

# 미국법상의 적합성원칙과 투자권유자의 책임

양 석 완\*

## 목 차

- I. 들어가며
- II. 적합성원칙의 의의와 민사책임
- III. 적합성원칙 위반의 근거 법리
- IV. 충실의무와 적합성원칙
- V. 맺으며

## I. 들어가며

미국 증권법상 최근 투자권유자의 책임이론으로서 가장 중요한 지위를 차지하고 있는 것은 적합성원칙이다. 적합성원칙이란 첫째 투자권유자가 자신의 투자권유에 대하여 충분하고 합리적인 근거를 가지고 있는지 여부, 둘째 그 투자권유가 상대방인 특정 고객의 투자목적, 재산상태 등에 비추어 적합한지 여부 등 두 가지 기준에 비추어 판단하여야 할 의무를 가리킨다. 이는 미국 전국증권업협회 규정상의 공정거래와 성실의 원칙(principles of fair dealing and good faith)을 구체화한 것이다.

이를 바탕으로 한 법령, 규정 등은 공법상의 단속법규 또는 영업준칙으로서의 성격을 띠고 있고, 이에 위반한 행위가 곧 사법상으로도 위법한 것으로 평가되는지 여부는 논란이 되고 있다. 그러나, 이 법령, 규정 등은 다수의 일반투자자가 증권회사의 권유, 조언 등을 신뢰하여 증권거래를 행하고 있는 상황 아래에서 투자자의 신뢰를 충분히 보호하기 위하여 제정되고 있으므로 증권회사나 그 직원은 투자권유시에 신의칙상 투자자의 직업, 연령, 재산상태 및 투자경험, 투자목적 등에 비추어 투자자에게 당해 거래에 따르는 위험성에 관하여 정확한 인식을 형성하는데 족할 정보를 제공해야 할 주의의무를 부담한다고 보아야 한다. 따라서 증권회사나 그 직원이 이에 위반하여 투자권유를 한 경우에는, 구체적 사정에 따라서는, 그 권유행위는 사법상으로도 위법하다고 보아 적합성원칙에 기한 민사 책임을 인정해야 할 것이다.<sup>1)</sup>

\* 제주대학교 법정대학 법학부 교수

우리나라 증권업감독규정 제4-4조 제1항 제1호는 또한 「증권회사는 정직하고 공정하게 업무를 처리하여야 한다」고 규정하고 있다. 이는 증권감독자 국제기구(IOSC)가 1990년 채택한 업자의 국제적인 행위규범 7가지 가운데 하나이다. 이 새로운 정직 공정이라고 하는 증권업자의 고객에 대한 의무는 사법상의 법적 관계에 있어서 충실의무를 추가시킨 것이라고 볼 수 있다. 그리하여 증권업자의 적합성원칙 위반은 고객에 대한 충실의무위반으로 평가되는 경우에 민사책임을 부담하게 될 것이다. 이는 증권업자의 적합성원칙 위반에 관하여 판례가 신의칙상의 의무위반으로 구성해 온 것을 보다 구체화시킨 것이라고 할 수 있다.<sup>2)</sup>

이에 이 논문은 적합성원칙에 관한 미국의 판례와 법리를 비교법적 견지에서 살펴봄으로써, 우리나라 판례상에서는 적합성원칙과 그에 따른 민사책임이 어떻게 도입되고 있는지를 검토하고자 한다.

## II. 적합성원칙의 의의와 민사책임

### 1. 미국의 적합성원칙

#### 1) 적합성원칙의 연원

미국에 있어서의 적합성원칙의 기원은 연방증권법에 따른 SEC(Securities and Exchange Commission)의 법적 선결례 보다 SRO(self-regulatory organization : 자율규제기관)의 윤리지침에 더 뿌리를 두고 있다.<sup>3)</sup> 즉 연방증권법 제정 이전인 1909년 채택된 NYSE(New York Stock Exchange)의 “know thy(your) customer” rule(고객熟知원칙)<sup>4)</sup>에서 그 기원을 찾는다.<sup>5)</sup> 이 규칙은 원래 NYSE의 회원들을 지급불능상태의 고객으로부터 보호하기 위한

1) 森田 章, “フロント取引における説明義務違反”, 『金融法務事情』第1460號(1996. 9), p.74

2) 森田 章, “證券會社と顧客との關係”, 『民商法雜誌』第113卷 4・5號(1996. 2), p.690

3) Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, “Suitability in Securities Transactions”, 54 *Bus. Law.* 1557, 1580 (1999)

4) 상대방에게 어떤 거래나 투자의 위험을 인식시키기 위해서는 먼저 상대방에 대한 여러 정보를 숙지하는 것이 요구된다. 그리하여 미국에서는 위험공시약관의 고지의무에 전제되는 이른바 고객숙지의무를 규정하고 있는 것이다. 예컨대, 전국선물협회규칙 제2-30조는 회원은 고객으로부터 다음과 같은 정보를 수집할 것을 요구하고 있다. (1) 고객의 진정한 이름과 주소, 그리고 그의 주된 직업과 사업, (2) 고객의 현재의 추정된 매년 수입과 순자산, (3) 고객의 추정된 나이, (4) 고객의 이전 투자와 선물거래 경험 등이다.

5) Jerry W. Markham, “Protecting the Institutional Investor—Jungle Predator or Shorn Lamb?”.

목적으로 제정되었으나, 연방증권법 제정 이후 투자자 보호를 위한 규정으로 발전하였다.<sup>6)</sup> 연방증권법 제정 이후 1939년 결성된 NASD(National Association of Securities Dealers, Inc. : 전미증권업협회)는 공정관습규칙(The Rule of Fair Practice) 제3장 제2조에서 적합성원칙을 규정하였고, 이 조항은 그 후 1996년 행위규칙(Conduct Rules) Rule 2310으로 바뀌고 있다. 그 규정의 내용을 보면, '고객에 대한 권유(recommendation)'로서 「(a) 증권 의 매수, 매도 또는 교환을 고객에 대하여 권유한 경우, 회원은 그 권유가 고객에게 적합한 경우에 그 고객으로부터 개시된 것이 있다면(if any), 고객의 기타 증권의 보유 및 재정상황과 필요성에 관해서 사실을 기초로 하여 합리적인 근거를 가져야 한다. (b) 비기관투자자에 대하여 권유한 거래를 실행하기 전에 회원은 다음과 같은 정보를 수집하기 위해 합리적인 노력을 기울이지 않으면 안 된다. (1) 고객의 재정상황, (2) 고객의 과세상황, (3) 고객의 투자목적 및 (4) 고객에게 권유를 할 때 사용된 또는 합리적이라고 생각되는 기타의 정보,」라고 규정하고 있다.

아울러 SEC는 적합성원칙을 발전시키는데 다년간에 걸쳐 중요한 역할을 해왔다. 1930년 대 들어 연방증권법이 제정된 이후에는, SEC는 broker·dealer<sup>7)</sup>에 대하여 적합성 요건을 단순한 윤리로서가 아니라, 법적 의무로서 부과하는 결정을 내리고 있다. SEC 선결례는 적합성개념을 증권거래소법(Exchange Act) 10(b)와 15(c)(1), 그리고 증권거래규칙(Rule) 10b-5와 15c1-2와 같은 연방증권법상의 사기금지규정에 편입하는 데 기여했다.

그런데, broker·dealer의 적합성에 관해서 의무는 '권유'(recommendation)에 관해서 뿐이라고 일반적으로 이해되고 있다.<sup>8)</sup> 즉 「규칙 2310에 의한 회원의 적합성에 관해서 의

12 *Yale J. on Reg.* 345, 355-369 (1995)

6) Geoffrey B. Goldman, "Crafting a Suitability Requirement for the Sale of Over-the-Counter Derivatives: Should Regulators Punish the Wall Street Hounds of Greed?," 95 *Colum. L. Rev.* 1112, 1129-1130 (1995)

7) 미국에 있어서의 투자권유자에 대한 규제는 증권시장에서 증권거래의 체결을 담당하는 broker와 dealer에 대한 규제로서의 성격을 가지는데, Securities Exchange Act of 1934는 'broker'를 「타인의 계산으로 증권거래를 영업으로 하는 자(any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others)」로, 'dealer'를 「broker를 통하거나 기타 다른 방법으로 자기의 계산으로 증권매매를 영업으로 하는자(any person engaged in the business of buying and selling securities for such person's own account through a broker or otherwise)」로 각각 정의한다.- Susan Rogers Finnan, "Investment Advisory Regulatory Muddy Waters : Registration and Control Issues are confused with Issues of Disclosure and Anti-fraud," 19 *Camp. L. Rev.* 349, 362 (1997) : 김동석·김희철, "금융서비스현대화법(Gramm-Leach-Bliley Act)에 대한 소고", 「경영법률」 제13집 1호(한국경영법률학회, 2002), p.159

8) George A. Schieren et al., *Suitability and Institutions, in Securities Litigation* (PLI Corp. Law & Practice Course Handbook Series No. B4-7112, 1995), at 699, 752-61 : Lowenfels & Bromberg, op. cit., p.1560

무는 회원에 의해 권유된 경우의 증권에 대해서만 적용된다. 그러므로 회원으로부터의 권유없이 고객이 스스로 주도(initiative)하여 거래를 실행하도록 한 자의 주문을 받아 회원이 행위한 데 지나지 않는 경우에는 그 적용이 없다(SEC Release 34-27160, Aug. 22, 1989). 그러면서도, 거래가 권유되었다고 볼 수 있는 다양한 상황이 있으므로, 그 판단은 특정한 회원이 유인했거나(solicited), 또는 유인하지 않았다(unsolicited)고 하는 구별에 의거하는 것은 아니다. 특히 회원 또는 그 동료들이 특정한 증권을 직접 전화, 우송에 의한 판매촉진문서의 배포 또는 전자적 전달의 송신 등 수단을 통하여 고객의 인식(attention) 하에 놓고 있는 경우에는 그 거래는 권유된 것이라고 본다」고 하였다(NASD의 회원에 대한 통지서 96-60, Sept. 1996). 그러나, '권유'의 정의에 대해서는 그 해석상의 문제가 없지는 않다. 왜냐 하면, 위와 같은 NASD의 설명에 대해서도 채권시장거래협회(Bond Market Trade Association)로부터 「시장동향, 금리의 일반적 동향의 예측, 채권의 서술적 객관적 설명, 또는 신용시장이나 시가를 제공하는 행위는 '권유'를 구성하는 것이 되어서는 안 된다」라고 지적되고 있기 때문이다.<sup>9)</sup>

일반적인 광고는 그 후의 고강도 판매전략에 의하여 cold calls(high-pressure telephone calls: 무차별전화)와 같은 목적에 이바지하므로,<sup>10)</sup> 이른바 'penny stock<sup>11)</sup> 적합성 원칙'은 broker·dealer에 의한 일반적인 광고에 대응한 투자자에 대해서도 적용돼야 한다는 의견도 있었다. 그렇지만, SEC는 그러한 고강도 판매전략은 일반적 광고에 응한 고객이 정보를 요구한 후에 권유가 있었던 것으로 보아, 그로 인해 결과된 거래에 대하여 동 원칙의 적용이 있게 된다고 풀이하고 있다.

SEC는 그밖에, broker가 모든 고객에 대하여 조사보고서를 우송하는 것은 일반적으로 권유로는 볼 수 없다는 점을 명백히 하였다(SEC Release 34-8135 (Aug. 9, 1967)). 그러나, 한정적인 고객에 대한 조사보고서이고, 고객의 broker·dealer로부터 '동봉한 것에 주목해

9) Lowenfels & Bromberg, op. cit., p.1561

10) 이른바 "보일러룸 거래"(boiler-room operation)로서, 대개는 별로 가치가 없는 특정회사의 발행 주식을 판매하기 위하여 고강도의 판촉을 하는 것을 일컫는다. 이 boiler-room operation이란 명칭은 판매사원들이 방 1개에 10대 내지 20대의 전화를 가설하고 보일러룸 업자로부터 받은 자료에만 의존하여 "sucker list"라는 명단에 있는 사람들을 대상으로 주식을 권유한 데서 비롯되었다.- James D. Cox/Robert W. Hillman/Donald C. Langevoort, *Securities Regulation* (New York : Aspen Law & Business, 1997), p.1094

11) "penny stock"(low-priced securities: 저가주)이란 극히 투기적이면서도 일반투자자가 매력을 느끼도록 주당 발행가격이 매우 낮은(5달러 미만) 주식을 일컫는다. 이는 소규모 비상장회사(순자산 2백만 달러 미만)가 발행한 주식으로서 회사가 성장해서 흥하면 그 만큼 이익을 얻을 수 있지만, 반대로 경영파탄에 빠질 위험도도 매우 높은 주식이다.- 김진식, 「미국증권법」(서울 : 홍문사, 1996), p.205 ; 김지환, "증권투자권유와 적합성원칙", 「상사법연구」 제21권 제1호(한국상사법학회, 2002), p.463

주십시오(take a careful look at the enclosed)'라고 메모된 것은 권유로 볼 수 있다. Broker·dealer와 고객간의 관계가 장기에 걸쳐 있고, 고객이 그 broker·dealer의 제시를 거의 따랐다는 전력이 있는 경우에는 그것은 권유로 본다. 이에 대하여, 동일한 고객이 스스로 투자결정을 하는 습관이 있고, broker·dealer의 제시를 받아들인 비율이 상대적으로 적은 경우에는 그것은 권유로 인정되기 어렵다. 고객이 전문지식이 있는가, 결여되고 있는가는 당해 증권이 투기적인가 아닌가라는 성질과 마찬가지로 중요하다. 또한, 그에 대한 판단에 대해서는 broker가 전면적 서비스를 제공하고 모든 수수료를 청구하고 있는가, 그와 아울러 할인거래(discount operation)를 선전하여 투자조언을 해줄 의도를 공개적으로 거부하고 있는가 여부에 관련돼 있다.<sup>12)</sup>

## 2) 적합성원칙과 민사책임

### (1) 적합성원칙과 묵시적 사적 소권

SEC는 적합성원칙의 준수 여부를 판단하는 기준으로서, 첫째 투자권유자가 자신의 투자권유에 대하여 충분하고 합리적인 근거를 가졌는지 여부, 둘째 투자권유가 상대방인 고객의 재산상태, 투자목적 등에 비추어 적합한지 여부 등을 제시한다.<sup>13)</sup>

투자권유자가 적합성원칙을 위반하였을 경우 투자자는 적합성원칙위반 자체를 이유로 투자권유자에 대하여 민사상 손해배상청구를 할 수 있는가. 초기의 판례는 적합성원칙은 투자자보호와 건전한 영업질서의 확보를 목적으로 하는 연방증권법을 근거로 인정된 의무이기 때문에 적합성원칙에 묵시적 사적 소권을 인정하고 있었다.<sup>14)</sup> 최근의 판례는 의회가 NYSE의 고객조사의무 규정이나 NASD의 적합성원칙 규정 등에 묵시적 사적 소권을 부여하였다고 보기 어렵다면, 적합성원칙에 묵시적 사적 소권을 인정하는 데 부정적인 태도를 취하고 있다.<sup>15)</sup> 그러면서도 적합성원칙 및 고객조사의무 위반행위가 사기에 달할 정도이면 묵시적 사적 소권을 인정할 수 있다고 한다.<sup>16)</sup>

12) Lowenfels & Bromberg, op. cit., pp.1562~1563

13) F.J. Kaufman & Co., Securities Exchange Act Release No. 34-27535, 45 SEC Docket 97 (Dec. 13, 1989)

14) Buttrey v. Meryll Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 410 F.2d 135 (7th Cir. 1969) cert. denied 396 U.S. 838 ; Geyer v. Paine, Webber, Jackson & Curtis, 389 F.Supp. 678 (1975)

15) Jablon v. Dean Witter & Co., 614 F.2d 677 (9th Cir. 1980) ; Castro v. Marine Midland Bank, N.A. 695 F.Supp 1548 (SDNY, 1988)

16) Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., 424 F.Supp. 1021 (SDNY, 1977)

## (2) 적합성원칙과 Rule 10b-5

그렇다면, 투자권유자의 적합성의무위반을 사기행위 금지 등을 규정한 SEC Rule 10b-5 위반으로 볼 수는 없는가. 최근의 판례는 적합성원칙위반을 1934년 증권거래소법 제10조 (b)항 및 SEC Rule 10b-5 위반 주장으로 풀이한다. 이에 관한 최초의 판결은 Clark v. John Lamula Investors, Inc. 사건<sup>17)</sup>이다. 여기서 Grupe은 은퇴한 여교사인데 남편과 이혼하면서 위자료로 받은 돈을 투자하여 매월 1,000달러의 소득을 얻기를 희망하던 중, 친구의 소개로 알게 된 Lamula를 통하여 전환사채를 매수하였다. Lamula는 이러한 투자가 Grupe에게 적합하지 않다는 것과 그녀가 자신을 신뢰하여 위와 같은 투자를 한다는 사실을 알고 있었음에도 그 과정에서, 그녀가 매수한 전환사채의 위험(risk), 그녀의 사정에 비추어 다른 적합한 투자수단이 있는지 여부 등에 관하여 아무런 정보를 제공하지 않았다. 제2연방항소법원은 이 보다 앞서 연방법원의 배심이 인정한 사실관계에 의하면 Lamula의 행위는 사기 또는 불개시에 해당하므로 Rule 10b-5를 위반한 것이고 '인식(scienter)<sup>18)</sup>'요건도 인정된다는 이유로, 적합성원칙위반은 민사소송의 근거가 되지 못한다고 제기한 항소를 기각하였다.

O'Connor v. R.F.Lafferty & Co., Inc. 사건<sup>19)</sup>에서 제10순회연방항소법원은 사기행위에 기한 부적합성에 대하여 새로 채택한 '3부분 기준(three-part test)'을 확립했는데, 그 기준은 '부실표시와 불개시 기준'과 견주어볼 수 있다. 부실표시 또는 불개시에 기한 부적합성 배상청구는 broker·dealer의 투자자에 대한 지배(control) 요건을 요구하지 않는 점에서 사기행위에 기한 배상청구와 구별된다.<sup>20)</sup> 이와 같이 부적합성에 대한 부실표시와 불개시 기준은 사기행위 기준과 다른 반면, 기본적인 요건의 하나인 '인식(scienter)'은 양쪽 기준의 본질이다.<sup>21)</sup>

부실표시 또는 불개시에 기한 부적합성 손해배상청구가 갖춰야 할 5요소는 첫째, 매수한 증권이 고객의 필요성에 부적합해야 할 것, 둘째, 피고(broker)가 그 증권이 고객의 필요성에 부적합하다는 사실을 알았거나 합리적으로 믿었을 것, 셋째, 피고가 결과적으로 부적합한 증권을 고객을 위하여 권유하거나 매수했을 것, 넷째, 피고가 인식(scienter)을 가

17) 583 F.2d 594 (2nd Cir. 1978)

18) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 193 (1976)에서는 증권법상의 사기금지 규정에 기한 사기소송은 피고가 사취, 조종, 기망할 의도라고 정의되는 인식을 가지고 있음을 주장해야 한다고 판시하고 있다(...scienter, defined as an intent to defraud, manipulate, or deceive.). ; 판례에 나타난 'scienter'의 정의에 대해서는 Allan Horwich, The Neglected Relationship of Materiality and Recklessness in Actions under Rule 10b-5, 55 Bus. Law, 1023, 1024 (2000)

19) 965 F.2d 893 (10th Cir. 1992)

20) Id. at 898

21) Clark v. John Lamula Investors, Inc., 583 F.2d 594, 600 (2d Cir. 1978)

지고, 증권의 적합성에 관하여 중대한 부실표시를 하거나 중요한 정보를 개시하지 않았을 것, 다섯째, 고객의 손해는 피고의 기망적 행위를 정당하게 신뢰한데 기인하는 것으로 증명될 수 있을 것 등이다.<sup>22)</sup>

또한 투자자가 증권회사 직원의 과당매매를 이유로 손해배상을 청구한 *Miley v. Oppenheimer* 판결<sup>23)</sup> 역시 적합성원칙과 Rule 10b-5의 관계를 다루고 있다. 이 판결에서 법원은 거래의 “과당” 여부를 판단하는 기준으로서 증권회사 직원의 고객조사의무 규정 또는 적합성원칙의 준수 여부를 고려할 수 있다고 판시하였다.

### 3) 적합성원칙의 한계

투자권유자는 증권투자 경험이 많지 않은 투자자가 투자위험이 높은 증권거래를 희망하는 경우에도 적합성의무를 부담하는가, 특히 투자자가 증권회사에 계좌를 개설할 당시에는 원금을 보전하고 안정적인 소득을 얻는 것이 자신의 투자목표라고 밝혔다가 그 후 투자목표를 단기간 내에 재산을 증식하는 것으로 변경한 경우에 투자권유자로서는 고객이 희망하는 대로 투기적 거래를 권유할 수 있는지 여부가 문제된다.<sup>24)</sup>

Mundheim 교수는 이러한 경우를 “상냥하고 순진한 미망인”(sweet trusting widow)으로 보였던 투자자가 사실은 “탐욕스러운 할머니”(greedy old lady)로 밝혀진 때로 비유하면서 투자권유자가 지켜야 할 지침을 다음과 같이 제시한다.<sup>25)</sup> Broker·dealer는 먼저 투자자가 변경된 투자목표에 따른 투자위험을 이해하고 있는지 확인하여야 하고, 다음으로 투자자의 재무상황의 관점에서 투자위험을 설명해 줄 책임이 있다. Broker·dealer와 투자자의 협의에 따라 세 가지 경우가 있을 수 있는데, 첫째 투자자가 종전의 투자목표로 돌아가면 투기적 거래를 고집하지 않을 것이고, 둘째 투자자가 투자목표를 바꾸겠다고 하고 투자권유자도 투자자가 이에 따른 투자위험을 감수할 능력이 있다고 판단할 경우 투자권유자는 적절한 투기적 증권을 권유할 수 있으며, 셋째 투자자가 투자목표를 바꾸겠다고 주장하지만 투자권유자로서는 투자자가 투자위험을 감수할 능력이 없다고 판단할 경우 투자권유자는 투자자에게 투기적 증권은 적합하지 않다는 사실을 알려야 하고, 그럼에도 불구하고 투자자가 투기적 거래를 희망하는 경우에는 투자자에게 투기적 증권을 소개하거나 투자자

22) *Brown v. E.F.Hutton Group Inc.*, 991 F.2d 1020 (2nd Cir. 1993) ; *Burke v. Jacoby*, 981 F.2d 1372 (2d Cir. 1992) ; *National Union Fire Insurance Co. v. Woodhead*, 917 F.2d 752 (2d Cir. 1990)

23) 637 F.2d 318 (5th Cir. 1981)

24) 권순일, “증권투자권유자의 책임에 관한 연구”, 박사학위논문(서울대학교, 2002. 2), p.117

25) Robert H. Mundheim, “Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine”, 1965 *Duke L.J.* 445, 449, 459 (1965)

가 선택하는 투기적 증권을 매수할 수 있으나, 투자권유자가 보기에 투자자의 능력 밖인 투기적 증권의 매수를 유도하여서는 안 된다는 것이다.

州증권법에 관한 사안이지만, Mundheim 교수의 지침을 따른 판결로는 캘리포니아주 항소법원이 선고한 Twomey v. Mitchum, Jones & Templeton Inc. 판결<sup>26)</sup> Duffy v. Cavalier 판결<sup>27)</sup> 등이 있다. Twomey 판결의 사실관계는 다음과 같다. Twomey는 미망인으로서 이 사건 거래 이전에도 주식투자 경험이 있고 다른 broker들을 통하여 증권거래를 한 적도 있었는데, 피고 증권회사의 직원에게 자신이 보유하고 있는 증권의 명세를 가져와서 그의 의견을 구하였다. 증권회사 직원은 Twomey가 보유하고 있는 종목 전부를 처분하고 자신에게 맡겨주면 그녀가 종래 증권거래로 입은 손해를 복구하고 안정적인 소득을 얻을 수 있도록 해주겠다고 말했다. 그 후 Twomey는 그 직원을 신뢰하여 거의 매일 전화통화를 하였고 예외없이 그 직원이 권유하는 대로 증권거래를 하였는데, 그 직원이 추천한 종목들은 대부분 투기적인 것이었고 그와 같은 증권거래는 Twomey의 계좌 상황에 비추어 볼 때 과당매매에 해당하는 것이었다. 이 사건에서 캘리포니아주 항소법원은 Twomey가 증권투자 경험이 있었다거나 또는 증권회사 직원이 증권거래를 체결하는 과정에서 상의를 하였다거나 그밖에 증권거래 내역을 통보하였다고 하더라도 Twomey와 증권회사 직원 사이에 존재하는 신인관계에 비추어 볼 때 이러한 사정은 증권회사측의 적합성원칙 준수 의무에 어떠한 영향을 미친다고 볼 수는 없고, 증권회사로서는 Mundheim 교수의 위 3단계 지침을 따랐어야 한다고 판결하였다.

Duffy 판결 역시 공격적인 투자자에 대한 broker의 의무를 다루고 있다. Duffy는 전기회사의 이사회 의장으로 회사와 근로자간의 이익분배기금의 수탁자의 지위에 있었다. Duffy는 부동산과 주식, 채권 등에 투자하도록 되어 있는 위 이익분배기금의 정관을 옵션, 선물 등에도 투자할 수 있도록 개정한 다음 증권회사에 투자상담을 구하였다. 이 사건에서 법원은 증권회사가 이익분배기금의 재무자문(financial advisor)의 지위에 있기 때문에 충실의무를 부담하고, 따라서 증권회사로서는 위 기금의 재무상황과 수요 등에 비추어 적합한 투자권유를 하여야 하며, 투자자가 투기적 거래를 희망하는 경우에는 그러한 거래가 투자목적에 비추어 적합하지 않다는 것을 알리고 투자자가 명시적으로 희망하는 경우 외에는 그 위험한계(risk threshold)를 넘는 투기적 거래를 권유해서는 안 될 의무가 있다고 판결하였다.

그러나 Mundheim 교수의 지침을 적용한 캘리포니아주 항소법원의 판결들은 어느 것이나 투자권유자에게 충실의무가 있는 경우에 관한 것임을 주의할 필요가 있다.

---

26) 262 Cal. App. 2d 690, 69 Cal. Rptr. 222 (1968)

27) 215 Cal. App. 3d 1517, 264 Cal. Rptr. 740 (1989)

## 2. 우리나라의 적합성원칙

### 1) 적합성원칙의 도입

적합성원칙이 미국에서는 전국증권업협회 등의 자율규제규범으로 발전한 데 비해, 우리나라에서는 미국에서 발전한 간판이론 또는 조사의무이론을 도입하여 금융감독위원회규정으로 이를 정하고 있다.

우리나라 '증권업감독규정' 제4-15조 제1항은 증권회사가 특정한 유가증권의 매매거래나 특정한 매매전략·기법 또는 특정한 재산운용배분의 전략·기법을 채택하도록 고객에게 권유하는 경우에는 그 권유내용이 신뢰할 만한 정보·이론 또는 논리적인 분석·추론 및 예측 등 적절하고 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다고 규정하고, 제2항은 "증권회사가 일반고객을 상대로 투자권유를 하는 경우에는 당해 투자대상이 고객의 투자목적, 재산상태, 유가증권 투자내역 및 위험에 대한 태도 등에 비추어 당해 고객에게 적합하다고 볼 수 있는 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다"고 규정하고 있다. 아울러 제5항에서는 "위 증권회사의 투자권유시의 적합성원칙에 관한 의무를 부담하지 않기로 명백히 동의한 고객이라 하더라도, ..."라고 하여, 위 규정이 「적합성원칙」임을 나타내고 있다.

또한 자율규제로서 증권업협회의 '증권회사의 영업행위에 관한 규정' 제1-3조 제1항은 "증권회사는 일반고객의 계좌 개설시 당해 고객의 투자목적, 투자경험, 자금력 등을 서면 확인 받아 기록·보관하여야 하며, 이를 감안한 적합한 투자권유가 이루어지도록 하여야 한다"고 규정하고 있고, 제6항에서는 "증권회사는 고객에게 투자권유를 함에 있어 추정 또는 예측정보를 제공하는 경우 당해 정보가 추정 또는 예측정보라는 사실을 알려야 하며, 그 출처(또는 정보제공자)를 밝힐 수 있어야 한다"고 정하고 있다.

### 2) 적합성원칙과 민사소송 제기 여부

판례는 적합성원칙의 준수 여부를 판단하는 기준으로서, 첫째 투자권유자가 고객의 투자상황에 비추어 과대한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 것을 피할 정도로 충분하고 합리적인 근거를 가졌는지 여부, 둘째 투자권유가 상대방인 고객의 투자상황(재산상태, 연령, 사회적 경험 정도 등), 투자목적, 거래의 위험도 등에 비추어 적합한지 여부 등을 제시한다.<sup>28)</sup>

28) 대판 1994. 1. 11. 93다26205 (법원공보 제963호, 687면) ; 대판 1996. 8. 23. 94다38199 (판례공보 제19호, 2800면) ; 대판 1999. 6. 11. 97다58477 (판례공보 제86호, 1352면) ; 대판 1999. 12. 24. 99다44588 (판례공보 제99호, 303면) ; 대판 2001. 10. 12. 2000다 28537, 28544 (판례공보 제143

투자권유자가 적합성원칙을 위반하였을 경우 투자자는 적합성원칙위반 자체를 이유로 투자권유자에 대하여 민사상 손해배상청구를 할 수 있는가. 실제로 적합성원칙에 따른 의무위반의 위법성 여부가 문제된 사건은 거의 없었다.

서울地判 2000. 2. 1. 99가합5212는 적합성원칙위반 여부를 정면으로 판단한 최초의 판결이다. 판결의 내용은 “이러한 거래경위와 거래방법, 원고들의 투자상황, 거래의 위험도 및 이에 관한 피고 회사 직원들의 설명정도 등을 종합적으로 고려하여 보면 피고 회사 직원들의 권유행위는 원고들의 투자상황에 비추어 과도한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유함으로써 적합성원칙을 위반한 경우라고 보기 어렵지만, 이 사건 각 수익증권의 매입에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 원고들의 올바른 인식형성을 방해함으로써 고객인 원고들의 보호의무를 저버린 경우에 다름 아니고, 특히 투자신탁설명서 미제공행위를 처벌하는 형벌법규를 위반하여 그 위법성이 현저하게 드러남으로써 곧 불법행위를 구성한다고 볼 것이다.” (밑줄은 필자가 추가함)

즉, 법원은 이 사건에서 적합성원칙위반 주장을 배척하고, 단정적 판단의 제공에 의한 권유 및 설명의무위반 사건으로 다루고 있다. 판결의 내용은 적합성원칙에 따른 의무위반이 채무불이행이나 불법행위에 기한 손해배상청구권을 인정하지는 않지만, 일반 거래상의 사기행위에 대응하여 증권거래상의 부실표시 내지 기망적 행위에 달할 정도이면 부당권유행위로서 민사소송상 제소권을 인정한다는 취지다.

### 3) 부당권유행위와 민사책임

대법원 1994. 1. 11. 93 다 26205 판결<sup>29)</sup>은 증권회사의 임직원이 부당한 투자권유를 한 경우에 일정한 요건을 충족하면 불법행위책임이 성립할 수 있음을 인정한 최초의 판결이다.

“무릇 증권거래는 본래적으로 여러 불확정 요소에 의한 위험성을 동반할 수밖에 없는 것으로서 투자자로서도 일정한 범위 내에서는 자신의 투자로 인해 발생할지 모르는 손실을 스스로 부담해야 함이 당연한 점에 비추어 증권회사의 임직원이 강행규정에 위반된 이익보장으로 투자를 권유하였으나 투자 결과 손실을 본 경우에 투자자에 대한 불법행위책임이 성립하기 위하여는 이익보장 여부에 대한 적극적 기망행위의 존재까지 요구하는 것은 아니라 하더라도, 적어도 거래경위와 거래방법, 고객의 투자상황(재산상태, 연령, 사회적 경험 정도 등), 거래의 위험도 및 이에 관한 설명의 정도 등을 종합적으로 고려한 후, 당해 권유행위가 경험이 부족한 일반 투자자에게 거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하거나 또는 고객의 투자상황에 비추어 과도한 위험성을 수반하는 거

---

호. 2452면)

29) 법원공보 제963호, 687면

래를 적극적으로 권유한 경우에 해당하여, 결국 고객에 대한 보호의무를 저버려 위법성을 띤 행위인 것으로 평가될 수 있는 경우라야 할 것이다.” (밑줄은 필자가 추가함)

위 판결은 위법성의 판단기준으로 '보호의무'라는 개념을 도입하고, 투자권유자가 고객에 대한 보호의무를 위반한 경우에는 불법행위의 위법성 요건을 충족하는데 그 보호의무 위반의 태양으로, 첫째 투자자에게 거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하는 행위, 둘째 고객의 투자상황에 비추어 과도한 위험을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 행위 등을 제시하고 있다.

전자는 단정적 판단의 제공에 의한 권유, 손실부담 내지 이익보증 특약에 의한 권유, 허위의 표시 또는 오해를 생기게 하는 표시에 의한 권유 등 증권거래법상 부당권유행위의 금지를 그 내용으로 하는 것으로서 일반 거래상의 사기행위에 대응하여 증권거래상의 부실표시 내지 기망적 행위의 금지를 규정하고 있다.

후자는 적합성원칙을 사법상 위법성 판단의 기준으로 도입한 것인데, 적합성원칙의 후견적 요소를 감안하여 적합성원칙위반이 사법상 위법한 것으로 평가되려면 고객의 투자상황에 비추어 과도한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유한 경우에 해당되어야 한다는 기준을 제시하고 있다.<sup>30)</sup>

이는 일본의 판례가 투자권유자의 투자자에 대한 주의의무를 (1) 단정적 판단의 제공에 의한 권유의 금지, 손실부담 내지 이익보증특약에 의한 권유의 금지, 허위의 표시 또는 오해를 생기게 하는 표시에 의한 권유의 금지 등 투자자의 정확한 인식을 형성하는 데 방해하는 것을 피할 의무('부당권유행위'), (2) 투자자의 투자목적, 재산상태 및 투자경험 등에 비추어 명백히 과도한 위험을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 등으로 사회적 상당성을 결여한 수단과 방법으로 당해 거래의 투자를 권유하는 것을 피할 의무('적합성원칙')라고 밝히고 있는 점과 동일하다.<sup>31)</sup> 이와 아울러, 일본 판례는 한 걸음 나아가 (3) 투자자

30) 권순일, 앞의 논문, p.163

31) “증권거래의 특질과 특수성을 감안하여 볼 때 증권회사 또는 그 사용인은 투자자에 대하여 허위의 정보 또는 단정적 정보 등을 제공하는 등으로 투자자가 당해 거래에 수반하는 위험성에 관하여 정확한 인식을 형성하는 데 방해하는 것과 같은 것을 피해야 하고, 또한 투자자의 투자목적, 재산상태 및 투자경험 등에 비추어 명백히 과도한 위험을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 등으로 사회적 상당성을 결여한 수단과 방법으로 부당하게 당해 거래의 투자권유를 피할 의무가 있다 할 것이고, 증권회사 또는 그 사용인이 이에 위반한 때에는 당해 거래의 일반적인 위험성의 정도 및 그것이 알려진 정도, 투자자의 직업과 연령, 재산상태 및 투자경험 그밖에 당해 거래가 이루어진 특정한 구체적 상황 여하에 따라서는 사법상으로도 위법한 것이 된다고 하여야 할 것이기 때문에, 증권회사 또는 그 사용인은 이와 같은 위법한 투자권유로 증권회사와 당해 거래를 하여 손해를 입은 투자자에 대하여는 채무불이행 또는 불법행위로 인한 손해배상책임을 면하지 못한다고 해석함이 상당하다.” [밑줄은 필자가 추가함] -東京地判 1993. 5. 12. (判例時報 1466號, 105面) : 같은 취지의 판결로는 大阪地判 1994. 3. 30. (判例タイムズ

의 의사결정에 중요한 당해 거래에 수반하는 위험성에 관하여 정당한 인식을 형성하는데 충족되는 정보를 제공하여야 할 의무('설명 의무') 이론을 발전시켰다.<sup>32)</sup>

#### 4) 적합성원칙의 범위

우리나라의 적합성원칙에 따른 의무는 투자권유자의 책임에 관한 판례이론 형성 당시부터 '고객의 투자상황에 비추어 과대한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 것을 피할 의무'로서 고객보호의무의 내용을 이루고 있었다.<sup>33)</sup> 그러나 판례는 사실관계를 종합적으로 고려하여 보호의무위반 여부를 판단하는 태도를 취하여 왔기 때문에 실제로 적합성원칙에 따른 의무위반의 위법성 여부가 문제된 사건은 거의 없었다.

앞서 본 서울地判 2000. 2. 1. 99가합5212에서는 최초로 적합성원칙위반 여부를 정면으로 판단하여 이를 배척하고 있다. 이는 서울高判 2000. 5. 19. 99나33887에서 "계좌개설 권유행위나 거래권한 위임에 의한 선물거래행위는 경험이 부족한 일반 투자자인 원고에게 거래행위에 필연적으로 수반하는 위험성에 대한 올바른 인식형성을 방해한 부당권유행위 및 고객에 대한 충실의무 내지 보호의무, 위험회피의무에 위반하여' 원고의 이익을 고려하지 않은 과당매매로서 불법행위가 된다"(밑줄은 필자가 추가함)고 하여, 위 서울地判 2000. 2. 1. 99가합5212 판결상의 적합성원칙을 나타내는 「원고들의 투자상황에 비추어 과대한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유한 경우」라는 표현이 전혀 드러나지 않는데서 명백히 구분되고 있다고 본다.

다시 말하면, 우리나라 판례는 적합성원칙에 따른 의무위반을 고객의 투자상황에 비추어 과대한 위험을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 행위로 파악하고, 투자자에게 거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하는 부당권유 행위 등은 제외시키고 있다. 이는 미국의 경우와 비교하면,<sup>34)</sup> 적합성원칙을 매우 좁게 보고 있

---

855號, 220面), 東京地判 1995. 8. 30. (判例タイムズ 911號, 163面), 東京地判 1995. 10. 26. (判例タイムズ 915號, 223面), 大阪地判 1995. 11. 9. (判例タイムズ 909號, 197面)

32) 大阪地判 1994. 2. 10. (判例タイムズ 841號, 271面), 大阪地判 1994. 3. 30. (判例タイムズ 855號, 220面)

33) 대판 1996. 8. 23. 94다38199 (판례공보 제19호, 2800면) : 대판 1999. 6. 11. 97다58477 (판례공보 제86호, 1352면) : 대판 1999. 12. 24. 99다44588 (판례공보 제99호, 303면) : 대판 2001. 10. 12. 2000다 28537, 28544 (판례공보 제143호, 2452면)

34) 미국은 부당권유, 과당거래와 관련된 모든 문제를 포괄하여 적합성소송으로 다루고 있다.

① suitability actions based on a misrepresentation claim—a misrepresentation about the suitability of a security

② suitability actions based on an omission claim—fail to disclose material information about the unsuitability of the security

는 셈이다.

### Ⅲ. 적합성원칙 위반의 근거 법리

#### 1. 적합성원칙 위반과 사기법리

증권업자가 고객의 신뢰를 이용하여 부당하게 높은 수수료를 받거나 합리적인 근거가 없는 사실 또는 낙관적인 예측정보를 제공하여 투자권유를 하는 경우에 이를 규제하는 사기법리의 논거로 초창기에는 간판이론과 조사의무이론을 제시했다.

##### 1) 看板이론(shingle theory)

일찍이 1960년대까지 SEC는 주로 간판이론을 근거로 broker·dealer의 영업활동을 규제해 왔고 적합성원칙은 규제수단으로서 거의 주목을 받지 못하였다. 증권거래소법 10(b)와 규칙 10b-5 규정이 broker·dealer에 대하여 적합성 요건을 단순한 윤리로서가 아니라, 법적 의무로서 부과하는 제안은 1960년대 초 몇몇 SEC 사건에서 나타났다. SEC는 적합성원칙 위반은 간판이론(shingle theory)에 기초한 규칙 10b-5위반으로 구성했다.

간판이론(shingle theory)에 따르면, broker·dealer가 개업을 하여 간판을 내걸게 되면, 그는 특정한 증권을 오직 고객의 경제상황에 적합하다고 믿는데 대한 합리적 기초가 있어야만 권유할 것이라는 것을 묵시적으로 표시(implied representation)하였다고 풀이한다.<sup>35)</sup>

이 이론은 1943년 제2연방항소법원이 선고한 Charles Hughes & Co. v. SEC<sup>36)</sup> 판결에서 처음으로 채택되었다. 즉 Charles Hughes 증권회사의 직원들은 증권시장에 관하여 별로 지식이 없는 독신여성이나 미망인들을 상대로 전화로 주식투자를 시작했는데, 그 과정에서 고객들로부터 신임을 얻게 되자 수시로 주식의 교체를 권유하였다. 그들은 고객들에게 주식의 시세를 알리지 않은 채 장외시장에서 시가보다 16.1% 내지 40.9% 높은 가격으로 주식을 매입해 주고 그 차액을 수수료로 챙겼는데(mark-up), SEC는 이러한 행위는 증권법상의 사기행위에 해당한다는 이유로 위 회사의 broker·dealer 등록을 취소하였다. 이에

③ suitability actions based on fraud by conduct

④ suitability actions based on breach of fiduciary duty

⑤ suitability actions based on common law(fraud, negligence)

35) James D. Cox/Robert W. Hillman C. Langevoort, *Securities Regulation* (New York : Aspen Law & Business, 1997), p.1094

36) 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943), cert. denied, 321 U.S. 786 (1944)

대해 법원은 증권회사가 위와 같은 거래를 할 수 있었던 것은 고객의 신뢰를 얻었기 때문인데, 증권회사가 고객에게 높은 수수료를 붙여서 주식을 팔면서 그 시세를 알리지 않은 것은 '중요한 사실의 불개시' 또는 '사기적 수단'에 해당한다고 판시하였다.

1962년 In re Alexander Reid & Co. 사건<sup>37)</sup>에서 broker·dealer가 증권가격의 상승 등에 관하여 근거 없이 의견, 예측 또는 가능성을 주장하는 것은 증권법상 사기에 해당한다고 보았다. Broker·dealer는 그가 추천하는 주식에 관하여 의견이나 예측을 하는 경우 이는 실제상의 주식과 주의 깊은 고려에 기하여 책임있게 이루어진 것이라는 것을 고객에게 '묵시적으로 표시'한 것이기 때문에 broker·dealer가 근거 없이 낙관적인 의견이나 예측을 하는 것은 부실표시에 해당한다는 것이다.

SEC는 간판이론(shingle theory)을 도입한 적합성원칙을 '전화를 걸어 거래를 압박하는' 다수의 사건(boiler room cases)에 적용했다.<sup>38)</sup> 또한 SEC는 이와 같은 적합성원칙을 '전화를 걸어 거래를 압박하는' 작용이 반드시 필요하지 않는 저가격·투기증권에 대한 포괄적인 판매활동을 펴는 것과 관련된 사건에도 적용했다.<sup>39)</sup> 이와 같은 오래 전의 사건들의 경우에, 증권, 과도한 가격인상, 시장 통제나 지배에 관한 허위 혹은 부실표시를 포함하는 다양한 규칙 10b-5의 위반사례도 물론 있었다.

최근 들어, SEC는 적합성개념을 증권거래소법(Exchange Act) 10(b)와 15(c)(1), 그리고 규칙(Rule) 10b-5와 15c1-2에 도입하면서, 간판이론(shingle theory)과 밀접한 관련을 맺으면서도 어느 정도 동떨어진 법적 추론을 하고 있다. 즉 broker·dealer는 고객에 대한 권유의 부적합성을 적극적으로 개시할 의무를 부여하는 신탁과 신뢰의 충실관계 또는 이와 유사한 관계(fiduciary or similar relationship)를 고객과 맺음으로써 그 고객계좌에 막강한 영향력을 행사하거나 지배하게 된다고 보고 있다.<sup>40)</sup> 그리하여, 간판이론은 broker·dealer에 대하여 연방법상 충실의무를 창설하는 것과 동일한 결과가 된다고 보고 있다.<sup>41)</sup>

## 2) 조사의무(duty of inquiry) 이론

간판이론은 한 걸음 나아가 조사의무이론으로 발전된다. SEC에 의하면, broker·dealer는 조사의무가 있고, 적어도 '권유의 적합성을 판단하기 위하여 고객의 다른 증권의 보유

37) 40 SEC 986 (1962)

38) See, e.g., Berko v. SEC, 316 F.2d 137 (2d Cir. 1963)

39) Lowenfels & Bromberg, op. cit., p.1581

40) In re Olde Discount Corp., Exchange Act Release No. 40, 423, 67 SEC Docket 2045 (Sept. 10, 1998)

41) Richard W. Jennings/Harold Marsh, Jr./John C. Coffee, Jr./Joel Seligman, *Securities Regulation* (New York : Foundation Press, 1998), p.694

및 재정상황 그리고 필요성에 관한 정보를 얻으려는 시도도 없이 증권을 권유할 수 없다고 주장했다.<sup>42)</sup> 법원은 broker·dealer는 조사의무가 있으며 조사의무위반은 1934년 증권법상 고의적인(willful) 위반행위에 해당한다고 하여 조사의무이론을 채택하였다.

이는 바로 제2연방항소법원이 1969년 선고한 Hanly v. SEC<sup>43)</sup>사건이다. 즉 Richard J. Buck & Co.의 직원들은 고객들에게 “Sonics의 주가가 6월 내지 1년 이내에 2배로 될 것이다.”라는 등의 낙관적인 전망을 하면서 투자를 권유하였다. Sonics는 전자회사로서 설립된 후 적자를 면하기 힘들어 채무초과상태였는데, 다른 회사들과 새로 개발된 제품의 라이선스계약을 추진하다가 실패하자 결국 파산하고 말았다. SEC는 broker·dealer가 고객에게 증권투자를 권유하면서 자신이 알고 있거나 또는 합리적으로 확인할 수 있는 불리한 주요 정보를 밝히지 않은 채 낙관적인 주장을 하는 것은 증권법 등의 사기금지 규정을 고의로 위반한 것이라는 이유로 징계처분을 내렸다. 법원은 위 판결에서 broker·dealer는 고객에 대한 관계에서 충분한 근거를 가지고 의견을 제공한다는 것을 ‘묵시적으로 표시’한 것이기 때문에 충분하고 합리적인 근거가 없이 특정 증권에 대한 낙관적인 투자권유를 해서는 안 된다고 판결하였다. 아울러 broker·dealer가 투자권유를 하는 때에는 broker·dealer가 합리적인 조사를 하였다는 것과 그러한 조사를 바탕으로 권유한다는 것을 묵시적으로 표시하는 것이고, 만일 특정 증권에 대한 중요한 정보를 결여하고 있을 때에는 그러한 사실 및 이로 인한 위험(risk)을 밝혀야 한다고 판결하였다.

또한 SEC는 합리적인 조사는 객관적이고 독자적인 분석을 토대로 이루어지는 것이므로 증권발행회사의 자료에 전적으로 의존해서는 안 된다고 밝혔다. In re Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith 사건<sup>44)</sup>에서 Merrill Lynch사의 애널리스트로서 컴퓨터제조회사인 Scientific을 담당하고 있던 Pierce는 위 회사경영진이 제공한 자료와 낙관적인 전망만을 근거로 독자적으로 충분한 평가와 분석을 하지 않은 채 위 회사 주식을 매수추천종목에 포함시켰다. 이를 기초로 Merrill Lynch직원들은 고객들에게 위 회사 주가가 단기간 내에 급등할 것이라든가 또는 전국적 증권거래소에 상장될 것이라든가 등의 낙관적인 전망을 하면서 매수를 권유한 것은 조사의무 위반행위에 해당한다고 결정하였다. SEC는 여기서 조사의무이론은 broker·dealer뿐만 아니라 애널리스트에게도 적용되는 것이라고 덧붙였다.

---

42) 40 S.E.C. 138 (1960)

43) 415 F.2d 589 (2d Cir. 1969)

44) 1977 SEC LEXIS 412

## 2. 우리나라의 사례

### 1) 단정적 판단의 제공에 의한 권유

우리나라에 있어서는 합리적 근거가 없는 판단을 곧잘 '단정적 판단'이라는 표현을 하고 있다. 이는 증권거래법시행령에서 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 고객에게 특정 유가증권의 가격의 상승 또는 하락에 대하여 단정적이거나 합리적인 근거가 없는 판단을 제공하여 매매 기타 거래를 권유하는 행위(제36조의 3 제1호)라 하고 있고, 서울地判 2000. 2. 1. 99가합5212 등 판결이 "원고들에게는 마치 원본 손실의 위험이 전혀 없는 것처럼 단정적인 판단을 제공하는 등의 방법으로 매입을 적극 권유하였는 바..."라고 하는 데서 잘 드러난다.

단정적 판단의 제공을 이유로 손해배상책임을 인정한 판결로는, 서울地判 2000. 2. 11. 99가합28260이 있다. 이 사건에서 법원은 증권회사 직원이 고객으로부터 계좌관리를 위탁 받았음을 기회로 고객에게 "지금 대한중석의 주식을 매수하면 100% 가격이 상승할 것이 확실하다." "소문이 날까봐 내용을 밝힐 수는 없지만 혼자만 알고 있는 좋은 호재가 있다." "지금 당장 투자하지 않으면 시기를 놓친다"고 말하면서 대한중석 주식을 대량으로 매수할 것을 권유하였다가 주가하락으로 손실을 본 경우에, 증권회사 직원과 사용자인 증권회사의 불법행위책임을 인정하고 있다.

그러나, 서울地判 2000. 7. 19. 99가합101776에서는 이른바 합리적인 조사를 토대로 자료를 검토했다는 점 등을 이유로 단정적 판단의 제공에 의한 권유임을 부정하고 있다. 즉 이 사건에서 법원은 증권회사 직원이 고객들에게 "바로크가구가 신기술발명품인 평면광원체를 개발하여 향후 많은 이익이 날 것으로 예상되고, 앞으로 주가가 5만원 정도가 될 것이다"라고 설명하여 매수를 권유했으나 그 후 바로크가구가 부도가 난 경우에, 증권회사 직원으로서는 바로크가구의 투자안내서, 증권거래소의 간접공시사항 및 평면광원체 발명 회사의 사업계획서 등을 검토하고 직접 회사를 방문하여 신기술개발사실을 확인한 후 이를 영업상 유용한 정보로 판단하여 그 주식의 전망이 좋다고 설명하였을 뿐만 아니라 바로크가구는 재무구조가 비교적 건실한 기업이었으나 1997년 하반기 이후 금융위기로 말미암아 부도를 맞게 된 점 등에 비추어 증권회사의 권유행위가 합리적 근거와 가정에 입각하지 않은 행위라고 볼 수 없다는 이유로 불법행위의 성립을 부정하고 있다.

### 2) 작전주 매수의 권유

투자권유자가 투자자에게 특정 주식이 작전주이고 작전팀에서 시세조종을 하고 있으며

로 손해 볼 염려가 없으며 단기간 내 시세차익을 얻을 수 있다고 적극 투자를 권유하는 행위는 단정적 판단의 제공에 의한 권유의 한 유형으로 볼 수 있다. 이는 또한 증권거래법에서 말하는 시세조작유포행위에 해당한다. 즉 「누구든지 유가증권시장 또는 협회중개 시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 당해 유가증권의 시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의하여 변동된다는 말을 유포하는 행위」를 금지하고 있다(증권거래법 제188조의 4 제2항 제2호).

大判 2001. 10. 12. 2000다28537, 28544<sup>45)</sup>판결은 증권회사가 신용거래계좌를 개설하려는 고객의 남편이자 대리인에게 “일정 실업 주식이 작전종목이다.” “정보가 왔는데 100% 확실하다.” “정보제공자 측에서 곧바로 작전하니 시간이 없다”라고 말하여 투자를 권유한 행위는 단정적 판단의 제공에 의한 권유에 해당하여 불법행위책임이 성립한다고 판시하고 있다.

이와 반대로, 작전주의 폐해가 널리 알려져 있는 상황에서는 그 위험성을 설명하지 아니 하였다 하여도 부당권유라 할 수 없다는 판결이 있다. 서울高判 2000. 6. 23. 99나58640 사건에서, 법원은 증권회사 직원에게 일임매매를 맡긴 고객이 그 직원으로부터 특정 주식의 시세조종을 통하여 이익을 얻자는 제안을 받고 이를 승낙하여 현금 및 신용거래를 통하여 주식투자에 나섰다가 손실을 본 경우에, 각종 매스컴에 증권회사 직원의 작전주에 대한 시세조종행위로서의 폐해에 관한 보도가 수시로 행하여져 고객의 지적 수준에 비추어 볼 때 작전주에 관한 시세조종행위의 위험성이나 불법성을 이미 잘 알고 있었다고 인정되기 때문에 증권회사 직원이 시세조종행위에 필요한 자금을 투자할 것을 권유하면서 그 위험성을 특별히 설명하지 아니하였다 하더라도 고객에 대한 보호의무를 위반한 것으로 볼 수는 없다고 판결하였다.

## N. 충실의무와 적합성원칙

### 1. 미국판례상의 구좌지배 및 충실의무와 적합성원칙

#### 1) 과당거래와 구좌‘지배’

미국에서의 과당거래 배상청구(churning<sup>46)</sup> claim)는 사기행위에 기한 적합성 배상청구

45) 판례공보 제143호, 2452면

46) ‘churning’이란 broker·dealer가 투자자의 투자목적에 반하여 그 계좌에서 과도한 거래를 한 것을 포함한다. Lyle Roberts, “Suitability Claims Under Rule 10b-5 : Are Public Entities Sophisticated Enough to Use Derivatives?,” 63 *U. Chicago L. Rev.* 801, 804-815 (1996)

와 유사한 것으로 취급하고 있다.<sup>47)</sup> 따라서 과당거래에 따른 적합성 소송은 broker · dealer의 부적합한 증권의 권유에서 유래하는 사기행위를 규정한 연방증권법 10(b)와 규칙 10b-5조에 기하여 제기될 수 있다.<sup>48)</sup>

O'Connor v. R.F. Lafferty & Co. 사건<sup>49)</sup>에서, Ms. O'Connor는 주식투자자 경험에 없는 이혼녀로서 이혼 당시 위자료로 받은 전액을 증권회사 broker에게 맡겨 일임매매(discretionary account)를 하도록 했는데, 증권회사 직원은 그녀의 투자목표에 비추어 부적합한 증권을 매수하여 손해를 입혔다. O'Connor는 증권회사 직원의 행위가 부실표시 또는 불개시에 해당한다고 주장하지 않고, 사기행위에 기하여 부적합성 손해배상청구를 제기하였는데 법원에 의해 받아들여졌다. 사실상, 다수의 사기행위에 기한 적합성 배상청구는 과당거래의 배상청구를 내포하고 있어, 그 청구들을 별개로 분석하는데 어려움이 따른다.<sup>50)</sup>

과당거래는 일정한 구조로 매수한 증권의 양과 관련되고 있는 반면, 부적합성은 매수한 증권의 질과 관련되고 있다.<sup>51)</sup> 과당거래 손해배상청구를 주장하기 위해서는 원고는 세 가지 요건을 증명해야 한다. 즉 첫째, 구조 거래가 투자자의 목적에 비추어 과도하고, 둘째, broker가 구조 거래에 관하여 지배(control)하고 있었으며, 셋째, broker는 투자자의 이익을 사취하거나 고의적으로 무시할 의도로 거래했다는 점이다.<sup>52)</sup> 여기서, 과당거래의 '지배' 요건이 그와 흡사한 사기에 기한 부적합성 손해배상청구에 적용될 수 있는지는 논란의 여지가 있지만, 증권거래소법 10(b) 및 규칙 10b-5조 위반의 인과관계(transaction causation) 또는 신뢰(reliance) 요건을 충족시키기 위해서는 불가결하다고 본다.<sup>53)</sup>

사기행위에 기한 적합성 배상청구는 위 둘째 지배(control)요건의 추가에 의하여 부실표시 또는 불개시에 기한 배상청구와 구별된다.<sup>54)</sup> 투자자는 broker · dealer가 그 구조에 일임매매권한을 가졌다고 증명함으로써 broker · dealer가 구조에 대하여 지배권을 행사했다는 것을 주장할 수 있다.<sup>55)</sup> 비록 broker · dealer가 형식적으로 일임매매권한을 갖지 않았다 하더라도, 투자자는 그가 broker · dealer의 조언에 일상적으로 따랐다는 것을 증명함으로써, broker · dealer가 지배권을 행사한다고 주장할 수 있다.<sup>56)</sup>

47) O'Connor v. R.F. Lafferty & Co., 965 F.2d 893, 898 (10th Cir. 1992)

48) Ibid., at 897 (10th Cir. 1992)

49) 965 F.2d 893 (10th Cir. 1992)

50) Mark C. Jensen, "Abuse of Discretion Claims Under Rule 10b-5: Churning, Unsuitability and Unauthorized Transactions", 18 *Sec. Reg. J.* 374, 387 (1991)

51) Lowenfels & Bromberg, op. cit., p.1587

52) O'Connor v. R.F.Lafferty & Co., 965 F.2d 893, 898 (10th Cir. 1992)

53) Lowenfels & Bromberg, op. cit., p.1588

54) O'Connor v. R.F.Lafferty & Co., 965 F.2d 893, 898

55) Mihara v. Dean Witter & Co., 619 F.2d 814, 821 (9th Cir. 1980)

56) Follansbee v. Davis Skaggs & Co., 681 F.2d 673, 676-77 (9th Cir. 1982) : Mihara v. Dean

그러나, 법원은 재무상식 있는 투자자(sophisticated investor)<sup>57)</sup>들은 그들이 단지 일상적으로 broker·dealer의 조언을 따랐다는 이유만으로 그들의 구좌에 대한 지배를 포기했다고 보기는 어렵다고 판시하고 있다.<sup>58)</sup> 다만, 재무상식 있는 투자자가 broker·dealer에게 재량(일임)구좌를 통해 거래결정의 지배를 허용한 경우에 한하여, 법원은 재무상식 있는 투자자가 그 지배를 포기한 것으로 보고 있다.<sup>59)</sup>

## 2) 신인관계와 충실의무

일반적으로 법원은 broker·dealer와 고객과의 관계에 있어서, broker·dealer가 거래 결정을 지배하고 있지 않는 한, 信託관계(fiduciary relationship)를 구성하지 않는다고 보고 있다.<sup>60)</sup> 판례는 신뢰관계(confidential relation)와 신인관계(fiduciary)는 법적으로 동일하며, broker·dealer가 고객으로부터 특별한 신뢰와 신임(trust and confidence)을 받는 관계에 있을 때에는 고객을 위하여 최대한 성실하게 업무를 수행할 의무(the duty of acting in the highest good faith)를 부담한다.<sup>61)</sup> 즉 broker·dealer는 고객에 대하여 그와의 거래에서 이익을 취하거나 이를 이용하여서는 안 되는 충실의무(fiduciary duty)를 부담한다는 입장을 취하고 있다.<sup>62)</sup> 그러나 충실의무이론은 보통법에 해당하기 때문에 broker·dealer가 어떤 경우에 충실의무를 부담하는지 그 요건은 州마다 상이하다.

더욱이, 법원은 broker·dealer가 일임매매(discretionary account)를 통해 지배를 하고 있

---

Witter & Co., 619 F.2d 814, 821 (9th Cir. 1980) : Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 461 F. Supp. 951, 954 (E.D. Mich. 1978), aff'd 647 F.2d 165 (6th Cir. 1981)

57) 예컨대, 기관투자자(institutional investor) 등을 일컫는데, 투자자가 재무상식(sophistication)을 가지고 있는지 여부는 부실표시 요건에서는 투자자의 '정당한 신뢰(justifiable reliance)' 여부를, 사기행위 요건에서는 투자권유자의 고객 계좌에 대한 '지배(control)' 여부를 판단하는 데 중요한 기준이 된다. 최근 학계에서 논란이 되고 있는 것은 과연 기관투자자는 언제나 「재무상식-전문적 능력」을 갖춘 투자자에 해당하느냐 하는 것이다.- 권순일, 앞의 논문, p.124

58) Tiernan v. Blyth, Eastman, Dillion & Co., 719 F.2d 1, 3 (1st Cir. 1983) : Follansbee v. Davis Skaggs & Co., 681 F.2d 673, 677 (9th Cir. 1982)

59) Follansbee v. Davis Skaggs & Co., 681 F.2d 673, 677 (9th Cir. 1982) : Carras v. Burns, 516 F.2d 251, 258 (4th Cir. 1975)

60) Associated Randall Bank v. Griffin, Kubik, Stephens & Thompson, Inc., 3 F.3d 208, 212 (7th Cir. 1993) : Vucinich v. Paine, Webber, Jackson & Curtis, Inc., 803 F.2d 454, 460-61 (9th Cir. 1986) : Lefkowitz v. Smith Barney, Harris Upham & Co., 804 F.2d 154, 155 (1st Cir. 1986) : Shamsi v. Dean Witter Reynolds, Inc., 743 F. Supp. 87, 92 (D. Mass 1989) : Rush v. Oppenheimer & Co., 681 F. Supp. 1045, 1055 (S.D.N.Y. 1988)

61) Litwin(Rosemarin) v. Allen 25 N. Y. S. 2d. 667, 667-678 (Sup. Ct. 1940)

62) Twomey v. Mitchum, Jones & Templeton Inc., 262 Cal. App. 2d 690, 69 Cal. Rptr. 222 (1968) : Duffy v. Cavalier, 215 Cal. App. 3d 1517, 264 Cal. Rptr. 740 (1969)

지 않는 한, broker·dealer와 재무상식 있는 투자자(sophisticated investor)간의 신인관계를 증명하는데 유달리 인색하다.<sup>63)</sup> 오히려 법원은 재무상식있는 기관투자자와 그 dealer (Bankers Trust)는 파생금융상품(derivatives)<sup>64)</sup>거래의 주역이라고 밝히는 한편, 양자 간에는 신인관계가 존재하지 않는다고 판시했다.<sup>65)</sup> 이 사건에서 법원의 판결은 파생금융상품(derivatives) dealer는 기관투자자에게는 충실의무를 부담하지 않는 반면, 파생금융상품 거래와 관련된 위험에 관한 중요한 정보를 개시할 의무를 부담할 수 있다고 시사하고 있다. 그와 같은 중요한 정보를 개시하지 않는 것은 곧 사기를 구성할 수 있다.<sup>66)</sup> 법원은 위 Procter & Gamble사건이 화해로 종결되지 않았다면, 중요한 정보를 개시할 의무를 위반한 것에 기인하는 보통법상의 사기, 이른바 법정사기(의제사기: constructive fraud) 배상 청구를 허용했을 것이다.<sup>67)</sup> 따라서 투자자는 그러한 정보의 개시를 broker·dealer에게 요구할만한 신인관계(fiduciary relationship)의 존재를 증명해야 한다.<sup>68)</sup>

법원은 개인 투자자가 무모하게 투자했는지, 그에 따라 broker·dealer가 행한 부실표시에 정당하게 신뢰(justifiable reliance)할 수 없었는지 여부를 판단하는데 다양한 요소를 형량하고 있다.<sup>69)</sup> 법원이 형량하는 관련요소를 보면, 첫째, 투자자의 금융 및 증권문제에 관한 재무상식(sophistication)과 전문지식(expertise), 둘째, 투자자와 broker·dealer간의 장기간 지속된 업무 또는 개인적 관계, 셋째, 투자자의 증권에 관한 관련 정보에의 접근

63) Bull v. Chandler, No. C-86-5710 MHP, 1992 WL 103686, at \*7 (N.D. Cal. 1992). 그러나, 특별한 신뢰관계(fiduciary relationship)가 아닌, 투자자가 업무 전문성의 결여로 인하여 broker·dealer와 개인적인 관계를 갖거나, 그에게 의존하는 것은 충실의무(fiduciary duty)를 이끌어내지 않는다.- MidAmerica Fed. Sav. & Loan v. Shearson/American Express, Inc., 886 F.2d 1249, 1257-58 (10th Cir. 1989) ; Lefkowitz v. Smith Barney, Harris Upham & Co., 804 F.2d 154, 155

64) 이는 'derivatives instrument'라고도 하며, 先物(특정한 상품을 미래의 일정한 시점에 사전에 정해진 가격으로 매수 또는 매도하기로 한 약정), 스왑(swap: 미래의 어떤 정해진 기일 또는 기간 동안 일정한 상품이나 금융자산<부채>을 거래 상대방의 상품 또는 금융자산과 교환하는 거래), 옵션(option: 미리 정해진 가격으로 정해진 기간 동안에 특정 증권을 매수 또는 매도하는 권리가 부여된 증권) 등 매우 낙폭이 큰 파생금융상품으로서, 그 가치가 기초채권(underlying bond), 통화, 상품 등 부차적 재원의 이행에 의해 결정되거나 유래되는 증권을 말한다.- Bryan A. Garner, *Black's Law Dictionary*, (St. Paul, Minn. : West Group, 7th ed. 2000), p.360

65) Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270, 1286, 1289 (S.D. Ohio 1996) ; State v. Morgan Stanley & Co., 459 S.E.2d 906, 913 (W. Va. 1995)

66) O'Connor v. R.F. Lafferty & Co., 965 F.2d 893, 897 (10th Cir. 1992)

67) Willa E. Gibson, "Investors, Look before You Leap : The Suitability Doctrine is not Suitable for OTC Derivatives Dealers", 29 *Loy. U.Chi.L.J.* 527, 555 (1998)

68) Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 653-54 (1982)에서는 정보개시의무는 신인관계로부터 연유한다고, Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 227-35 (1980)을 인용하면서 판시하고 있다.

69) Royal Am. Managers, Inc. v. IRC Holding Corp., 885 F.2d 1011, 1016 (2d Cir. 1989)

(access), 넷째, 투자자와 broker·dealer간의 신인관계(fiduciary relationship)의 존재, 다섯째, 사기를 간파할 기회, 여섯째, 부실표시의 일반성 또는 특수성 등이다.<sup>70)</sup> 투자자의 재무상식(sophistication) 수준은 투자자의 broker·dealer(부실표시)에 대한 신뢰가 정당했는가 여부를 결정하는데 있어서 법원이 형량하는 주요한 요소이다.<sup>71)</sup> 법원은 재무상식 있는 투자자들이 broker·dealer가 행한 권유에 정당하게 신뢰하고 있다는 것을 인정하는데는 까다롭다.<sup>72)</sup>

Hirsch v. duPont 사건에서 제2연방항소법원은 '증권법은 재무상식 있는 영업자를 그들의 판단착오로부터 보호하기 위해 제정된 것이 아니다'라고 판시하고 있다. 그러한 투자자들은 연방법에 기한 구제를 원하는 경우에는 정보에 대한 완전한 접근을 갈망하는 사람들로 부터 기대되는 주의와 신중(慎重)을 기울여 투자자에게 이용 가능한 정보를 조사해야 한다는 것이다.<sup>73)</sup>

## 2. 우리나라의 사례

### 1) 판례상의 일임매매와 충실의무

대판 1996. 8. 23. 94다3819974)는 “포괄적 일임매매약정이 있는 경우에도 증권회사의 직원은 고객에 대하여 보호의무가 있어 선량한 관리자로서의 주의의무(충실의무)를 다하여야 할 것이고 이를 위반하여 증권회사가 포괄적 일임매매약정을 하였음을 기화로 고객의 이익을 무시하고 회사의 영업실적만을 증대시키기 위하여 무리하게 빈번한 회전매매를 함으로써 고객에게 손해를 입힌 경우에는 불법행위가 된다.” (밑줄은 필자가 추가함)

대판 1997. 10. 24. 97다2460375)는 “증권회사의 직원이 충실의무를 위반하여 과당매매행

70) Brown v. E.F. Hutton Group, Inc., 991 F.2d 1020, 1032

71) Banca Creml v. Brown, 955 F. Supp. 499, 511 (D. MD. 1997)에서는 기관투자자의 재무상식과 전문지식 수준은 투자자가 broker·dealer의 부실표시에 대한 의존의 정당성 여부를 가리는데 있어서 중요하고, 매우 처분적(dispositive)이라고 판시하고 있다. 또한, Platsis v. E.F. Hutton & Co., 642 F. Supp. 1277, 1299 (W.D. Mich. 1986) 및 Xaphes v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 632 F. Supp. 471, 481-83 (D. Me. 1986)에서는 개인투자자의 재무상식을 논하면서 이는 처분적(dispositive)이라고 판시하고 있다.

72) Kennedy v. Josephthal & Co., 814 F.2d 798, 804-05 (1st Cir. 1987) ; Follansbee v. Davis, Skaggs & Co., 681 F.2d 673, 677-78 (9th Cir. 1982) ; Hirsch v. duPont, 553 F.2d 750, 762-63 (2d Cir. 1977)

73) 553 F.2d 750, 763 (2d Cir. 1977)

74) 판례공보 제19호, 2800면

75) 판례공보 제47호, 3596면

위를 한 것인지의 여부는 고객 구좌에 대한 증권회사의 지배 여부, 주식 매매의 동기 및 경위, 거래기간과 매매횟수 및 양자의 비율, 매입주식의 평균적 보유기간, 매매주식 중 단기매매가 차지하는 비율, 동일 주식의 매입·매도를 반복한 것인지의 여부, 수수료 등 비용을 공제한 후의 이익 여부, 운용액 및 운용기간에 비추어 본 수수료액의 과다 여부, 손해액에서 수수료가 차지하는 비율, 단기매매가 많이 이루어져야 할 특별한 사정이 있는지의 여부 등 제반 사정을 참작하여 주식매매의 반복이 전문가로서의 합리적인 선택이라고 볼 수 있는지의 여부를 기준으로 판단하여야 한다.” (밑줄은 필자가 추가함)

대판 2002. 3. 29. 2001다4912876)는 “증권회사가 고객과 포괄적 일임매매약정을 하였음을 기화로 그 직원이 충실의무를 위반하여 고객의 이익을 무시하고 회사의 영업실적만을 중대시키기 위하여 무리하게 빈번한 회전매매를 함으로써 고객에게 손해를 입힌 경우에는 과당매매행위로서 불법행위가 성립한다”고 판시하여 일임매매약정은 충실의무를 부담한다고 보고 있다(밑줄은 필자가 추가함).

## 2) 판례상의 충실의무의 의미

판례는 선관주의의무와 충실의무를 동일한 개념으로 보거나 또는 동일한 의무의 상이한 측면으로 이해하는 것으로 본다.<sup>76)</sup> 대판 1996. 8. 23. 94다38199는 증권회사 직원이 “선량한 관리자로서의 주의의무(충실의무)”를 위반하여 과당거래를 한 경우에는 불법행위가 된다고 판시하고 있다.

또한 대판 1997. 10. 24. 97다24603도 “증권회사의 직원은 고객에 대하여 보호의무가 있어 선량한 관리자로서의 주의의무(충실의무)를 다하여야 할 것이고 이를 위반하여 증권회사가 포괄적 일임매매약정을 하였음을 기화로 고객의 이익을 무시하고 회사의 영업실적을 중대시키기 위하여 무리하게 빈번한 회전매매를 함으로써 고객에게 손해를 입힌 경우에는 불법행위가 된다고 판시하고 있다.

최근의 대판 2002. 3. 15. 2000다908678)는 “주식회사의 이사는 회사에 대하여 선량한 관리자로서의 주의의무를 지므로(상법 제382조 제2항, 민법 제681조), 그 의무를 충실히 한 때에야 이사로서의 임무를 다한 것으로 된다. 그리고 금융기관인 주식회사의 이사가 한 대출이 결과적으로 회수곤란 또는 회수불능이 되었다고 할지라도 그것만으로 바로 대출결정을 내린 대표이사 또는 이사의 판단이 선관주의의무 내지 충실의무를 위반한 것이라고 단정할 수 없음은 상고이유에서 주장된 바와 같다”고 판시하여, 선관주의의무와 충실의무

76) 판례공보 제154호, 994면

77) 권순일, 앞의 논문, p.218

78) 판례공보 제153호, 864면

를 동일한 개념으로 파악하는 것으로 보인다.<sup>79)</sup>

그런데, 판례의 충실의무이론은 선관주의의무위반에 관한 법리와 비교해 보면 그 차이점이 분명해진다. 선관주의의무는 특약이 없는 한 주의의무에 관한 하나의 기준에 불과할 뿐이지 그것 자체가 채무라고는 할 수 없으나, 위임계약 등의 경우에는 선관주의의무가 채무의 내용을 이룬다고 한다.<sup>80)</sup> 즉 증권회사의 투자권유는 이에 관련하여 행해지는 서비스업무에 불과하기 때문에 보통은 채무불이행책임이 발생하는 것은 아니라고 할 수 있지만, 투자권유의 방법, 태양이 투자자의 투자목적, 재산상태 및 투자경험 등에 비추어 현저하게 부적합하여 그 결과 투자자에게 손해를 입힌 한, 선관주의의무를 부담하는 자가 이를 위반한 것으로서 상대방에 대하여 채무불이행에 기한 손해배상책임을 진다.<sup>81)</sup> 선관주의의무는 원칙적으로 채무불이행의 문제일 뿐 불법행위를 구성하는 것이 아니다.<sup>82)</sup>

이에 반해, 충실의무를 위반한 때에는 불법행위책임을 진다. 즉 판례상의 이론의 요지는 포괄적 일임매매의 약정이 있는 경우에 증권회사 직원은 고객에 대하여 충실의무를 부담하고 이를 위반하여 과당거래를 한 때에는 불법행위책임을 진다는 것이다. 우리나라 불법행위법상 충실의무에 위반하여 과당거래를 한 경우에 불법행위책임을 성립하려면 과당거래가 민법 제750조에 규정된 위법성 요건에 해당하여야 한다. 과당거래가 위법성을 띠는 근거는 자본시장의 사회생활관계라는 관점에서 볼 때 사회적 상당성이 결여됨으로써 사회통념상 용인될 수 없는 행위이기 때문이다. 증권거래법시행령 제36조의 3 (증권회사 등의 금지행위) 제9호는 투자권유단계에서 '고객의 투자목적 및 투자경험 등에 비추어 볼 때 지나치게 빈번하게 유가증권의 매매를 권유하는 행위'를, 증권거래법시행규칙 제20조의 2 (일임매매의 방법 등) 제2호는 '위탁받은 취지와 위탁받은 금전 및 유가증권의 규모에 비추어 지나치게 자주 매매거래를 하는 행위'를 각각 금지하고 있다.

---

79) 증권거래법시행규칙 제20조의 2 (일임매매의 방법 등) 제1항에 의하면, 증권회사는 증권거래법 제107조의 규정에 의하여 유가증권의 매매거래에 관하여 고객으로부터 일임받아 이를 매매거래(일임매매)하는 경우에는 선량한 관리자로서의 주의를 다하여야 하며, 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 일임매매를 이용하는 행위 등을 하여서는 아니 된다고 규정하여 선관주의의무와 충실의무를 동일한 개념으로 보고 있는 것 같다. 왜냐 하면, '자기 또는 제3자의 이익을 위하여 상대방으로부터 신탁된 권한(power in trust)을 이용하는 행위 등을 하여서는 아니 된다'고 하는 것이야말로 충실의무의 본질이기 때문이다. - Harry G. Henn & John R. Alexander, *Laws of Corporations and Other Business Enterprises* (St. Paul, Minn. : West Publishing Co., 3rd ed. 1983), p.625 이하 ; 송상현, "주식회사이사의 충실의무론", 「서울대법학」 제14권 2호(서울대 법학연구소, 1973), p.119 이하

80) 민법주해[X V] 채권(8) 이재홍; (서울 : 박영사, 1997), p.536

81) 대판 2002. 3. 15. 2000다9086 (판례공보 제153호, 864면) : 대판 1997. 11. 28. 96다22365 (판례공보 제49호, 39면) : 東京高判 1988. 10. 20. (金融·商事判例 813號, 24面)

82) 권순일, 앞의 논문, p.217

증권의 가격변동요인은 극히 복잡하기 때문에 증권거래는 투기적 성격이 강하고 일층 위험이 큰 것이다. 일반적으로 증권회사 임직원의 투자권유의 영업활동에는 어느 정도 과대·강조를 필연적으로 수반하는 일면이 있으므로, 이러한 규제위반의 행위가 사법상으로 위법한 것이 되기 위하여는 사회적 상당성의 결여, 즉 사회통념상 증권회사의 영업활동에 비추어 일반적으로 허용되는 한계를 넘어설 것이 요구된다.<sup>83)</sup> 즉 고객에 대하여 충실의무를 부담하는 자가 고객의 계좌를 지배하고 있다는 점을 기화로 위와 같이 금지된 행위를 함으로써 고객에 대하여 손실을 입히는 것은 증권투자의 사회생활관계라는 관점에서 볼 때 사회적 상당성이 결여됨으로써 사회통념상 용인될 수 없는 행위라고 보아야 한다.<sup>84)</sup>

### 3) 일임매매약정과 충실의무와의 관계

포괄적 일임매매약정을 둘러싸고 증권회사 직원과 고객과의 관계는 세 가지로 구분하여 검토할 수 있다. 첫째, 포괄적 일임매매약정을 체결한 경우 증권회사 직원은 고객에 대하여 선관주의의무와 더불어 충실의무를 부담한다. 둘째, 일임매매약정을 체결하지 않고 고객이 증권회사 직원으로부터 수시로 조언을 얻어 투자를 하는 경우에는 증권회사 직원은 거래별로 고객의 이익을 위하여 계약체결업무를 이행할 의무, 즉 선관주의의무를 부담하지만(민법 제681조, 상법 제112조, 증권업감독규정 제4-4조), 충실의무를 부담하지 않는다.<sup>85)</sup> 셋째, 증권회사 직원이 형식상으로는 일임매매권한을 가지고 있지 않더라도 실제로는 고객의 계좌를 지배하는 지위에 있는 경우에는 견해가 엇갈리고 있다.

이 경우에 충실의무를 넓게 보아 그 의무를 부담한다고 보는 견해<sup>86)</sup>와 고객이 증권회사 직원에게 일임매매 권한을 위임한 경우에 한하여 충실의무가 존재하고, 그렇지 않는 때에는 충실의무를 인정하지 않는 견해<sup>87)</sup>로 나뉜다. 생각건대, 충실의무는 증권회사 직원이 포괄적 일임매매약정에 의하여 고객의 계좌를 지배하는 관계에 있는 데서 비롯된다. 앞의 대판 1997. 10. 24. 97다24603에서 “증권회사 직원이 충실의무를 위반하여 과당매매행위를 한 것인지의 여부는 ‘고객구좌에 대한 증권회사의 지배 여부’ 등을 기준으로 판단하여야

83) 東京地判 1993. 5. 12. (判例時報 1466號, 105面) ; 神戸地裁尼岐支判 1985. 12. 26. (判例時報 1200號 100面) ; 東京地判 1975. 1. 28. (判例タイムズ 323號, 247面)

84) 김택주, “증권투자권유에 있어서 주의의무”, 『동아법학』 제26호(동아대 법학연구소, 1999), p.202 ; 권순일, 앞의 논문, p.219

85) Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 461 F.Supp. 951 (E.D. Mich. 1978), aff'd, 647 F.2d 165 (6th Cir. 1981)

86) Ibid. ; 권순일, 앞의 논문, p.218

87) Independent Order of Foresters v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc., 157 F.3d 933 (2d Cir. 1998)

한다”고 판시한 것은 이러한 법리를 나타내고 있다. 그러므로 증권회사 직원이 실제로 고객의 계좌를 지배하는 지위에 있는 경우에는 묵시적인 의사표시에 의한 포괄적인 일임매매약정이 있는 것으로 인정하고, 충실의무를 부담한다고 보아야 한다.<sup>88)</sup>

결국 증권회사 직원과 고객과의 관계가 충실의무관계인지 보통의 영업관계인지 여부는 양자 간의 완전한 관계(full relation of principal and broker)에 해당하는지 여부에 달려 있는데, 이는 (1) 고객이 증권회사 직원에게 부여한 재량권의 정도(degree of discretion), (2) 고객의 투자 판단 능력의 결여(lack of investment acumen), (3) 고객과 증권회사 직원의 개인적, 사회적 친분관계 등의 요소를 고려하여 구체적 사실관계에 따라 종합적으로 판단하여야 한다.<sup>89)</sup>

## V. 맺으며

투자자들이 증권 투자권유자와 그들이 속한 법인에 대하여 민사소송으로 손해배상청구를 하는 기초로 적합성원칙을 활용함으로써 다년간 증권업과 증권서비스업계에 커다란 관심사가 되고 있다.

미국의 경우, NASD는 부적합성 손해배상청구의 95%는 사실상 회원들의 과실과 不開示에 기인한다고 밝히고 있다. 부적합성 손해배상청구에 관한 업계의 우려는 지난 10년 동안 3가지의 진전에 의하여 더욱 악화되고 있다. 3가지 진전의 첫째는, 적합성원칙위반으로 인한 민사상 손해배상청구가 제기되고 판결되어 온 주요 법정인 법원에서부터 NASD, NYSE 그리고 미국중재협회(AAA)의 중재판정부로 이동하고 있다. 둘째는, 이와 아울러 부적합성 손해배상청구의 법적 기초가 연방증권법상 SEC에 의해 공포한 규칙의 해석과 적용문제로부터 SRO 등 위에서 말한 자율규제기관에 의해 공포한 적합성 규칙의 해석과 적용문제로 바뀌고 있다. 셋째는, 부적합성 손해배상청구의 법적 기초를 이루는, 적합성 위반으로 판명되기 위한 법률요건이 인식(scienter) 또는 최소한의 '무모함(recklessness)'을 요구하는 증권거래법 10(b)조와 규칙 10b-5조상의 사기(fraud)로부터 고의와 무모함을 요구하지 않는 SRO 규칙상의 의무와 주의 기준 위반으로서의 準법적(quasi-legal), 準윤리적(quasi-ethical)규범으로 전환되고 있다. 우리나라에 있어서도 적합성원칙의 심화 발전이

88) 대판 2002. 3. 29. 2001다49128 (판례공보 제154호, 994면)은 “일임매매에 관한 증권거래법 제107조 위반의 약정도 사법상으로는 유효하다고 보아야 하므로, 묵시적인 의사표시에 의한 포괄적인 매매일임도 유효하고, 그러한 묵시적인 위임이 있었는지 여부는 결국 당시의 모든 정황에 비추어 종합적으로 판단할 수밖에 없다”고 판시하고 있다.

89) Patsos v. First Albany Corp., 433 Mass. 323, 741 N.E.2d 841 (2001)

기대된다.

요컨대, 적합성원칙은 증권시장이 활황을 보일 때는 물론 침체의 늪에 빠져 있는 경우에도 증권업자가 권유활동을 함에 있어서 스스로 실천할 것이 요구되는 중요한 사항이다.

## 참고문헌

- 김건식, 「미국증권법」, 서울 : 홍문사, 1996
- 민법주해[XV] 채권(8){이재홍}, 서울 : 박영사, 1997
- 권순일, “증권투자권유자의 책임에 관한 연구”, 서울대학교 박사학위논문, 2002. 2.
- 김동석·김희철, “금융서비스현대화법(Gramm-Leach-Bliley Act)에 대한 소고”, 「경영법률」 제13집 1호(2002)
- 김준호, “계약체결상의 과실책임”, 「한국민법이론의 발전(Ⅱ)」(이영준박사화갑기념, 서울 : 박영사), 1999
- 김지환, “증권투자권유와 적합성원칙”, 「상사법연구」 제21권 제1호(2002)
- 김택주, “증권투자권유에 있어서 주의의무”, 「동아법학」 제26호(1999)
- 송상현, “주식회사이사의 충실의무론”, 「서울대법학」 제14권 2호(1973)
- 최성근, “선관주의의무의 한계와 충실의무법리”, 「법제연구」 제9호(1995. 12)
- 최홍섭, “투자가에 대한 증권회사의 책임”, 「상사법연구」 제16권 2호(1997)
- 최홍섭, “학설이 인정하는 소위 「규정외의 계약체결상의 과실」에 대한 판례의 태도”, 「민사법학」 제13·14호(1996)
- 森田 章, “ワラント取引における説明義務違反”, 『金融法務事情』 第1460號(1996. 9)
- 森田 章, “證券會社と顧客との關係”, 『民商法雜誌』 第113卷 4・5號(1996. 2)
- 川浜 昇, “ワラント勸誘における證券會社の説明義務”, 『民商法雜誌』 第113卷 4・5號(1996)
- 和田安夫, “銀行の説明義務と助言義務(譯)”, 『民商法雜誌』 第121卷 1號 (1999)
- George A. Schieren et al., Suitability and Institutions, in Securities Litigation 1995 (PLI Corp. Law & Practice Course Handbook Series No. B4-7112, 1995)
- Harry G. Henn & John R. Alexander, Laws of Corporations and Other Business Enterprises, St. Paul, Minn. : West Publishing Co., 3rd ed. 1983
- James D. Cox/Robert W. Hillman/Donald C. Langevoort, Securities Regulation, New York : Aspen Law & Business, 1997
- Richard W. Jennings/Harold Marsh, Jr./John C. Coffee, Jr./Joel Seligman, Securities Regulation, New York : Foundation Press, 1998

- Baumbach/Hopt. HGB. München : C.H.Beck'sche Verlagsbuchhandlung. 29. Aufl. 1995
- Heymann/Horn. HGB. Berlin : Walter de Gruyter. Bd. 4. 1990
- Palandt/Thomas. BGB. München : C.H.Beck'sche Verlagsbuchhandlung. 56. Aufl. 1997
- Allan Horwich. The Neglected Relationship of Materiality and Recklessness in Actions under Rule 10b-5. 55 Bus. Law. 1023 (2000)
- Geoffrey B. Goldman. "Crafting a Suitability Requirement for the Sale of Over-the-Counter Derivatives: Should Regulators Punish the Wall Street Hounds of Greed?." 95 Colum. L. Rev. 1112 (1995)
- Jerry W. Markham. "Protecting the Institutional Investor—Jungle Predator or Shorn Lamb?". 12 Yale J. on Reg. 345 (1995)
- Lewis D. Lowenfels/Alan R. Bromberg. "Suitability in Securities Transactions". 54 Bus. Law. 1557 (1999)
- Lyle Roberts. "Suitability Claims Under Rule 10b-5 : Are Public Entities Sophisticated Enough to Use Derivatives?." 63 U. Chicago L. Rev. 801 (1996)
- Mark C. Jensen. "Abuse of Discretion Claims Under Rule 10-5: Churning, Unsuitability and Unauthorized Transactions". 18 Sec. Reg. J. 374 (1991)
- Susan Rogers Finnan. "Investment Advisory Regulatory Muddy Waters : Registration and Control Issues are confused with Issues of Disclosure and Anti-fraud." 19 Camp. L. Rev. 349 (1997)
- Willa E. Gibson. "Investors, Look before You Leap : The Suitability Doctrine is not Suitable for OTC Derivatives Dealers". 29 Loy.U.Chi.L.J. 527 (1998)