

주가연계증권(Equity-linked Securities)의 증권법적 검토

안 수 현

(증권업협회 전문위원)

【초 록】

지난 2003년 증권거래법시행령의 개정을 통해 우리법상 열거하고 있는 유가증권의 범위를 확대하는 방식으로 주식에 연계된 파생상품적 성격을 가진 주가연계증권(ELS, Equity-linked Securities)과 주식워런트(warrant) 등 신종증권이 도입된 바 있다. 현재 이들 증권들은 투자상품화되어 일반투자자에게 판매되고 있는데, 최근 지속되어 온 저금리의 영향으로 그 판매규모가 크게 증가하고 있다. 실무에서는 주식에 연계한 것 이외에도 원자재, 금 같은 실물에 연계한 채권 그리고 주가지수 외 물가지수나 채권지수 등에 연계한 채권에 대한 수요도 등장하고 있어 신종증권에 대한 관심이 높아지고 있다.

그런데 이들 증권들은 파생상품적 요소가 결합된 것으로 종래 유가증권에 대한 이해로는 설명되기 어려운 측면들을 갖고 있다. 기본적으로 주가연계증권을 비롯하여 현재 신종사채라는 이름으로 논의되고 있는 신종증권들은 장외파생상품과 유가증권으로서의 사채권의 한계 선상에 놓여진 이른바 복합상품(hybrid instrument)이기 때문이다. 복합상품은 비단 주식이나 주가지수에만 연동되는 것이 아니고 환율이나 외국통화, 물가, 원자재의 가격이나 가치에 연계하여 발행될 수 있다. 다만 이러한 복합상품 중에서도 우리 증권거래법에서는 “특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치에 연계한 증권”만 유가증권으로 지정하여 허용하고 있다. 이로 인해 다른 형태의 복합상품들은 우리 증권거래법상 발행이 전혀 불가능한 것처럼 되어 있어, 실제 여러 가지 다양한 자산에 기초하여 그 가치의 변화에 연계하여 투자수익을 지급하는 복합상품은 관심에 비해 실무에서는 거의 불가능하다. 한편 이들 신종증권들은 그 구조가 종전의 전통적인 유가증권에 해당되던 주식이나 채권과는 달리 구조적으로 매우 복잡하기 때문에 이러한 성격을 충분히 알지 못하고 투자한 투자자들과의 분쟁이 제기될 수도 있다. 아울러 이들 상품을 발행한 증권회사의 경우 약속한 원금을 지급하기 위해서는 이러한 증권에 대한 헤지가 불가피해진다. 즉 이러한 증권을 발행하고 헤지하고자 하는 경우 장외파생상품거래를 하는 것이 대부분일 것인데, 이들 위험한 거래에 대한 리스크평가나 관리가 제대로 이루어지지 않을 경우 발행회사의 재무건전성에 크게 영향을 미칠 수 있다. 이러한 점들을 문제로 인식하여 본고에서는 갈수록 복합상품에 대한 여러 가지 법적 문제들이 제기될 것임을 예상하여 복합상품 중 처음으로 도입된 주가연계증권에 대한 현행 규제체제를 살펴보고 문제점을 분석해 봄으로써 규제체제를 정비하는 데에 다소나마 기여하고자 한다. 이러한 논의는 앞으로 도입이 논의될 수 있는 여러 가지 복합금융상품에 대한 단초로 쓰여질 수 있을 것으로 생각된다.

이러한 목적의식하에 이 글에서는 우선 II.에서 주가연계증권의 법적 쟁점들을 다루기 앞서 이런 증권들이 최근에 등장한 낯선 투자증권이라는 점에서 이들에 대한 대략적인 내용을 살펴본 후, 이어 III.에서 주가연계증권에 대한 현행 증권거래법상 규제체제를 살펴보았다. IV.에서는 실무상 제기되고 있는 문제들을 제기하고 이에 대한 검토와 아울러 몇 가지 고려사항들을 살펴보았다. V.에서는 이상의 논의에 기초하여 결론에 갈음한 추가적인 과제를 제안하였다.

주제어: 추가연계증권 / 복합금융상품 / 장외파생금융상품 / 워런트 / ELS(Equity-linked Securities) / ELN(Equity-linked Note) / 헤지 / 기초대상 / 적합성원칙

【차 례】

I. 서 론

II. 추가연계증권의 개황

1. 정 의
2. 배 경
3. 유 형
4. 특 징
5. 유용성
6. 발행 현황

III. 증권거래법상의 규제체계

1. 발행규제
2. 모집·매출규제
3. 판매규제
4. 불공정거래규제

IV. 발행실무상의 문제점과 개선사항

1. 발행과 관련하여
2. 공시와 관련하여
3. 기 타

V. 제언—결론에 갈음하여

I. 서 론

정부는 지난 2002년 7월 “금융정책의 새로운 패러다임—주식시장 중심의 자금순환체계 구축”¹⁾을 발표하면서 정책과제로서 신종증권의 도입을 언급한 바 있다. 이후 증권거래법시행령의 개정²⁾을 통해 우리법상 열거하고 있는 유가증권의 범위를 확대하는 방식으로 신종증권들을 허용한 바 있는데, 이러한 조치로 허용된 것에는 주식에 연계한 파생상품적 성격을 가진 추가연계증권(ELS, Equity-linked Securities)³⁾과 주식워런트(warrant) 두 가지가 해당된다.

현재 이들 증권들은 투자상품화되어 일반투자자에게 판매되고 있는데, 최근 지속되어 온 저금리의 영향으로 그 판매규모가 크게 증가하고 있는 것으로 나타나고 있다. 더구나 갈수록 다른 금융권역에서도 이와 경제적 속성이 동일한 상품들의 판매경쟁이 활발해지고 있는데다 4) 점차 다양한 수익구조를 가진 상품들이 개발되는 상황임을 고려할 때 앞으로 이와 같은 신종증권들의 투자상품화 및 판매증가세는 지속될 것으로 전망된다.⁵⁾ 이처럼 추가연계증권은 금융상품의 혁신을 가져오는 도화선이 되고 있으며, 투자자에게는 투자선택의 폭을 넓히는 한편 증권업자의 경우에는 종래 수익구조에 긍정적인 변화를 가져다주는 등 증권산업에 기여하고 있다는 평을 받고 있다.

그런데 이처럼 신종증권에 대한 수요와 공급은 국내에서 빠른 속도로 확산되고 있는 데 비해 이들에 관한 규제근거가 되는 증권법적 논의는 그리 많지 않은 실정이다.⁶⁾ 더구나 실무

에서 주식에 연계한 것 이외에 원자재, 금 같은 실물에 연계한 채권 그리고 주가지수가 아닌 물가지수나 채권지수 등에 연계한 채권들도 발행될 필요가 있다는 주장이 등장하고 있는 등 빠르게 신종증권에 대한 관심이 높아지고 있는 실정인 데 반해 법적 논의는 그리 활성화 되지 못한 측면이 있다.

그런데 이러한 증권들은 장외파생상품적 요소가 결합된 것으로 종래 유가증권에 대한 이해로는 설명되기 어려운 측면을 갖고 있다. 그 이유는 기본적으로 주가연계증권을 비롯하여 현재 신종사채라는 이름으로 논의되고 있는 신종증권들은 장외파생상품과 유가증권으로서의 사채권의 한계선상에 놓여진 이른바 복합상품(hybrid instrument)⁷⁾이기 때문이다. 사실 복합상품은 비단 주식이나 주가지수에만 연동되는 것이 아니고 환율이나 외국통화, 물가, 원자재의 가격이나 가치에 연계하여 발행될 수 있다.⁸⁾ 그런데 이러한 복합상품 중에서도 우리 증권거래법에서는 “특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치에 연계한 증권”만 유가증권으로 지정하여 허용하고 있다. 그렇다면 다른 형태의 복합상품들은 우리 증권거래법상 발행이 전혀 불가능한 것인가? 거래계에서 발행수요가 있는 여러 종류의 신종사채 중 오로지 주식연계증권만을 증권거래법상의 유가증권으로 지정함으로써 다른 종류의 복합상품의 발행이 불가능하지 않은가 하는 견해도 제기되고 있다. 앞으로 여러 가지 다양한 자산에 기초하여 그 가치의 변화에 연계하여 투자수익을 지급하는 복합상품에 대한 실무의 관심이 높아질수록 이 문제는 더 불거질 것으로 예상된다.

더구나 이들 증권은 그 구조가 종전의 전통적인 유가증권에 해당되던 주식이나 채권과는 달리 구조적으로 매우 복잡하기 때문에 이러한 성격을 충분히 알지 못하고 투자한 투자자들의 보호문제가 제기될 가능성이 크다. 다행히 이러한 점을 감안하여 현재 감독기관은 이러한 증권의 부적절한 이용가능성에 대비하여 적절한 규제감독조치를 강구하는 데 높은 관심을 보이고 있다.⁹⁾

갈수록 복합상품에 대한 여러 가지 법적 문제점들이 제기될 것임을 감안해볼 때 복합상품 중 처음으로 도입된 주가연계증권에 대한 현행 규제체제를 살펴보고 문제점을 분석하여 보는 것은 규제체제를 정비하는 데에 기여할 뿐 아니라 앞으로 도입이 논의될 수 있는 여러 가지 복합금융상품에 대한 논의시 단초로 쓰일 수 있을 것으로 생각된다. 따라서 이러한 목적을 갖고 이 글에서는 다음과 같은 순서로 논의하고자 한다.¹⁰⁾ 우선 II.에서는 주가연계증권의 법적 쟁점들을 다루기 앞서 이런 증권들이 최근에 등장한 친숙하지 않은 투자증권이라는 점에서 이들 증권에 대한 대략적인 내용을 살펴보기로 한다. 다음으로 III.에서는 주가연계증권에 대한 현행 증권거래법상 규제체제를 살펴보기로 한다. 이어서 IV.에서는 실무상 제기되고 있는 문제점을 제기하고 이에 대한 검토와 아울러 몇 가지 고려사항들을 살펴보기로 한다. V.에서는 이상의 논의에 기초하여 결론에 갈음한 추가적인 과제를 제안하기로 한다.

II. 주가연계증권의 개황

1. 정 의

주가연계증권이란 투자원금이나 수익이 특정 주가지수나 개별주식 또는 주식군 기타 주식형 펀드의 수익률 등에 연동되는 증권을 말한다. 우리 증권거래법에서는 이러한 정의를 보다 명확히 하고 있는데, 동법 제2조 제1항 제9호 규정에 기초한 동법시행령 제2조의3 제7호에서 다음과 같이 정의하고 있다. 이에 의하면 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 주권 또는 금전의 지급청구권을 표시하는 증권 또는 증서라고 하고 있다.¹¹⁾

현재 발행초기인 만큼 주가연계증권의 기초대상이 거의 대부분 주가지수인 점에서 만기에 결제는 차익만큼 현금으로 지급된다. 그러나 기초대상이 주식인 경우 만기에 투자원금과 수익에 대하여 투자자로 하여금 현금이나 주식으로 받을 수 있도록 선택권을 행사하도록 할 필요가 있어 정의규정에 이같은 취지를 담은 것으로 보인다.¹²⁾

업계에서는 이러한 증권을 ELS(Equity-Linked Securities)라고 통일해서 부르고 있으며 일반적으로는 ELN(Equity-Linked Note)¹³⁾이라고 불린다.¹⁴⁾ 광의의 주가연계증권이라고 할 때는 주식워런트(warrant)¹⁵⁾도 포함한다.

2. 배 경

주가연계증권이 증권거래법에 도입된 배경은 수요와 공급 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있다. 우선 주가연계증권이 개인투자자를 위한 투자상품으로서 인정된 직접적인 계기는 증권거래법시행령에서 유가증권의 범위를 확대하여 이들 증권을 포함시켰기 때문이다. 아울러 2002. 7월부터 증권거래법의 개정으로 증권회사가 장외파생상품업무를 할 수 있도록 허용한 것도 이러한 상품을 설계하는 것을 지원하는 중요한 계기가 되었다. 즉 공급측면에서 정비되었다. 그러나 정작 이러한 상품이 도입되게 된 것은 이러한 상품을 설계하고자 하는 업계의 수요가 높아졌고, 정부 또한 신종증권을 통해 침체된 주식수요를 활성화시키고자 하는 의욕을 보였기 때문이라고 할 수 있다.

3. 유 형

주가연계증권은 일반적으로 다음과 같은 기준에 따라 유형화될 수 있다.

(1) 공격형 v. 안정형 여부에 따른 분류

통상 원금과 이자를 주식 등을 기초자산으로 하여 put option을 매각한 형태를 공격형이라고 하는 반면, 원금은 제외하고 이자만 주식 등을 기초자산으로 한 call option을 매수한 형태를 안정형이라고 한다.

(2) 투자전략에 따른 분류

시장움직임에 따라 투자전략을 달리하는 것으로서 이는 세 가지 유형으로 구분된다. 우선 (i) 상승세형(Bull型)은 시장움직임을 상승세로 보아 취하는 투자전략으로 만기에 기초대상인 증권의 시가가 행사가액과 같거나(at-the-money) 행사가액 이상인 경우(in-the-money) 투자수익을 현금으로 받는 것이다. 또는 결제를 현물로 하는 경우 만기에 기초대상증권의 시가가 행사가액보다 낮은 경우(out-of-the-money) 행사가격으로 사전에 정한 수량만큼 대상증권을 직접 교부받는다. (ii) 반면 하락세형(Bear型)은 시장움직임을 하향세로 보아 취하는 투자전략이다. 지급공식은 상승형과 반대가 된다. (iii) Range型은 시장 상황을 중립적으로 볼 경우 취하는 투자전략이다. 즉 만기에 시가가 최저행사가액(lower strike price)과 최고행사가액(upper strike prices) 범위에 있는 경우 투자수익을 현금으로 지급하거나 만기에 시가가 upper strike와 같거나(at-the-money) 높은 경우(in-the-money) 사전에 정한 공식에 의거하여 지급하는 형태이다. 반면 만기에 시가가 lower strike price 미만인 경우에는 lower strike price로 사전에 정한 수량만큼 기초자산인 대상증권을 교부받는다.

(3) 기초대상자산의 소재에 따른 분류

기초대상자산이 국내에 있는지 여부에 따라 (i) 국내시장 주식, 주식바스켓, 주가지수 등을 대상으로 하는 경우와 (ii) 해외시장의 주식, 주식바스켓, 주가지수 등을 대상으로 하는 경우로 구분된다.

(4) 상장 여부에 따른 분류

주가연계증권의 환금성 차원에서 조건이 표준화되어 있고 일반투자자들의 접근성 제고를 위해 시장에 상장되어 있는지의 여부에 따라 (i) 상장 주가연계증권과 (ii) 장외 주가연계증권으로 구분된다.

(5) 조기(중도)상환 여부에 따른 분류

발행기관이 조기상환을 발행조건에 부가하고 있는지 여부에 따라 (i) 조기상환부 주가연계증권(예: 조기상환: 4년뒤 기준가보다 130% 상승된 경우 발행자가 상환하기로 함)과 (ii) 상환불인정 주가연계증권으로 구분된다. 통상 조기상환부 주가연계증권은 상장되지 않은 상태에서 투자자의 환금성 도모를 위하여 이용된다. 이 경우 투자자로서는 조기상환의 가능성을 고려하여야 하며 발행자는 매입을 통해 상환하게 된다.

(6) 만기 유형에 따른 분류

만기는 통상 3개월인 단기부터 7년의 장기까지 다양하게 존재하며 만기의 설계 또한 다양하게 이루어질 수 있다. 대표적인 유형으로 (i) 만기까지 보유 후 만기에 원금과 이자를 지급받는 형태와 (ii) 만기 전에 이자는 시장움직임에 연동하여 조기상환받고 원금만 만기에 받기로 하는 형태 등이 이용된다.

(7) 결제 유형에 따른 분류

만기에 결제하는 형태에 따라 (i) 투자수익을 현물(주식)로 교부하는 경우와 (ii) 현금으로 지급되는 경우, (iii) 현금과 현물 모두 지급되는 형태로 구분된다. 투자수익이 마이너스인 경우 투자자는 현금보다는 현물인 주식으로 교부받기를 더 선호할 수도 있다.

(8) 헤지 여부에 따른 분류

주가연계증권을 발행·판매한 회사로서는 투자자가 원본을 상실할 위험을 헤지하는 것이 보통이다. 현재 원금보장형 주가연계증권이라고 불리는 것은 원금 100%가 채권에 투자되며 이자만 파생상품에 투자한 경우를 말하는데, 실상 이런 상품도 경우에 따라서는 원금을 훼손할 수 있기 때문에(주식에 대한 풋옵션을 매각한 경우) 헤지가 필수적인 것이 된다.

4. 특 징

주가연계증권은 기초대상의 가격에 따라 본질가치가 변동되는 파생상품적 성격을 포함한 유가증권인 점에서 통상의 유가증권과 다른 특징을 갖고 있다. 이하에서는 이러한 특징을 내재위험에 따른 특징과 발행·구조상의 특징으로 나누어 살펴보기로 한다.

(1) 위험요소의 특징

주가연계증권에 내재한 위험요소는 다음과 같다. 첫째, 증권이 가치가 변동하는 점에서 주식과 유사하지만, 주식이나 채권과는 달리 내부적으로 복잡한 손익구조를 갖는다. 둘째, 주가연계증권은 발행자의 재무상태 내지 신용상태의 변화에 따른 위험을 갖는다. 따라서 발행기관인 증권회사가 재무상태의 악화로 지급불능상황에 처할 경우 투자원금과 투자수익 전부에 대하여 지급받지 못할 위험이 있다. 이 점에서 예금자보호가 되는 은행의 예금상품과 크게 차이가 있다. 셋째, 현재 투자상품화된 주가연계증권들은 현재 거래소에서 상장되어 있지 않고 또한 장외거래도 활발하게 이루어지지 않아 투자자가 만기 전에 현금화하는 것이 어렵다(이른바 환금성위험이 있다). 회사가 사전에 유가증권신고서에서 밝힌 방법에 한해서 현금화가 가능할 뿐이다.

(2) 발행과 수익구조상의 특징

주가연계증권의 발행과 수익구조상의 특징으로는 우선 (i) 이자나 원금 등이 기초대상(주식(군), 주가지수)의 움직임에 연동되며 (ii) 투자수익은 순전히 평가일(valuation date)로 정해진 특정 날을 기준으로 결정된다. 즉 평가일 전후에 발생한 기초대상의 움직임은 투자수

익상 아무런 의미가 없다. (iii) 또한 투자수익은 이미 발행조건에서 이미 결정되어 있다. (iv) 이러한 증권은 투자자에게 이익을 확정하거나 담보하는 것은 아니며 경우에 따라서는 투자 전액을 상실할 수도 있다. 예컨대 기초자산이 주식인 경우 원금이 보장되지 않는 조건의 경우 주가움직임에 따라 투자원금까지 잃을 수 있으며 특히 신용으로 매입한 경우 그 손실은 무한대로 커진다.

(3) 결제상의 특징

결제상의 특징으로는 투자수익이 발행조건 여하에 따라 만기에 현금 또는 현물(기초대상인 주식)로 받을 수 있다는 점을 들 수 있다.

(4) 발행자 및 투자자의 위험관리측면에서의 특징

우선 (i) 투자자로서는 다양한 발행조건과 행사일까지 기초자산의 움직임에 변화가 있기 때문에 투자설명서에 기재된 조건을 파악하고 매입하지 않으면 안된다. (ii) 발행사인 증권회사는 주가연계증권의 발행으로 조달된 자금을 주식, 채권, 파생상품으로 운용한 후 약정에 따라 원리금을 지급하는 것인바, 발행사로서는 자금운용에 따른 위험관리와 기술이 필요하다. 이 때문에 주가연계증권은 일정한 물적·인적 기반이 있는 회사에만 허용되는 경향이 있다. (iii) 또한 주가연계증권의 경우 상환금액이 기초자산의 가격변동률에 기초하여 산출되는 것이므로 객관적인 기초자산을 평가하는 방법이 필요하다. 따라서 기초자산의 가격변동률의 산출을 맡을 산정기관(calculation agent)을 선정할 필요가 있다. (iv) 아울러 이들 상품은 이른바 장기투자상품(이른바 'buy and hold product'라 불린다)에 속하는 것으로 유동성이 크지 않다. 따라서 사실상 거래에 응해주는 유동성공급자(liquidity provider)의 존재가 필수적이다.16)

5. 유용성

증권거래법 개정전에도(즉 이러한 증권이 허용되지 않는 경우에도) 이러한 유형의 증권에 투자자의 수요가 존재하는 경우 다음과 같은 방법을 이용하여 부응할 수도 있었다. 그러나 이러한 경우에는 비용면에 부담이 되기 때문에 실제 이용이 어렵다. 즉 투자자가 정기적으로 일정한 수익을 받기를 원하면서(정기배당이나 이자 같은 수익) 아울러 주가의 상승에 따른 추가차익도 원할 경우 일정한 주식과 함께 이 주식을 기초자산으로 한 콜옵션(call option)을 매도함으로써 주가연계증권과 동일한 손익구조를 복제할 수는 있다. 이러한 거래의 경우 투자자는 콜옵션 매도에 대한 프리미엄을 얻는다는 이점이 있다. 그러나 당해 주식에 대한 콜옵션이 장내에서 거래되지 않는 경우 장외에서 옵션거래를 할 상대방을 찾아야 되므로 비용이 과다하게 부담이 된다. 물론 이 경우에도 장외파생상품에 대한 중개인가를 받은 국내 증권회사가 존재할 것을 전제로 하는 것이므로 종전처럼 증권회사가 장외파생상품을 취급하는 데에 인가를 받지 않은 경우라면 현실적으로 아예 불가능했다. 혹 외국사를 이용한다고 해도 비용이 큰 문제이다. 그러나 이제는 주가연계증권의 도입으로 인해 투자자의 수요에 부응해 증권회사가 추가차익과 아울러 이자도 받을 수 있는 상품을 공급할 수 있게 되었다.

6. 발행 현황

(1) 발행실적

금융감독원이 최근 발표한 통계에 의하면 증권회사의 경우 2003년 한해동안 대부분 주가지수를 기초대상으로 한 주가연계증권을 발행하였다. 발행건수는 총 202건으로 전체 발행규모는 3조 4,672억원에 달하고 있다.17)

발행유형도 점차 다양해지고 있는데, 이하의 표에서 보여지듯이 그간 상승세를 탔던 주가음

직임 때문에 작년 한해동안은 너아웃형18)이 가장 많이 발행되었으며 초기 원금보장형이 주류였던 것에서 탈피하여 원금무보장의 유형도 증가세를 보이고 있다.

(2) 발행현황의 특징

1) 일정한 기준을 충족한 증권회사만 발행 가능

현재 주가연계증권은 장외파생금융상품업 경영인가를 받은 증권회사만 발행이 가능하다.19) 이러한 제한 때문에 현재 6개 회사20)만 발행을 하고 있는 실정이다.

2) 거래참가자

발행기관은 증권회사에 제한되며, 이들은 주가연계증권의 발행을 통해 저렴한 자금조달과 수수료수입의 이득을 기대하고 있다. 만기·중도상환금액의 지급대행기관은 은행이며 만기·중도상환금액 등의 계산을 위한 산정기관으로 별도의 산정기관을 참여시키기는 하나 현재 발행되는 사례에서는 대부분 발행사가 산정기관의 역할도 하고 있다.

3) 직접공모방식의 선호

주가연계증권은 공모와 사모 둘 다 발행할 수 있는데 이 중 직접공모방식을 이용하여 발행된 예가 월등히 많다. 공모의 경우 총발행건수는 104건이며 발행금액은 2조 4,766억원이다.21)

4) 만기의 단기화

현재 발행되고 있는 주가연계증권의 만기는 대체로 1년 이하의 단기를 보이고 있다. 감독기관이 발표한 통계에 의하면 1년 이하를 둔 경우가 60.2%, 특히 6개월 이하의 단기를 둔 경우가 44.3%로 나타나고 있다.22) 이러한 단기화현상은 국내 구조설계채권시장이 초기발전 단계라는 점, 간접투자상품으로서 이러한 상품에 대한 투자자의 인식 미흡, 진입 초기의 단기성 투자자의 투자유치의 용이성 등의 요인에 의한 것으로 분석되고 있다.23) 그러나 그 외에도 장기일 경우에는 헤지할 대상이 마땅하지 못하고, 또 헤지비용이 만만치 않은 점 등이 고려되었을 것으로 추측된다.

III. 증권거래법상의 규제체계

1. 발행규제

우리 증권거래법상 주가연계증권은 장외파생상품 취급인가를 받은 증권회사에 한해서 발행이 허용되고 있다. 구체적으로 해당 조문을 보면 발행근거를 명시한 증권거래법시행령 제2조의3 제7호에서는 “재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서...”라고 하고 있고, 동법시행규칙 제1조의3에 의하면 영 제2조의3 제6호 및 제7호에서 “재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서”라 함은 영 제36조의2 제2항 제1호의 규정에 의한 “증권회사가 발행하는 증권 또는 증서를 말한다”고 하고 있어 발행주체를 제한하고 있다.

이 경우 증권거래법시행령 제36조의2 제2항 제1호의 규정에서 말하는 증권회사는 장외파생금융상품업무를 취급하는 증권회사를 의미한다.24) 따라서 주가연계증권의 발행기관은 (i) 종합증권업을 영위하는 회사여야 하며,25) (ii) 당해 회사의 주요출자자가 적격성요건을 충족하고 있어야 하며,26) (iii) 재무건전성요건을 만족하며,27) (iv) 파생금융상품전문인력의 확보 및 (v) 금융감독위원회가 정하는 위험관리 및 내부통제 등에 관한 기준을 충족함으로써 장외파생금융상품업무를 취급하는 것을 인가받은 증권회사에 제한된다.

이러한 제한은 주가연계증권이 장외파생상품적 요소가 결합되어 있어 주가연계증권의 발행이 장외파생금융거래의 성격이 있다고 보아 장외파생금융상품거래의 내재적인 위험성을 고

려하여 이를 영위할 수 있는 증권회사를 제한하고 있는 증권거래법상의 규제에 대응하여 발행주체를 파생금융상품거래를 겸영할 수 있는 증권회사로 한정하는 것이다.

이 때문에 추가연계증권은 증권회사의 금융상품으로만 발행이 가능할 뿐이고 일반 기업은 발행이 불가능하다. 일반 기업에도 발행을 허용하여야 한다는 주장이 있지만,28) 외국의 경우를 보더라도 도입초기에는 금융상품으로 제한되어 발행하기 시작하였으며 현재에도 대체로 금융상품으로서의 역할을 주로 하고 있다. 물론 일반 기업의 경우 자금조달수단으로 이용하고자 원하는 경우도 있을 수 있다고 예상되지만,29) 파생상품적 요소를 가진 이상 일정한 자본규모와 위험관리태세가 잘 갖추어지고, 투자자에게 이러한 상품의 성격과 위험을 고지하고 취득하도록 하여야 한다면 일반 기업에게 발행을 허용할 실익이 없을 것으로 보인다.

2. 모집·매출규제

추가연계증권이 증권거래법상 유가증권의 하나로 지정됨에 따라 증권거래법상 유가증권에 대하여 적용되는 일반적인 규제가 추가연계증권에도 동일하게 적용된다.

대표적으로 추가연계증권은 일반투자자를 대상으로 모집·매출의 방식을 통하여 분배할 수 있다. 이 경우 다른 유가증권과 마찬가지로 추가연계증권의 신고 등 일정한 절차를 밟아야 한다. 즉 6개월 통산하여 균일한 조건으로 50인 이상에 대하여 취득의 청약을 권유하거나(모집의 경우) 매도청약 내지 매수청약의 권유를 하는 경우 유가증권신고서를 제출하지 않으면 안된다(증권거래법 제7조, 제8조 참조).

모집·매출에 해당하는지 판단함에 있어 기준이 되는 청약의 권유대상자가 50인 이상인지 산정함에 있어서는 청약의 권유를 하는 날로부터 과거 6월 이내에 당해 유가증권과 동일한 유가증권에 대하여 사모로 청약의 권유를 받은 자를 합산(특별한 연고자와 전문가 제외)하도록 하고 있다(동법시행령 제2조의4 제3항 참조). 따라서 공모와 사모를 함께 발행할 계획이 있는 경우 추가연계증권을 발행하는 증권회사로서는 각각 사모로 발행할 규모와 공모로 발행할 규모를 사전에 세밀하게 계획해두지 않으면 안된다.

이 경우 합산을 함에 있어서 당해 유가증권과 동일한 유가증권에 대하여 사모로 청약의 권유를 받은 자가 합산대상이 되므로 동일한 종류의 유가증권을 어떻게 이해할지 의문이 제기될 수 있다. 기본구조는 채권에 가깝지만 한편으로 투자수익률이 주가에 연계한 점 그리고 개별주식을 기초대상으로 발행된 경우 행사시 곧 주식으로 전환이 가능한 점에서(현물결제 가능한 경우에 한함) 주식에 가까운 증권이라고도 할 수 있기 때문이다. 그러나 통상 증권의 종류라고 할 때는 채권, 주식 및 신주인수권을 표시하는 증서로 구분하는 것이 일반적이고 주식에 거의 가까운 전환사채의 경우도 합산의 대상이 되지 않는 현실정에서 동일한 종류라고 할 경우에는 추가연계증권만을 의미하는 것으로 해석하는 것이 자연스러운 것으로 보인다.

한편 2003. 2. 24. 법개정으로 추가연계증권이 유가증권으로 지정된 이후 지금까지 진행된 발행유형을 보면 공모의 방식을 주로 사용하고 있으며 발행회사가 분배까지 담당하는 직접 공모30)의 방식을 대부분 취하고 있다. 공모가 아닌 사모의 형식으로 발행할 수 있음은 물론이다. 다만 사모로 발행하는 경우에는 전매가능성이 우려될 수 있다. 이 경우 기초대상을 주가지수로 발행한 추가연계증권의 경우와 개별주식을 기초대상으로 한 경우에 대한 고려를 달리하여 취해질 필요가 있다. 왜냐하면 개별주식을 기초대상으로 한 추가연계증권의 경우에 한하여 전매가능성을 고려한 조치가 필요하기 때문이다.

그러나 현재 전매가능기준에 관해 규정하고 있는 금융감독위원회 규정31)에서는 추가연계

증권의 경우 사채권 또는 신주인수권증권에 해당된 경우에만 전매제한조치를 요구하고 있을 뿐이다.³²⁾ 주가연계증권이 개별주식을 대상으로 발행한 경우 구조상 만기에 결제를 현물로 받을 수 있게 설계된 경우에는 전매가능성이 우려된다. 따라서 발행사가 전매제한조치를 마련해두지 않는 한 사모의 형식을 취하여도 모집으로 간주하는 규정을 통하여 보완되어야 할 것으로 생각된다.

한편 유가증권신고서를 제출하는 경우 그 기재사항과 관련해서 증권거래법에서 유가증권별로 기재사항이 규정되어 있고(동법 제5조의4 제1항, 제2항), 발행인에 관한 사항에서도 유가증권 종류별로 달리 정하고 있다. 이에 의하면 주가연계증권의 경우 유가증권신고서 기재사항인 제1부 모집 또는 모집의 개요면에서는 다른 증권과 기재사항면에서 큰 차이가 없고,³³⁾ 다만 제2부 발행인에 관한 사항에서 일부사항에 대한 기재가 면제되어 있다.³⁴⁾ 이러한 것은 주가연계증권이 영업의 일환으로 발행하는 금융상품임을 감안하여 발행인의 만기상환능력을 평가하는 데 필요한 최소한의 정보만을 기재사항으로 정하고자 하였기 때문으로 보인다.

그러나 이러한 증권과 발행인에 관한 사항에 대한 기재와 관련해서는 보다 특별한 고려가 필요하다고 본다. 왜냐하면 주가연계증권의 경우 공시사항은 다른 유가증권보다도 더 상세한 정보를 필요로 하는 것이기 때문이다. 대표적으로 특히 다음과 같은 정보들이 투자판단을 결정하는 데 있어 결정적이고 이 때문에 필수적으로 기재되어야 할 것이기 때문이다. 예컨대 (i) 개별주식을 기초대상으로 발행한 경우 그 기초가 된 주식을 발행한 기업에 대한 정보, (ii) 기초대상이 외국주가지수나 임의의 지수인 경우 그에 대한 산출방식에 관한 정보, (iii) 기초대상증권을 발행한 회사와 주가연계증권을 발행한 회사간의 관계, (iv) 기초대상인 주식의 가치를 희석시키는 사항이 발생한 경우 그에 대한 조정조치(이른바 Dilution Adjustments), (v) 주가연계증권의 발행에 따른 리스크관리차원에서 발행회사가 하는 헤지 내역 등이 이에 해당된다. 물론 이 중의 일부 사항은 현재의 유가증권신고서 기재항목인 I. 모집·매출의 개요부분 중 모집·매출의 요령 중의 권리내용의 변경 등에서 내지는 V. 기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항에서 다룰 수도 있을 것이다. 그러나 이러한 사항들을 보다 명확화하기 위해서는 별도로 항목화하여 제시하게 하는 것이 필요하다고 본다. 이 경우 어떠한 형식으로 할 것인지의 문제가 있기는 하지만, 적어도 이에 관한 사항들은 기재사항에 포함되어야 할 것이라고 보여진다. 현재 금감위규정에 따른 서식에 의할 경우 이러한 사항들이 기재항목으로 지정되어 있지 않다.³⁵⁾ 어느 정도로 자세히 하여야 하는지의 문제는 별도로 고려해야 할 사항이 될 것이다.

한편 유가증권신고서를 제출한 후 유가증권신고서의 효력이 발생하기 전에 사업설명서를 갖고 권유하는 것은 금지되므로 주가연계증권의 경우에도 마찬가지로 적용된다. 유가증권신고서 수리 후 효력이 발생되기 전에 청약을 권유하고자 하는 경우에는 유가증권신고서와 함께 예비사업설명서도 금융감독위원회에 제출하여야 한다(동법시행령 제7조의2 제2항). 이들 서류를 제출한 후라면 주가연계증권을 발행하는 증권회사는 유가증권신고서의 효력이 발생되기 전에라도 일반투자자에게 주가연계증권의 청약을 권유하기 위하여 예비사업설명서를 가지고 청약의 권유를 할 수 있다. 그러나 유가증권신고서의 효력이 발생하면 동시에 사업설명서를 작성·비치하여야 하며, 주가연계증권을 취득하고자 하는 자가 사업설명서의 교부를 요구하는 경우 반드시 교부하여야 한다(동법 제13조 제1항). 이 경우 기재내용에 허위의 내용이 있거나 투자판단에 필요한 중요한 사항이 누락된 경우에는 과징금 부과 등의 행정제제는 물론 형사처벌과 함께 취득자가 손해배상청구권을 행사할 수 있다

우리 법에서는 유가증권별로 그 성격을 고려하여 유가증권신고서의 효력발생기간을 달리 정하고 있는데, 추가연계증권의 경우에는 원칙적으로 효력발생기간을 15일로 규정하면서 원금보장형의 경우에는 무보증채권과 동일하게 7일로 단축하였다.³⁶⁾ 유가증권신고서의 효력이 발생하면 발행회사는 효력발생일에 사업설명서를 금융감독위원회, 발행사 본·지점, 증권거래소 또는 증권업협회에 비치하여야 하며 유가증권신고서의 효력발생과 사업설명서의 비치·교부가 완료된 경우에 한해서 발행회사와 매도인은 모집·매출된 추가연계증권의 취득 또는 매수의 청약에 대하여 승낙할 수 있다(동법 제13조 참조).

3. 판매규제

증권회사가 유가증권을 판매하는 경우 고객의 지식, 경험 및 재산상황을 고려하여 부적당하다고 인정되는 경우 당해 유가증권을 권유하는 것은 금지된다. 이에 관해서는 증권업감독규정 제4-15조에 두고 있으며,³⁷⁾ 이 규정은 증권회사의 업무에 대한 감독기준의 하나로 이른바 적합성원칙(suitability rule)³⁸⁾을 명시하고 있다. 동 규정에서는 투자권유내용과 투자권유대상이 고객에게 적합하다고 볼 수 있는 합리적인 근거를 가지고 있어야 할 의무를 부과하고 있으며(동조 제1항, 제2항), 투자를 권유하고자 하는 고객에 관한 정보를 숙지할 의무를 권유자에게 부과하고 있다(동조 제3항). 후자의 경우 이른바 고객숙지의무(know your customer rule)라고 불리는 것이다. 고객에게 적합한 증권을 권유하여야 하고, 고객에게 적합하지 않은 증권을 권유하는 것을 금지함으로써 특정 증권이 특정 고객에게 적합한 것인지 여부를 판단하도록 하고 있다.

추가연계증권도 유가증권으로 지정된 이상 고객별 적합성의 원칙이 적용되는 대상증권인 점에는 의문이 없어 보인다. 비록 추가연계증권은 원금이 보장되는 구조로 설계된 것도 있지만, 기본적으로 투자상품이며 전통적인 투자상품인 주식이나 채권보다도 훨씬 복잡한 손익구조를 갖고 있는 점에서 고객별 적합성원칙을 준수해서 권유할 것이 특히 요구된다고 보여진다.

그런데 실무에서는 이를 준수하면서 추가연계증권의 경우 적합성원칙이 어떻게 적용될 것인가 하는 것에 의문이 제기되고 있다. 추가연계증권의 경우 그 유형이 원금보장형부터 투자원금의 100%에 대해 손실을 보는 상품까지 구조에 따라 매우 다양하기 때문에 고객에게 적합한지의 여부에 대한 판단은 case by case별로 다를 수 있기 때문이다.

현재 증권업감독규정에 의하면 고객정보를 숙지한 후 고객의 재산상태, 투자목적, 투자내역, 위험성향 및 투자권유에의 의존도 등을 고려하여 권유하도록 하고 있을 뿐(동규정 제4-15조 제2항, 제3항 참조)이다. 결국 증권회사가 고객별로 판단할 수밖에 없다. 대체로 고객이 기재한 투자목적서의 기재사항에 부합하는 성격을 가진 추가연계증권을 권유할 것으로 보므로 투자목적서에 고객이 기재한 경우 크게 문제가 되지는 않을 것으로 예상된다.

다만 다음의 두 가지의 경우는 특히 유의할 필요가 있다고 보여진다. 이들 경우들은 고객이 충분한 정보를 주지 않은 경우에 해당된다. 우선 투자목적서에 일부 정보만 기재한 고객에 대한 적합성을 판단하는 경우이다. 두 번째는 계좌개설 당시 투자목표를 계좌개설 이후 변경한 경우 적합성을 판단하는 경우이다. 추가연계증권의 성격상 구조가 다양하기 때문에 통일적인 기준을 정립하기는 매우 어렵지만 한편으로 이러한 증권을 판매하는 증권회사에게 있어서는 추후 불측의 투자자가 소송을 제기할 가능성에 대해 크게 우려할 수 있기 때문에 구체적인 기준을 만드는 노력이 필요하다고 보여진다. 참고로 미국 증권업협회인 NASD에서는 증권회사의영업행위에관한기준 IM2310-2 고객과의 공정한 거래규정에서 이들 신종증권에 대한 판매시 준수해야 할 절차들을 규정하고 있다.³⁹⁾

한편 이러한 투자대상에 관한 적합성과 별도로 투자위험에 대한 적합한 정보를 주지 않은 경우 또한 적합성이 문제될 수 있다. 주가연계증권은 경제적인 성격만 보면 채권과 옵션이 결합된 것이라고 할 수 있다. 그런데 옵션의 경우에는 적합성원칙과 관련하여 일반고객이 투자에 따른 위험의 정도가 큰 거래를 한 경우로 보아 계좌를 개설하고자 하는 경우 증권회사로 하여금 계좌개설신청에 응하기 전에 i) 해당 거래 절차와 구조 및 성격, (ii) 해당 거래의 위험성, (iii) 해당 거래관련 통지의 내용 및 방법, (iv) 기타 고객과 증권회사의 권리의무 및 고객의 재산권에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사항으로 협회가 정하는 사항 등이 포함된 설명서를 교부하고 이를 충분히 설명한 후 이에 대한 고객의 서명 또는 기명·날인을 받도록 하고 있다(파생금융상품거래, 신용거래, 외화증권거래 기타 이에 준하는 거래에도 마찬가지이다).

주가연계증권의 경우 내재된 옵션의 성격에 비중을 둘 경우 이러한 옵션에 대한 적합성원칙이 주가연계증권에도 적용되는 것인지가 의문시될 수 있다(증권업감독규정 제4-17조 참고). 기본적으로 증권회사는 영업의 일반 원칙상 고객이 합리적인 의사결정을 하는 데 필요한 중요정보를 고객에게 제공할 의무가 부과되고 있다(동감독규정 제4-4조 제1항 제5호).⁴⁰⁾ 이러한 정보제공의무는 신의칙에 기초를 둔 배려의무로서의 성격을 갖고 있다.⁴¹⁾ 그러나 이 경우 파생금융상품과 같이 (i) 해당 거래 절차와 구조 및 성격, (ii) 해당 거래의 위험성, (iii) 해당 거래관련 통지의 내용 및 방법, (iv) 기타 고객과 증권회사의 권리의무 및 고객의 재산권에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사항들에 대한 설명서를 교부하고 이를 충분히 설명하도록 하고 이에 대한 고객의 서명 또는 기명·날인을 받도록 요구하지는 않고 있다.⁴²⁾

주가연계증권은 그 구조가 갈수록 복잡해지고 있고 파생상품적 성격을 갖고 있는 점에서 적어도 판매시 제공해야 할 정보가 충분하고 적절해야 할 것이다. 이러한 점을 고려한다면 이를 위한 일정한 기준이 마련될 필요가 있다. 현재 증권업감독규정에서 영업원칙의 시행과 관련한 지침을 증권업협회에서 제정할 수 있는 근거를 두고 있는바 협회에서 표준화된 지침이 마련되어 제공되어야 할 것이다(동규정 제4-4조 제3항 참조).

4. 불공정거래규제

(1) 미공개정보이용행위 금지 일반

우리 증권거래법에서는 상장·협회등록법인의 경우 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 임·직원의 경우 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 것을 금지하고 있다(동법 제188조의2).

이 경우 내부자거래규제대상이 되는 경우는 유가증권에 국한된다. 주가연계증권의 경우 증권거래법에서 유가증권으로 규정하고 있고 또 동법 제188조의2에서 규정하고 있는 당해 법인이 발행한 유가증권에 해당되므로 미공개정보이용이 금지되는 대상에 포함되는 데는 의문의 여지가 없다.

그러나 다음과 같은 경우에는 이 규정의 적용을 받는지가 의문시될 수 있다. 예컨대 주가연계증권이 타법인이 발행한 개별주식을 기초대상으로 발행된 경우로서 투자자가 현물로 상환청구를 하는 구조로 설계된 경우 이런 정보를 이용하여 해당 기초자산인 주식을 취득하는데 이용하는 경우를 상정해볼 수 있다. 이러한 경우는 당해 법인이 발행한 유가증권에 해당하지 않기 때문에 동규정의 적용에서 배제된다.

그러나 적어도 발행회사로서는 더구나 신용이 매우 중요한 금융기관으로서 자사 임·직원

들이 추가연계증권의 발행과 관련하여 미공개정보이용행위를 하지 않도록 예방하지 않으면 안된다. 특히 특정 주식에 연계되는 증권이 발행될 경우 이러한 정보를 지득한 내부자 또는 이들로부터 정보를 받아 이용하는 것을 예방하는 것이 필수적이다. 더구나 미공개정보를 이용한 거래행위 등 불공정거래행위에 증권회사가 관여한 경우로 인정된 경우에는 자사 영업의 전부 또는 일부가 정지될 수 있다(증권거래법 제57조).

(2) 조사분석부서의 분석자료 관련행위

증권회사의 불건전영업을 금지할 목적으로 증권업감독규정 제4-7조에서는 증권회사의 조사분석자료의 작성 및 공표와 관련하여 일정한 행위기준을 규정하고 있다. 이에 따르면 증권회사는 명칭 여하에 불구하고 특정 유가증권의 가치에 대한 주장이나 예측을 담고 있는 자체 조사분석자료나 매매권유자료를 일반인에게 공표하는 경우 조사분석내용이 사실상 확정된 때로부터 공표 후 24시간이 경과하기 전까지 조사분석자료의 대상이 된 '주권 등'을 자기계산으로 매매하는 것이 금지된다. 이 때 대상이 된 주권 등에는 주권, 출자증권, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 신주인수권을 표시하는 증서, 이익참가부사채권, 교환사채권, 유가증권옵션 등으로 규정하고 있다(증권거래법 제188조 제1항, 동법시행규칙 제35조 참조). 이 규정에 의할 경우 개별주식에 기초한 추가연계증권을 발행한 증권회사의 경우 대상주식에 대한 조사분석자료를 공표한 후 추가연계증권을 자기계정으로 매매하는 경우는 동규정의 적용대상에서 제외된다. 조사분석자료가 추가연계증권이 기초대상으로 한 개별주식의 가격에 영향을 미칠 수 있는 한 적용대상에 포함되어야 할 것이다. 비록 현재 이에 관한 행위규정이 마련된 것은 아니나 개별주식에 연계한 증권을 발행하는 경우 증권회사인 발행회사의 조사분석부서는 대상이 되는 주식에 대하여 리서치자료를 제공하는 것을 통제하는 내부규정을 마련할 필요가 있다. 미국의 경우에도 추가연계채권을 발행한 회사의 경우 기초대상이 된 증권(reference securities)에 대한 매매를 제한하고 있음은 참조할 필요가 있다.43)

IV. 발행실무상의 문제점과 개선사항

1. 발행과 관련하여

(1) 발행대상의 범위

현행 증권거래법상의 정의규정에 의하면 두 가지 의문점이 제기된다. 동법시행령의 정의규정에 의할 경우 "...특정 주권의 가격 또는 주가지수의 수치의 변동에 연동"이라고 하고 있어 개별주식에 한정된 것인지가 의문시될 수 있다. 주식군의 가격변동에는 문제가 없지만 주식펀드의 수익률변동에 연계하는 증권을 발행하는 것이 가능한지 여부가 의문시되기 때문이다.

현재 경제적으로 성격이 동일한 추가연계예금의 경우에는 주식군 내지 주식펀드의 수익률변화에 연계하는 상품들이 등장하고 있는 데 비해, 증권회사의 경우 현행법상으로는 이들 상품의 발행이 금지되는 것으로 해석될 수 있어 상품의 취급상 논란의 여지가 있다.

(2) 자기주식을 대상으로 하는 추가연계증권을 발행할 수 있는지 여부

현재 추가연계증권이 발행된 사례들은 대부분 KOSPI주가지수나 다른 우량회사가 발행한 개별주식을 기초자산으로 하고 있다. 그러나 경우에 따라서는 증권회사가 자기주식을 대상으로 한 추가연계증권을 발행하고자 의욕하는 것도 상정해볼 수 있다. 현행법상 정의규정에 의하면 특별히 제외되지는 않는다. 다만 내부자거래나 불공정거래가 발생할 개연성이 다른 경우보다 높을 수 있지 않은가 우려된다.

(3) 일괄신고서제도

일괄신고서제도에 관해 규정하고 있는 증권거래법 제8조 제1항 및 이에 기초한 동법시행규칙 제2조의3에 따르면 이 제도의 이용이 가능한 적격회사 및 대상유가증권의 범위를 매우 좁게 인정하고 있다. 즉 사채를 지속적으로 발행하는 회사에 한해서만 공시부담을 완화시켜 실제 유가증권신고서를 제출한 것과 동일한 효과를 갖도록 하여 모집·매출을 지원하고 있다. 종래 이 규정에 의하면 추가연계증권의 경우에는 이용대상에 해당되지 않았다. 이 때문에 업계에서는 추가연계증권의 경우 유가증권신고서의 효력발생일이 길어 유가증권신고서 효력발생 이전에 추가변동에 따른 상품성 훼손 및 타금융기관의 모방가능성 등을 문제로 계속 지적하였다. 이 점을 감안하여 최근 증권거래법시행규칙의 개정을 통해 이에 대한 시정이 이루어져 추가연계증권도 일괄신고서 적용대상에 포함되었다.44) 참고로 미국의 경우에는 사채에만 국한하는 등의 제한을 두지 않고 일괄신고서를 이용할 수 있도록 하고 있는데, 특히 신종증권이 이용되기 시작한 1992년부터 이들에 대해서도 일괄신고서제도를 이용하는 것을 허용한 바 있다.45)

2. 공시와 관련하여

(1) 개별주식을 대상으로 한 경우 대상주식에 대한 공시

현재까지 국내에서 발행된 추가연계증권은 거의 대다수가 KOSPI 200주가지수를 대상으로 발행된 것이기 때문에 논의될 필요성이 크지 않았지만, 주가지수 외에 다양한 대상을 기초 대상으로 발행될 수도 있기 때문에 그 대상에 관한 공시수준을 어느 정도로 하여야 하는지에 대하여 의문이 제기될 수 있다. 예컨대 (i) 개별주식을 대상으로 한 추가연계증권을 발행하는 경우46) 대상주식에 대한 공시를 어느 수준으로 하여야 하는가 또는 (ii) 해외주가지수47) 또는 임의의 주가지수를 대상으로 할 경우 공시를 어느 수준으로 하여야 하는가 하는 것이 문제가 될 수 있다.

궁극적으로는 기초자산이 개별증권이건 주가지수이건 그에 관한 충실한 정보를 제공하도록 하게 함으로써 투자자의 투자결정을 지원할 필요가 있다. 그러나 어느 정도의 정보가 충실한가는 판단의 문제인바 지나치게 상세한 정보는 오히려 발행을 주저하게 할 수도 있을 것으로 보여진다.

이와 관련하여 미국의 경우를 보면 SEC는 다음의 요건을 충족한 경우에 한해 추가연계증권 발행회사의 공시부담을 완화시키고 있다. 즉 (i) 발행자가 '33년 증권법상의 공시의무를 지는 회사이고, (ii) S-3의 공시서류를 작성하는 자인 경우 내지 (iii) 상장기준을 충족한 경우 등에는 대상주식을 발행한 기업의 사업과 대상주식의 시장가격에 관하여 최소한의 정보만 제공하는 것을 허용하고 있다.48) 다만 이와 함께 투자자 및 피권유자에게 대상주식을 발행한 기업에 대한 공시정보를 SEC 공시사이트에서 참고하도록 하는 내용을 함께 송부하도록 하고 있다. 이러한 규정은 우리에게도 유용한 참고가 될 것으로 보인다.

3. 기 타

(1) 상장관련

우리나라의 경우 현재 거래소에 추가연계증권이 상장되어 있지는 않다. 직접적으로는 거래소의 상장규정이 마련되어 있지 않는 점도 있지만, 이러한 신종증권의 발행초기 단계에 있어 고려해야 할 사항들이 적지 않기 때문일 것으로 추측된다. 그러나 추가연계증권이 상장되어 거래가 되지 않을 경우 환금성이 크게 떨어지는바 투자자보호차원에서 추가연계증권의 상장이 조속히 요구된다 할 것이다. 다만 상장 여부를 결정함에 있어 여러 가지 사항들이 함께 고려되어야 함은 물론이다. 즉 투자자보호차원에서는 조속히 상장이 필요할 것이긴 하지만 실제 상장을 허용할지 여부를 감독기관이 결정함에 있어서는 다음의 사항들이 종합적

으로 검토되어야 할 것이다. 우선 (i) 가격결정기능이 작동하는지 여부, (ii) 헤지의 인식가능성 여부, (iii) 가격결정메커니즘으로 공시된 사항들의 신뢰가능성, (iv) 시세조종의 이용 대상으로 남용될 가능성, 그리고 (vi) 상품의 복잡성, (vii) 시장을 감시할 감독기관과 자율 규제기관의 감독능력 등도 아울러 종합적으로 고려되어야 할 것이다.

참고로 미국의 경우 추가연계증권이 많이 상장된 AMEX와 NYSE의 경우 각각 추가연계증권에 대한 상장요건에 차이가 있는데, 그 이유는 거래소별로 고려사항에 있어 다른 접근을 하고 있기 때문이다. 예컨대 AMEX의 경우에는 다음과 같이 상장요건을 정하고 있는데, 이에 의하면 (i) 추가연계증권의 기초대상인 주식의 발행기업이 '34년 증권거래법 공시대상회사이고(해외기업인 경우 예외 인정), 최저 시가총액(market capitalization)과 12개월간 거래량요건을 충족할 것, (ii) 만기는 1년 이상일 것, (iii) 총시장이치가 \$4mil 이상일 것, (iv) 추가연계증권을 발행한 회사의 경우 일정 자산과 자본요건을 충족할 것, (v) 추가연계증권보유자의 수가 400인 이상일 것(AMEX Rule 107, Annex F 참고)으로 정하고 있다.⁴⁹⁾ 현재 미국에서는 외국증권을 기초자산으로 한 추가연계증권도 상장되어 있다.⁵⁰⁾

한편 추가연계증권은 상품의 유동성면에서 활발하지 않기 때문에 시장에서 거래되는 경우 시장조성자를 필요로 하게 된다. 이 경우 시장조성자의 개입목적이 시세를 올리는 데 목적이 있지 않기 때문에 통상 시장조성시 우려되는 시세조종문제는 없다고 보여진다. 현재 거래 활성화를 위해 국채와 채권의 경우 각각 자기매매업을 허가받은 금융기관에 한해 시장조성의무를 부과하고 있으므로⁵¹⁾ 일응 이러한 제도들을 참고할 수 있을 것으로 보인다.

(2) 헤지관련

추가연계증권은 발행사에게는 자금조달 등의 이점을 가져다 주지만 발행유형 중 원금이 보장되어 있는 유형으로 발행되는 경우 약속한 원금을 지급하기 위해서는 발행회사는 이러한 증권에 대한 헤지가 불가피해진다. 증권회사의 경우 이러한 증권을 발행하고 헤지하고자 하는 경우 장외파생상품거래를 하는 것이 대부분이다. 그리고 이러한 거래를 하는 경우에는 그 사실을 보고하도록 하고 있다.⁵²⁾ 문제는 헤지거래를 통해 오히려 자금의 운용상 불리한 결과를 가져올 가능성을 배제할 수 없다는 점이다. 따라서 추가연계증권을 발행하는 회사의 헤지거래와 관련하여 리스크관리체제에 대한 실효적인 모니터링이 강화될 필요가 있다. 예를 들어 회사 내부적으로 사전에 정기적으로 헤지목적으로 한 장외파생상품거래에 따른 리스크를 평가하여 보고하게 하는 것을 생각해볼 수 있다.

한편으로 헤지행위와 관련해서는 불공정행위가 우려될 수 있는데, 헤지상대방이 이해관계자인 경우 예컨대 산정기관(calculation agent)인 경우 특히 그러한 지위를 남용할 가능성이 우려된다.⁵³⁾ 점차 KOSPI지수 외에도 해외주가지수 내지 해외에서 주지된 지수들을 이용하는 예가 늘어날 전망이고 그외에도 임의의 지수를 사용하는 경우도 가능하기 때문에 불공정하게 이용될 가능성이 크다. 헤지상대방이 산정기관인 경우 제3자에게 맡기는 것이 비용상 부담이 된다는 문제가 우려되기는 하나, 규제목적상 헤지행위를 하는 경우 산정기관은 제3자에게 맡기도록 하는 것이 바람직하다고 보여진다.

V. 제언—결론에 갈음하여

전반적으로 금융산업에서 화두가 되고 있는 것 중의 하나를 들자면 바로 금융혁신이 된다. 그리고 이러한 혁신의 핵심은 신종금융상품에 있다. 그에 맞게 최근 들어 다양한 신종금융상품들이 빠른 속도로 등장하고 있다. 이러한 추세는 신상품설계만이 현재 악화된 수익구조와 심화된 경쟁에서 생존하는 유일한 방안이 된다고 금융기관들이 모두 인식한 이상 보다

다양한 구조와 성격으로 등장하는 속도도 더 가속화될 전망이다.

그런데 이러한 상품들은 기본적으로 전통적인 유가증권과 차이가 많고 파생상품적 성격을 갖고 있어 투자자는 물론 업자에게도 그리 친숙하지 않은 증권이다. 때문에 예상하지 못했던 부작용도 언제든지 현실로 등장할 소지가 많다. 때문에 감독기관으로서는 이러한 신종상품의 발행, 판매 등으로 인한 부작용을 사전에 예방하고 혹 문제가 발생한 경우에는 사후적이라도 신속히 조치하는 것이 필수적이다. 최근 감독기관이 이들 신종증권에 대해 수차례 지침과 보도자료를 발표하고 있는 것에 비추어보면 이러한 노력을 기울이고 있는 것으로 긍정적으로 평가된다.

그런데 문제는 이들 신종금융상품들의 등장과 이용속도는 갈수록 빨라지는 것에 비하여 이러한 신종증권에 대한 투자를 권유받는 일반인의 이해도는 그렇지 못하다는 점이다. 이러한 상품에 대한 수요는 강해지고 있고, 이에 응하고자 이러한 신종상품은 앞으로 계속 개발·판매될 것임을 예상해본다면 이들에 대한 투자자의 정확한 인식하에 투자판단을 내리도록 제도적으로 지원하는 것이 필요하다고 보여진다. 그렇지 못할 경우 신종상품의 판매를 둘러싸고 투자자와 업자간에 분쟁이 쏟아질 가능성이 적지 않다. 가까운 예로 일본의 경우를 보면 신종금융상품인 워런트가 도입되면서 일반투자자들과의 분쟁이 대폭 증가되었다. 때문에 이러한 신종상품에 대한 이해도를 높이는 다방면의 조치를 강구하는 데 게을리해서는 안될 것이다. 이는 비단 일반투자자의 보호측면뿐만 아니라 판매하는 회사 및 그 임직원을 위해서도 요구되는 사항이기도 하다.

참고문헌

김형태, “주가연계증권의 설계와 활용,” 『증권예탁』, 제45호, 증권예탁원, 2003.

임지웅, “주가연계상품의 금융규제법상 문제점,” 『BFL』, 제1호, 2003. 9.

윤영신·정순섭, “신종사채발행활성화에 관한 연구,” 충남대학교, 2002. 11.

한국산업은행조사부, “신종채권의 사례연구와 활용방안,” 한국산업은행조사부, 2002.

Beller, Alan L., Scott L. Flood, William H. Hinman, Linda C. Quinn, & Elisse B. Walter, Innovative Financing Techniques and Special Distribution Problems—Selected Issues, Practising Law Institute, PLI Order No. B4-7068(November 1994).

Blanc, Roger D., SEC Proposes Regulation M to Replace Trading Practices Rules, Insights, (September 1996).

Bulitt, Georgia B., Structured Products, Practising Law Institute, 1346 PLI/Corp 227(November 2002).

IOSCO, Operational and Financial Risk Management Control Mechanism For Over-the-counter Derivatives of Regulated Securities Firm(1994).

Palm, Gregory K. & Donald R. Crawshaw, Recent Developments in Hybrid Instruments and Privately Issued Warrants, PLI Order No. B4-6867, Feb. 1, 1980(1989).

Russo, Thomas A., Joyce Penn Farnsworth, Cadwalader, Wickersham & Taft, Regulation of Equity Derivatives, American Law Institute, ALI-ABA Course of Study(January 1992).

Vitha, John, Structured Products, Practising Law Institute, 1397 PLI/Corp 259(2003).

Regulation of Equity-Linked Securities

Soo Hyun Ahn

ABSTRACT

The purpose of this article is to provide a legal analysis with respect to Equity-linked Securities, which is generally called as Equity-linked Note and some selected issues thereof.

Equity linked Securities (or Note) link some or all of the principal and interest payment to changes in the price of a stock(s) or stock index. This kind of financial product has merits that it can be tailored to provide capital appreciation and periodic income or both, so conservative investors who have propensity to avoid risk prefer to this kind of investment. The Economic character of Equity-linked Note is equivalent to owning a bond and an equity-call option or call spread. It is one of the hybrid securities or instruments that has arisen since the beginning of 2002 in Korea.

This new kind of financial product was introduced through the 2002 Stock Exchange Act Amendments, in which Equity-linked Securities are positioned as a kind of securities, not as a derivative. As a result of that, Equity-linked Notes can be distributed to general investors through public offerings. This legal treatment gave rise to the explosive issuance of Equity-linked Notes in recent days in Korea. But only qualified securities companies which meet the conditions set in the presidential decree 36-2 (2) are allowed to issue Equity-linked Notes. Until now only 6 securities companies are allowed to issue Equity-linked Note. So long as Equity-linked Note is stipulated as a securities, it is regulated by the disclose regulation, suitability and anti-fraud provisions under the Stock Exchange Act.

In this article, the author explains the major legal issues of the Equity-linked Note and analyzes how Equity-linked Note issuance and issuers are regulated under the Stock Exchange Act. In conclusion, the author suggests that legislators consider the devices to protect general investors who cannot keep the speed of the development of financial engineering either through code of conduct rule or investor education.

Otherwise new financial products could raise many unprecedented disputes between issuers and investors and could lead to many lawsuits with burden of cost.

1) 이와 같은 정부의 정책배경은 외환위기 이후 위험에 대한 인식이 높아져 주식수요가 활성화되지 못하면서 자금이 대출이나 채권에 몰리는 것을 시정할 목적으로 주식시장 중심의 정책을 시행하겠다는 의지를 밝힌 것이었다. 그에 포함되는 내용으로는 구체적으로는 주식의 장기수요기반 확보, 자산운용업의 획기적인 육성, 증권시장운영체계 효율화, 주주중심의 경영 및 공정거래질서 확립을 위한 제도개선이 제시되고 있다. 상세내용에 대해서는 www.mofe.go.kr 참조.

2) 추가연계증권들(워런트와 ELS)을 유가증권으로 지정하는 것을 골자로 한 증권거래법시행령과 취급기관을 제한한 증권거래법시행규칙이 입법화되었다. 2003. 2. 24. 증권거래법시행령 개정. 워런트에 대해서는 증권거래법시행령 제2조의3 제6호에서 “재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서로서 당사자 일방의 의사표시에 의하여 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 주권의 매매나 금전을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 표시하는 증권 또는 증서”라고 하고 있고(주식워런트), 증권거래법시행령 제2조의3 제7호에서는 “재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서로서 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 주권 또는 금전의 지급청구권을 표시하는 증권 또는 증서”라고 하여 추가연계증권(ELS)을 정의하고 있다.

3) ELN(Equity-linked Note)이라고 불리는 것이 더 일반적이나, 업계에서는 ELS로 통용된다. 미국에서는 Equity-linked Term Note라고 한다.

4) 법적으로는 취급이 다르지만 경제적 기능은 동일한 상품들이 은행과 투신권에서 각각 지수연동예금(ELD, Equity-linked Deposit), 주가지수연계펀드(ELF, Equity-linked Fund)라는 명칭으로 판매되고 있다. 지수연동예금은 은행의 예금상품으로 원금이 100%로 보장되는 점에서, 증권회사가 발행하는 유가증권으로 원금이 100% 보장되지 않는 추가연계증권과 구분되고, 주가지수연계펀드는 투자신탁상품으로서 투자자로부터 모집한 자금이 수탁회사 또는 위탁회사의 고유자산과 분리되어 펀드별로 독립적으로 운용관리되고, 그러한 자산의 관리운용에 따른 위험이 투자자에게 귀속되는 점에서 증권발행으로 투자자로부터 모집한 자금이 발행회사의 고유자산이 되고, 그러한 자산의 관리 운용에 따른 위험이 투자자에 귀속되지 않는 추가연계증권과 구분된다. 임지웅, “추가연계상품의 금융규제법상 문제점,” 『BFL』, 제1호(2003. 9), 31면 주 20 참조.

5) 금융감독원 증권감독국 선물감독팀 보도자료(2003. 9. 2. 발표자료) 참조. <http://www.fsc.go.kr>, www.fss.or.kr 참고

6) 가장 최근에 나온 자료로는 임지웅, 전계논문, 29면; 윤영신·정순섭, “신종사채 발행활성화에 관한 연구,” 충남대학교 정책보고서(2002. 11) 참조.

7) 복합상품에 대하여 정식으로 정의하고 있는 예로는 미국의 CFTC가 1993년 발표한 “복합상품에 관한 최종규칙(The 1993 Final Rule on Hybrid Financial Instruments)”에서이다. 이 규칙 Part 34.2에서 복합상품을 “하나 또는 그 이상의 선물 혹은 옵션 유사의 상품적 요소를 포함한 적격지분 내지 부채증권 또는 예금상품”이라고 정의하고 있다. Part 34.3에서는 증권법상의 지분, 부채증권, 요구불예금, 정기예금, 기타 12 CFR 204.2에서 규정된 거래를 적격상품으로 규정하고 있다. 결국 이러한 규정에서 볼 때 대부분 복합상품이란 선물이

나 옵션 같은 파생상품적 요소와 사채나 예금이 결합된 것을 말한다고 할 수 있다.

8) 이러한 복합상품들은 미국의 경우 1986년부터 붓물처럼 쏟아져 나왔다. 대표적으로 석유에 연계한 채권이나 S&P에 연계한 채권(SPINs, Standard & Poor's 500 Indexed Notes), 외환에 연계한 채권(PERLS, Principal Exchange Rate Linked Securities)을 시작으로 주식시장이나 금에 연동한 CD까지 그 종류가 다양해지기 시작했다, 그러나 이 중 주가지수에 연계한 채권이 대중을 이루었다. 이 때 발행된 복합상품에 대한 상세한 설명은 Gregory K. Palm & Donald R. Crawshaw, Recent Developments in Hybrid Instruments and Privately Issued Warrants, PLI Order No. B4-6867, Feb. 1. 1980 (1989) 참조.

9) 감독기관인 금융감독원이 그간 수차례의 주가지수연계증권에 대한 보도자료와 영업지침을 낸바 있다. 2003. 7. 22. 보도자료, 증권사 장외파생금융상품 거래실적 및 영업형태; 2003. 9. 2. 주식연계상품 판매현황 및 영향분석; 2004. 2. 2. 증권회사 주가지수연계증권 영업 현황; 2004. 2. 13. 주식연계상품시장 최근 동향 참조.

10) 장외에서 당사자간의 순수한 상대계약으로 출발한 장외파생상품이 전통 금융상품인 채권에 결합되면서 등장하기 시작한 복합금융상품에 대한 법적 논의는 실상 다양한 경로로 전통금융시장을 침투해온 장외파생상품시장의 발전경로에서부터 검토를 시작하는 것이 옳을 것이다. 그러나 이 논문의 주된 목적은 주가연계증권이라는 금융상품을 취급하고자 하는자와 투자자 및 감독기관의 관점에서 주의해야 할 쟁점들을 우선 정리해보고자 하는 것인바, 복합금융상품에 대한 규제법상의 지위에 대한 상세한 논의는 이 분야에 대한 다른 연구자들에게 미루고자 한다. 이에 대한 연구에 관해서는 윤영신·정순섭, 전개보고서 참조; 임지용, 전개논문 참조.

11) 한편 감독기관이 내린 지침에 따르면 주가지수에 지배적으로 연계되어 있고 다른 기초자산에 연계된 경우 영업가능한 주가지수연계증권에 제외하는 한편 연계된 다른 기초자산이 주가지수연계증권의 투자수익에 일정한 고정금리를 제공하는 경우 영업가능한 주가지수연계증권으로 보고 있다. 금융감독원, 증권회사의 주가지수연계증권영업과 관련한 지침(2003. 3) 참조.

12) 만기에 주가가 내려갈 경우 원금을 지급하는데, 이때 현금보다 주식으로 교부받기를 투자자가 선호하는 경우가 있을 수 있기 때문이다. 이 경우 주식으로 보유한 후 후일에 주가 상승으로 차익을 얻을 수 있다.

13) ELN이라고 할 때는 이자, 원금 또는 이자와 원금의 지급이 특정 주가지수 또는 개별주식, 주식군 내지 그외 상품, 펀드(equity mutual fund)수익률 등에 연동되는 채권을 말한다. 이자나 원금지급이 개별주식에 연동된 경우는 주가연동채권이 되며 주가지수에 연동된 경우는 주가지수연동채권이 된다.

14) 그러나 단순히 명칭만의 문제가 아니라 주가연계증권인가 아니면 채권인가의 여부는 과세측면에서는 큰 차이가 있다.

15) 워런트에 대해서는 증권거래법시행령 제2조의3 제6호에서 정하고 있는데, 이에 의하면 당사자 일방의 의사표시에 의하여 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 주권의 매매나 금전을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 표시하는 증권 또는 증서라고 정의하고 있다.

16) 유동성공급자(liquidity provider)는 통상 발행자가 선임하게 되며 투자자는 이들 유동성공급자와 직접 거래하거나 증권회사를 통해 거래하게 된다.

17) 주가지수연계옵션증권(warrant)은 총 468건으로 전체발행규모는 4조 9,612억원이며,

만기 1년 이하의 단기상품위주로 발행되고 있다(95.1%). 2004. 2. 2. 증권회사의 주가지수 연계증권(ELS) 영업현황, 금융감독원 보도발표자료 참조.

18) 넥아웃형이란 만기까지 기초자산의 상승률이 목표에 1회라도 달성하면 목표수익률이 확정되는 금융상품을 말한다.

19) 증권거래법시행령 제2조의3 제7호; 증권거래법시행규칙 제1조의3 참조.

20) 2004. 2. 2. 현재 대우증권, 삼성증권, LG투자증권, 굿모닝신한증권, 동원증권, 하나증권이 발행하고 있다.

21) 반면에 사모로 발행된 경우는 총 98건으로 발행금액은 총 9,906억원이다. 반면 주가지수연계옵션의 경우 사모가 공모보다 발행건수와 금액이 월등하게 높다. 주가지수연계옵션 발행건수는 총 468건으로 총발행금액은 4조 9,612억원이며 이 중 공모는 3건 17억원이며 사모는 465건으로 4조 9,595억원(명목금액 기준)으로 발표된 바 있다. 2004. 2. 2. 금융감독원 보도발표자료 참조.

22) 금융감독원 2004. 2. 2. 보도발표자료 참조.

23) 금융감독원 2004. 2. 2. 보도발표자료 참조.

24) 증권거래법상 장외파생금융상품이란 유가증권시장·협회중개시장 및 선물시장 밖에서 행하는 통화·유가증권 또는 통화·유가증권의 가격이나 이를 기초로 하는 지수를 대상으로 하는 거래를 말하며 이른바 신용파생상품은 명문으로 금지하고 있다. 증권거래법시행령 제36조의2 제1항 제1의2호, 동법시행규칙 제13조 제1항 참조.

25) 증권거래법시행령 제36조의2 제2항 제1호 가. 법 제28조 제2항 제1호 내지 제3호의 영업을 모두 영위하는 증권회사일 것.

26) 증권거래법 별표 1.의 바목 (3)의 요건을 충족하여야 한다. 즉 금융산업의구조개선에관한법률에 의하여 부실금융기관으로 지정된 금융기관의 최대주주·주요주주 또는 그 특수관계인이 아니어야 한다. 증권거래법시행령 제36조의2 제2항 제1호 나목 참조.

27) 증권거래법 제54조2의 자기자본비율이 100분의 300 이상 유지하여야 하며 자기자본을 100분의 30 이상 갖추어야 한다.

28) 임지용, 전개논문, 32면 참조.

29) 예를 들어 경영에 참가할 권리를 제외한 주가차익이라는 경제적 이익만 제공하고자 할 때가 예상된다. 그러나 외국의 경우 금융기관이 아닌 일반 기업이 복합상품을 원하는 경우는 당해 회사가 그 상품 내지 증권이 기초하고 있는 기초대상이 자사의 사업과 관련된 경우일 때, 예컨대 구리나 석유 등일 경우 드물기는 하지만 수요가 보이기도 한다.

30) 직접발행은 증권을 발행하는 기관이 스스로 증권을 직접 투자자에게 매각하는 방법으로 자기발행이라고 불리기도 하며 통상 매각에 따른 번거로움이나 위험을 줄이기 위하여 인수인을 관여시키지만, 현재 이러한 인수인의 역할을 하는 증권회사가 주가연계증권을 발행하고 있기 때문에 거의 직접 발행하는 실정이다.

31) 금감위 유가증권의발행및공시등에관한규정 제12조 제1항 제5호 참조.

제12조 유가증권의 모집으로 보는 전매가능성 기준

① 다음 각호의 1에 해당하는 경우에는 영 제2조의4 제4항의 규정에 의하여 당해 유가증권이 그 발행일로부터 1년 이내 50인 이상의 자에게 양도될 수 있는 것으로 본다. 다만 유가증권을 발행한 후 지체없이 증권예약원에 예약하고 그 예약일로부터 1년간 당해 유가증권을 인출하거나 매각하지 않기로 하는 내용의 예약계약을 증권예약원과 체결한 후 그 예약계약을 이행하는 경우 또는 금융산업의구조개선에관한법률 제12조 제1항의 규정에 의하여 정부

또는 예금보험공사가 부실금융기관에 출자하여 취득하는 주식에 대하여 취득일로부터 1년 이내에 50인 이상의 자에게 전매되지 않도록 필요한 조치를 취하는 경우에는 그러하지 아니하다.

1. 주권 또는 신주인수권증서의 경우에는 그와 동일한 종류의 주권 또는 신주인수권증서가 상장, 협회등록, 모집 또는 매출된 사실이 있는 경우. 이 경우 분할 또는 분할합병(상법 제 530조의12 규정에 의한 물적분할의 경우를 제외한다)으로 인하여 설립된 회사가 발행하는 주권 또는 신주인수권증서는 분할되는 회사의 주권 또는 신주인수권증서와 동일한 종류의 주권 또는 신주인수권증서로 본다.

2. 전환사채권, 신주인수권부사채권 또는 교환사채권의 경우에는 다음 각목의 1에 해당하는 경우

가. 전환권, 신주인수권 또는 교환권의 목적이 되는 주권이 제1호에 해당하는 경우. 다만 주권상장법인 또는 협회등록법인이나 주권을 모집 또는 매출한 사실이 있는 법인이 발행한 전환사채권, 신주인수권부사채권 또는 교환사채권의 경우로서 전환권(신주인수권부사채의 경우에는 신주인수권을 말하며 교환사채권의 경우에는 교환권을 말한다) 행사금지기간을 당해 사채의 발행일로부터 1년 이상으로 한다는 조건이 사채권면에 기재된 경우에는 그러하지 아니하다.

나. 사채권 또는 신주인수권이 기명식인 경우에는 그 권면에 발행후 1년간은 1인에게만 일괄하여 양도할 수 있다는 뜻이 기재되어 있지 않은 경우. 다만 그 권면의 매수가 50매 미만으로서 발행후 1년 이내 권면분할금지의 특약이 있는 경우에는 그러하지 아니하다.

다. 사채권 또는 신주인수권증권이 무기명식인 경우에는 그 권면의 매수가 50매 이상이거나 그 권면의 매수가 50매 미만으로서 발행후 1년 이내 권면분할금지의 특약이 그 권면에 기재되어 있지 않은 경우

3. 제2호외의 사채권의 경우 당해 사채권이 제2호 나목 또는 다목에 해당하는 경우

4. 영 제2조의3 제4호의 규정에 의하여 기업이 자금조달을 목적으로 발행하는 어음 중 재정경제부장관이 정하는 어음의 경우에는 그 권면의 매수가 50매 이상인 경우

5. 영 제2조의3 제6호의 증권(이하 주식워런트증권이라고 한다) 또는 영 제2조의3 제7호의 증권(이하 추가연계증권이라고 한다)의 경우에는 당해 증권이 제2호 나목 또는 다목에 해당하는 경우

32) 금융감독위원회, 유가증권의발행및공시등에관한규정 제12조 제1항 제5호 참조.

33) 즉 모집·매출시 (i) 모집·매출의 요령, (ii) 투자위험요소, (iii) 유가증권에 대한 의견, (iv) 자금의 사용목적, (v) 기타 투자자보호를 위하여 필요한 사항을 기재하면 된다.

34) 추가연계증권의 경우 (i) 지배구조 및 관계회사의 현황, (ii) 주식에 관한 사항, (iii) 임직원에 관한 사항, (iv) 이해관계자와의 거래내용, (v) 부속명세서에 관한 사항은 기재하지 않아도 무방하다. 금융감독위원회, 유가증권의발행및공시에관한규정 제17조 제2항 제6호 참조.

35) 미국의 예를 보면 비록 우리와 달리 증권과 발행회사에 대한 정보를 서술식으로 기재하도록 하고 있지만, 추가연계증권과 관련해서는 특히 다음의 사항에 대하여 기재하도록 하고 있다. 즉 (i) 발행회사의 개황, (ii)자금의 사용목적, (iii) 발행사의 자본수익률, (iv) 헤지내역, (v) 기초대상증권의 발행회사, (vi) 기초대상증권의 가격변동과 배당내역, (vii) 기타 투자자유의 사항(다른 증권과의 비교, 기초대상인 증권과의 관계, 기초대상인 주식의 희석화 사유, 추가연계증권발행사와 기초대상증권사간의 관계, 유통시장의 유동성 감소가능

성), (viii) 추가연계증권에 관한 사항(회식화조정조치 포함), (ix) 인수인에 관한 사항 등이 포함된다. 일례로 1993. 12. 14. Salomon Inc.가 SNPL회사 보통주식을 기초로 발행한 ELK(Equity-linked Securities)의 기재사항들을 참조. 이외 다른 추가연계증권들의 기재사항에 관하여 정리한 글로 Alan L. Beller, Scott L. Flood, William H. Hinman, Linda C. Quinn, and Elisse B. Walter, Innovative Financing Techniques and Special Distribution Problems- Selected Issues, PLI Order No. B4-7068(Nov. 1994) 참조.

36) 금융감독원, 『기업공시제도 해설』, 2003, 172면 참조.

37) 증권업감독규정 제4-15조(투자권유)

① 증권회사가 특정한 유가증권의 매매거래나 특정한 매매전략·기법 또는 특정한 재산운용 배분의 전략·기법을 채택하도록 고객에게 권유(이하 ‘투자권유’라고 한다)하는 경우에는 그 권유내용이 신뢰할 만한 정보·이론 또는 논리적인 분석·추론 및 예측 등 적절하고 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다.

② 증권회사가 일반고객을 상대로 투자권유를 하는 경우에는 당해 투자대상이 고객의 투자 목적, 재산상태, 유가증권 투자내역 및 위험에 대한 태도 등에 비추어 당해 고객에게 적합하다고 볼 수 있는 합리적 근거를 가지고 있어야 한다.

③ 증권회사는 일반고객에게 투자권유를 개시하기 전에 고객과의 면담 등을 통하여 다음 각호의 정보(이하 이 편에서 ‘고객정보’라고 한다)를 파악하기 위한 노력을 기울여야 하며 증권회사가 파악한 고객정보를 고객의 서면확인을 받아 유지·관리하여야 한다.

1. 고객의 재무상황
2. 고객의 소득상황
3. 고객의 투자목적
4. 고객의 위험에 대한 태도
5. 고객의 투자경험 및 지식
6. 증권회사의 투자권유에 대한 고객의 의존도

38) 이에 관한 자료로는 권순일, 『증권투자권유자책임론』(박영사, 2002); 오성근, “증권투자권유에 있어서의 적합성원칙,” 『투신』, 제43호(2004. 2), 1면 이하 참조.

39) NASD, IM2310-2, Fair dealing with Customers, (e) Fair dealing with Customers with regard to derivative products or New Financial Product (3) hybrid securities and Selected Equity-linked Debt Securities.

40) 증권업감독규정 제4-4조(영업의 일반원칙)

① 증권회사는 최선의 고객이익 실현과 공정한 시장거래질서 유지를 위하여 다음 각호의 영업원칙을 준수하여야 한다.

1. 증권회사는 정직하고 공정하게 업무를 처리하여야 한다.
2. 증권회사는 고객에 대하여 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하여야 한다.
3. 증권회사는 자신이 영위하는 증권업무 수행에 필요한 인적 물적 자원을 적정하게 확보하고 적절한 업무수행에 필요한 절차를 수립하여 시행하여야 한다.
4. 증권회사는 고객에게 적합한 투자권유를 하여야 하고 이를 위하여 고객에 관한 정보를 알기 위한 적절한 노력을 하여야 한다.
5. 증권회사는 고객이 합리적인 의사결정을 하는 데 필요한 중요정보를 고객에게 제공하여야 한다.
6. 증권회사는 자신과 고객간의 이해상충이 발생하지 않도록 하여야 하며, 이해상충이 불

가피한 경우에는 이러한 사실을 고객에게 사전에 통지하거나 고객이 공정한 대우를 받을 수 있도록 적절한 조치를 취하여야 한다.

7. 증권회사는 영 제18조의2 제2항에서 규정하는 금융관련법령과 금감위의 규정 및 명령을 준수하여야 한다.

② 증권회사가 제1항 각호의 원칙에 반하는 행위를 함으로써 고객의 이익 또는 공정한 거래질서가 현저히 침해된 경우 금감위는 그 침해정도, 내부통제의 적정성 및 고의 또는 과실 여부 등을 감안하여 법 제53조 제5항 제2호의 조치를 취할 수 있다.

③ 협회는 제1항 각호의 사항과 이 편에서 정하고 있는 규정의 시행을 위하여 필요한 업무지침을 제정할 수 있다.

41) 권순일, 전계서, 95면 참조.

42) 감독기관에서 증권회사의 주가지수연계증권 영업과 관련한 지침으로 통보된 내용에 의하면(2003. 2. 28자 증권회사의 주가지수연계증권 영업과 관련한 지침 통보) 사모의 경우에도 투자자에게 판매시점에 상품구조 및 내재리스크를 상세히 설명하고 투자자로 하여금 그 설명을 충분히 이해하였음을 서면으로 확인하도록 하고 있다. 갈수록 다양한 상품들이 시장에 나올 것인바 표준화된 판매준칙이 마련될 필요가 있다.

43) 1996년 발표된 Regulation M 규정안과 관련하여 명시적으로 주가연계채권의 경우를 대표적인 사례로 예시하고 있다. Regulation M에 관한 대략적인 설명은 Roger D. Blanc, SEC Proposes Regulation M to Replace Trading Practices Rules, Insights(September 1996).

44) 2004. 4. 1. 개정 증권거래법시행규칙 제2조의3 제2호 영 제2조의3 제6호 및 제7호의 규정에 의한 유가증권.

45) Rule 415(b).

46) 이미 삼성전자와 국민은행과 같은 개별주식을 기초대상으로 한 주가연계증권이 판매된 바 있다. 예컨대, 2004. 5. 3일자 서울경제신문, “대우증권 ELS 3종판매”; 2004. 5. 3자 서울경제신문, “대투증권 발행의 인베스트대표주식 ELS20” 등 참조.

47) 외국주가지수를 기초대상으로 한 주가연계증권들이 다수 발행되기 시작했다. 예컨대, 2004. 5. 3일자 서울경제신문, “교보증권의 닷케이225연동채권”; 2004. 5. 3일자 매일경제신문, 대투증권, 인베스트 닷케이 ELS 30, 메리츠증권, 푸르덴셜 닷케이 ELS펀드, 삼성증권 삼성닛케이225ELS펀드 등.

48) 모건 스탠리에게 보낸 SEC의 비조치의견서 참조. Morgan Stanley & Co. No-Action Letter, (June 24, 1996).

49) NYSE 상장규정인 Rule 703.19와 많은 점에서 차이가 있다.

50) 1995년에 처음으로 외국증권을 기초자산으로 한 주가연계증권의 상장을 허용하였다. 이에 관해서는 Securities Exchange Act Release Nos. 34549(August 18, 1994), 59 FR 43873 (Amex), 34759 (September 30, 1994), 59 FR 50939 (CBOE), 34545(August 18, 1994), 59 FR 43877 (NYSE), 34758 (September 30, 1994), 59 FR 50943 (NASD). 참조.

51) 국제전문딜러의 경우 국제전문딜러운영에관한규정 참조. 채권전문딜러의 경우 증권업감독규정 제5-30조 제4항; 동규정시행세칙 제5-12조 참조.

52) 증권업감독규정 제2-67조의2(장외파생상품금융거래의 보고) 제1항 참조.

53) 참고로 이 경우는 주가연계증권뿐만이 아니라 모든 파생상품에 해당되는 것이다.