)사가 골드만삭스사에 갖고 있는 계좌에 대변기재하고, 이어서 BBH사가 관리하는 B사 계좌에 대변기재하는 방식으로 이루어졌다(<그림 13>).

오렌지카운티의 파산절차에서 A사와 B사는 채권을 신고하였다. 이에 대해 오렌지카운티측은 채권의 발행절차에 하자가 있음을 주장하며 이 채권신고에 항변을 제기했다. 이에 대해 A사, B사는 스스로 증권의 소지인임을 전제로 “증서증권상의 서명이 정당한 것으로 확인되면 발행인(debtor)이 증서증권의 유효성에 관한 항변 또는 하자를 입증하지 않는 한 소지인은 증서증권을 제시하여 지급받을 수 있다”고 규정하는 제8편 제114조(3)을 근거로 오렌지카운티의 채무이행을 명하는 약식재판(summary judgement)을 청구한 것이다. 이에 대해 법원은 오렌지카운티에 대해 지급을 구할 수 있는 증권소지인은 Cede(DTC의 수취명의인)이고 A사, B사는 증권소지인이 아닌 증권권리보유자에 불과하기 때문에 A사, B사는 제8편 제114조(3)에 기한 청구를 할 수 없다고 판단했다. 또 A사, B사는 오렌지카운티의 메릴린치사에 대한 항변사유를 알면서 채권을 매입했다는 오렌지카운티의 주장에 대해서는 증권권리보유자인 A사, B사에게는 제8편 제502조가 적용되고, A사, B사가 오렌지카운티의 메릴린치사에 대한 항변을 알고 있었는가, 즉 권리침해 사실을 인식하고 있었는가에 대해서는 다시 사실심리가 필요하다고 하면서 약식재판 신청을 기각했다. 생각건대 A사, B사가 증권권리보유자라는 점을 관찰하면 A사, B사가 채권신고를 하는 것 자체가 잘못이고 본건에서 채권신고를 행할 수 있는 자는 Cede라는 판결을 행하는 것이 옳았을 것이다. 또 제8편 제502조에서 문제되는 권리침해란 증권권리의 목적물인 금융자산의 귀속을 둘러싼 다툼이 있는 경우이다(제8편 제502조, 제8편 제102조(1)). 따라서 판례는 증권권리보유자인 A사, B사가 오렌지카운티가 메릴린치사에 대한 항변을 알았다고 하여 오렌지카운티가 채무이행을 거절할 수 있는 것은 아니라고 보았어야 한다.<sup>78)</sup>

### 3) 檢 討

앞서 본 바와 같이 1994년 UCC는 투자자의 법적 지위에 대한 규정이 불충분한 면이 있는 것은 사실이다. 그러나 이러한 문제는 사후적으로 입법 또는 해석을 통해 해결할 수 있는 문제이므로 결정적인 하자는 아니라고 보아야 할 것이다. 증권중개기관의 상위단계에 있는 증권중개기관(상위중개기관)이 증권중개기관을 위해 보관하던 금융자산을 무단으로 유효하

게 처분한 경우 투자자들의 증권권리는 이로 인한 손실을 떠안게 된다. 증권중개기관이 이러한 손실을 무조건 부담하도록 하는 방법도 가능할 것이지만 1994년판 UCC 제8편은 이러한 입장을 채택하지는 않은 것으로 보인다.<sup>79)</sup> 그러나 상위중개기관의 행위로 인해 투자자의 법적 지위가 영향을 받는 것은 1977년 입법의 경우에도 마찬가지였다. 왜냐하면 투자자들이 증권을 취득, 보유하려면 중개기관들의 도관이 온전하게 연결되어야 하는 것이기 때문이다. 어느 단계에서라도 연결이 단절되면 투자자들은 증권을 상실하는 것이었다(<그림 14>). 따라서 이 점에서 1994년 UCC에 의해 투자자의 지위가 약화된 것은 아니라고 할 수 있다. 증권권리구조는 간접보유제도가 구조적으로 내포하고 있는 문제를 더욱 악화시키지 않는 것에 그치지 않고, 일정한 측면에서는 이러한 문제를 해결하고 있다. <그림 15>와 같이 상위중개기관이 고객의 계산으로 취득한 증권을 임의로 처분한 경우, 만약 상위중개기관이 자신의 계산으로 취득한 증권이 있다면 이것이 투자자들의 증권권리를 충족시키기 위한 자산으로 편입될 것이기 때문에 투자자들은 손실을 입지 않게 될 것이기 때문이다.

### (2) 去來安全網에 대한 評價

1994년 개정자에 의하면 개정법은 1977년 UCC 제8편에서 나타난 거래안전망의 불안정성이라는 문제를 확실히 해결하였다고 한다.<sup>80)</sup> 이에 대해 1994년 개정법은 간접보유증권의 거래에서 양수인을 보호하고 나아가 간접보유증권의 거래를 촉진하는 것이라고 평가하는 견해도<sup>81)</sup> 있지만, 반면에 양수인이 증권중개기관과 통모하였다든가 권리침해를 인식했다는 점을 입증할 수 없는 경우에는 자산을 회복할 방법을 봉쇄하는 것은 권리자에게 지나치게 불리한 것이라는 지적도 존재한다.<sup>82)</sup> 제8편 제502조, 제503조, 제510조에 의해 증권대체결제의 종국성—즉 증권결제가 효력을 상실하지 않도록 하는 것—을 확보하는 것은 타당한 것으로 보아야 한다. 우선 증권간접보유구조는 직접보유구조와는 동질적인 측면보다는 이질적인 측면이 강하기 때문에 후자의 거래안전망인 선의취득법리를 준용하기 어렵다. 따라서 별도의 규정에 의해 거래안전망을 형성할 필요성이 있다. 또한 증권간접보유구조하에서 인정되는 거래안전의 정도는 직접보유구조하의 것과 같은 정도이면 충분한 것이 아닌가라는 의문이 제기될 수도 있다. 이것은 1994년 개정법이 직접보유구조의 경우에 비해 더욱 강력하게 거래안전을 보장하고 있기 때문에 제기되는 문제이다. 그러나 간접보유증권의 거래는 물건이 유통되는 것이 아니라 경제적 가치의 변동이라는 측면이 강하다. 사법상 금전에 대해서는 점유있는 곳에 소유권이 있다는 사고가 일반적이는데, 이것은 경제적 가치 자체인 금전의 소유관계에서는 동산에 비해 더욱 강력한 거래안전이 필요하기 때문일 것이다. 그런데 증권대체거래의 모습은 자금의 계좌이체의 경우와 비슷한 것이고, 자금의 계좌이체의 경우에는 피지급인은 강력한 보호를 받고 있으므로 간접보유증권의 거래에서 강력한 거래안전망이 요청되는 것은 수긍할 이유가 있다고 생각한다. 결국 1994년 UCC 제8편에서 증권권리취득자의 보호를 중시하는 것은 충분히 근거가 있는 것이라 생각한다.

### (3) 證券仲介機關의 責任

1994년 개정에 의해 증권중개기관은 그가 행한 처분에 대해 이의가 제기된 경우에도 법원의 처분금지명령에 위반하거나 이의를 제기한 자의 권리를 해할 것을 통모한 경우가 아니면 그 처분으로 인한 책임을 부담하지 않게 되었다.<sup>83)</sup> 이것은 1977년 UCC 제8편에서 중개기관의 면책요건으로 “성실성”을 요건으로 한 것과는 다른 것이다.<sup>84)</sup> 이러한 UCC 제8편에 대해 통모한 경우에만 증권중개기관의 책임을 인정하는 것은 지나치게 중개기관의 이익에 치우친 것이라는 비판이 있다. 즉 증권시장에 대한 투자자의 신뢰를 확보하려면 투자자가 증권중개기관으로부터 적절한 보호를 받을 필요가 있기 때문에 통모한 경우에만 증권중개기

관의 책임을 인정해서는 곤란하다고 한다.<sup>85)</sup> 반면에 권리없는 자가 증권중개기관을 상대로 고객이 보유한 증권에 대해 양립불가능한 권리를 주장한 때, 증권중개기관의 입장에서는 고객의 지시에 따르게 될 경우 면책되지 못할 위험이 존재하므로 지시의 이행을 주저할 것이라는 반론도 있다. 증권중개기관의 책임이 발생하는 경우를 제한함으로써 신속하게 고객의 지시를 실행할 수 있게 하는 편이 고객의 이익에 부합한다고 한다.<sup>86)</sup> 증권대체결제제도의 원활한 운영이 고객에게도 이익이 되므로 후자의 견해가 타당하다고 생각한다.

#### IV. 結 論

미국의 1977년 UCC 제8편과 1994년 UCC 제8편을 비교하면 다음과 같은 특징이 있다.

첫째, 1977년 입법은 우선 중개기관과 고객간의 관계를 임치관계로 본다. 이에 의하면 중개기관이 고객을 위해 혼장보관하는 증권재고 중 일정수량의 증권을 고객계좌에 대변기재하면 고객은 혼장재고에 대한 공유권을 취득한다. 즉 중개기관은 고객의 증권재고를 관리하고 있지만 소유자는 아니다. 중개기관이 고객의 증권을 다시 다른 중개기관에 맡기는 경우에도 고객은 여전히 증권을 소유한다. 반면 1994년 입법은 중개기관과 고객의 관계를 임치관계로 보지 않는다. 고객은 “증권권리”라는 자산을 보유하며 증권권리에 기하여 중개기관이 고객을 위해 보유한 금융자산에 대해 비례적 물권을 갖는다. 중개기관이 보유한 금융자산은 증권일 수도 있지만 증권권리일 수도 있다. 중개기관은 자신의 상위중개기관이 행한 계좌기재에 의해 증권권리를 취득한다. 그러나 이 증권권리는 다시 중개기관 고객의 비례적 물권이 미치는 목적물이 된다. 즉 상위중개기관의 계좌기재에 의해 발생하는 증권권리의 형식적 보유자는 중개기관이지만 실질적 보유자는 중개기관의 고객이다. 이렇게 실질적 소유와 형식적 소유가 분리되는 측면을 고려할 때 1994년 입법의 기본적 아이디어는 신탁관계를 염두에 둔 것이라 생각된다.

둘째, 1977년 입법에 의하면 고객은 중개기관이 보관하는 혼장증권재고에 대해 공유권을 취득한다. 여기서 만약 중개기관이 고객계좌에 대변기재를 하였지만 중개기관이 전혀 그 종류의 혼장증권재고를 보유하고 있지 않거나 지시받은 매수를 이행하지 않아 보유한 혼장증권재고의 증가가 없는 경우라면 고객은 증권을 취득할 수 없다. 이 경우 고객은 채권자의 지위에 있을 뿐이다. 왜냐하면 고객의 출원에 의한 고객증권의 증가가 없기 때문이다. 그러나 1994년 입법은 이러한 경우에도 고객에게 물권적 보호를 주고 있다. 고객은 자신의 증권계좌에 대변기재가 있으면 증권권리를 취득하며 중개기관이 금융자산을 보유하고 있는지 여부를 불문한다는 점(UCC 제8편 제501조(b)(1)), 고객은 중개기관이 보유한 금융자산에 대해 비례적 물권을 갖는데 여기서 증권권리보유자가 증권권리를 취득한 시점이나 증권중개기관이 금융자산을 취득한 시점을 불문한다는 점(UCC 제8편 제503조(b))을 이러한 해석의 근거로 볼 수 있다. 이러한 조문의 해석상 위와 같은 경우에도 고객은 중개기관이 보유하고 있는 기존의 금융자산에 대해 공유권을 취득한다. 이 점은 순수한 신탁법리와는 다른 측면이라고 생각한다. 신탁법리에 의하면 신탁자가 자신의 재산을 수탁자에게 맡기고 수탁자가 이 재산을 신탁자들을 위한 동종재산으로 보관하여야 비로소 신탁자가 수익자로서의 권리를 갖는다고 보아야 할 것이기 때문이다. 중개기관이 특정한 고객의 매수주문을 받은 경우에는 중개기관이 주문을 이행하여 전체고객을 위해 보관하는 자산을 증가시켜야 중개기관과 그 특정고객간에 비로소 수탁자-신탁자의 관계가 성립한다고 보아야 할 것이다.

셋째, 1977년 입법에 의하면 중개기관의 고객은 중개기관이 고객을 위해 보유하는 혼장증권재고에 대해 공유권을 갖는다. 중개기관이 자신의 계산으로 취득한 자산에 대해서는 고객

의 소유권이 미치지 않는다. 즉 중개기관의 자산은 고객자산과 고유자산으로 엄격하게 분리된다. 그러나 1994년 입법은 중개기관이 보유하는 일정한 종류의 금융자산은 고객의 증권권리 전체를 충족시키기 위해 필요한 한도에서 고객의 자산으로 된다고 하므로 고객자산의 특징은 탄력적으로 이루어진다. 이것은 중개기관이 고객자산과 고유자산을 분리하여 두고 있다고 하여도 이것이 동종의 증권이라면 고객의 증권권리 전체를 충족시키기 위한 한도에서 고객자산으로 된다는 의미라고 생각한다. 1994년 제8편 제503조에서 중개기관이 보유하는 “동일종목의 모든 증권”이 고객의 권리만족을 위해 필요한 한도에서 고객자산이 된다고 하고 있을 뿐 더 이상의 문구가 없기 때문에 이러한 해석이 가능하다고 생각한다.

이러한 방식으로 고객재산의 범위를 정하는 것은 다음과 같은 장점이 있는 것으로 보인다. 중개기관이 고객의 매수주문을 이행하지 않은 채 고객계좌에 대변기재를 한 경우, 중개기관이 소유하고 있는 동종증권은 고객재산으로 편입된다. 이에 의해 고객들은 중개기관의 의무 불이행으로 인한 위험을 부담하지 않을 수 있다. 또 중개기관이 파산한 경우 중개기관의 고객이 환취할 수 있는 자산의 범위가 넓어질 수 있다. 이러한 점은 신탁법리에 의해서는 나올 수 없는 결론이라고 생각한다. 신탁법리에 의하면 수탁자의 계산으로 취득한 자산과 신탁재산은 엄격히 구분해야 하므로 신탁재산이 부족하다고 하여 수탁자의 재산이 당연히 신탁자의 배타적 지배하에 들어간다는 논리는 성립하지 않기 때문이다.

넷째, 1977년 입법이 증권간접보유시스템에도 무리하게 직접보유시스템의 거래안전망인 bona fide purchaser rule을 적용하려다 거래안전에 허점을 드러냈던 것에 비해 1994년 입법은 직접보유와 간접보유의 차이를 정면으로 인정하여 간접보유관계의 거래안전을 기할 명문의 규정들을 두었기 때문에 1977년 입법과 같은 문제점이 드러나지 않게 되었다.

1994년 입법은 다음의 측면에서 우수하다고 생각한다. 첫째, 증권을 중개기관을 통해 간접보유할 수밖에 없는 고객의 법적 지위가 중개기관의 사정으로 인해 좌우될 위험을 가능할 줄이고 있다는 점을 들 수 있다. 특히 여러 계층의 중개기관이 존재할 경우 이러한 장점은 더욱 부각되리라고 생각한다. 단순히 중개기관의 파산위험으로부터의 단절뿐 아니라 중개기관의 자산취득 및 보유상황에 따라 고객의 법적 지위가 좌우되는 것을 배제함으로써 고객지위의 안정성을 증대시켰다고 할 수 있다. 둘째, 거래안전의 측면에서 증권의 간접보유관계의 적합하지 않은 선의취득법리를 폐기하고 별도의 규정에 의해 증권간접보유에 적합한 거래안전구조를 구축하였다. 미국의 1977년 UCC 제8편과 마찬가지로 “증권”소유시스템을 취하고 있는 우리 법제에 이러한 증권권리시스템을 도입한다면 이상에서 열거한 이익을 취할 수 있을 것이다. 다만 증권권리의 근저에 깔려 있는 신탁법리는 우리의 경우 신탁법이라는 단행법률이 존재하고, “신탁”이라는 명칭이 붙은 여러 법률들이 존재하기는 하지만 신탁법리에 대한 심도있는 연구가 이루어지고 있다고 하기 어렵고, 영미의 경우와 달리 우리의 법문화에 깊숙이 침투하여 있는 친숙한 법리도 아니며, entitlement라는 개념은 매우 모호한 개념이기 때문에 우리법상 수용되기 어렵다는 등의 반론이 가능할 것이다. 그러나 1994년 입법자들이 밝히듯이 증권권리란 입법자들이 관념적으로 새로이 창설한 형태의 자산이 아니다. 그들은 현실의 증권간접보유관계를 관찰하여 그것을 그대로 법에 수용하고 이를 “증권권리”라고 칭한 것이다. 증권간접보유관계의 현실은 미국이나 우리나라라고 해서 다를 것이 없다. 따라서 우리의 경우에도 “증권권리”를 도입하는 것이 과연 불가능한지 의문이다. 또 entitlement 개념은 모호한 것이기는 하지만 그 법률관계는 UCC 제8편과 같이 명문의 규정에 의해 상당히 명확하게 될 수 있다. 따라서 entitlement 개념의 모호성이라는 약점도 커다란 장애요소가 될 것으로 생각하지 않는다. 일본의 경우 사채대체법을 통해 채권의 완전

한 무권화를 단행하면서도 투자자가 “채권자”라고 구성하여 투자자가 채권발행인을 상대로 권리를 행사할 수 있도록 하였다. 그러나 이러한 구조에서는 증권간접보유구조의 국제적 법률관계에 적용될 준거법으로 중개기관소재지법을 채택하기 어렵게 만든다. 왜냐하면 투자자가 담보로 제공할 재산은 채권 그 자체가기 때문이다. 채권에 대한 준거법은 국제사법 제25조에 의하면 당사자자치에 의해 결정하며, 제26조는 당사자가 준거법을 지정하지 않은 경우에는 채권계약과 가장 밀접한 관련이 있는 국가의 법에 의하도록 하고 있다. 이 경우 계약이 당사자의 직업 또는 영업활동으로 체결된 경우에는 당사자의 영업소가 있는 국가의 법이 가장 밀접한 관련이 있는 것으로 된다(제26조 단서). 외국에서 발행된 채권은 그 발행계약에서 준거법을 정하더라도 외국투자자들이 계약을 갖고 있는 중개기관의 소재지법을 준거법으로 지정할 것인지는 의문이다. 왜냐하면 채권발행인의 입장에서는 채권자별로 별개의 준거법에 따라 법률관계를 형성해야 한다면 복잡하게 될 것이기 때문이다. 만약 계약에서 준거법을 지정하지 않았다면 채권과 가장 밀접한 관련이 있는 국가의 법이 준거법으로 지정될 것인데 투자증권의 발행은 거의 예외없이 영업활동의 일환일 것이고, 그 발행장소는 주된 영업소가 될 확률이 높기 때문에 채권발행인의 주된 영업소가 채권의 준거법으로 지정될 확률이 높을 것이다. 결국 채권 자체를 보유한 투자자는 자신이 중개기관이 소재하는 국가의 법률을 준거법으로 지정하기 어렵다는 결론에 도달하게 된다. 간접보유증권의 섭외적 물권관계에 적용할 준거법을 중개기관소재지법으로 하는 것이 타당한지 여부는 별론으로 하고, 중개기관소재지법을 준거법으로 지정하려면 미국식의 증권권리구조를 도입하는 것이 정합성이라는 측면에서 타당할 것이다. 왜냐하면 증권권리는 중개기관에 대한 권리이기 때문이다. 이러한 측면에서도 증권권리구조의 도입은 상당한 실익이 존재한다.

다만 증권권리구조를 도입하는 것만으로 간접보유시스템의 모든 문제가 해결될 것으로 생각하지는 않는다. 생각하지 못한 문제들이 발생할 수도 있다. 예를 들어 국제적 증권거래에 적용될 준거법을 지정하려면 법률관계의 성질결정이 선행되어야 하는데, 국제사법상 증권권리의 성질을 어떻게 보아야 할 것인지 여부, 준거법 지정을 확실하게 하려면 국제사법의 개정이 필요한 것이지 여부 등이 문제될 것이다. 또한 현재 신탁법리에 대한 연구가 활발하지도 않은 상태에서 과연 증권권리를 수용할 수 있는가 여부, 수용할 수 있다면 신탁법에 의해 증권권리와 같은 효과를 내는 법리구성은 가능한지 여부, 만약 신탁법만으로 구성한 법리가 불충분하다면 어떠한 내용을 보완하여야 할 것인지 여부 등도 문제가 될 것이다. 또한 증권권리방식이 증권간접보유시스템내에서 새로운 문제를 일으키지는 않는지 여부도 연구대상이다. 이러한 문제들은 차후의 연구를 통해 규명해 보기로 한다.

#### 참고문헌

- 김건식, “미국의 증권예탁결제제도,” 『비교사법』, 제3권 제2호, 1996.
- 森下哲朗, “國際的證券振替決済の法的課題(一),” 『上智法學論集』, 제44권 제1호, 2000.
- Aronstein, M.J., Robert Haydock Jr. & Donald A. Scott, “Article 8 is ready,” 93 Harvard law review 889, 1980.
- Darmstadter, H., “Recent article 8 cases,” 56 Business lawyer 1825, 2001.
- Guttman, E., “Mediating industry and investor needs in the redrafting of UCC article 8,” 28 Uniform commercial code law journal 3, 1995.
- Hakes, R.A., “UCC Article: Will The Indirect Holding of Securities Survive the Light of

Day?" 35 Loyola Of Los Angeles Law Review 661, 2002.

Reitz, C.R., "Investment securities: the new ucc article 8 for delaware," 1 Delaware law review 47, 1998.

Rogers, J.S., "Negotiability, property and identity," 12 Cardozo law review 471, 1990.

Rogers, J.S., "Revised UCC article 8: why it's needed, what it does," Uniform commercial code bulletin 3, 1994.

Rogers, J.S., "Policy perspectives on revised U.C.C. article 8," 43 UCLA law review 1431, 1996.

Schroeder, J., "Is article 8 finally ready this time? the radical reform of secured lending on wall street," Columbia law review 2919, 1994.

Schroeder, J., & Carlson, "Security Interests under article 8 of the uniform commercial code," 12 Cardozo law review 557, 1990.

Schwarcz, S.L., "Intermediary risk in a global economy," 50 Duke law journal 1541, 2001.

Sommer, J.H., "International securities holding and transfer law," Arizona journal of international comparative law(summer), 685, 2001.

Wittie, R.A., "Recent case law developments in U.C.C. article 8 and investment securities," 54 Business lawyer 1921, 1999.

Wittie, R.A., "Review of legislative developments affecting U.C.C. article 8 and investment securities," 53 Business lawyer 1511, 1998.

Wittie, R.A., "Review of recent developments in U.C.C. article 8 and investment securities," 50 Business lawyer 1575, 1997.

Wittie, R.A., "Case law developments in U.C.C. article 8 and investment securities," 55 Business lawyer 2027, 2000.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 5, No. 1, 2004

The concept of security entitlement in UCC Article 8

ISU KIM

Abstract

The basic legal model of securities ownership is that of the direct holding of securities. Under direct holding system, the owner's interest is a direct property right. But the concept of a direct property right is difficult to apply in the context of

indirect holding system. This is because under traditional legal principles commingling fungible property terminates direct property rights of owners of the individual commingled items. For the reasons of efficiency, depository that holds securities for investors generally commingles them through omnibus customers account. And indirect holding system is made up of various tiers, thus making the structure look like a pyramid. Under indirect holding system mentioned above, an investor may have rights against its immediate intermediary for the return of the same amount and type of securities initially deposited; alternatively, the investor whose securities has been commingled may have some form of co-proprietary interest with other investors in the commingled securities bulk. The fundamental difficulty with the former is that the investor becomes wholly reliant on the integrity and solvency of its immediate intermediary. As a result, structures have evolved under which the individual investors continue to have rights that are protected in the event of the insolvency of the immediate intermediary. One model which has this effect is to treat the commingled securities held for investors as a separate pool of property in which the investors have some kind of co-proprietary interest. A few years ago, another wholly new approach to create a legal structure which ensures that investors continue to have property rights notwithstanding the commingling that arises from indirect holding systems, but without using a co-ownership concept was adopted at Article 8 of the U.C.C. in the United States.

Article 8 of the U.C.C. underwent major changes in 1994, after uncertainties in the application of the old legal regime of the 1977 version of Article 8, which was based on a direct holding system, had been revealed. The 1977 revisions to the Article 8 were made on the assumption that securities industry would move to uncertificated securities (dematerialization) to resolve the mechanical problems created by the physical delivery of certificates. But securities market solved the problems of transferring paper certificates by virtue of immobilization, or indirect holding system. The 1994 revision explicitly addresses the new market reality of the indirect holding system. Revised Article 8 contains express definitions of key terms such as "securities intermediary", "security" and "securities account" and also provides various duties of a securities intermediary to its customers. The most important feature is the introduction of the "security entitlement". Under this concept, an investor does not have a traceable property right to a specific security located somewhere in a vault. Instead, the investor has a package of rights and interests against the securities intermediary with which the investor has a direct contractual relationship. A security entitlement is itself a form of property interest, combined with a package of in personam rights against the intermediary. Most importantly, the entitlement holder does not take the credit risk of the intermediary. If the intermediary becomes insolvent, its securities holdings corresponding to customer claims satisfy these claims before they are available to satisfy the claims of general creditors.

In this paper, the pros and cons of the legal regime of the 1994 version of U.C.C.

Article 8 will be examined. The author tries to get some lessons necessary to improve Korean indirect securities holding system from this analysis.

\* 본 논문은 2003년 인제대학교 신임교수연구정착금에 의해 지원되었음.

1) 사채대체법에 대해서는 김건식·김이수, “채권결제제도의 개혁: 일본의 예를 중심으로,” 『증권법연구』, 제4권 제1호(한국증권법학회, 2003), 271-296면.

2) 예를 들어 금융법위원회가 2000년 발표한 “證券の振替決済にかゝる法制に關する中間論点整理ついて”라는 보고서.

3) 엄격하게 말하면 조약은 당사자의 합의에 의한 준거법 지정을 우선하고 있으므로 PRIMA는 다소 변형되었다고 할 수 있다.

4) 이하에서는 “증권”이란 증서증권(certificated security)의 경우에는 “증서상에 표창된 권리”, 무증서증권(uncertificated security)의 경우에는 종이발행되었다면 “증서상에 표창되었을 권리”를 총칭하는 것으로 보기로 한다. 우리식의 유가증권은 증서증권에 해당한다고 할 수 있을 것이다.

5) 다만 paper crunch는 교부해야 할 증권의 양이 아니고, 사무처리에 필요한 문서작업량(paper work)이 문제였다고 지적하는 견해도 있다. J.L. Schroeder, “Is Article 8 Finally Ready This Time? The Radical Reform of Secured Lending on Wall Street,” 1994 Columbia Law Review 291(이하 Schroeder), p. 324.

6) 1977년판 UCC 제8편 제102조(1)(b)에 의하면 “無證書證券”이란 발행인의 재산이나 기업에 대한 지분권(shares), 사원권(participations) 등의 권리나 발행인의 채무(obligations)를 지칭하는 것으로, ① 유체물에 의해 표창되지 않고 발행인 자신 또는 그 대리인이 관리하는 등록부상 기재를 통해 이전되고, ② 증권거래소 또는 증권시장에서 거래되고, ③ 일정한 종류의 자산으로 분류가능한 것이어야 한다.

7) 이런 태도를 parallelism이라 한다. Rogers, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8,” 43 UCLA Law Review 1431(이하 Rogers, Policy Perspectives), 1447ff.; Aronstein, Haydock, Jr. and Scott, “Article 8 is ready,” 93 Harvard Law Review 889, 893ff. 이런 입장을 취하게 된 것은 이렇게 해야 제도이용자의 신뢰를 얻을 수 있고, 증서증권과 무증서증권이 병존하는 상황에서 그 법적 취급이 크게 다른 것은 바람직하지 않다고 생각했기 때문이다.

8) 1977년판 UCC 제8편 제302조(1).

9) 유가증권은 재산권을 지면에 화체시켜 이것의 점유를 이전함으로써 거래의 확실성과 안전을 확보하려는 제도이었지만, 증권거래량이 폭증하는 현대사회에서 이러한 점유이전 방식을 고수하는 것은 어려운 것이다. 그래서 그 문제를 해결하는 방안의 하나로 더 이상 종이에 재산권을 화체시키지 않는 증권이 등장하게 되었다. 이것이 무권화인데, 이에 의하면 증권을 거래할 경우 그 이행을 위해 직접 증권을 교부한다는 것은 불필요하게 되었다. 무권화는 무증서증권을 취득하는 당사자가 직접 증권등록부상 기재되어 증권을 직접보유하는 방식과, 증권등록부에는 중개기관이 기재되고 투자자는 중개기관이 행하는 계좌기재에 의해 증권을 간접보유하는 방식과 결합될 수 있다.

10) 증권거래가 폭증하면서 엄청난 분량의 증서증권이 결제에 이용되어야 했다. 그러나 이러한 과정이 매우 비효율적임은 자명한 현실이다. 이러한 문제를 해결하는 방법으로는 앞의

무권화 이외에 부동화라는 방식이 있다. 이는 증서증권을 증개기관에 맡겨 두고 투자자는 증개기관이 행하는 계좌기재에 의해 증서증권을 간접보유하며, 간접보유증권의 양도도 계좌 대체만으로 가능하게 하는 시스템이다. 계좌대체만으로 거래의 결제가 가능하므로 매우 효율적임을 알 수 있다. 부동화의 경우에는 투자자는 당연히 증권을 간접보유한다.

11) J.L. Schroeder & D.G. Carlson, "Security interest under article 8 of the uniform commercial code," 12 Cardozo Law Review 557(1990)(이하 Schroeder & Carlson), 574ff.

12) 1977년판 UCC 제8편 제313조(1)(c).

13) 1977년판 UCC 제8편 제313조(1)(d)(i).

14) 1977년판 UCC 제8편 제313조(1)(d)(ii). "fungible bulk"는 "대체가능한 물건의 집합"이라고 한다. "fungible"에 대해서는 UCC 제1편의 제201조(17)의 정의에 의하면 "「대체성 있는」 물품 또는 증권이란 성질상 또는 거래관행상 그 1단위가 다른 유사한 1단위와 동가치인 경우를 의미한다. 대체성이 없는 물건이라도 개별 합의에 의하여 물건이 동가치로 취급되는 때는 본법상의 대체물로 간주한다"고 규정한다.

15) 1977년판 UCC 제8편 제313조(1)(d)(ii).

16) 1977년판 UCC 제8편 제313조(1)(d)(iii).

17) 1977년판 UCC 제8편 제302조(1)에 의하면 "선의취득자"(bona fide purchaser)가 될 수 있는 것은 이하의 세 가지 방법 중 어느 한 가지 방법으로 증권을 취득한 자로서 취득시 정당한 대가를 지불했고, 권리침해(adverse claim)의 존재를 알지 못한 자이어야 한다. ① 증서증권의 경우 그 증서를 소지한 자(기명증권의 경우에는 당해 증권이 소지인명의로 발행되었거나 배서되었어야 한다), ② 무증서증권의 경우는 발행인의 등록부에 권리자로 등록된 자, ③ 제8편 제313조(c), (d)(i) 또는 (g)에서 정한 방법으로 증권을 취득한 자.

18) 1977년판 UCC 제8편 제313조(2).

19) Rogers, Policy Perspectives, 1514.

20) 이상의 사안은 Id., 1516에서 인용.

21) A "bona fide purchaser" is a purchaser for value in good faith and without notice of any adverse claim. 1977년 UCC 제8편 제302조(1).

22) Rogers, Policy Perspectives, 1467. 1977년 UCC 제8편 제313조의 공식주석(official comment)에 의하면 "subsection(2)는 증개금융기관이 매수인을 위해 보관하는(즉 그의 지시에 의해 지배되는) 증권은 매수인의 소유라고 규정한다. 예를 들어 매수인은 은행의 보관계좌(custody account) 또는 브로커의 신용계좌(margin account)를 통하여 증권을 소유한다. 그러나 특정증권이 매수인에게 귀속하는 것으로 별도로 분리되어 지정되지 않으면 그자는 선의취득자가 될 수 없다. 선의취득자는 어떠한 항변으로도 대항받지 않고 특정증권을 소유한다. 만약 증권을 혼장보관채고의 일부라는 형태로 보유하는 자에게 선의취득자의 지위를 인정하면 혼장보관채고가 예상한 것보다 적은 경우 이에 대한 권리의 조정이 불가피하기 때문에 양립할 수 없는 둘 이상의 선의취득자의 지위가 발생할 가능성이 있다"고 한다. 이어서 동 공식주석은 "청산회사는 오로지 고객계좌만을 갖고 있어서 양립할 수 없는 권리가 발생할 가능성이 적기 때문에 청산회사가 보관하는 증권에 대해서는 예외가 인정된다"고 하고 있다. 1977년판 UCC 제8편 제313조 official comment 4.

23) 1977년판 UCC 제8편 제302조(3).

24) 1977년판 UCC 제8편 제313조(2).

- 25) Rogers, Policy Perspectives, 1466ff.
- 26) Id., 1468ff.
- 27) 1994년판 UCC 제8편 제503조 official comment 3.
- 28) Rogers, Policy Perspectives, 1539ff.
- 29) Id., 1450ff.
- 30) Rogers는 “Revised UCC Article 8: Why It’s Needed, What’s It Does,” ALI-ABA Course of Study, The Emerged and Emerging New Uniform Commercial Code, December 8, 1994에서 다음과 같은 점들을 1994년판 UCC 제8편의 장점으로 들고 있다. 시스템내 결제의 종국성을 보호하여 시스템리스크를 감소시키고, 계약 또는 청산회사의 정관에 의해 증권권리의 내용을 정함으로써 변화하는 상관행에 신속하게 적응할 수 있는 점, 준거법의 결정기준을 명확하게 규정함으로써 국제적 보관 및 결제계약의 체결을 용이하게 한다는 점을 든다. 다음으로 증권직접보유와 증권간접보유방식에 대해 중립적 입장을 취함으로써 투자자의 선택과 시장의 힘에 의해 증권보유방식의 발전방향을 정할 수 있게 한 점, 중개기관을 통해 증권을 보유하는 투자자의 권리관계를 명확히 한 점 등을 든다. 또 증권사의 증권중개기관으로서의 행위에 대한 책임범위를 명확히 한 점, 증권중개기관은 그 고객에 대해서만 의무를 부담하며 제3자에게는 의무가 없다는 기본적 원칙을 정하였다는 점 등을 든다. 그 외 무증서증권의 발행인이 등록질(registered pledge)이 아닌 “지배”(control)약정에 의해 증권소지인에게 담보권을 설정할 수 있도록 한 점 등도 들고 있다.
- 31) Rogers, Policy Perspectives, 1455: UCC 제8편은 모든 증권거래관계를 규율하는 규범이 아니다. 1994년 UCC, Prefatory Note to art. 8, part III. B는 “제8편은 증권 또는 증권거래를 규율하는 광범위한 규정이 아니다... 브로커와 고객간의 관계를 규율하는 광범위한 사법체계가 아니고 그래서도 안된다. 또 브로커나 다른 중개기관의 불법행위를 감시하는 규제체제도 아니다”라고 하고 있다.
- 32) “증권중개기관”이란 청산회사(clearing corporation) 또는 통상의 영업으로 타인을 위한 증권계좌를 관리하고 그 지위에서 활동하는 자(은행과 브로커를 포함한다)를 말한다. 1994년판 UCC 제8편 제102조(14).
- 33) “금융자산”이란 제8편 제103조의 경우를 제외하면 다음을 의미한다. (i) 증권 (ii) 채무, 지분(share), 사원권(participation), 기타 재산권으로서 금융시장에서 거래되고 있거나 거래가능한 것 또는 그 권리의 발행 또는 유통시장에서 투자수단으로 인정되고 있는 것이어야 한다. (iii) 증권중개기관이 일정한 자산을 본편(제8편)의 금융자산으로 취급할 것을 타인과 명시적으로 합의한 경우 증권중개기관이 타인을 위해 증권계좌에 보관하는 일체의 자산. 1994년판 제8편 제102조(9).
- 34) “비례적 물권”이라는 용어는 pro rata property interest in all interests in a particular financial asset held by securities intermediary를 번역한 것이다. 비례적 물권이라는 표현을 사용한 것은 중개기관이 파산한 경우 고객을 위해 보유하는 financial asset(무증서증권을 포함한 넓은 개념이다)에 대해서는 고객들이 자신의 계좌기재에 따른 지분에 따라 파산채권자에 우선하여 금융자산을 환취할 수 있다는 점에서 물권적 측면이 있기 때문이다. 증권권리에 포함된 물권적 권리(property interest)는 투자자와 직접 거래관계에 있는 중개기관의 상위에 위치한 중개기관에 대한 대세적 권리를 인정하지 않으며, 증권권리의 기초가 되는 금융자산을 취득한 제3자에 대한 대세적 권리는 매우 제한적으로만 인정한다는 점에 주의를 요한다. 이러한 권리는 전통적인 물권의 속성인 대세효와는 부합하지 않으므로 증권

권리에 포함되어 있는 물권은 UCC 제8편에 특유한 것이라고 할 수 있다. R.A. Hakes, "UCC Article: Will The Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day?" 35 Loyola Of Los Angeles Law Review 661(2002), p. 686 이하.

35) security entitlement의 해석은 김건식 교수의 해석례에 따라 "증권권리"라고 해석하기로 한다. 김건식, "미국의 증권예탁결제제도," 『비교사법』, 제3권 제2호(1996), 64면.

36) Rogers, Policy Perspectives, 1450ff.: 김건식 교수에 의하면 증권권리는 특정물건에 대한 단순한 소유권적인 권리라기보다는 오히려 중개기관에 대해서 주장할 수 있는 일정한 권리와 이익을 집합적으로 가리키는 개념이라고 할 수 있다고 하며, 우리식의 이해에 의하면 순수한 물권적인 요소뿐 아니라 채권적인 요소를 많이 갖고 있다고 평가한다. 김건식, 상계논문, 65면.

37) 1994년판 UCC 제8편 제101조(7).

38) 투자자가 상위의 중개기관에 대해 소유권을 주장할 수 없다고 하여도 중개기관의 파산 채권자는 그 중개기관이 고객을 위해 보유하는 자산에 대해 권리를 주장할 수 없기 때문에 투자자가 중개기관의 파산으로 인한 위험을 더 무겁게 부담하는 것은 아니라고 한다. S.L. Schwarcz, "Intermediary risk in a global economy," 50 Duke law journal 1541(2001)(이하 Schwarcz), 1592ff.

39) 증권권리는 중개기관이 고객에게 행하는 계좌기재만 있으면 발생하므로 증권권리에 포함된 물권적 보호라는 효과를 비교적 안전하게 누릴 수 있고, 증권권리가 갖는 "고객-중개기관"간의 상호적(communicative)인 성질상 인접한 관계자만이 법률관계를 갖기 때문에 간접보유시스템의 각 단계를 넘어선 이해관계자간 및 동일한 단계의 이해관계자간의 문제가 존재하지 않는 측면에서도 법률관계의 안정이 가능하다. 결국 복잡한 간접보유시스템은 개별적인 양자간 법률관계들로 해체되는 것이다. J.H. Sommer, "International securities holding and transfer law," Arizona Journal of International and Comparative Law(summer 2001), 699ff(이하 Sommer).

40) "증권권리보유자의 당해 금융자산에 대한 물권적 권리는 다음의 경우에만 그 금융자산 또는 그 일부를 취득한 자에게 주장할 수 있다. (1) 증권중개기관에 의해 또는 증권중개기관에 대한 파산절차가 개시되었을 것. (2) 증권중개기관이 그 금융자산에 대한 증권권리보유자의 증권권리 모두를 충족시키기에 충분한 분량의 금융자산에 대한 권리를 보유하지 못할 것. (3) 증권중개기관이 제8편 제504조의 의무에 위반하여 금융자산 또는 그 일부를 취득자에게 이전하였을 것. (4) 취득자가 subsection(e)에 의해 보호받지 못할 것..." 1994년판 UCC 제8편 제503조(d). 이런 경우라도 그러한 권리행사는 증권중개기관의 관재인이나 청산인(trustee or liquidator)이 행사하는 것이고 그들이 행사하지 않는 경우에 한하여 증권권리보유자가 권리를 행사할 수 있다.

41) 1994년판 UCC 제8편 제503조(e): 증권중개기관이 고객의 증권을 고객의 동의없이 자금조달을 위해 자신이 계좌를 갖고 있는 상층의 증권중개기관 또는 다른 금융기관에 담보로 제공하는 경우 이러한 행위를 금지하는 UCC 제8편 제504조(b)를 근거로 고객이 담보권자에게 증권의 반환을 구할 수 있는지 문제된다. 이 문제가 다루어진 사안이 Nathan W. Drage, P.C. v. First Concord Securities, Ltd. 사건이다(39 UCC Rep Serve 2d 853(1999)).

42) 1994년판 UCC 제8편 제106조 official comment 1. 제8편 제106조의 official comment는 "지배를 획득한다는 것은 매수인(담보권자)이 증권의 보유형태에 따라 소유자

인 채무자의 동의없이 증권을 처분할 수 있는 지위에 서기 위해 필요한 조치를 다했다는 것을 의미한다”고 한다.

43) 1994년판 UCC 제8편 제106조(d)(1).

44) UCC 제8편 제106조(d)(2). 담보권자의 지시에 따를 것을 요구하는 증권권리보유자의 요청을 증권중개기관이 거절하는 경우에는 증권권리보유자는 이 요구를 수용할 다른 중개기관을 이용할 수 있다. 이는 제8편 제106조(g)에서도 확인된다. 이는 UCC 제8편 개정위원회에서 증권중개기관에게 거래당사자가 아닌 제3자의 권리를 승인하도록 강제하는 것은 타당하지 않다고 생각했기 때문이다. C.W. Mooney, S.M. Rocks and R.S. Schwartz, “An introduction to the revised U.C.C. article 8 and review of other recent developments with investment securities,” 49 *The business lawyer* 1891 (1994), 1897(이하 Mooney, Rocks and Schwartz). 이 경우 예를 들어 증권권리보유자의 채무불이행을 정지조건으로 하는 때도 지배력이 있다고 할 것인지 문제되었다. 현행 UCC 제8편 제106조는 양수인의 지배력 행사는 무조건적일 필요가 없음을 명시하고 있다. 자세한 내용은 R.A. Wittie, “Review of legislative developments affecting U.C.C. article 8 and investment securities,” 53 *The business lawyer* 1511(1998), 1514ff.

45) 1998년 통일주법위원회 총회에서 UCC 제9편의 개정이 승인되어 2001년부터 발효되었고, 이에 수반하여 제8편에서도 몇 개의 규정이 개정되었다. R. Wittie, “Review of Legislative Developments Affecting U.C.C. Article 8 and Investment Securities,” 53 *Business Lawyer* 1511(1998). 실질법 측면에서의 개정은 주로 담보거래와 관련해 이루어졌는데 ① 지배(control)를 획득하는 방법으로 대리인과 위탁계약상의 수탁자가 본인 또는 위탁자를 위해 지배를 획득하는 방법을 추가한 점(제8편 제106조(d)(3)의 신설), ② 계약에 의해 조건부지배(예를 들어 담보권설정자가 채무불이행 상태에 빠질 것을 조건으로 하는 계약)를 부여하는 것을 명시적으로 인정한 점, ③ 일단 지배를 획득한 담보권자가 전담보한 경우는 담보권자가 지배를 상실하는 것이지만 이 경우에도 담보권설정자가 다시 지배를 회복하지 않는 한 당해 담보권자는 대항요건을 계속 구비한 것으로 취급하는 점(제9편 제314조(c))을 들고 있다.

46) 엄격하게 말하면 X주식에 대한 entitlement이다(증권권리). 중개기관 갑이나 금융기관을 이 자신의 계좌에 대변기재됨으로써 취득하는 자산은 증권권리이나 직관적 이해의 편의상 마치 X주식이 움직이는 것처럼 서술하기로 한다.

47) 1994년 UCC 제8편 제503조 official comment 3.

48) 1994년판 UCC 제8편 제503조(b)(An entitlement holder’s property interest with respect to a particular financial asset under subsection (a) is a pro rata property interest in all interests in that financial asset held by the securities intermediary, without regard to the time the entitlement holder acquired the security entitlement or the time the securities intermediary acquired the interest in that financial asset). 이 규정은 시간적 순서에 의해 증권권리보유자간의 우선순위를 결정하지 않는다는 의미이다. 그리고 이 규정은 증권중개기관의 금융자산의 일부를 특정된 증권권리보유자에게 귀속시키는 tracing rule의 적용을 부정하는 것이다. 특정된 분량의 금융자산을 증권권리보유자간에 비례적으로 분배하는 방식은 금융자산의 부족분에 따른 손실도 비례적으로 귀속한다는 의미이다. C.R. Reitz, “Investment securities: the new UCC Article 8 for Delaware,” 1 *Delaware Law Review* 47(1998), p. 61.

- 49) 1994년 UCC 제8편 501조(b)(1).
- 50) 1994년판 UCC 제8편 제503조(a)(To the extent necessary for a securities intermediary to satisfy all security entitlements with respect to a particular financial asset, all interests in that financial asset held by the securities intermediary are held by the securities intermediary for the entitlement holders, are not property of the securities intermediary, and are not subject to claims of creditors of the securities intermediary, except as otherwise provided in section 8-511).
- 51) 1994년판 UCC 제8편 제503조 official comment 1.
- 52) 1994년판 UCC 제8편 제504조(a).
- 53) 1994년판 UCC 제8편 제504조(b). 증권중개기관은 상위중개기관에 있는 자신의 계좌에 기재를 하도록 함으로써 금융자산의 취득의무를 이행할 수 있다. 그러나 이것이 유일한 의무이행방법은 아니다. 아직도 유통(circulation)되고 있는 증권증서는 부동산화되지 않았기 때문에 증권중개기관이 취득하여 직접 보유할 수 있다. C.R. Reitz, "Investment securities: the new UCC Article 8 for Delaware," 1 Delaware Law Review 47(1998), 55ff.
- 54) 1994년판 UCC 제8편 제505조(a).
- 55) 1994년판 UCC 제8편 제505조(b).
- 56) 1994년판 UCC 제8편 제506조.
- 57) 1994년판 UCC 제8편 제102조(8)에 의하면 "entitlement order"란 증권권리보유자가 증권중개기관에 행하는 증권권리의 목적물인 금융자산의 양도 또는 상환을 지시하는 내용의 의사의 통지를 말한다고 한다. "entitlement order"의 번역은 김건식 교수의 번역례를 따라 "권리지시"라고 하기로 한다. 김건식, 전제논문, 64면.
- 58) 1994년판 UCC 제8편 제507조(a).
- 59) 1994년판 UCC 제8편 제508조.
- 60) 1994년판 UCC 제8편 제501조(a)에 의하면 "증권계좌"란 특정인을 위해 관리되는 계좌의 명의인을 금융자산의 내용을 이루는 권리의 행사자로 취급할 것을 계좌의 관리자가 약정하고 그 약정에 따라 금융자산이 대변기재되어 있거나 대변기재될 계좌를 의미한다고 한다.
- 61) 1994년판 UCC 제8편 제501조(b).
- 62) 1994년 UCC 제8편 제501조 official comment 3.
- 63) Schroeder, 370ff.
- 64) UCC 제8편 제501조 official comment 5.
- 65) Schroeder, 332ff.
- 66) UCC 제8편 제502조 공식주석 사례 5를 보면 "Because the pledge was implemented by an outright transfer, ..."라는 문구가 나온다. 보통 pledge라면 질권으로 번역하고 있는데, 이는 담보제공자가 물건의 소유권을 유보하면서 점유만을 이전하여 설정하는 담보권이다. 그런데 outright transfer가 행해진 pledge라는 것은 모순된 표현으로 보일 수 있다. 그러나 UCC 제8편은 pledge를 담보권 일반을 지칭하는 표현으로 쓰고 있는 것으로 보아야 하며, outright transfer는 담보목적으로 소유권을 이전하는 것으로 이해해야 할 것이다. 학자에 따라서는 hard pledge라고 표현하는 이도 있다. 따라서 이것은 우리식의 양도담보 개념과 비슷한 것으로 생각한다.
- 67) 1994년 UCC 제8편 제510조 official comment 2.

- 68) 통모가 있다고 하려면 단순히 증권중개기관이 위법하게 행동하는 것을 아는 것만으로는 부족하고 위법행위에 가담하거나 이를 방조하는 행위가 필요하다.
- 69) 1994년 UCC 제8편 제503조 official comment. 2.
- 70) 1977년 UCC 제8편 제302조(1).
- 71) Rogers, Policy Perspectives, 1455.
- 72) Ibid.
- 73) Rogers, Policy Perspectives, 1518.
- 74) Rogers는 증권중개기관의 위법행위로 인한 위험을 방지하려면 증권중개기관이 증권을 처분한 경우만을 상정하여서는 충분하지 않고 증권이 부족할 수 있는 여러 경우를 분석할 필요가 있다고 한다. 증권중개기관이 증권을 처분한 경우 많은 결제가 네딩에 의해 이루어지기 때문에 1977년 UCC 제8편과 같은 물권법적 방식을 적용하려 하여도 특정한 증권을 특정한 제3자가 취득했다는 사실을 증명하는 것이 어렵고, 만약 이것이 가능하다고 해도 청산회사의 계좌기재에 의해 양수한 경우라면 선의취득이 가능하다(Id., 1520ff.). 한편 고객으로부터 증권의 구입을 지시받은 증권중개기관이 고객으로부터 대금을 받지 못해서 증권을 취득하지 않은 경우 물권을 먼저 취득하는 자가 우선하게 되므로 물권구조가 반드시 투자자에게 유리한 것은 아니라고 한다(Id., 1514ff.).
- 75) Rogers, Policy Perspectives, 1511ff.
- 76) Rogers, Policy Perspectives, 1518.
- 77) In re County of Orange, 36 UCC Rep Serv 2d; 219 BR 543.
- 78) 同旨, 森下哲朗, “國際的證券振替決済の法的課題(一),” 『上智法學論集』, 제44권 제1호(2000), 42면: 제8편 제202조(b)(1)은 정부기관 등이 아닌 자가 행한 증서증권 발행이 부적법한 경우라도 원칙적으로 그 사실을 알지 못하고 유상으로 증서증권을 취득한 자에 대해서는 증서증권의 무효를 주장할 수 없다고 한다. 정부기관 등이 발행한 증서증권의 경우에는 제202조(b)(2)에서 제한적으로 이러한 효력을 인정하고 있다. 제202조(d)는 이 이외의 증권발행인의 항변사유는 그 특정한 항변사유를 알지 못하고 증서증권을 유상으로 취득한 자에 대해서는 대항하지 못한다고 한다. Wittie는 이러한 제8편 제202조(b), (d)을 근거로 A사, B사가 증권의 무효 등 항변사유를 알고 있으면 오렌지카운티가 A사, B사에게 지급을 거절할 수 있다고 한다(R. Wittie, “Recent Case Law Developments in U.C.C. Article 8 and Investment Securities,” 54 Business Lawyer 1921(1999), 1925ff.). 그렇지만 제202조는 “증서증권”을 취득한 자를 보호하기 위한 규정이고, “증권권리”를 취득한 자를 보호하기 위한 규정이 아니라는 점, UCC 제8편은 part 5를 두어 간접보유관계에 대해 규율함으로써 직접보유관계에 대한 규정과의 구별을 추구하고 있다는 점을 고려할 때 Wittie의 주장은 수긍하기 어렵다.
- 79) UCC 제8편 제504조의 official comment는 외국에서 발행된 증권의 경우에는 미국증권회사는 한정된 외국증권회사에 증권의 보관을 맡기지 않을 수 없기 때문에 면책을 추구하는 것이 통상적이라고 하면서, 당사자합의에 의해 증권중개기관의 의무를 결정하는 것은 정당한 것이라고 한다. 1994년판 UCC 제8편은 증권권리에 상당한 금융자산을 취득, 유지할 의무를 증권중개기관에 지우고 있지만 당해 증권중개기관과 증권권리보유자간에 약정한 내용에 따라 행동한 경우 또는 이러한 합의가 없는 때는 합리적 상관습에 비추어 주의의무를 다한 경우 이러한 의무를 이행한 것으로 본다. 그러나 증권중개기관과 증권권리보유자 사이의 약정에서 증권중개기관이 상위중개기관의 행위에 대해서도 책임을 부담할 것을 정하는 것은

생각하기 어렵고, 합리적 상관습의 측면에서도 증권중개기관에게 상층증권중개기관의 선정에 대한 책임을 지울 수는 있지만 그 이상의 무거운 책임을 증권중개기관에 묻는 것은 제8편 제504조(c)의 태도로는 곤란하다는 견해가 있다(森下哲朗, 상계논문, 39面). 또 당사자 합의에 의함으로써 증권중개기관이 우월적 지위를 이용하여 지나치게 자신의 책임을 제한하는 내용을 약정할 것이라는 우려가 있지만 증권중개기관의 의무이행은 제1편 제203조에 기하여 신의성실(good faith)하게 이행되어야 하기 때문에(제8편 제509조(a)) 합의가 남용될 위험은 없다고 한다(Rogers, Policy Perspectives, 1503ff.).

80) Rogers. Policy Perspectives, 1469ff.

81) Schroeder는 UCC 제8편의 “초유통성”(super-negotiability)은 일응 투자자의 권리를 희생시키고 담보권자 등의 권리를 우선시키는 측면이 있는 것은 사실이지만 ① 증권시장의 활성화를 위해서는 취득자의 권리확보가 중요하다는 점, ② 네팅에 의한 결제가 일반화된 상황에서 증권이 사람에서 사람으로 이전되는 과정을 찾아볼 수 없어 처음부터 권리침해에 대해 취득자의 성실성이나 인식유무를 묻는 것 자체가 거의 무의미하다는 점, ③ 투자자가 증권권리에 의해 증권중개기관이 보유한 자산에 대하여 비례적 권리를 갖는 이상 우연히 자신의 증권의 移轉線을 알 수 있게 된 투자자만을 유리하게 취급할 이유가 없다는 점을 들면서 시장의 현실을 반영한 것으로 타당하다는 입장이다(Schroeder, 351ff). 한편 Rogers는 UCC 제3편, 제7편, 1977년 UCC 제8편에서 규정한 증서의 교부 또는 배서교부에 의해 취득자를 보호하는 “negotiability” 법리에 반대한다는 의미에서 1994년판의 입장을 “anti-negotiability”라고 한다(Rogers, “Negotiability, Property, and Identity,” 12 Cardozo Law Review 471(1990), 505ff.).

82) Guttman, “Mediating Industry and Investor Needs in the Redrafting of UCC Article 8,” 28 Uniform Commercial Code Law Journal 4(1995)(이하 Guttman), p. 24.

83) 1994년 UCC 제8편 제115조. Powers v. American Express Financial Advisors 사건은 증권계좌를 공동으로 보유하는 자가 다른 공유자의 서명을 위조하여 금융자산의 이전을 중개기관에 지시하였고, 이를 중개기관이 따른 경우 중개기관은 증권권리를 다시 부여할 책임이 있는지 여부가 문제된 사안이었다. 본 사안에서 법원은 증권계좌의 공유자 모두의 권리지시(entitlement order)가 있어야 유효한 지시가 있는 것이고, UCC는 합리적인 상관습에 따라 권리지시를 이행하면 면책되는 것으로 규정하고 있지만 유효하지 않은 권리지시에 따른 행위에 대해서는 규정하지 않기 때문에 면책될 수 없다고 하였다(82 F. Supp. 2d 448, 40 U.C.C. Rep. Serv. 2d(West) 597(D. Md., 2000). 자세한 내용은 H. Darmstadter, “Recent article 8 cases,” 56 Business lawyer 1825(2001)를 참고). First National Bank of Palmerton v. Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corp 사건의 경우 담보권자가 증권중개기관에 일방적으로 통지한 것만으로 담보물에 대해 제8편 제106조의 지배관계가 성립하지 않으며, 이러한 지배관계가 인정되지 않는다면 증권중개기관이 증권권리보유자의 지시에 따라 금융자산을 처분하여도 담보권자에게 책임을 부담하지 않는다고 하였다(38 U.C.C. Rep. Serv. 2d(West) 564(E.D. Pa., 1999). 보다 자세한 내용은 R.W. Wittie, “Case law developments in U.C.C. article 8 and investment securities,” 55 Business lawyer 2027(2000)을 참고).

84) 1977년 UCC 제8편 제318조.

85) Guttman, 31ff.

86) Rogers, Policy Perspectives, 1497ff.