

디지털 수익증권 발행신탁의 활성화 방안에 관한 소고

남궁주현*

차례

- I. 들어가며
- II. 수익증권 발행신탁의 활용 가능성
 - 1. 신탁에 관한 일반론
 - 2. 수익증권 발행신탁
 - 3. 수익증권의 디지털화의 필요성
 - 4. 현행법상 수익증권의 발행의 한계
- III. 디지털 수익증권의 발행신탁의 활성화 방안 검토
 - 1. 문제의 소재
 - 2. 비금전신탁에 관한 수익증권 발행의 허용
 - 3. 디지털 수익증권의 발행 가능성
 - 4. 근본적인 한계에 관한 고민
- IV. 결어

I. 들어가며

투자자의 인식이 변하고 있다. 투자자들은 전통적인 투자대상인 주식, 부동산에 관한 투자를 넘어 비트코인과 같은 가상자산을 비롯하여 다양한 물건에 관한 각종 조각투자상품에 적극적으로 투자하고 있다. 투자자의 이러한 인식 변화의 배경에는 투자상품을 손쉽게 거래할 수 있는 온라인 플랫폼의 등장이 자리 잡고 있다.¹⁾ 최근에 소위 ‘조각투자’라는 이름으로

* 성균관대학교 법학전문대학원 조교수, 변호사

관련 상품을 발행·유통하는 사업이 흥행하고 있다. 이때 조각투자는 2인 이상의 투자자가 실물, 그 밖에 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 투자·거래하는 등의 신종 투자형태를 말한다. 최근 우리나라에서 조각투자시장이 커지고 있는데, 이는 2, 30대를 중심으로 시작되어 현재는 연령을 불문하고 새로운 투자방식으로 인기를 끌고 있다.²⁾ 조각투자 대상 자산은 부동산, 한우, 미술품, 명품시계, 와인, 자동차, 채권 등 매우 다양하다.³⁾ 다양한 재산을 유동화할 수 있다는 것은, 기업이 자금을 조달할 수 있는 기회를 그만큼 많이 가진다는 것을 의미한다. 유동화할 수 있는 재산의 유형이 다양해지면, 대기업과 비교하여 매출, 신용도 등이 떨어지는 중소·중견기업들도 기업공개 이전에 다양한 경로로 필요한 자금을 조달할 수 있는 기회를 누릴 수 있다. 자본시장의 성장은 기업에 필요한 자금을 적시에 공급할 수 있는 구조로 이어지고, 이는 궁극적으로 기업경제 나아가 국민경제의 발전에 큰 기여를 할 것이다. 조각투자상품의 실체를 법적으로 검토하면, 투자의 대상으로 설명되는 물건이나 권리를 직접 분할하는 것이 아니고, 그에 대한 간접적인 청구권 등을 분할하여 투자상품으로 구성하는 경우가 많다. 그 과정에서 온라인 플랫폼 업체는 투자자들로부터 대규모의 자금을 모아 이를 자산 취득에 이용하는 간접투자의 방식을 활용한다. 이는 자금조달 수단의 확대라는 장점을 가지고 있으나 이러한 장점이 극대화되기 위해서는 그 반대의 측면에서 투자자를 어떻게 보호할 것인가도 항상 함께 고려하여야 한다. 자산을 유동화하는 방식으로 투자상품을 개발함에 있어서 중요하게 고려해야 하는 요소는, 유동화의 대상이 되는 상품의 소유관계가 법적 분쟁의 대상이 되지 아니하도록 하여야 한다는 것이다. 이러한 문제를 가장 잘 해결해주는 수단이 신탁이다. 신탁은 타인에 대한 신임을 바탕으로 그 타인에게 재산의 관리·처분을 맡기는 것이다.⁴⁾ 이때 타인, 즉 수탁자에 대한 신뢰는 신탁이 존재할 수 있게 해주는 가장 기본적인 요소이다. 유동화의 대상이 되는 재산을 신탁하면, 그 재산은 수탁자의 고유재산과도 구분되어 관리되며, 직접적인 관리·처분 역시 수탁자에 의하여 계약이 정한 방법대로만 이루어질 수 있

1) 윤상인, “음악·한우·저작권등 ‘조각투자’ 제도권으로 들어왔다”, 중앙일보, (2022. 12. 5). <<https://www.joongang.co.kr/article/25123034>>

2) 이영경, “조각투자의 거래구조와 투자자 보호”, 선진상사법률연구 통권 제99호, 법무부, 2022, 39면.

3) 이영경, 앞의 논문, 41-44면.

4) 정순섭, 신탁법, 지원출판사, 2021, 4면.

다. 이에 따라 신탁재산은 신탁관계 이외의 법률관계에 기한 법적 다툼으로부터 자유로워지는 효과를 누리게 된다. 신탁관계에서 발생하는 수익권을 증권화하면 그 유통성이 더욱 커져 재산의 유동화 가능성, 투자금의 조기회수가능성 역시 함께 커지는 장점이 있다. 이처럼 다양한 투자상품이 활발하게 개발되고 시장에 나오고 있는 현 상황에서 그 투자상품의 법적 구조를 설계함에 있어서 신탁의 활용도는 계속적으로 확대되고 있다. 이하에서는 이러한 신탁을 이용하여 수익증권을 발행하는 수익증권 발행 신탁을 중심으로 그 활용 가능성 검토하고(Ⅱ), 한 걸음 더 나아가 그 수익증권의 유통성을 더 높이기 위한 디지털화 가능성(Ⅲ) 등에 관하여 검토하고자 한다.

Ⅱ. 수익증권 발행신탁의 활용 가능성

1. 신탁에 관한 일반론

가. 신탁의 개념

신탁법 제2조는 신탁에 관하여 위탁자와 수탁자 간의 신임관계에 기하여 위탁자가 수탁자에게 특정의 재산을 이전하거나 담보권의 설정 또는 그 밖의 처분을 하고 수탁자로 하여금 수익자의 이익 또는 특정의 목적을 위하여 그 재산의 관리, 처분, 운용, 개발, 그 밖에 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 행위를 하게 하는 법률관계라고 정하고 있다. 신탁의 개념은 신탁에 관한 법률관계를 설정하는 출발점이다. 위탁자가 재산을 수탁자에게 신탁하면 대내외적으로 소유권이 수탁자에게 완전히 이전하고, 위탁자와의 내부관계에 있어서 소유권이 위탁자에게 유보되어 있는 것은 아니다.¹⁾ 신탁은 목적재산 소유권의 완전한 이전, 관리·처분주체와 수익주체의 분리, 관리처분권의 목적 구속성이라는 특징을 가진다.²⁾

1) 대법원 2021. 11. 11. 선고 2020다278170 판결; 대법원 2002. 4. 12, 선고 2000다 70460 판결.

2) 오영표, “신탁을 활용한 자금조달에 관한 법적 연구, 자기신탁을 중심으로-”, 성균관대학교 박사학위논문, 2013, 32면.

나. 신탁재산

신탁은 위탁자가 신탁하는 ‘재산’에 관한 법률관계를 구성한다.³⁾ 신탁행위의 목적물인 신탁재산은 수탁자가 신탁의 목적에 따라 관리, 처분할 수 있는 재산이다. ‘신탁재산’은 신탁에 관한 법률관계를 설정하는데, 매우 중요한 역할을 한다. 신탁은 신탁행위에 근거하여 신탁재산에 관하여 위탁자, 수탁자, 수익자의 권리의무를 발생시키는데, 신탁 당사자의 권리의무는 신탁의 물적요소인 신탁재산을 전제로 발생한다.⁴⁾ 신탁재산이 신탁의 성립요건은 아니나 수탁자에 대한 의무를 부과하기 위한 실질적인 전제가 되고, 신탁재산이 없으면 수익을 발생시킬 수 없다는 점에서 신탁의 필수요건이다.⁵⁾ 수탁자는 위탁자로부터 신탁재산을 자기의 이름으로 양수하여 신탁의 목적에 따라 관리·처분하는 역할을 한다.⁶⁾ 신탁법은 신탁재산의 종류에 관하여 특별한 제한을 하지 아니하나, 수탁자가 신탁업자라면, 신탁재산은 금전, 증권, 금전채권, 동산, 부동산, 지상권, 전세권, 부동산임차권, 부동산 소유권이전등기 청구권, 그 밖의 부동산 관련 권리 및 무체재산권으로 한정된다[「자본시장법과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’이라 한다) 제103조 제1항]. 신탁법이나 자본시장법이 신탁재산을 광범위하게 규정하였더라도 현재 주로 활용되는 신탁재산은 부동산과 금전에 집중된다.

다. 신탁관계

재산의 신탁을 통하여 해당 재산에 관한 재산귀속자와 이익향수자가 분리된다. 이때 신탁은 이익향수자를 위하여 재산의 안전지대를 만들어 내는 것이 특성을 가지고 있다.⁷⁾ 구체적으로 신탁의 설정을 통하여 위탁자가 보유하면서 그 이익을 향유하던 재산은 ① 수익권이라는 형태로, ② 위탁자가 설계한 시기에, ③ 자신 또는 제3자가, ④ 수익자로서 누리는 형태로 전환한다.⁸⁾ 수탁자는 신탁재산을 처분할 수 있는 권한을 대내외적으

3) 최수정, 신탁법(개정판), 박영사, 2019, 236면.

4) 오영표, 앞의 논문, 32면.

5) 이중기, 신탁법, 삼우사, 2007, 94면.

6) 법무부(김상용 감수), 신탁법 해설, 법조협회, 2012, 3면.

7) 아라이 마코토 저/안성포 역, 信託法, 전남대학교 출판문화원, 2011, 91면.

8) 오영걸, 신탁법, 홍문사, 2021, 16면.

로 보유한다. 다만, 수탁자가 신탁재산을 처분할 수 있는 권한을 보유하더라도 그 권한의 구체적인 모습은 신탁의 목적 범위 내에서 개별 신탁계약의 내용에 따라 상이하다.⁹⁾ 신탁은 재산 이전의 시기와 내용을 개별적으로 정할 수 있고, 구체적인 조건이나 기한을 부가하는 것도 가능하므로 위탁자의 의사를 충실하게 반영한 법률관계 설정을 가능하게 한다.¹⁰⁾ 이러한 신탁 설정의 유연성은 신탁의 활용성을 더욱 확대하는 데 크게 기여하고 있다. 신탁행위가 성립한 후 신탁재산이 수탁자에게 이전되는 시점에 신탁의 법률관계가 완성한다.¹¹⁾ 신탁행위를 함으로써 채권적 효력이 발생하고, 물권행위기 이루어져 재산권이 이전됨에 따라 신탁이 형성되어 신탁관계가 완성된다.¹²⁾

2. 수익증권 발행신탁

가. 의의

수익자는 신탁관계에서 ‘신탁의 이익을 누리는 주체’이고, 이때 수익권은 수익자가 가지는 신탁재산과 수탁자에 대한 각종 권리의 총체를 의미한다.¹³⁾ 수익권을 표시하는 수익증권을 발행할 것인지는 신탁행위로 정한다(신탁법 제78조 제1항). 수익증권 발행신탁의 수탁자는 신탁행위로 정한 바에 따라 지체 없이 해당 수익권에 관한 수익증권을 발행하여야 한다(신탁법 제78조 제2항). 수익증권 발행신탁을 설정함에 있어서 신탁상 그 취지를 정하는 것으로 충분한지 아니면 추가적인 요건이나 제한이 필요한 것인지 문제될 수 있으나, 신탁법은 수익증권 발행신탁의 설정에 관하여 별도의 요건이나 제한을 두고 있지는 아니하다.¹⁴⁾

9) 남궁주현, “신탁원부에 기초한 신탁등기 대항력의 인정 범위에 관한 소고 -대법원 2022. 2. 17. 선고 2019다300095(본소), 2019다300101(반소) 판결에 관한 평석-”, 상사관례연구 제35권 제3호, 한국상사관례학회, 2022, 191면.

10) 조응규, “신탁을 활용한 기업승계 방안”, 서울대학교 석사학위 논문, 서울대학교 대학원, 2022, 64면.

11) 오영표, 앞의 논문, 20면.

12) 오영표, 앞의 논문, 20면.

13) 최동식, 신탁법, 법문사, 2006, 165면.

14) 최수정, 앞의 책, 152면.

나. 기능

신탁을 이용한 자산유동화는 신탁의 ‘재산변환기능’에서 출발한다.¹⁵⁾ 재산에 관한 이익향유권능은 신탁을 통하여 수익권으로 전환되고, 이는 자본조달 등 금융의 수단이 된다.¹⁶⁾ 이처럼 신탁의 재산변환기능을 활용하면, 이론적으로는 재산적 가치가 있는 모든 물건 또는 권리를 수익권으로 전환하여 자본조달의 수단으로 만들 수 있다. 다양한 재산권에 관하여 조각투자가 시도되고 있는 상황에서 그 가능성의 실현을 위하여 수익증권 발행신탁에 주목하여야 하는 이유가 여기에 있다.

구체적으로 살펴보면, 재산권은 신탁을 통하여 신탁수익권으로 전환된다. 수익권으로 전환된 재산권은 기본적으로 그 양도도 수익권의 양도를 통하여 이루어지는데, 증권화하지 아니한 수익권은 민법상 지명채권의 방식과 유사하게 양도가 이루어진다(신탁법 제65조). 이 경우 수익권의 양수인은 제3자와의 관계에서 대항력을 취득하여야 하는데, 그 절차가 번거롭고, 이를 제대로 갖추지 아니할 경우 법률관계에 관한 법적 다툼이 발생할 가능성이 커진다. 시장의 신뢰를 중요시하는 금융의 특성상 수익권의 유통을 통한 자금의 조달 가능성을 축소시키는 큰 요인이기도 하다. 이러한 단점을 보완해주는 것이 신탁수익권의 증권화이다. 즉, 신탁수익권을 증권화한 수익증권을 발행함으로써 수익권의 유통성이 보다 높아진다. 위탁자는 수익증권을 통하여 대규모의 자금을 미리 유통할 수 있어 자금의 조달이 원활해지고, 수탁자의 수익권 관리비용을 절감할 수 있으며, 수익자는 수익권의 유통성 증가로 인하여 투자금을 조기에 회수할 수 있는 편리성을 확보할 수 있다.¹⁷⁾

다. 수익증권의 발행절차

수익증권은 기명식 또는 무기명식으로 선택할 수 있지만, 담보권을 신탁재산으로 하여 설정된 신탁의 경우에는 기명식으로만 하여야 한다(신탁법 제78조 제3항).¹⁸⁾ 수익증권에는 필수 기재사항을 기재하고 수탁자(수탁자

15) 조용규·최영노·남궁주현, “블록체인을 이용한 수익권의 디지털화에 관한 법적 쟁점”, 상사법연구 제40권 제4호, 2021, 한국상사법학회, 165면.

16) 조용규·최영노·남궁주현, 앞의 논문, 166면.

17) 법무부(김상용 감수), 앞의 책, 620면.

18) 신탁행위로 달리 정한 바가 없으면 수익증권이 발행된 수익권의 수익자는 수탁자

가 법인인 경우에는 그 대표자를 말한다)가 기명날인 또는 서명하여야 한다(같은 조 제5항). 수탁자는 신탁행위로 정한 바에 따라 수익증권을 발행하는 대신 전자등록기관의 전자등록부에 수익증권을 등록할 수 있다(같은 조 제6항). 수익증권 발행신탁에서 수익증권 발행신탁이 아닌 신탁으로, 수익증권 발행신탁이 아닌 신탁에서 수익증권 발행신탁으로 변경할 수 없다(같은 조 제7항). 수익증권 발행신탁에 따른 유통성의 증가로 수익자의 수가 많아질 뿐만 아니라 그 변동가능성도 높아져서 다수의 변동 가능한 수익자 간의 법률관계를 획일적으로 원활하게 처리하기 위하여 수익자명부 제도가 도입되었다(신탁법 제79조).¹⁹⁾ 수익증권의 유통성을 확대하기 위하여 수익증권 소지자의 실질적 권리를 조사할 필요 없이 권리의 외관만을 신뢰하고 거래할 수 있도록 수익증권 점유자에 대하여 자격수여적 효력을 인정하고, 수익증권의 선의취득을 인정하였다.²⁰⁾ 수익증권의 점유자는 적법한 소지인으로 추정되므로(신탁법 제82조 제1항) 실질적 권리를 주장·증명함이 없이 수탁자에 대하여 명의개서를 청구할 수 있다.²¹⁾

3. 수익증권의 디지털화의 필요성

신탁형 자산유동화는 자산을 공급하는 입장에서는 자금조달이라는 이점을 얻고, 유동화자산을 취득한 투자자에게도 새로운 투자 기회를 부여하는 것을 목표로 한다.²²⁾ 이러한 목표가 실현된 결과 중의 하나가 그동안 소액투자자들이 투자의 대상으로 삼기 어려웠던 고액의 물건에 대하여 소액 투자가 가능하게 되었다는 점이다. 자산유동화와 그에 따른 지분거래를 가능하게 할 경우 일반투자자들이 고가의 투자물건에 대하여 적은 금액이라도 투자를 할 수 있는 길이 열린다. 이러한 투자를 이른바 ‘조각투자’라고 칭하는데, 그 개념이 법적으로 명확하게 정립되어 있는 것은 아니다.²³⁾ 실무상으로는 조각투자라는 용어를 고가의 미술품, 빌딩 등의 자산을 조각으로 쪼개어 분할투자하는 신종의 투자방식 정도의 의미로 사용하

에게 기명수익증권을 무기명식으로 하거나 무기명수익증권을 기명식으로 할 것을 청구할 수 있다(신탁법 제78조 제4항).

19) 법무부, 앞의 책, 622면.

20) 법무부, 앞의 책, 639-640면.

21) 법무부, 앞의 책, 639면.

22) 조용규·최영노·남궁주현, 앞의 논문, 168면.

23) 이영경, 앞의 논문, 2022, 39면.

고 있는 것으로 보인다.²⁴⁾

전통적인 금융은 금융회사를 중심으로 운용되었다. 금융회사는 투자자와 투자대상 자산을 보유자를 연결하는 중개기관의 기능을 담당하면서 돈의 흐름의 중심에서 그 효율을 극대화시키는 역할을 하였다. 전통적인 금융 시장에서 대규모의 자금을 조달하기 위하여 금융회사들의 역할이 매우 중요하였고, 그 역할의 크기는 현재에도 크게 달라지지 아니하였다. 그러나 비트코인과 같은 가상자산이 등장하면서 가상자산이 자금조달의 수단으로 급부상하게 되었다. 그런데 가상자산을 대중에게 공개하여 자금을 조달하는 과정에서 전통적인 금융시장에서의 금융투자업자들의 역할이 축소되거나 전혀 없게 되었다. 즉, 기업이 가상자산을 온라인으로 직접 발행하여 자금을 조달하는 상황이 발생한 것이다. 다른 한편으로, 고가의 미술품, 빌딩, 그 밖에 재산적 가치가 있는 대규모의 물건을 하나로 묶은 후 그에 대한 수익권을 증권으로 분할하여 판매하는 조각투자방식으로 자산을 유동화하는 사례가 늘어나고 있다. 이러한 조각투자는 단순히 그 자산을 유동화하는 것을 넘어 자산을 조각하여 증권 또는 이와 유사한 디지털 권리를 만들어 직접 이를 거래할 수 있는 디지털 거래 플랫폼과 연계하여 이루어지고 있다. 사견으로는 디지털 거래 플랫폼을 운용하기 위해서 그에 맞는 조각투자상품을 만드는 것이 아닌가 할 정도로, 조각투자상품은 디지털 거래 플랫폼과 직·간접적으로 연결되어 개발·운용되는 모습을 띤다.²⁵⁾ 조각투자상품을 어떻게 정의하고 규제할 것인가의 문제는 투자자의 보호 측면에서 규제법적으로 매우 중요한 쟁점이다. 그러나 이 글의 핵심 주제는 디지털 수익증권 발행실태의 활성화이므로, 규제법적인 측면에서의 논의는 방론으로 잠시 미뤄두고, 이를 어떻게 활용할 것인가 하는 거래법적인 측면에서의 논의를 중심으로 다루고자 한다. 이처럼 자산유동화의 효과를 극대화하기 위해서는 지분거래가 필수적이고, 지분거래를 원활하게 진행하기 위해서는 주식 또는 가상자산의 거래처럼 상시적인 전자거래의 허용이 뒷받침되어야만 한다.²⁶⁾ 지분화된 수익권을 전자적인 방법을 이용하여 상시적으로 거래되도록 하기 위해서는 해당 수익증권을 디지털화하는 것이 반드시 전제되어야 한다.²⁷⁾

24) 이영경, 앞의 논문, 2022, 39면.

25) 강유현, “상당수 조각투자 플랫폼 ‘우리 상품은 증권 아니다…계속 영업’”, 동아일보, (2022. 5. 10.), <<https://www.donga.com/news/article/all/20220509/113307450/1>>

26) 조용규·최영노·남궁주현, 앞의 논문, 168면.

27) 조용규·최영노·남궁주현, 앞의 논문, 168면.

4. 현행법상 수익증권의 발행의 한계

수익증권으로 수익권을 분할하여 발행할 경우 다수의 수익자에게 연속적으로 유통하는 것이 가능해지므로 다수의 투자자로부터 대규모의 자금을 조달하는 데 유리하다.²⁸⁾ 나아가 수익증권예탁제도를 이용하면, 계좌부상 기재 또는 계좌간 대체만으로 수익권의 보유·양도 등이 가능하여 수익권의 양도 가능성이 더욱 증대되므로 유동화된 자산의 지분거래가 매우 활발하게 진행될 수 있다.²⁹⁾ 신탁법은 '신탁행위로 수익권을 표시하는 수익증권을 발행하는 뜻을 정할 경우' 신탁의 종류에 관계없이 수익증권을 발행할 수 있도록 규정하고 있다(신탁법 제78조 제1항). 신탁법에 의하면, 신탁재산에 상관없이 신탁행위로 수익증권 발행의 뜻을 정하면 수익증권을 발행할 수 있다.³⁰⁾ 반면, 자본시장법은 금전신탁에 한하여 수익증권을 발행할 수 있도록 규정하고 있다(제110조 제1항).³¹⁾ 자본시장법의 적용을 받는 신탁업자는 자산유동화법 제4장에 따른 유동화증권의 발행(제27조 내지 제33조)³²⁾과 한국주택금융공사법에 따른 주택저당증권(동법 제32조)³³⁾ 등 개별 법률에서 예외적으로 수익증권의 발행을 허용하는 규정을 두지 않는 이상 금전신탁 이외의 신탁에서는 수익증권을 발행할 수 없다.³⁴⁾ 신탁법이 허용하고 있더라도 신탁을 활용한 금융투자상품을 다양하

28) 아라이 마코토 저/안성포 역, 앞의 책, 442면.

29) 조용규·최영노·남궁주현, 앞의 논문, 172면.

30) 최승재·김용진, “신탁수익증권을 통한 부동산개발사업의 자금조달방안”, 증권법연구, 제16권 제3호, 한국증권법학회, 2015, 23면 각주 10) 참조.

31) 자본시장법 제110조(수익증권)

① 신탁업자는 금전신탁계약에 의한 수익권이 표시된 수익증권을 발행할 수 있다.

32) 자산유동화법 제32조

① 신탁업자는 자산유동화계획에 따라 수익증권을 발행할 수 있다.

② 제1항의 규정에 의한 수익증권의 발행에 관하여는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제110조제1항부터 제4항까지를 적용하지 아니한다.

33) 한국주택금융공사법 제32조(주택저당증권의 발행 등)

① 공사는 「신탁법」 제3조제1항에도 불구하고 채권유동화계획에 따라 자신을 수탁자로 하는 신탁을 설정하여 주택저당증권을 발행할 수 있다.

34) 김종서·장희순, “수익증권발행신탁의 법률적 문제와 해결과제”, 주거환경 제13권 제4호, 한국주거환경학회, 2015, 57면; 박철영, “소수집 주식 거래를 위한 수익증권발행신탁의 활용”, 신탁연구 제3권 제1호, 한국신탁학회, 2021, 111면; 최승재·김용진, 앞의 논문, 23면 각주 10) 참조.

게 개발하기 위해서는 상품개발의 주체인 금융투자업자를 규율하는 자본 시장법이 신탁법의 취지에 맞추어 함께 개정되지 아니하면 신탁을 활용한 금융투자상품의 개발은 현실적으로 어렵다.³⁵⁾

Ⅲ. 디지털 수익증권의 발행신탁의 활성화 방안 검토

1. 문제의 소개

수익증권 발행신탁은 조각투자의 활성화를 위해서만 활용되는 것은 아니다. 소수점 주식 거래를 위한 법률관계의 설정 등 다양한 목적으로 수익증권 발행신탁을 활용할 수 있다.³⁶⁾ 이처럼 다양한 목적으로 발행한 수익증권을 디지털화하는 것은 수익권의 유통성을 기존보다 더 확대하기 위한 작업의 일환이다. 따라서 법률관계 측면을 생각하면 수익증권의 양도를 통한 권리의 이전이 전자적인 방법으로 적법하게 이루어질 수 있도록 그 법적 구조를 설계하는 것이 중요하다.³⁷⁾

디지털 수익증권 발행신탁을 활성화하기 위한 방법은 다양한 측면에서 고민해볼 수 있으나, 1차적으로는 신탁관계의 출발점이라고 볼 수 있는 수익증권을 발행할 수 있는 신탁의 재산을 확대하는 것이 가장 먼저 검토되어야 한다. 신탁관계에 있어서 가장 중요한 당사자 중의 하나가 신탁업자이다. 자본시장법의 적용을 받는 신탁업자의 업무 수행이 엄격하게 제한된 상황에서, 수익증권 발행신탁의 활성화를 도모하는 것에는 근본적인 한계가 있다. 그러므로 디지털 수익증권 발행신탁을 활성화하기 위해서는 신탁업자가 수익증권을 발행할 수 있는 신탁재산을 직접적으로 확대하는 조치가 필요하다. 이에 금융위원회는 2022. 10. 13. “신탁업 혁신 방안”을 발표하였는데, 비금전 재산의 신탁수익증권 발행을 제도화하여 중소·혁신기업 등이 매출채권, 공장부지 유동화 등을 통하여 자금을 조달할 수 있는 통로를 마련하고, 조각투자의 제도적 기반을 갖추겠다는 취지의 제안을 하였다.³⁸⁾ 따라서 신탁업자가 수익증권을 발행할 수 있는 신탁재산의

35) 류혁선·최승재, “개정 신탁법상 자기신탁 및 수익증권발행제도를 활용한 유동화 금융투자상품 설계에 대한 연구”, 증권법연구 제14권 제2호, 한국증권법학회, 2013, 483면.

36) 박철영, 앞의 논문, 100면.

37) 조용규·최영노·남궁주현, 앞의 논문, 170면.

38) 금융위원회 보도자료, “신탁을 활용한 가계 재산의 종합관리, 중소·혁신기업의

확대라는 1차 문제는 일단 해결책이 마련되었다고 볼 수 있다. 이에 관한 자세한 설명은 항을 달리 설명한다.

다음으로 수익증권을 발행할 수 있는 신탁재산이 확대되더라도, 해당 수익증권이 투자상품의 디지털 거래가 익숙한 현재의 투자자들에게 매력적인 투자상품으로 취급되기 위해서는 수익증권의 디지털 거래가 가능하게 할 필요가 있다. 수익증권 발행신탁의 경우 신탁행위로 정한 바에 따라 수익증권을 발행하는 대신 전자등록기관의 전자등록부에 수익증권을 등록할 수 있음은 앞서 살펴보았다(신탁법 제78조 제6항). 「주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률」(이하 ‘전자증권법’이라 한다)은 신탁법에 따라 수익자가 취득하는 수익권을 전자등록할 수 있도록 정하고 있다(전자증권법 제2조). 수익증권을 전자등록하는 방법으로 디지털화하면, 전자등록계좌부에 전자등록함으로써 권리를 적법하게 가지는 것으로 추정되며, 전자등록을 하는 방법으로 수익권을 양도할 수 있게 된다(전자증권법 제35조). 현행법상으로는 수익증권 발행신탁이 가능한 경우에는 신탁행위에 의하여 수익증권을 전자등록하는 방법으로 수익증권의 디지털화가 가능하다. 이렇게 디지털화된 수익증권은 전자증권법에 따라 전자적인 방식으로 거래될 수 있으므로, 상시적인 전자거래가 가능하다. 문제는 수익증권을 전자증권법에 따라 전자등록하는 방법 이외의 방법으로 디지털화할 수 있는지이다. 디지털 수익증권 발행신탁을 주로 활용할 수 있는 분야는 조각투자 부문이다. 현재 조각투자 관련 온라인 거래소는 수익증권 발행신탁이 허용되지 아니하는 자산에 대하여 상시적인 온라인 지분거래가 가능한 플랫폼을 운영하고 있다.³⁹⁾ 이처럼 수익증권 발행신탁을 활용하지 아니한 상태에서도 온라인 지분거래가 가능한 플랫폼을 운영하고 있는 회사들이 존재하는데, 수익증권 발행신탁을 활용하여 조각투자상품을 만들었는데, 온라인 거래가 기존의 조각투자상품 보다 편리하지 아니하다면, 디지털 수익증권 발행신탁을 활용하여 조각투자상품을 개발·판매할 유인이 떨어지는 문제가 있다.

2. 비금전신탁에 관한 수익증권 발행의 허용

신탁업자는 현재 자산유동화법 등의 예외규정이 적용되지 않는 한 자본

자금조달이 가능해집니다. - 「신탁업 혁신 방안」-발표” , (2022. 10. 12.)

39) 강유현, 앞의 신문기사 참조.

시장법상 금전신탁에 한해서만 수익증권의 발행이 가능한 점은 앞서 살펴 보았다. 다만, 최근 금융위원회는 ‘분산원장 기반 부동산 수익증권 거래 플랫폼’을 혁신금융서비스로 지정하였다. 이에 의하여 비금전재산인 부동산 신탁에 의한 수익증권 발행이 한시적으로 허용되었다.⁴⁰⁾ 참고로 블록체인의 분산원장 기반 부동산 수익증권 거래 플랫폼은 부동산관리처분신탁 수익증권을 블록체인의 분산원장 기술을 이용하여 거래하는 서비스를 제공한다. 이때 신탁회사는 신탁수익증권(전자증권)을 발행하고, 투자자의 수익증권의 이전은 플랫폼회사가 개설한 플랫폼과 연동된 계좌관리기관의 계좌부에 등재되는 경우 그 효력을 인정하게 된다.⁴¹⁾

한편, 금융위원회는 2022. 10. 12. 「신탁업 혁신 방안」 발표에서 ‘신탁을 통한 자금조달 활성화’ 방안을 제시하였는데, 여기서 비금전재산신탁의 수익증권 발행을 원칙적으로 허용하겠다는 방침을 명시적으로 밝혔다. 따라서 디지털 수익증권 발행신탁을 활성화하기 위한 첫 번째 관문으로서, 수익증권을 발행할 수 있는 신탁의 재산을 확대해야 하는 문제는 일응 해결되었다고 볼 수 있다. 그 내용을 정리하면 다음과 같다.

- 신용등급 부족으로 자본시장 자금조달이 어려운 중소기업 등에게 ‘도산격리효과’를 갖고 있는 신탁은 유용한 자금조달 수단이 될 수 있음.
- 우리나라에서는 비금전재산 신탁의 수익증권 발행이 제한되고 있어, 중소·혁신기업 등이 신탁을 활용해 보유 재산을 유동화하여 자금을 조달하는데 한계가 있음.
 - 최근 규제특례를 통해 빌딩·저작권 등 다양한 비금전재산을 신탁하여 수익증권을 발행하는 조각투자 서비스가 출시되고 있지만, 해당 수익증권 발행 근거가 없어 신탁업 제도 정비가 필요함.
- (개선) 중소·혁신기업 등의 자금조달 지원, 조각투자 등 혁신 서비스 제도화를 위해 비금전재산신탁의 수익증권 발행을 원칙 허용하겠음.
- 신탁 수익증권에 투자하는 소비자 보호를 위해 발행·판매·운용 등 단계별 규율도 함께 정비하겠음.
 - 발행: 금전·보험청구권 등의 신탁수익증권 발행 금지, 할증발행 금지
 - 판매: 신탁수익증권 투자매매·중개업 인가단위 신설, 금소법 판매규제 적용
 - 운용: 제3자 확인을 거쳐 자산현황 등 정기적으로 공시, 금전의 운용 금지

40) 금융위원회 보도자료, “금융위원회, 혁신금융서비스 3건 지정”, (2021. 5. 26).

41) 금융위원회, 위의 보도자료(2021. 5. 26).

3. 디지털 수익증권의 발행 가능성

수익증권 발행신탁의 경우 수익권의 양도는 수익증권의 교부에 의해서만 가능하고(신탁법 제81조 제1항), 그 밖의 방법에 의한 수익권의 양도는 전자증권법 제35조 제2항 또는 자본시장법 제311조 제2항⁴²⁾과 같은 법률의 규정이 있어야만 가능하다. 이처럼 법률의 규정이 없는 경우 수익증권 발행신탁의 수익권 양도는 수익증권의 인도(교부)에 의해서만 가능하고, 수익증권의 인도가 가능하기 위해서는 유체물로서의 수익증권 실물의 존재가 반드시 필요하다. 따라서 수익증권은 전자증권법에 의한 전자등록 이외의 방법으로는 현행법상 디지털화가 어렵다는 결론에 이르게 된다.

이와 관련하여 앞서 살펴본 금융위원회가 혁신금융서비스로 지정한 ‘분산원장 기반 부동산 수익증권 거래 플랫폼’ 서비스의 내용을 보면, 위와 같은 문제의 해결방안을 도출해낼 수 있다. 위의 혁신금융서비스상 특례의 내용은 다음과 같다.⁴³⁾

금융위원회는 혁신금융서비스 지정을 통하여 해당 서비스 영위를 위해 일정 범위 내에서 신탁업자에게 ① 부동산신탁 수익증권을 발행할 수 있도록 하고, 사업자에게는 ② 신탁계약 체결의 권유, 플랫폼을 통한 ③ 공모주선, ④ 매출중개, ⑤ 시장개설 행위에 대해 각각 투자중개업 인가·시장개설 허가를 받은 것으로 간주하고, 충분한 공시체계를 갖출 경우 매출시 증권신고서 제출을 생략하며, 블록체인상 개인정보는 참조값의 형태로 저장하는 등 관련 특례를 부여하였다.⁴⁴⁾ 이에 의하면, 금전신탁계약에 의한 수익증권 외에 부동산신탁계약에 의한 수익증권 발행을 허용하며(자본시장법 제110조 1항의 예외), 투자중개업 및 거래소 인·허가를 받지 않더라도 수익증권거래 중개가 가능하다(자본시장법 제11조, 제373조의 예외).⁴⁵⁾ 부동산 지분거래 업체로 카사⁴⁶⁾, 루센트블록⁴⁷⁾, 펀드블록글로벌⁴⁸⁾ 등

42) 자본시장법 제311조(계좌부 기재의 효력)

② 투자자계좌부 또는 예탁자계좌부에 증권등의 양도를 목적으로 계좌 간 대체의 기재를 하거나 질권설정을 목적으로 질물(質物)인 뜻과 질권자를 기재한 경우에는 증권등의 교부가 있었던 것으로 본다.

43) 금융위원회, 위의 보도자료(2021. 5. 26).

44) 금융위원회, 위의 보도자료(2021. 5. 26).

45) 신용상, "일반투자자의 시장접근성 제고를 위한 공모·상장형 부동산 유동화시장 활성화 방안 연구 -공모형리츠 및 부동산 DABS 거래소를 중심으로-", 「KIF VIP 리포트」(한국금융연구원, 2020), 91면.

46) 금융위원회 공고 제2019-147호.

의 업체가 각각 신탁회사 및 은행과 컨소시엄을 구성하여 금융위원회로부터 혁신금융서비스로 지정되어 특례를 적용받고 있다.⁴⁹⁾ 참고로 루센트블록의 거래구조를 설명하면, 수익증권의 발행과 전자등록은 신탁회사가, 디지털증권의 매매관리는 은행·증권사 등 계좌관리기관이, 디지털증권의 공모와 거래 중개는 루센트블록의 자체 거래소(플랫폼)가 수행하는 구조이다.⁵⁰⁾ 투자자로 하여금 금융회사에 계좌관리와 대금을 이체하게 하고, 한국예탁결제원에 수익증권을 예탁하며, 거래가 발생할 때마다 금융회사와 한국예탁결제원에 거래정보를 동시에 저장하는 ‘블록체인 미러링’ 방식을 활용하는 것으로 알려져 있다.⁵¹⁾ 이에 따라 부동산의 소유자가 거래소에 수익증권을 상장하면 일반투자자들은 스마트폰 앱을 통하여 주식처럼 실시간으로 거래를 할 수 있다.⁵²⁾ 이러한 내용들을 종합적으로 검토하면, 디지털 수익증권 발행신탁을 활성화하기 위해서는 디지털 수익증권 거래 플랫폼 업체의 투자중개업 영위 및 시장개설 행위에 관한 인·허가 요건을 정비하여야 한다. 그 이후에 수익증권의 전자등록을 전제로 하여 해당 디지털 수익증권 거래 플랫폼에서 온라인 거래가 활발하게 이루어질 수 있을 것이다.

4. 근본적인 한계에 관한 고민

디지털 수익증권 발행신탁을 활성화하기 위한 시작은 그것이 현실적으로 가능하도록 법리적 구성을 정리하는 것이다. 이와 관련해서는 수익증권을 발행할 수 있는 신탁재산의 확대 문제, 수익증권의 디지털화 가능성 문제 등을 개략적으로나마 검토하였다. 문제는 이렇게 법리적 구성을 설정하여도 시장참여자들이 그 제도를 활용하지 아니한다면, 아무런 쓸모도 없게 된다는 것이다. 신탁업자가 수익증권 발행신탁에 참여할 경우 자본시장법의 적용을 직접 받는다. 이는 자본시장법상의 규제가 직접적으로 적용된다는 것을 의미한다. 즉, 자본시장법상 증권을 발행하거나 유통하려는 자는 공시, 영업의 인가·등록, 불공정거래 등의 각종 규제를 적용받고, 이를

47) 금융위원회 공고 제2021-117호.

48) 금융위원회 공고 제2021-183호.

49) 조용규·최영노·남궁주현, 앞의 논문, 175면.

50) 삼성증권, “COMPANY UPDATE” (2021. 7. 30.).

51) 삼성증권, 위의 자료.

52) 신용상, 앞의 리포트, 90면.

위반하면, 형사처벌을 비롯한 각종 제재를 받는다. 현재 조각투자 플랫폼 업계의 분위기를 보면, 조각투자상품이 자본시장법상 금융투자상품으로 인정되는 것을 썩 반기는 것 같지 않다.⁵³⁾ 자본시장법상의 엄격한 규제 상품 개발 및 운용에 부담을 주기 때문인 것으로 해석된다. 조각투자상품 관련 영역은 디지털 수익증권 발행신탁이 활발하게 활용될 수 있는 분야이다. 조각투자 거래플랫폼 중에는 자본시장법의 적용을 받지 아니하기 위한 내용으로 그 상품의 법적 구조를 설계하려는 의도를 가지고 있는 것으로 보인다.⁵⁴⁾ 그러나 법률전문가들이 그러한 의도를 가지고 구조를 설계하였더라도 그것이 실무에서도 증권성이 배제될 수 있다고 확신할 수 없다. 금융위원회는 2022. 4. 28. 조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인을 발표하였는데, “증권에 해당하는지는 권리를 표시하는 방법과 형식, 특정 기술 채택 여부에 관계없이 그 권리의 실질적 내용을 기준으로 한다”고 설명하였다.⁵⁵⁾ 이에 따르면 조각투자의 대상이 되는 재산의 종류와 관계없이 투자자가 매수하는 권리의 실질적 내용에 따라 증권성의 판단을 받게 된다. 조각투자상품의 경우 사실상 그 투자 대상만 다른 것이지 매수의 대상이 되는 상품의 형식이나 실질적인 내용은 상품별로 매우 유사할 가능성이 높으므로, 증권성 판단에 있어서도 동일한 결론이 날 가능성이 크다. 참고로 특정 음원의 ‘저작권재산권 또는 저작인접권(이하 저작권)’에서 발생하는 수익을 분배받을 수 있는 권리를 ‘주’ 단위로 분할한 “청구권”을 투자자에게 판매하고, 이를 투자자 간에 매매할 수 있는 플랫폼을 운영하는 주식회사 뮤직카우(이하 ‘뮤직카우’라 한다)는 “저작권료 참여청구권”이라는 채권을 쪼개어 상품으로 구성하였는데, 금융위원회는 이를 자본시장법상 투자계약증권으로 판단하였다.⁵⁶⁾ 이는 투자계약증권의 첫 적용사례이다. 저작권료 참여청구권은 음악 저작권으로부터 발생하는 수익을 구매할 지분비율로 받을 수 있는 권리를 말한다.⁵⁷⁾ 이처럼 무명계약에 따라 설정한 청구권의 일종인 채권을 자본시장법상의 증권으로 인정

53) 강유현, 앞의 신문기사.

54) 강유현, 앞의 신문 기사를 보면, 플랫폼 별로 자신들의 조각투자상품에 관하여 자체적으로 증권성을 가지지 아니한다고 판단하는 곳도 있는 것으로 보인다.

55) 금융위원회 보도자료, “조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인”, (2022. 4. 28.)

56) 금융위원회 보도자료, “저작권료 참여청구권의 증권성 여부 판단 및 (주)뮤직카우에 대한 조치”, (2022. 4. 20)

57) 이영경, 앞의 논문, 44면.

한 점을 고려할 때, 유동화의 대상이 되는 재산에 관한 직접적인 권리를 분할하여 투자자에게 제공하지 아니하는 이상, 조각투자 관련 거래의 대상이 되는 권리의 상당 부분은 증권으로 판단될 가능성이 크다. 조각투자 상품을 취급하는 거래플랫폼은 일상적 운용지시를 받지 아니하고 운용의 결과물을 배분하거나 타인이 발행한 조각투자상품에 대하여 청약의 권유, 청약, 청약의 승낙을 영위하거나 조각투자상품의 매매를 위하여 시장을 개설하거나 운영하는 영업을 복합적으로 수행할 가능성이 큰데, 그 상품이 자본시장법의 적용을 받는다면, 해당 거래플랫폼 업체는 집합투자업, 투자중개업의 영위, 거래소 개설 등과 관련하여 자본시장법상 인·허가·등록을 받아야 할 것이다.

IV. 결어

신탁의 활용 가능성은 무궁무진하다. 다만 신탁은 그 자체가 목적으로 이용되기보다는 다른 목적을 이루기 위한 수단으로 활용되는 경우가 더 많다. 그러므로 창의적인 투자상품이 계속 등장하면, 신탁의 활용도 역시 계속 증가할 것이다. 이때 실무계에서는 창의적인 사고에 기반한 신탁관계를 구상해야 하고, 학계에서는 이를 이론적으로 뒷받침해주는 역할을 하여야 한다. 전통적인 자본시장에서는 창의적인 투자상품을 개발하는 것이 쉽지 않았다. 상품의 개발과 운용 등에 있어서 금융당국의 엄격한 규제를 받았기 때문이다. 투자자 보호라는 미명하게 이루어진 규제이어서 그 정당성이 인정되는 것은 당연하나, 어쨌든 규제가 다양한 상품의 개발에 장애가 되는 것은 부인할 수 없는 사실이다. 한편, 금융당국에 의한 엄격한 규제가 가능했던 것은 돈을 모을 수 있는 시장참여자, 이를테면, 대면 창구를 두고 있는 증권회사, 은행, 보험회사 등의 수가 한정되었으므로, 법령과 그 집행기관인 금융당국의 조치만으로도 필요한 규제가 적시에 이루어질 수 있었기 때문이다. 그러나 거대한 자금을 모을 수 있는 시장은 대면 창구에서 비대면 거래플랫폼으로 급속도로 이전하고 있다. 즉, 대면 창구가 없더라도 온라인 플랫폼만 잘 구축해놓으면 기존 금융회사들 못지 않게 막대한 자금을 모을 수 있는 상황이 된 것이다. 이러한 시장의 변화에 맞춰 다양한 자산을 유동화하여 수익권, 기타 권리 등을 온라인으로 판매하려는 업체들이 등장하고 있는 것이 현재의 모습이다. 기존에는 법령과 금융당국을 중심으로 사전 예방적인 규제가 주로 이루어졌다면, 현

재는 기존의 규제를 그대로 적용할 수 있는지부터 의문이 가는 상품과 업체가 등장하고, 그러한 영업의 형태가 적지 않은 시간 규제의 공백 상태에서 운용되다가 수많은 투자자들이 등장한 이후에 비로소 사후적으로 규제의 적용 여부를 검토하는 상황이 계속 초래되고 있다. 후자의 상황은 금융당국의 사후 판단에 따라 수많은 투자피해자를 양산할 수 있다는 점에서 그리 좋은 시장의 상황이라고 볼 수는 없다. 그렇다고 해서 금융당국이 모든 시장 상황에 선제적으로 대응하는 것은 가능하지도 않고, 바람직한 모습도 아니다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 새로운 상품을 개발하거나 그것이 최초로 시장에 진입하는 것을 시도할 때, 적법하고 안정적인 내용의 법률관계에 기초한 상품을 개발하는 작업이 선행될 필요가 있다. 이러한 필요를 실현하여 주는 것 중의 하나가 수익증권 발행신탁이다. 수익증권 발행신탁의 활용도를 높이기 위해서는 학계에서 이에 관한 법리 검토를 철저하게 하는 것이 전제되어야 하나, 가장 핵심은 실무계에서 이를 적극적으로 활용하려는 의사를 가져야 한다는 것이다. 결국 누구하나의 노력만으로는 달성할 수 없고, 학계와 실무계가 모두 적극적으로 협력하면서 그 발전을 도모해야 할 것이다.