증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구

2006. 11

연구위원 정 윤 모
연 구 원 박 기 령

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序 言

증권회사의 과당매매는 위탁매매업무에 있어서 증권회사와 고객간에 발생하는 이해상충의 대표적인 사례이다. 간접투자에 적합한 투자자들이 직접투자에 나서면서 증권회사를 신뢰하여 투자를 일임하지만 증권회사가 위탁매매수수료 수익을 얻기 위하여 고객의 신뢰를 저버리고 과도하게 매매거래를 할 우려가 있다. 특히 수익다변화 노력에도 불구하고 아직까지 위탁매매수수료 수익에의 의존도가 높은 우리 증권회사의 경우에는 과당매매의 문제가 더욱 심각해 질 수 있다. 우리 법은 과당매매를 고객에 대한 충실의무 위반으로 보아 증권업자를 제재하고, 과당매매의 근원이 되고 있는 일임매매에 대해서도 엄격하게 규제를 하고 있다.

그러나 각종 규제에도 불구하고 음성적인 일임매매의 관행이 존재하고 그로 인해 과당매매가 발생하고 있으므로, 과당매매로 인한 피해를 구제할 수 있는 사전적·사후적인 대책이 요구된다. 사전적 대책으로 일임매매의 엄격한 금지 논의가 통합법을 중심으로 진행되고 있으며, 사후적 대책으로 피해 투자자에 대한 민사구제의 원활화가 법원이나 통합법에서 논의되고 있지만 과당매매 현상에 대해 적절히 대응할 수 있는 법리가 충분하지는 않다. 그로 인해 피해를 입은 투자자들에 대한 구제 및 투자자에게 피해를 입힌 증권회사나 그 임직원에 대한 민사적 제재가 미흡하여 증권산업에 대한 신뢰가 떨어질 수 있어 문제이다.

따라서 과당매매의 성립요건이나 과당매매로 인한 피해의 민사적 구제 등 투자자들의 피해를 효율적으로 구제해 주기 위한 법이론적 연구가 필요하다고 본다. 본 보고서에서는 증권산업에 대한 투자자들의 신뢰를 회복하기 위하여, 증권회사의 브로커리지(brokerage) 업무 중에서 가장 이해상충의 소지가 많은 과당매매에 대한 규제와 분쟁해결 실태를 미국 및 일본과 비교법적으로 분석함으로써 사전적으로 과당매매행위를

방지하고 사후적으로 과당매매로 인한 투자자들의 피해를 구제해 줄 수 있는 합리적인 개선방안을 검토하였다.

본 보고서는 한국증권연구원의 정윤모 연구위원과 박기령 연구원에 의하여 작성되었다. 저자들의 노고에 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서 작성과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 건국대학교 법과대학의 김병연 교수와 재정경제부 금융정책국의 정남성 팀장에게도 깊은 감사의 마음을 전한다. 원고 정리와 편집을 담당한 김옥엽 연구조원의 수고에도 감사드린다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자들의 개인적인 견해이며 한국증권연구원의 공식적인 입장이 아님을 밝혀 둔다.

2006년 11월

한국증권연구원

원장 최 도 성

목 차

Executive Summary ····· viii

Abstract ····· xiii

I. 서론 ····· 3

II. 과당매매 규제의 이론적 근거 ····· 9

1. 과당매매의 의의 ····· 9
2. 과당매매 금지의 이론적 근거 ····· 11

III. 과당매매에 관한 각국의 규제 개관 ····· 19

1. 미국 ····· 19
2. 일본 ····· 22
3. 우리나라 ····· 26
4. 비교법적 검토 ····· 33

IV. 과당매매의 성립요건 ····· 37

1. 계좌의 지배 ····· 37
2. 거래의 과도성 ····· 40
3. 주관적 성립요건: 고의 ····· 48
4. 과당매매의 요건에 관한 비교법적 검토 ····· 52

V. 과당매매로 인한 피해의 민사적 구제 ····· 57

1. 과당매매로 인한 손해배상책임의 근거 ····· 58
2. 손해배상의 범위 ····· 63
3. 손해배상액의 산정방식 ····· 68
4. 기타 관련문제 ····· 76
5. 비교법적 검토 ····· 81

VI. 과당매매로 인한 분쟁의 해결실태 ····· 87

1. 미국 ····· 87
2. 우리나라 ····· 88

VII. 개선방안 ····· 95

1. 과도성 판단기준의 계량화 시도 ····· 95
2. 주관적 요건을 고의로 한정하는 법적 근거 마련 ····· 96
3. 투자자의 입증책임 완화 ····· 98
4. 손해배상액 산정방식의 개선 ····· 101
5. 증권회사 및 임직원에 대한 정보공시의 강화 ····· 103

참고 문헌 ····· 109

표 목 차

<표 Ⅵ-1> 최근의 과당매매소송 현황 ····· 89
<표 Ⅵ-2> 금융분쟁조정위원회의 증권관련분쟁 처리실적 ····· 91

≪ Executive Summary ≫

투자판단에 대한 경험과 지식이 부족한 투자자들이 직접 투자에 나서면서 자신이 거래하는 증권회사나 그 임직원을 신뢰하고 자신의 계좌에 대한 투자판단을 일임하는 경우가 있다. 문제는 이러한 일임매매의 경우 증권회사가 위탁매매수수료 수익을 얻기 위하여 고객의 신뢰를 저버리고 과도하게 매매거래를 할 우려가 있다는 것이다. 증권거래법은 과당매매(churning)의 폐해를 우려하여 과당매매를 유발할 소지가 있는 일임매매에 대해 엄격하게 제한하고 있다.「자본시장과 금융투자업에 관한 법률안」(이하 "통합법안"이라 함)은 더욱 엄격하여 극히 예외적인 경우를 제외하고는 일임매매를 금지하고 있다.

그러나 증권거래법은 물론이고 통합법 하에서도 그 정도의 차이는 있겠지만 음성적 일임매매의 관행이 완전히 사라지지는 않을 것이다. 만일 과당매매가 일어날 가능성이 존재한다면, 과당매매를 사전적으로나 사후적으로 규제할 수 있는 효율적인 법적 장치가 마련되어야 할 것이다. 그러나 우리나라에서는 아직 과당매매 현상에 대해 적절히 대응할 수 있는 법리가 충분히 발전되어 있지 않다. 따라서 과당매매의 성립요건이나 과당매매로 인한 피해의 민사적 구제 등 투자자들의 피해를 효율적으로 구제해 주기 위한 법이론적 연구가 필요하다.

과당매매에 대해서는 증권회사의 불공정한 행위로 보아 미국·한국·일본이 모두 금지하고 있으나, 과당매매의 원인이 되는 일임매매에 대해서는 미국·한국·일본이 각각 다른 태도를 취하고 있다. 일본의 경우 일임매매를 원칙적으로 금지하고 있다. 이에 비해 미국이나 한국은 일임매매에 대한 규제가 완화되어 있지만,

그 규제의 정도에 있어서는 차이가 있다. 미국의 경우 일임매매를 제한하는 규정이 없으며, 고객은 명시적이든 묵시적이든 계좌에 대한 포괄적 지배권을 증권업자에게 일임할 수 있다. 하지만 한국은 증권거래법 107조의 범위내에서만 일임매매가 허용된다. 증권거래법이 일임매매에 대해 미국과 일본의 중간적인 입장을 취하였다면, 통합법안은 원칙적으로 일임매매를 금지함으로써 일본 방식에 접근하고 있다.

우리나라의 경우 과당매매의 성립요건에 대하여는, 미국의 과당매매규제의 법리를 그대로 수용하고 있으나, 그 구체적인 내용을 판단함에 있어서는 차이를 보이고 있다. 대법원은 거래의 과도성을 판단함에 있어, 계좌지배・매매횟수・평균보유기간・단기매매비율 등과 같은 제반사정을 참작하도록 하고 있다. 그러나 지나치게 포괄적인 판단기준을 제시함으로써 실제의 과당매매관련 사건에서는 판단기준이 오히려 불명확해지는 문제가 발생하고 있다. 한편 증권거래법은 과당매매를 금지하고 있을 뿐 별도의 손해배상 특칙을 두고 있지 않으므로, 과당매매를 이유로 손해배상을 청구하는 경우에는 민법 750조의 불법행위책임에 의한다. 이와 관련하여 우리 법원은 민법상의 불법행위책임에 근거하여 손해배상책임을 묻고 있음에도 불구하고, 과당매매의 인정 여부에 있어서는 미국의 경우를 그대로 수용하여 주관적 요건으로 과실을 배제하고 고의만을 인정하고 나아가 이를 원고가 직접적으로 입증하도록 요구하고 있다.

과당매매로 인한 피해의 민사적 구제와 관련하여서도 우리나라

는 과당매매로 인한 손해의 범위를 구체적으로 나누어 검토하고 있지 않으며, 손해배상액의 산정에 있어서도 차액설에 근거하여 검토하고 있을 뿐이다. 특히 실제 과당매매를 검토한 판례의 대부분은 주관적 요건의 결여를 이유로 과당매매의 성립을 인정하지 않고 있어, 손해의 범위나 손해배상액의 산정에 대한 문제를 구체적으로 논의하고 있는 경우는 드물다. 과당매매를 인정한 판결의 경우에도 손해를 최초예탁금과 과당매매 종결시의 예탁금의 차액으로 정하고, 여기에 투자자의 과실을 상계하는 방식으로 손해배상액을 정하고 있다.

이러한 논의에 대한 결론으로서 다음과 같은 개선방안을 제시한다. 첫째, 과도성 판단기준을 계량화하려는 시도가 필요하다. 현재 우리 법원은 거래의 과도성을 판단함에 있어서 지나치게 포괄적인 기준을 나열하고 있어서, 실제 과당매매에 관한 분쟁이 발생한 경우 구체적인 적용·판단기준이 오히려 모호해지는 문제점이 있다. 따라서 거래의 과도성을 판단하는 가장 중요한 계량적 분석도구라고 할 수 있는 매매회전율, 수수료비율이나 입출매매의 빈도 등에 대해 구체적으로 검토하여 일응의 객관적인 판단기준을 제시하려는 노력이 필요하다고 본다.

둘째, 주관적 요건을 고의(scienter)로 한정하는 법적 근거의 마련이 요구된다. 우리 법원은 과당매매에 대해 민법 750조의 불법행위책임을 적용하면서도, 다른 일반적인 불법행위책임과는 달리, 왜 유독 과당매매의 경우에만 그 주관적 요건으로 과실을 배제하고 고의만을 논하는지 그 이유 내지 법적 근거에 대해서는 침묵하고

있다. 사기행위적인 속성을 띠고 있는 과당매매의 본질을 고려한다면, 과당매매로 인한 불법행위책임의 추궁시 미국의 경우처럼 그 주관적 요건을 고의에 한정하려는 우리 법원의 태도는 결과론적으로 보았을 때 타당하다고 생각된다. 따라서 과당매매행위에 대해 민법 750조에 따른 불법행위책임을 묻는 경우, 불법행위책임의 성립을 위한 주관적 요건을 고의로 한정할 수 있는 명시적인 근거를 마련하는 것이 바람직하다.

셋째, 투자자의 입증책임을 완화하여야 한다. 현재 우리 법원은 원고인 투자자에게 증권회사의 과당매매에 대한 고의를 구체적인 증거를 들어 직접 입증하도록 요구하고 있기 때문에 투자자 보호에 미흡하다고 지적되고 있다. 증권회사에 비해 상대적으로 정보수집력이나 분석능력이 낮은 일반투자자에게, 증권회사가 자신의 이익을 목적으로 과당매매를 한다는 고의 내지 목적을 입증하도록 요구하는 것은 과중한 부담일 수 있다. 전문가인 증권회사와 비전문가인 일반투자자간의 소송을 대등한 당사자간의 분쟁으로 간주하여, 원고·피고간의 입증책임을 동일하게 부담시키는 것은 일반투자자에게는 오히려 부당할 수 있기 때문이다. 따라서 과당매매에 관한 일반투자자와 증권회사간의 분쟁에 있어서는, 원고인 투자자가 과당매매를 징표하는 객관적 요건들을 입증하도록 하고 피고의 주관적 요건은 일응 추정함으로써, 피고인 증권회사 또는 그 임직원으로 하여금 "과당매매에 대한 고의 내지 목적"이 없었음을 입증하도록 한다.

넷째, 투자자와 증권회사 모두에게 공정한 손해배상액 산정방

식을 마련하여야 한다. 아직 과당매매에 있어 투자자의 손해가 구체적으로 무엇이며, 이를 어떤 기준으로 산정할 것인가에 대한 연구가 충분하지 않다. 대법원은 과당매매로 인한 손해배상액을 산정함에 있어 차액설에 입각하고 있다. 따라서 과당매매로 인한 손해배상액 산정시 시장의 등락과 같은 과당매매와 인과관계가 없는 요소들을 제외시킨 사례를 찾아보기 어렵고, 소액이라도 투자이익이 발생한 경우에는 손해가 없는 것으로 간주되는 문제점이 노출된다. 이에 대해 법원은 손해배상액을 산정함에 있어, 과당매매가 없이 적정한 투자가 이루어졌더라면 존재하였을 계좌의 잔고를 가정하여 이를 손해배상액 산정시 반영하는 방식이나, 예탁금을 상회하는 이익이 발생하였더라도 과당매매로 인정될 경우 투자수익의 공제 없이 손해의 전부를 배상하도록 하는 방식을 고려해 볼 수 있다.

다섯째, 증권회사 및 임직원에 대한 정보공시를 강화하여야 한다. 위법행위로 제재조치를 받은 증권회사나 그 임직원에 대한 정보를 투자자가 상시 용이하게 열람할 수 있다면, 투자자는 계좌개설시 위법행위를 할 가능성이 높은 증권회사나 그 임직원과의 거래가능성을 심사숙고하여 판단할 수 있을 것이다. 이를 위해서는 금감위나 금감원과 같은 공적감독기관의 제재조치 결과는 물론이고, 증권선물거래소나 증권업협회와 같은 자율규제기관의 회원에 대한 제재조치 결과도 공개하는 것이 바람직하다고 본다.

≪ Abstract ≫

Investors, who lack the experience and the knowledge for making investment decisions, chose to entrust the decisions to a securities firm who will conduct discretionary trading on their behalf. There is, however, a risk of the securities firms betraying the trust of investors and engaging in churning in order to increase their brokerage commissions. "Churning" is regarded as a breach of fiduciary duty in Korea. Thus, brokers who engage in such wrongdoings are sanctioned and discretionary trades, the root of churning, are also strictly regulated.

Despite various regulations, however, covert discretionary trading still takes place and often results in churning. Thus, ex-ante and ex-post measures need to be put in place to enable investors to recover losses incurred by churning. Although strict prohibition of discretionary trading is being discussed as an ex-ante measure, and civil recovery for victimized investors as an ex-post measure, there is insufficient legal basis to adequately respond to churning. Consequently, the lack of legal remedy available for betrayed investors, and the lack of adequate civil sanctions that can be imposed on the brokerage firms or their employees, can potentially undermine confidence in the securities industry.

Therefore, jurisprudential study is necessary to establish the

elements of churning and to provide effective civil remedies to the victims. This paper will provide the comparative legal analyses on regulations of churning among U.S., Japan and Korea, which is an area of brokerage business that has the largest potential for conflict of interests. The paper will also examine reasonable improvement measures to enable ex-ante prevention of churning and ex-post recovery of investors' losses.

Such discussions lead to the following conclusions as a way of improving the system. First, there must be efforts to quantify the criteria for determining "excessiveness." Currently, the Korean court has overly comprehensive criteria for determining churning. Such comprehensiveness gives rise to ambiguity when applying the criteria to specific churning claims. Thus, we need to review in detail the leading quantitative analysis tools, such as the turnover ratio, commission equity ratio and frequency of in-and-out trading, and try to present *prima facie* objective criteria.

Second, there must be a legal basis for limiting subjective elements to scienter. The Korean court applies tort liability as prescribed by Article 750 of the Civil Act to churning cases. Unlike other tort liabilities, negligence is not considered and only scienter is considered as a subjective element. The court, however, is silent as to the underlying reasoning. If churning

is to be addressed as a tort liability under Article 750 of the Civil Act, there should be a specific basis for limiting the subjective elements to scienter.

Third, the investor's burden of proof should be lessened. Currently, the Korean court does not adequately protect the investors, because it requires the investor, the plaintiff, to directly prove scienter through specific evidence that the securities firm engaged in churning. Individual investors are in a disadvantageous position compared to securities firms as they lack the ability to collect and analyze information. Requiring the investor to prove that the securities firm engaged in churning for self-interest may be too burdensome.

Fourth, there is a need for formula for calculating damages in a way that is fair to both the investor and the securities firm. There is insufficient research on ways to identify damages of the investor as a result of churning and to calculate such damages in a certain standard formula. The Supreme Court currently applies the out-of-pocket model for assessing the damages. It is difficult, however, to exclude non-causal factors, such as the ups and downs in the market. Furthermore, when there was even a slight amount of investment gain, the Court assumes that there were no damages.

Last, information disclosure on securities firms and their employees should be strengthened. If investors can easily access to the information on securities firms and employees who were sanctioned for unlawful acts, they will be able to make informed decisions and be careful when considering opening the account with such securities firms or employees who are likely to engage in such unlawful practices. To this end, information should be disclosed as to the sanctions imposed by self-regulatory organization as well as those imposed by government-regulatory.

Ⅰ. 서 론

I. 서론

증권투자에는 항상 손해를 입을 위험이 따른다. 따라서 투자결정도 투자자 자신이 직접하고, 그 투자결과에 대해서도 투자자 자신이 직접 책임을 지는 것이 원칙이다. 그렇지만 일반투자자들은 대부분 투자판단에 대한 경험과 지식이 부족하므로 자신이 거래하는 증권회사나 그 임직원을 신뢰하고 자신의 계좌에 대한 투자판단을 일임하는 경우가 있다.

문제는 이러한 일임매매의 경우 증권회사가 위탁매매수수료 수익을 얻기 위하여 고객의 신뢰를 저버리고 과도하게 매매거래를 하는 과당매매(churning)가 발생할 우려가 있다는 것이다. 왜냐하면 증권회사는 고객을 위하여 위탁매매 서비스를 제공해주고 그 대가로 수수료를 받고 있기 때문이다. 특히 우리나라의 경우에는 증권회사들의 수익다변화 노력에도 불구하고 위탁매매수수료 수익이 아직까지는 증권회사의 가장 주된 수익원이 되고 있어 과당매매의 문제가 더욱 심각해 질 수 있다.[1] 실제로도 금융감독원의 분쟁조정대상이 되었던 증권관련사건 중에서 일임매매・과당매매・임의매매 사건이 차지하는 비중이 36% 이상이어서 그 폐해가 심각함을 알 수 있다.

물론 현행 증권거래법은 과당매매의 폐해를 우려하여 과당매매를 유발할 소지가 있는 일임매매에 대해 증권의 수량, 가격, 매매시기에 한해서만 그 결정을 일임받을 수 있도록 엄격하게 제한하고 있다. 그럼에도 불구하고 증권거래법상의 규제의 범위를 벗어나서 체결되는 포괄적 일임매매약정의 관행이 존재하며 이에 비례하여 과당매매도 발생하고 있다. 한편「자본시장과 금융투자업에 관한 법률안」(이하 "통합법안"이라

1) 우리나라 증권회사들의 경우 위탁매매부문의 영업비중이 64.4%(2006년 3월말 기준)에 이를 정도로 영업수익이 위탁매매에 편중되어 있다(한국증권연구원(2006) 참조).

한다)에서는 투자중개업자에 대한 일임매매를 더욱 엄격하게 제한하여 극히 제한된 예외적인 경우를 제외하고는 원칙적으로 일임매매를 금지하고 있다. 그러나 현행 증권거래법 체제하에서 그 규제의 범위를 벗어나서 이루어지는 음성적 일임매매가 존재하는 것처럼, 통합법 체제하에서도 그 정도의 차이는 있을지언정 일임매매의 관행이 완전히 사라지지는 않을 것이다.[2)]

만일 과당매매가 일어날 가능성이 현행 증권거래법 하에서나 통합법안 하에서도 존재할 수 있음이 인정된다면, 과당매매를 사전적으로나 사후적으로 규제할 수 있는 효율적인 법적 장치가 마련되어야 할 것이다. 최근 우리나라에서는 과당매매의 문제를 다룬 판례가 서서히 등장하고 있으나, 과당매매 현상에 대해 적절히 대응할 수 있는 법리가 충분히 발전되어 있지 않다. 그로 인해 피해를 입은 투자자들에 대한 구제가 미흡한 한편, 투자자에게 피해를 입힌 증권회사나 그 임직원에 대한 민사적 제재도 미흡하여 증권산업에 대한 신뢰가 떨어질 수 있다.

따라서 과당매매의 성립요건이나 과당매매로 인한 피해의 민사적 구제 등 투자자들의 피해를 효율적으로 구제해 주기 위한 법이론적 연구가 필요하다고 본다. 본 보고서에서는 증권산업에 대한 투자자들의 신뢰를 회복하기 위하여, 증권회사의 브로커리지(brokerage) 업무 중에서 가장 이해상충의 소지가 많은 과당매매에 대한 규제를 미국 및 일본과 비교법적으로 분석함으로써 사전적으로 과당매매행위를 방지하고 사후적으로 과당매매로 인한 투자자들의 피해를 구제해 줄 수 있는 합리적인 개선방안을 모색해 보기로 한다.

---

2) 향후 집합투자펀드를 중심으로 하는 간접투자 문화가 보다 확산되고 일임매매를 엄격히 규제하는 통합법이 제정되면 자본시장에서의 일임매매의 관행과 과당매매 현상은 줄어들 것으로 보인다. 그러나 증권거래법이나 통합법안에서 일임매매나 과당매매에 대해 어떠한 형태의 규제장치를 도입한다고 하더라도 과당매매로 인한 투자자들의 피해사례가 완전히 사라지지는 않을 것이다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 먼저 Ⅱ장에서는 과당매매의 의의와 과당매매가 금지되는 이론적 근거에 대해 살펴본다. Ⅲ장에서는 미국, 일본 및 한국의 과당매매 규제현황을 검토한다. 이어서, Ⅳ장에서는 과당매매와 관련하여 다루어야 할 주요한 법적 쟁점으로, 어떠한 경우 과당매매를 인정할 수 있는지(과당매매의 성립요건), Ⅴ장에서는 만일 과당매매의 성립이 인정된다면 어떠한 법적 책임을 물을 수 있는지(과당매매로 인한 피해의 민사적 구제)에 대하여 미국, 일본 및 한국의 경우를 비교법적으로 분석해보기로 한다. Ⅵ장에서는 실천적인 차원에서 과당매매로 인한 분쟁의 해결실태를 살펴보고, 마지막으로 Ⅶ장에서는 증권회사의 과당매매에 관한 문제점들을 해결할 수 있는 개선방안을 제시한다.

Ⅱ. 과당매매 규제의 이론적 근거

1. 과당매매의 의의
2. 과당매매 금지의 이론적 근거

II. 과당매매 규제의 이론적 근거

1. 과당매매의 의의

한국의 증권거래법, 미국의 1934년 증권거래법 또는 SEC Rule, 그리고 일본의 증권거래법 등 어디에서도 과당매매의 개념에 대해 직접적으로 정의를 내리고 있는 조항은 없다. 그렇지만 이들 법규를 통해 비교적 용이하게 과당매매의 개념을 정립할 수 있으므로, 과당매매의 개념에 대한 논란은 거의 존재하지 않는다. 오히려 과당매매의 성립과 관련된 구체적인 기준이라든지 손해배상의 산정과 관련된 방법 등이 곤란한 문제로 제기되고 있다.

그렇다면 과연 과당매매란 무엇인가? 일반적으로 과당매매란 고객의 재무상황이나 계좌의 성격에 비추어 규모나 빈도에서 과도한 거래,[3] 혹은 거래의 규모나 빈도를 결정할 권한을 위임받은 브로커가 계좌의 성격에 비추어 과도한 거래를 함으로써 개인적 이익을 얻기 위하여 고객의 신뢰를 남용하는 거래,[4] 혹은 브로커가 고객의 이익보다는 자신의 이익을 우선하는 일련의 과도한 거래라고[5] 정의내리고 있다. 이를 종합하여 보면, 과당매매란 증권회사가 고객의 계좌에 대한 지배를 계기로 하여 고객의 투자이익 보다는 증권회사의 수수료 수익을 증대시키기 위하여 고객계좌의 목적과 성격에 비추어 규모나 회수 면에서 과도하게 증권거래를 하는 것이라고 말할 수 있다.

원래 증권거래에는 손실을 입을 위험이 따르므로, 투자결정도 투자자

3) Harvard Law Review Note(1967)

4) Carras v. Burns, 516 F.2d 251, 258 (4th Cir. 1975); Kaufman v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 464 F.Supp. 528, 535 (D. Md. 1978)

5) Costello v. Oppenheimer & Co., 711 F.2d 1361 (7th Cir. 1983)

자신이 직접하고, 그 투자결과에 대해서도 투자자 자신이 직접 책임지는 것이 원칙일 것이다. 그렇지만 일반투자자들은 대부분 투자판단에 대한 경험과 지식이 부족하므로 증권회사 임·직원으로부터 투자에 관한 정보를 취득하거나 조언을 얻거나 아예 이들에게 투자를 일임하는 경우가 많다.[6] 일반투자자가 증권투자를 하면서 증권회사로부터 도움을 받는 형태는 매우 다양하다. 가장 단순한 형태로는 증권회사가 위탁매매인으로서 단순히 투자자들의 매수·매도 주문만을 시장에 전달해주는 역할을 수행하는 것이다. 반면에 보다 적극적인 형태로 증권회사가 자신의 브로커리지 영업을 위해서 투자관련 조사나 분석을 하여 투자자에게 투자권유나 조언을 하거나, 한 걸음 더 나아가 아예 투자자로부터 전권을 일임받아 투자자의 계좌를 운영해주는 역할을 수행할 수도 있다. 오늘날 대부분의 증권회사는 고객의 매수·매도 주문을 거래소시장에서 집행하는 단순한 역할만을 수행하는 것이 아니라, 일반투자자를 위해 투자관련 조사나 분석을 하고 투자조언을 하거나 나아가 투자일임을 받아 투자를 대행해주는 등, 보다 적극적인 역할까지도 수행하고 있다.

투자일임에 있어서 문제는 고객을 대리하여 증권을 거래하는 증권회사가 고객의 이익과 자신의 이익이 충돌하는 상황에 직면한다는 것이다. 증권회사가 고객과의 일임매매약정의 체결에 따른 계좌지배를 계기로, 거래시마다 발생하는 수수료 수익을 증대시키기 위해, 불필요하게 과도한 거래를 할 수도 있다. 과당매매가 일임매매와 매우 관련성이 높다는 사실은 우리 증권거래법 107조에서 일임매매를 규제하면서 당해 조항에서 일임의 본지를 벗어난 과당매매를 금지하고 있다는 사실을 미루어보아도 알 수 있다.[7] 이러한 경우 증권회사가 고객의 투자목적이나 투자

6) 이러한 측면에서 증권투자의 전문가인 증권회사에게 거래와 관련하여 정보와 분석능력이 부족한 일반투자자에 대해 일정 정도의 후견적 역할이 기대된다고 한다(김건식(2004)).

7) 그러나 통합법안에서는 투자중개업자의 일임매매를 원칙적으로 금지하고 있기 때문에, 투자일임을 계기로 하여 발생가능한 과당매매에 관해 별도의

성향에 비추어 불합리할 정도로 불필요하게 빈번한 거래를 함으로써, 고객에게는 손해를 끼치는 반면, 증권회사는 높은 수수료 수익을 얻게 된다. 이러한 과당매매는 증권회사와 고객의 이해가 상충하는 대표적인 경우로서, 과당매매규제에 관한 이론이 미국 증권규제분야에서 활발하게 논의되고 있다. 이하에서는 미국에서 전개되고 있는 과당매매 규제의 이론적 근거에 대해 살펴보기로 한다.

2. 과당매매 금지의 이론적 근거

고객은 자신이 거래하는 증권회사를 신뢰하여 그 투자조언에 따라 투자를 하거나 혹은 자신의 계좌에 대한 운영권을 일임하는 경우가 있다. 이러한 경우 증권회사의 수익은 자신이 지배하는 고객 계좌의 거래량에 의존할 수밖에 없기 때문에, 증권회사 자신의 이익과 고객의 이익이라는 두 가지 이해가 서로 상충될 우려가 있다. 이때 증권회사가 투자자의 신뢰를 악용하여, 고객의 이익보다는 증권회사 자신의 이익을 우선시한다면, 투자에 관한 전문적인 능력이나 지식이 없어 증권회사에 의존하는 일반투자자들은 피해를 입을 위험에 무방비상태로 노출된다. 이와 같이 증권회사와 고객의 신인관계(fiduciary relationship)의 형성과 그에 따른 증권회사의 책임 구성에 대한 문제는 과당매매 금지에 대한 기본적인 인식틀이라고 할 수 있다. 이하에서는 과당매매에 대한 규제법리가 비교적 정비된 미국에서 주로 논해지고 있는, 과당매매금지의 이론적 기반이 되는 신인의무와 이에 근거하여 파생된 이론이라고 볼 수 있는 간판이론, 적합성원칙에 대해 간략하게 살펴보기로 한다.

먼저 신인의무(fiduciary duty)는 영미의 형평법(equity law)에서 형성

규정을 두고 있지는 않다.

된 고유의 법리로서, 신뢰를 전제로 타인에게 일정한 권한을 위임받은 경우, 그러한 권한을 위임받은 자는 자신의 이익이 아니라 자신에게 업무를 위임한 타인의 이익을 위해 최선을 다하여야 할 고도의 주의의무를 부담한다. 증권회사가 위탁매매업자(broker)로서 고객의 주문을 단순히 집행하는 역할에 그칠 뿐이라면, 증권회사는 고객의 지시에 따라 이를 정확하게 집행하는 것으로 그 책임을 다했다고 볼 수 있다. 그렇지만 투자자인 고객이 전문가인 증권회사의 전문적인 분석능력과 경험에 따른 조언 및 권유를 신뢰하고, 증권회사에게 투자자의 이익을 위해 활동하도록 위임을 하였다면, 이는 일종의 신인관계가 형성된 것으로 볼 수 있다.[8] 이러한 경우 증권회사는 최선의 신뢰와 성실로서 업무를 수행해야 할 뿐 아니라, 일반인에게 요구되는 이상으로 그의 직업상 요구되는 상당한 정도의 능력과 판단에 따라 행동할 주의의무가 있는 동시에, 고객의 이익을 위해 행동하여야 하고 고객의 이익과 상충되는 행동을 하여서는 안 되며(no-conflict), 고객으로부터 부여받은 권한을 남용하여 자신의 이익을 추구하는 것이 금지된다(no-profit). 따라서 증권회사가 이러한 신인의무를 위반한 경우, 그 행위의 유형에 따라 계약관계의 불이행 등을 이유로 증권회사에게 채무불이행책임을 추궁할 수도 있고, 행위에 기망성이 인정된다면 보통법상의 사기(fraud)에 따른 불법행위책임을 물을 수도 있을 것이다.

그렇지만 신인의무에 관한 이론은 그 요건이나 판단기준, 손해배상책

8) 그러나 증권회사가 투자자에게 언제나 신인의무를 부담한다고 단정하기는 어렵다. 예를 들어 Romano v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 834 F.2d 523(5th Cir. 1987)판결에서는 신인의무를 긍정하고 있지만, Lefkowitz v. Smith Barney, Harris Upham & Co., 804 F.2d 154(1st Cir. 1986) 판결에서는 이를 부정하고 있다. 이로 미루어보아 투자자와 증권회사의 구체적인 사실관계에 따라 신인관계의 존재여부도 달라질 수 있음을 짐작할 수 있으며, 신인의무가 인정되는지의 여부에 대한 판단요소로서 "누가 고객의 계좌를 지배하고 있는가"에 대해 검토할 문제라고 한 판결도 있다(Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 906 F.2d 1206(8th Cir 1990)).

임 등에 관하여 제정법과 같은 명확한 법리상의 구조를 가지고 있지는 않으며, 형평의 관념에 따라 그때그때의 사실관계를 검토하여 신인관계 여부를 판단한다. 따라서 실제 증권회사가 어떠한 불공정행위를 한 경우, 해당 행위가 신인의무 위반행위에 해당하는지 여부를 판단하는 것은 쉽지 않다. 나아가 증권회사의 불공정행위가 단순히 부실한 계약이행이나 이행지체가 아니라, 기망행위에 가까운 경우에는 연방증권거래법상의 사기행위에 해당하는지의 여부가 문제될 수도 있다.

이 문제에 대해 SEC는 증권회사가 수탁자(fiduciary)로서 책임을 져야 한다는 것을 간판이론(shingle theory)으로 설명하고 있다.[9] 증권회사가 신인의무를 위반하여 공정하고 정직하게(fairly and honestly) 행위하지 않은 경우, SEC가 그러한 불공정한 행위에 대해 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5을 적용하기 위한 가교로서 동 이론을 채택하고 있는 것으로 이해할 수 있다. 간판이론에 따르면, 증권업자라고 간판(shingle)을 내건 브로커-딜러는 고객에 대하여 공정하고, 정직하며 성실하게 업무를 수행하겠다는 묵시적인 표시(implied representation)를 한 것이라고 본다. 그리고 고객에 대한 계좌지배를 계기로 과당매매를 하는 것은, 증권업자가 브로커로서 고객의 이익을 위해 매매거래를 하는 것과 같은 외양을 가지지만 실상 자신의 수수료 수익을 올릴 목적으로 하는 것이므로, 이것은 증권업자로서의 성실·공정한 업무수행이라는 "표시"를 위반한 것으로서 신인의무를 위반한 기망행위로 간주할 수 있다고 한다. 간판이론은 신인의무의 전제가 되는 신뢰의 위임을 특별히 발견하지 못한 경우에도 증권업자의 불공정한 행위를 제한할 수 있지만, 계좌지배가 없는 증권회사의 거래행위를 과당매매라고 볼 수 있는 것은 아니라고 한다. 그것은 증권회사가 고객의 무분별한 주문을 그대로 집행한 것에 지나지 않기 때문이다.

---

9) 보다 구체적인 내용은 Harvard Law Review Note(1967)를 참조하기 바란다.

이러한 SEC의 간판이론에 비해, 자율규제기관인 NASD는 보다 특정한 형태로 증권회사의 신인의무를 구체화하고 있다. 증권회사는 투자자의 투자성향과 재산규모를 충분히 파악하고 거래를 권유해야 하며, 증권회사의 권유는 고객의 필요에 비추어 적합하다고 신뢰할 만한 합리적인 근거가 있어야 한다고 규정하고 있는데,[10] 이것이 이른바 적합성의 원칙(suitability rules)이다. 간판이론이 증권회사의 "연속된(extended)" 거래형태에 중점을 두고 있다고 할 수 있다면, 적합성원칙은 증권회사와 고객간에 이루어진 "특정한(specific)" 거래들에 중점을 두는 것으로 볼 수 있다. 그렇지만 적합성원칙도 결국은 간판이론과 마찬가지로 증권업자의 수탁자로서의 측면을 강조하는 것이다. NASD는 적합성원칙의 반복적인 위반에 주목함으로써 과당매매로 기소된 증권업자에 대해 제재를 하였으며, 이러한 결정은 SEC도 지지하고 있다.[11]

요약컨대, 과당매매를 금지하는 가장 기본적인 이론적 근거는 증권업자의 신인의무 위반이라고 할 수 있다. 즉 과당매매는 고객으로부터 계좌에 대한 지배권을 위임받은 증권업자가 수탁자로서 자신의 이익이 아닌 고객의 이익을 위해 거래해야 할 의무를 부담함에도 불구하고, 오히려 계좌에 대한 지배를 이용하여 과도한 거래를 발생시킴으로써 고객을 위험에 노출시키고 그 대가로 자신의 수수료 수익을 올리는 행위이기 때문에 금지되는 것이다. 간판이론이나 적합성원칙은 증권업자와 고객간의 신인관계를 규제하기 위해서, 신인의무를 보다 구체화하는 것으로서, 증권업자의 신인의무 위반의 기망행위성을 강조하여 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5의 적용을 받을 수 있도록 하는 근거를 마련하거나(간판이론), 고객에 대한 투자 조언이나 권유에 있어서 증권업자의 신인의무를 보다 명확히 하는 근거가 되는 것이라고(적합성원칙) 볼 수 있다.

---

10) NASD Rule 2310 Recommendations to Customers(Suitability)

11) Harvard Law Review Note(1967). 또한 과당매매를 quantitative suitability를 위반한 것으로 보는 견해도 있다(Libin 외(2001)).

따라서 증권업자의 과당매매로 인해 손해를 입은 고객은 보통법상의 신인의무 위반, 혹은 그 위반행위가 기망행위에 해당하는 경우 보통법상의 사기에 근거하여 손해배상을 청구하거나, 연방증권거래법상의 사기금지조항인 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5에 근거하여 손해배상을 청구할 수도 있다. 양자는 일종의 일반법과 특별법의 관계에 있는 것으로도 볼 수 있는 바, 신인의무 위반이나 보통법상의 사기(fraud)에 근거한 손해배상책임은 굳이 증권거래와 관련된 것이 아니라도 발생할 수 있는 손해배상책임이지만, 1934년 증권거래법 및 SEC Rule에 따른 손해배상책임은 특별히 증권거래와 관련하여 발생하는 손해배상책임이다. 증권회사의 과당매매책임은 양자 모두에 관련될 수 있는 것이므로, 과당매매와 관련하여 고객이 무엇을 근거로 손해배상책임을 청구할 것인지는 구체적인 사실관계의 내용에 따라 달라질 수 있다. 손해배상책임의 요건이나 입증책임에 있어서는 보통법에 근거한 손해배상책임이나 연방증권거래법에 근거한 손해배상책임이 큰 차이를 보이지 않지만, 손해배상의 범위에 있어서는 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5 규정의 경우 실손해배상을 원칙으로 하고 있으므로, 동 규정의 위반에 따른 손해배상책임을 주장하는 경우에는 징벌적 손해배상책임이 인정되지 않는다.[12]

12) 1934년 증권거래법 28조(a)는 동법에 근거한 손해배상청구 소송의 경우 그 손해배상책임의 범위를 실제 손해로 제한하고 있다.

Ⅲ. 과당매매에 관한 각국의 규제 개관

1. 미국
2. 일본
3. 우리나라
4. 비교법적 검토

III. 과당매매에 관한 각국의 규제 개관

1. 미국

가. 연방증권거래법과 SEC Rule

미국에서 과당매매는 주로 1934년 증권거래법에 의해 규제되고 있다. 과당매매금지를 직접적으로 규제하고 있는 조항은 1934년 증권거래법 15조(c)(1)[13]와 SEC Rule 15c1-7이지만, 실제로 과당매매와 관련하여 소송 등의 문제가 발생한 경우에는 1934년 증권거래법 10조(b)와 SEC Rule 10b-5가 주로 원용된다.

1934년 증권거래법 15조(c)(1)와 이에 근거한 SEC Rule 15c1-7은 증권브로커-딜러가 고객으로부터 투자재량권을 부여받은 일임계좌의 재무상태 및 성격(financial resources and character)에 비추어 보아, 그 거래규모나 거래빈도에 있어서 과다하게 매매거래를 하는 것이 "시세조종적, 기망적 또는 사기적(manipulative, deceptive or fraudulent)" 행위에 해당한다고 하여, 이를 명시적으로 금지하고 있다.[14] 또한 SEC Rule 15c1-7-(b)에서는 증권업자가 일임계좌와 관련하여 매매거래를 한 경우, 고객의 성명, 거래증권의 종목·수량·가격, 거래의 일시 등을 포함한 거래기록을 즉시 작성하도록 규정하고 있다. 동 조항은 브로커-딜러가 일임매매권한을 가지고 있는 계좌(discretionary accounts)에 대한 과당매매가능성을 전제로 한 것으로, 계좌의 규모나 성격에 비추어 과도한 규모나

---

13) 다만 이 조항은 브로커·딜러가 회원으로 있는 전국증권거래소 이외의 장소에서 이루어지는 증권의 거래에 대해서만 적용된다.

14) SEC Rule 15c1-7-(a)

빈도의 거래를 하는 행위를 위법으로 규정하고 있는 것이다. 그러나 SEC Ruld 15c1-7-(a)은 과당매매의 요건 및 효과에 대해서는 침묵하고 있다. 과당매매의 요건은 판례를 통해 확립되고 있으며, 그 효과에 대해서도 법원은 과당매매를 기망행위의 일종으로 보아 손해배상청구를 인정하고 있다. 그 결과 과당매매규제에 관련하여 법원이 주로 인용하는 규정은 1934년 연방증권거래법 10조(b)와 SEC Rule 10b-5이다.

1934년 증권거래법 10조(b)는 증권의 매도 또는 매수와 관련하여 시세조종적이거나 사기적인 수단 또는 술책의 사용을 포괄적으로 금지하면서, 동 법의 집행에 필요한 구체적인 내용은 SEC Rule을 통해 규제하도록 위임하였다. 그 결과 1934년 증권거래법 10조(b)와 SEC Rule 10b-5은 증권거래소와 장외시장에서의 거의 모든 증권거래에 대해 적용되고 있으며, 과당매매 사안에 있어서도 가장 중요한 조항이 되었다. 이러한 규정들은 일반적인 사기금지조항만을 두고 있을 뿐 그 위반행위에 대한 사인의 손해배상청구권을 명시적으로 규정하고 있지는 않다. 그렇지만 Kardon 사건[15]을 계기로 불법행위법리에 기초하여 법원이 묵시적 사적 소권을 인정한 이래, 이들 규정은 손해배상청구권의 근거로서 확고하게 자리잡게 되었다.

그 동안 법원 판결은 주로 이들 반사기조항에 의한 손해배상청구권이 인정되는지의 여부와 과당매매가 성립되기 위한 요건이 무엇인지에 대해 집중적으로 논의해왔기 때문에, 과당매매의 성립요건은 미국 판례에 의해 상당 부분 확립되었다고 볼 수 있다. 하지만 손해배상의 원인과 그 범위에 대하여는 이들 법규 자체가 명시하고 있지 않았고, 법원 역시

15) Kardon v. National Gypsum, Co. 401 F.2d 833(2d Cir. 1968) 판결을 계기로 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5와 관한 구체적인 판례법이 발달하기 시작하였다. 동 판결에서 법원은 SEC Rule 10b-5는 일반투자자를 보호하기 위한 것이므로, 당연히 그들에게 제소권이 인정된다는 간결한 논리로, SEC Rule 10b-5에 근거한 일반투자자의 묵시적 소권을 인정하였다.

적합한 손해회복수단 및 범위에 대해 명확한 지침을 내리지 않은 채, 불법행위 법리 및 부당이득 법리에 따른 구제수단을 개별 사건유형에 따라 자유롭게 선택했고, 해당 법리에 따라 혹은 두 법리를 모두 혼합하여, 구제 범위를 판단해왔다. 다만 미국 판례상 과당매매로 인한 손해배상의 범위를 정함에 있어서 주로 인용되었던 것은 불법행위이론이라고 볼 수 있으나, 아직까지 손해배상의 범위에 관하여는 판례를 통해 이론이 정립된 것은 아니며, 여전히 발전과정에 놓여있다고 보아야 할 것이다.

나. NASD와 NYSE의 Rule

NASD는 증권회사의 영업행위준칙(Conduct Rule) Rule 2310 (Recommendations to Customers(Suitability))에서 고객에게 증권의 매수·매도권유와 관련하여, 투자권유가 고객의 투자목적이나 재산상태, 필요성 등에 비추어 적합하다고 볼 수 있는 합리적인 근거를 가져야 한다고 규정하고 있다. 이것이 이른바 적합성의 원칙으로, 이러한 적합성원칙의 일환으로, 회원사들에게 고객과 회원들의 관계에 있어서 공정한 거래를 할 기본적인 책임이 있음을 천명하고 있다. 아울러 공정거래의무를 위반한 것으로 협회의 제재조치를 받을 수 있는 일정 행위들을 명시하고 있는데, 과당매매가 그 중 하나이다.[16] 그렇지만 과도성을 판단함에 있어 특정한 기준을 제시하고 있는 것은 아니며, 단지 고객의 투자목적이나 재정상황 등을 고려해야 한다고 규정하고 있을 뿐이다.

16) NASD Rule IM-2310-2, Fair Dealing with Customers. 과당매매뿐만 아니라, 전화를 통해 충분한 정보제시 없이 위험한 저가주식을 권유하는 것, 지나치게 단기기준으로 하는 뮤추얼펀드 거래 및 기타 일임매매계좌에서 고객의 실질적 위임 없이 또는 위임을 초과하여 거래하는 행위 등의 사기적 행위 등을 공정거래의무를 위반하는 행위유형으로 규정하고 있다.

NYSE 역시 영업행위준칙(Business Conduct) 중 고객일임계좌에 대한 Rule 408에서 과당매매를 금지하고 있다. 회원사 및 그 직원은 고객계좌에 대한 일임권한을 부여받은 것을 계기로, 해당 고객의 재무상태에 비추어 증권의 거래량이나 거래빈도를 과도하게 행하는 것을 금지하고 있다. NYSE 역시 NASD와 마찬가지로 과당매매의 기준에 대해 구체적으로 언급하고 있지 않으며, "해당 고객의 재무상태에 비추어(financial resources of such customer)"라고 포괄적으로 규정하고 있을 뿐이어서, 실제로 과당매매여부가 문제된 경우, 고객의 투자목적이나 투자성향, 재무상태 등을 포괄적으로 고려하여 거래의 과도성을 판단하게 될 것이다.

2. 일본

가. 일임매매의 원칙적 금지 : 증권거래법 42조 1항 5호

미국의 경우 비교적 자유롭게 고객이 증권업자에게 자신의 계좌에 대한 일임권한을 부여할 수 있는 것에 비해, 우리나라와 일본은 증권거래법에서 일임매매를 엄격하게 규제하는 태도를 보이고 있다. 그러나 규제의 정도에 있어 우리나라와 일본이 차이를 보이고 있다. 우리 증권거래법 107조에서는 증권의 수량, 가격, 매매시기에 관하여는 증권회사에게 일임할 수 있도록 하고 있는 것에 비해, 일본은 증권거래법 42조 1항 5호에서 개별거래마다 고객의 동의를 받지 않고 매매구분, 증권의 종목, 수량 또는 가격을 증권회사 또는 그 임직원이 임의로 정할 수 있도록 하는 "일임계약의 체결 자체"를 원칙적으로 금지하고,[17] 매우 좁은 범위

17) 이러한 금지규정을 위반하게 되면 법령위반에 해당되어 등록취소, 업무정지, 업부방법변경 등과 같은 행정처분의 대상이 될 수 있다(증권거래법 56조 1항 3호).

의 예외[18]만을 두고 있을 뿐이다.

원래 거래일임계정은 일임내용이 불명확하여 문제가 발생할 소지가 많기 때문에, 과거에는 일임매매를 제한하여 구 증권거래법 127조에 근거한 대장성령[19]으로 증권거래소의 회원인 증권회사는, 위임의 본지 또는 그 계정의 금액에 비추어 과도한 수량 또는 빈도의 일임계정에 의한 매매거래를 하여서는 안되었으며, 거래일임계정의 계약의 내용 등을 증권거래소에 보고해야 했다. 그렇지만 이러한 규제에도 불구하고 실제로 거래일임계정을 둘러싼 증권회사・고객간의 분쟁이 빈발하고, 이것이 고객의 자기책임에 의한 건전한 투자태도를 왜곡시킨다고 하여, 대장성은 1964년 2월 7일 "유가증권의 매매일임계정거래의 자숙에 관하여"라는 통달을 발하여 거래일임계정 거래를 하지 않도록 요구하였다. 그런데도 일련의 증권사고들이 계속 발생하자, 1991년 증권거래법을 개정하여 일임계정거래 자체를 원칙적으로 금지하게 되었다.

일임매매를 규제하는 이유를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 일임매매에는 증권회사가 개별거래에 대하여 일일이 고객의 위탁을 필요로 하지 않기 때문에, 자기가 보유한 주식을 고가로 고객계좌로 떠넘기거나 증권회사가 인수한 주식을 팔고 난 나머지를 일임계좌를 통해 고객에게 강매할 수 있다. 또, 높은 투자수익이 기대되는 종목에 대하여는 고객의 일임계좌보다 증권회사의 자기매매를 우선시하는 행위를 할 유인이 있을

18) ①투자일임계약(유가증권에 관한 투자자문업의 규제 등에 관한 법률 2조 4항)에 관한 업무로서 하는 경우, ②투자자보호 또는 거래공정을 해하거나 증권업의 신용을 실추시킬 우려가 없는 것으로서 내각부령이 정하는 경우에는 일임매매가 허용된다(증권거래법 42조 1항 본문 단서). 즉 ①의 경우처럼 증권회사가 투자자문업을 영위하는 경우에는 투자일임계약이 인정되고, ②의 경우처럼 매매구분, 종목, 수량 및 가격 등 매매주문의 4가지 요소 중에서 극히 제한된 일부만을 증권회사에 일임하는 것은 예외적으로 허용되어 있다(증권회사의 행위규제 등에 관한 내각부령 1조 1항 참고)(近藤光男 외(1999) 참고).

19) 유가증권의 매매일임계정에 관한 규칙(1948년 증권거래위원회규칙 15호)

수도 있어, 고객에 대한 투자적합성을 해할 염려가 있다는 점이다. 둘째, 일임매매거래는 증권시장에 대한 고객의 위험인식을 희박하게 하고 손실이 발생한 경우에는 고객과 증권회사간에 분쟁이 발생하기 쉽고, 이러한 경우와 관련하여 각종 손실보증 또는 손실보전행위와 결부되기 쉽기 때문이라고 한다. 실제로도 1989년부터 약 2년간 증권회사에서 발생한 일련의 손실보전사건이 일임매매거래를 금지하게 된 계기가 되었다.[20]

나. 과당매매의 금지 : 증권거래법 161조 1항 및 157조 1항

증권거래법 161조 1항에서 "매매일임거래 또는 과당수량거래의 제한"과 관련하여, "내각총리대신은 증권회사 또는 등록금융기관이 행한 과도한 수량의 매매가 거래소 유가증권시장 또는 점두매매유가증권시장의 질서를 해친다고 인정되는 경우에는 이를 제한하기 위하여 공익 또는 투자자보호를 위해 필요하고 적당하다고 인정한 사항을 내각부령으로 정할 수 있다"고 규정하고 있다. 동 규정에 근거하여 제정된 내각부령[21]은, 증권회사 또는 등록금융기관은 증권거래법 42조 1항 5호에 게기한 계약(매매일임계약)에 기하여, 증권매매를 하는 경우에는 당해 계약의 위임 본지

20) 이러한 일임매매거래규제와 같은 맥락에서 증권거래법 42조의2에서는 증권회사의 투자자에 대한 손실보증, 손실보전약정의 체결을 금지하고 있다. 이것은 증권회사가 증권거래를 수탁받거나, 계좌관리를 포괄적으로 일임받기 위한 유인방법으로 투자자에게 손실보전이나 투자이익을 보증하는 약속을 하지 못하도록 한 것이다. 만일 증권회사의 손실보증을 인정할 경우, 투자자는 증권거래의 위험에 대한 충분한 인식 없이 시장에 참여하게 되고, 이것은 결국 시장에 참가하지 않아야 할 자가 거래에 참가하는 것으로서 주식의 수요가 왜곡될 수 있고 증권시장의 주가가 공정하게 형성되는 것을 방해할 것이다. 결국 증권시장의 가격형성기능이 왜곡될 수 있고, 나아가 투자자의 증권시장에 대한 신뢰가 손상될 수 있으므로, 1991년 증권거래법 개정을 통해 손실보전약정의 체결을 금지하고 있다.

21) "증권거래법 161조의 규정에 의한 과도한 수량의 매매를 제한하는 내각부령"

나 계약금액에 비추어 과도하다고 인정되는 수량의 매매로서 증권시장의 질서를 저해한다고 인정되는 행위를 할 수 없도록 규정하였다.

한편, 증권거래법 157조 1호는 누구든지 "증권의 매매 그 밖의 거래 또는 증권지수 등 선물거래 등, 증권옵션거래 등, 외국시장 증권선물거래 등 또는 증권 점두 파생상품거래 등에 관하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 부리는 것"을 금지한다고 규정하고 있는 바, 이는 미국의 1934년 증권거래법 10조(b)와 유사한 내용으로 널리 불공정거래를 규제하는 근거조항이 되고 있다.

이러한 증권거래법 157조의 구체적인 적용에 관하여는 소극적인 견해도 적지 않다.[22] 그렇지만 미국의 Rule 10b-5와 같은 포괄적인 반사기조항인 일본 증권거래법 157조 역시 그 규정의 성격상 거래고객에 대한 증권회사의 사기적 행위에 해당하는 과당매매 규제에 적용될 수 있다고 생각된다. 즉 157조가 과당매매로 인해 피해를 입은 투자자를 구제하기 위한 직접적인 근거규정이 되는 것은 아니지만, 동 규정을 위반한 행위는 위법성이 징표되는 행위로서, 투자자가 민법상의 불법행위책임에 따라 손해배상을 청구할 수 있을 것이다.[23]

현재 과당매매와 관련하여 일본 최고재판소의 판례는 아직 찾아볼 수 없으며, 하급심 판례들[24]이 미국 판례상의 과당매매의 성립요건을 그대로 수용하여, 충실의무 위반을 이유로 한 채무불이행 또는 불법행위에 기한 손해배상책임을 인정하고 있다.

---

22) 우선 157조의 내용이 추상적이어서, 동 규정에 근거하여 형벌을 부과할 수 있는지에 대하여 죄형법정주의에 입각한 의문이 제기되고 있다. 또한 157조를 위반하였다고 인정되는 경우 증권거래법 197조 1항 7호에 의거하여 5년 이하의 징역 또는 500만엔 이하의 벌금이 부과되는 바, 이러한 무거운 벌칙 부과에 대한 우려 역시 157조의 적용을 소극적으로 하는 이유가 된다.

23) 近藤光男 외(1999)

24) 平成12.9.29. 大阪高裁 平11(ネ)1838호; 平成11.3.29. 福岡地裁 平8(ワ) 1293호; 平成12.11.30. 大阪地裁 平10(ワ)9486호 등

3. 우리나라

가. 증권거래법 및 증권업감독규정 : 과당매매 및 그 권유의 금지

우리 증권거래법은 과당매매규제에 대하여 부당권유금지와 일임매매 규제의 두 방향으로 접근하는 것으로 보인다. 우선 증권거래법 52조는 부당권유행위를 금지하고 있는 바, 동 규정에 근거하여 부당권유행위를 보다 구체적으로 나열하고 있는 증권거래법 시행령 36조의3 10호에서 과당매매권유의 금지에 대하여 규정하고 있다. 즉 고객의 투자목적, 투자경험에 비추어볼 때, 지나치게 빈번하게 유가증권의 매매를 권유하는 행위를 금지하고 있다. 또한 증권업감독규정의 경우에도 투자권유에 관한 규정인 4-14조에서 과당매매거래의 권유를 금지하고 있다. 즉 증권회사로 하여금 적격기관투자자를 제외한 일반고객을 대상으로 빈번하거나 과도한 규모의 주식매매거래를 권유하는 것을 금지하고 있으며, 해당 거래의 빈번함이나 과도함에 대해서는 고객이 부담하는 수수료, 고객의 재산상태나 투자목적, 고객의 투자관련 지식이나 경험 등을 기준으로 판단하도록 규정하였다. 아울러 이러한 과당매매에 대한 증권회사 내부의 감시체제를 구축하도록 요구하고 있다.[25]

한편 과당매매와 보다 밀접한 관련이 있는 것으로 볼 수 있는 일임매매에 대해, 증권거래법 107조 1항은 증권회사는 고객으로부터 증권의 수량, 가격, 매매시기에 한하여 일임받아 거래를 할 수 있도록 하고 있으며, 유가증권의 종류, 종목 및 매매의 구분 및 방법에 대하여는 고객이 정하도록 하고 있다. 이어서 증권거래법 107조 2항은 증권회사가 일임매매를 하는 경우 선관주의의무를 다하도록 하면서, 일임매매시 증권

25) 증권업감독규정 4-14조

회사가 해서는 안 되는 금지행위의 하나로서 과당매매를 직접적으로 명시하고 있다. 즉 증권회사는 투자자로부터 위탁받은 취지와 위탁받은 금전 및 유가증권의 규모에 비추어 지나치게 자주 매매거래를 해서는 안 된다.[26] 증권거래법 107조가 일임매매를 전제로 과당매매를 금지하고 있다면, 일임매매약정이 없는 경우라도, 증권회사의 임·직원 등이 고객에게 투자조언이나 종목추천 등을 하면서 투자목적이나 경험, 투자재산 등에 비추어 지나치게 빈번한 거래를 권유한다면, 52조의 과당매매권유 금지를 위반한 것으로 규제를 받을 수 있다.

그렇지만 부당권유행위의 금지나 일임매매제한 등과 같은 증권거래법규상의 규제에도 불구하고, 실제로는 투자수익보장약정 등을 통해 포괄적 일임매매가 상당히 활발하게 이루어져 왔던 것이 현실이다. 또한 이러한 포괄적 일임매매계좌에서의 과당매매 문제는 증권회사와 고객간에 발생하는 분쟁의 중요한 원인이 되었다.[27]

나. 포괄적 일임매매약정의 사법상 효력

일임매매의 경우 증권거래법 107조에 따른 제한이 있기는 하나, 일임매매계약에 따라 증권회사의 임직원이 고객의 개별적인 주문이 없이 거래를 하더라도, 일임의 범위 내에서 사전동의가 있는 것으로 볼 수 있으므로, 임의매매와는 달리 불법행위를 구성하는 것은 아니다. 그렇지만

---

26) 증권거래법 107조 2항은 이외에도 ①고객의 자기판단과 자기책임에 의한 투자원칙에 반하여 일임매매에 관한 위탁을 권유하거나 위탁하는 행위, ②자기 또는 제3자의 이익을 위하여 일임매매를 이용하는 행위를 금지하고 있다.

27) 대법원 1996. 8. 23 선고 94다38199 판결; 서울고등법원 1998. 4. 17 선고 97나54484 판결; 대법원 1999. 6. 11 선고 97다58477 판결, 대법원 2002. 3. 29 선고 2001다49128 판결 등. 이들 판결은 투자수익보장약정에 기한 포괄적 일임매매의 효력과 과당매매의 성립여부에 대해 다투고 있다.

증권거래법 107조의 범위를 초과하는 포괄적 일임매매약정, 특히 투자수익보장약정[28]을 수반한 포괄적 일임매매약정의 사법상 효력이 인정되는지의 여부는 문제가 될 수 있다.

우리 증권거래법은 증권투자권유에 있어 일임매매약정 자체를 금지하고 있지는 않다. 다만 유가증권의 종류·종목 및 매매의 구분과 방법까지 모두 일임하는 소위 포괄적 일임매매약정만을 금지하고 있는 것이다. 그렇다면 증권거래법이 허용하는 범위를 넘는 포괄적 일임매매약정이 체결된 경우, 그 약정의 효력과 그에 기하여 이루어진 증권회사의 매매거래의 효력이 투자자에게 귀속될 것인지가 문제된다. 이에 대하여 우리 학설과 판례는 이러한 경우에도 일임매매약정의 유효성을 인정하고 있

28) 투자수익보장약정을 무효로 볼 것인지의 여부는 부당권유행위에 대한 규제이유와 관련하여 검토할 필요가 있다. 부당권유행위 규제의 일차적인 목적이라 할 수 있는 투자자 보호를 고려하면 투자수익보장약정의 사법상 효력 자체를 인정할 필요는 있다. 부당한 투자권유로부터 일반투자자를 보호할 필요가 있고, 이익보장약정을 무효로 할 경우 이익보장을 약속한 증권회사 혹은 그 임·직원은 이익을 얻을 것이나, 일반투자자인 고객은 더욱 손실을 입을 수밖에 없는 위험이 있기 때문이다. 그렇지만 부당권유를 규제하는 것은 단순히 일반투자자를 보호하는 것만을 목적으로 하는 것이 아니라, 증권시장의 공정성 확보를 보다 큰 목적으로 하는 것이다. 따라서 소액투자자라고 하더라도 자기책임에 입각한 투자판단의 형성이 중요하고, 그것이 증권시장의 공정성이라는 공익과 연결된다는 점을 고려할 필요가 있다. 따라서 공정한 가격형성을 왜곡하는 투자권유를 배제하고 규제의 실효성을 얻기 위해서는 투자수익보장약정의 효력을 인정하지 않는 것이 타당할 것이다. 즉 투자수익보장약정 등을 통한 부당권유에 대한 규제를 단순히 투자자보호에 국한하는 것이 아니라, 시장의 적정가격 형성기능의 왜곡방지와 투자자에 대한 증권시장의 신용유지 등에서 구하는 것이 보다 적절하다. 판례도 이익보장약정의 무효를 인정하고 있는 바, 그 무효의 근거로 강행법규위반을 들고 있다(대법원 1996. 8. 23. 선고 94다38199 판결). 이처럼 투자수익보장약정은 무효이지만, 동 약정은 어디까지나 부수적 약정으로서, 투자자의 매매위임의 의사표시 자체가 무효로 되는 것은 아니라는 것이 판례의 태도이다.

다. 판례는 이러한 행위가 증권거래법상 금지되어 있다 하더라도 그것이 공서양속에 반하거나 반사회질서에 해당하는 법률행위라고는 볼 수 없어[29] 무효는 아니므로, 계약의 사법상 효력에는 영향을 미치지 않는다고 보고 있다. 즉 포괄적 일임매매약정이 증권거래법을 위반한 행위이기는 하나, 일임매매약정 자체가 공서양속의 위반이라고 할 수 있을 만큼 반사회적 성격이 강한 것은 아니고, 투자자보호에 위배된다고도 할 수 없다는 것이다. 또한 일임매매약정은 일종의 계약으로서 이를 기초로 증권회사는 고객을 위한 거래를 하기 때문에, 일임매매약정을 무효로 할 경우 그 후에 이루어진 개별적인 거래가 전부 고객의 계산으로 귀속될 수 없게 되는 문제가 발생한다. 이밖에 고객이 매매를 위임하는 의사표시를 하는 이상 그 사법상 효력을 부인할 이유가 없고, 그 효력을 부인할 경우 오히려 거래상대방과의 법적 안정성을 해치는 결과가 초래되므로 포괄적 일임매매약정은 사법상 유효하다고 보는 것이다.[30][31]

따라서 비록 증권거래법상의 제한을 위반한 것이기는 하지만 사법상 유효하다고 볼 수 있는 포괄적 일임매매약정이 있는 경우에도, 증권회사의 직원은 고객에 대해 보호의무가 있으므로 충실의무를 다하여야 할 것이고, 이를 위반하여 포괄적 일임매매약정을 계기로 고객의 이익을 무시하고 회사의 영업실적 증대만을 목적으로 무리하게 빈번한 회전매매를 함으로써 고객에게 손해를 입혔다면, 과당매매행위로서 불법행위가 성립한다고 본다.

---

29) 미국의 경우에는 명시적으로 포괄적 일임매매약정의 체결이 허용되고 있음을 고려할 때, 포괄적 일임매매 자체가 반사회적 행위이거나 공서양속에 위반되는 행위라고 보기는 어렵다.

30) 대법원 2002. 3. 29. 선고 2001다49128 판결

31) 통합법안에서도 현행 증권거래법에서와 다르게 볼 사유가 없으므로 일임매매약정의 사법적 효력은 여전히 유효하다고 보아야 할 것이다.

다. 통합법안

통합법안은 투자중개업자의 일임매매에 대해 매우 엄격한 태도를 취하고 있다. 투자매매업자나 투자중개업자의 불건전 영업행위의 금지에 관한 통합법안 70조는 6호[32]에서 원칙적으로 "투자자로부터 투자자문자산에 대한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 투자자문자산을 취득·처분 그 밖의 방법으로 운용하는 행위"를 금지하고 있다.[33] 그러나 통합법안은 투자중개업자를 대상으로 하여 현행 증권거래법 107조에서와 같이 과당매매를 직접적으로 명시하여 금지하는 조항을 두고 있지는 않다. 입법취지상 금융투자상품에 대한 투자는 투자자가 자기판단·자기책임의 원칙하에 자신이 직접 해야 하는 것이며, 이러한 능력이 부족한 투자자는 투자일임·투자자문 서비스를 이용하거나 집합투자 서비스를 이용하라는 것으로 이해된다.

현행 증권거래법이 일임매매에 대해 미국과 일본의 중간적인 선에서 규제의 강도를 유지하는 입법태도를 취하였다고 본다면, 통합법안은 일임매매란 투자자의 자기책임에 의한 건전한 투자태도를 왜곡시키고 투자중개업자와 투자자간의 분쟁을 초래할 우려가 높으므로 원칙적으로 일임매매를 금지한다는 입법태도를 취함으로써, 전술한 일본식 모델에 접근한 것으로 평가된다. 즉 통합법안의 일임매매에 관한 70조 6호가 "투자판단을 일임받아 투자자문자산을 운용하는 행위"를 금지하고 있는 것과 비교하여 일본 증권거래법 42조 1항 5호는 "일임계약의 체결 자체"를 금지함으로써 입법형식에 있어 다소 상이한 점이 있다. 그러나, 입법내용에 있어서는 일임매매약정을 투자자와 증권업자간의 분쟁을 초

32) 동 조항은 2006년 6월 30일 입법예고된 통합법안에는 반영되어 있지 않았었으나, 그 이후 조문검토 작업을 하면서 추가된 사항이다.

33) 투자일임업으로 영위하는 경우나 7조 6항에 해당하는 경우에는 예외를 인정한다(통합법안 70조 6호 단서).

래할 우려가 높은 계약으로 보아 억제하려는 점에 있어서는 동일하다.

이처럼 통합법안이 일임매매에 대한 규제를 더욱 강화[34]하고 있지만, 통합법 체제하에서도 일임매매 규정을 위반하여 투자자와 투자중개업자 간에 투자일임약정이 체결될 가능성은 상존한다. 왜냐하면 현행 증권거래법하에서도 일임매매는 매우 엄격하게 제한되어 있지만, 증권거래법이 허용하는 범위를 넘는 포괄적 일임매매약정의 관행이 상당히 널리 퍼져 있는 것이 현실이기 때문이다. 물론 향후 통합법안이 더욱 엄격하게 일임매매약정을 제한하고, 자본시장에서 집합투자 문화가 보다 확산된다면 일임매매의 관행은 많이 줄어들 것이다. 그러나 그렇다고 하여 기존에 증권회사 임직원과 투자자간에 음성적으로 이루어지던 일임매매의 관행이 사라진다고 보기도 어려울 것이다. 현실적으로 일임매매의 관행이 존속한다면 투자중개업자나 그 임직원이 고객 계좌에 대한 지배를 이용하여 과당매매를 할 가능성도 존속할 수밖에 없기 때문에 이를 규제할 제도적 장치도 여전히 필요하게 된다.

비록 통합법안이 직접적으로 과당매매를 명시하여 규정하고 있지는 않지만 다양한 경로를 통하여 과당매매의 발생을 억제할 수 있는 규정들을 두고 있으며, 실제 과당매매가 발생하였을 경우 투자자들의 피해구제를 보다 효과적으로 할 수 있는 손해배상책임조항도 마련하고 있다.

우선, 통합법안 37조 1항은 금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 하며, 동조 2항은 금융투자업자는 금융투자업을 영위함에 있어 정당한 사유없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻도록 하여서는 아니된다고 규정하고 있다. 또한 투자권유와 관련하여 45조에서는 적합성 원칙을 명시

34) 이러한 통합법안의 태도와는 달리, 사전적으로 일임매매 자체를 막는 것은 투자자들의 일임매매 기회를 박탈하기 때문에 투자자들이 효용을 증진할 수 있는 기회를 잃게 만든다는 주장이 있다(보다 자세한 내용은 노희진·주윤신(2004) 참조).

하고 있는데, 동조 2항에서는 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하기 전에 면담·질문 등을 통하여 투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고 투자자의 서면확인을 받아 이를 유지·관리하도록 하였다. 동조 3항에서는 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우 투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등에 비추어 당해 투자자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 투자권유를 하지 못하도록 규정하였다. 70조 2호는 투자중개업자가 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등을 감안하지 아니하고 일반투자자에게 지나치게 빈번하게 투자권유를 하는 불건전한 영업행위를 금지하고 있다.

과당매매로 인한 손해배상과 관련하여서는 통합법안 63조 1항에서 금융투자업자는 법령 등에 위배되는 행위를 하거나 그 업무를 소홀히 하여 투자자에게 손해를 발생시킨 때에는 그 손해를 배상할 책임이 있다고 하여 손해배상책임의 근거조항을 마련하였다.

또한, 미국의 1934년 증권거래법 10조(b)나 일본의 증권거래법 157조 1호와 같은 포괄적 반사기조항에 해당하는 통합법안 194조는 1항 1호에서 누구든지 금융투자상품의 매매 그 밖의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 하여서는 아니된다고 규정하였다.[35] 통합법안 195조는 포괄적 반사기조항에 위반하여 투자자에게 손해를 발생시킨 때에는 그 손해를 배상할 책임이 있다고 하여 손해배상책임의 근거조항을 마련하였다.

---

35) 이외에도 54조에서는 금융투자업자에 의한 손실보전행위를 금지하고 있다. 그리하여 투자자가 입거나 입을 손실을 사전·사후에 보전해주기로 약정·보전하는 행위를 금지하였으며, 투자자에게 이익보장을 사전에 약속하는 행위도 금지하였다. 58조에서는 금융투자업자의 계약서류 교부의무를 부과하여, 원칙적으로 금융투자업자는 투자자와 계약을 체결한 경우 그 계약서류를 투자자에게 지체없이 제공하도록 하였다.

4. 비교법적 검토

본래 과당매매 금지에 대한 기본적인 인식은, 증권업자와 고객간의 신뢰와 권한의 위임을 기초로 한 관계 정립과 그에 따른 증권업자의 신인의무를 전제로, 과당매매는 증권업자가 이러한 의무를 위반한 것이라고 보는 데서 출발한다. 우리 나라의 경우에도 "투자수익보장약정을 통한 포괄적 일임매매의 경우, 증권회사 직원에게는 고객에 대한 보호의무가 있어 충실의무를 다하여야 하는 바, 이를 위반한 과당매매는 불법행위로 본다"는 대법원 판결이 있다.[36] 이와 같이 과당매매는 증권회사의 불공정한 행위의 하나로서, 미국이나 한국, 일본에서 모두 금지되고 있으며, 증권회사의 과당매매로 손해를 본 고객이 증권회사나 그 임직원을 상대로 손해배상책임을 청구할 수 있음은 당연하다.

다만 과당매매를 초래할 위험성이 높은 일임매매의 경우, 미국이나 한국, 일본이 각각 다른 태도를 취하고 있는 바, 일본의 경우 일임매매 자체를 증권거래법에서 매우 엄격하게 제한하고 있다. 이에 비해 미국이나 우리나라는 일임매매에 대한 규제의 정도가 훨씬 완화되어 있지만,[37] 그 규제의 정도에 있어서는 현격한 차이가 있다. 미국의 경우 일임매매를 제한하는 규정이 없으며, 고객은 명시적이든 묵시적이든 계좌에 대한 포괄적 지배권을 증권업자에게 일임할 수 있다. 하지만 우리나라의 경우 증권거래법 107조에서 증권의 수량, 가격, 매매시기에 한하여 권한을 위임받을 수 있도록 제한하고 있어, 이 범위에 한해 일임매매가 허용된다고 볼 수 있다.

---

36) 대법원 1996. 8. 23. 선고 94다38199 판결. 또한 대법원 1997. 10. 24. 선고 97다24603 판결, 대법원 2002. 3. 29. 선고 2001다49128 판결, 그리고 최근의 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005다63634 판결도 동일한 취지로 판시하고 있다.

37) 그러나 현행 증권거래법과는 달리 통합법안은 과당매매의 발생소지가 있는 투자중개업자의 일임매매에 대해 원칙적으로 금지하는 입장을 취함으로써 일본의 경우와 동일하다는 사실은 이미 앞에서 기술하였다.

Ⅳ. 과당매매의 성립요건

1. 계좌의 지배
2. 거래의 과도성
3. 주관적 성립요건: 고의
4. 과당매매의 요건에 관한 비교법적 검토

IV. 과당매매의 성립요건

과당매매의 성립요건은 미국을 중심으로 발전되었다. 미국의 경우 과당매매의 성립요건은 증권거래법에 직접적으로 명시된 것이 아니라, 오히려 판례에 의해 그 구체적인 내용이 정립된 것이다. 미국의 판례는 과당매매의 성립요건으로 ①증권업자가 고객계좌를 지배하고 있어야 하고, ②계좌의 목적과 성격에 비추어 거래의 과도성이 인정되어야 하며, ③증권업자가 사기의 목적으로 고객의 이익을 무리하게 무시하고 거래하는 고의(scienter)를 요구하고 있다. SEC Rule 15c1-7은 이상의 과당매매 성립요건 중 첫 번째와 두 번째 요건을 규정하고 있으며, Rule 10b-5에서는 세 번째 요건을 규정하고 있는 것으로 볼 수 있다. 과당매매로 손해를 입었음을 주장하는 원고가 이들 요건에 대한 입증책임을 부담한다. 과당매매는 어느 특정 거래만을 별도로 떼어내어 개개의 거래행위에 대하여 그 부적절성 여부를 따지는 것이 아니라, 거래 전체를 총괄적으로 보아 성립요건의 충족 여부를 판단하게 된다. 이하에서는 미국 판례법상의 과당매매의 성립요건을 중심으로 살펴보기로 한다.

1. 계좌의 지배

과당매매의 성립요건으로 우선 증권회사의 고객계좌에 대한 지배사실이 인정되어야 한다. 이때의 계좌지배란 증권거래에 관한 재량권을 의미하며, 증권회사의 계좌지배 사실이 인정될 경우 증권회사에게 고도의 신인의무가 인정될 수 있다. 만일 계좌지배사실이 인정되지 않는 경우에는 과다한 증권거래가 발생하더라도, 증권회사의 거래고객에 대한 일반적인 신인의무에 근거하여 임의매매나 부당권유, 일반적 사기금지 등을

이유로 책임을 물을 수 있을 뿐이다. 증권업자의 위탁계좌에 대한 지배는 명시적인 지배가 있는 경우와 사실적인 지배가 있는 경우로 나누어 볼 수 있다.

가. 명시적 또는 공식적 계좌지배(express or formal control)

명시적 또는 공식적 계좌지배란 고객이 투자결정권 또는 계좌지배권을 명시적으로 증권업자에게 부여한 경우이다. 일임매매계약이 체결되어 있는 경우가 그 전형적인 예에 속한다. 명시적 계좌지배는 다시 포괄적 일임매매에 대한 서면위임이 있는 경우와 구두위임이 있는 경우의 두 가지로 구분할 수 있다. 서면에 의한 것이든 구두에 의한 것이든 명시적 포괄일임이 있었던 경우에는, 증권업자가 위탁계좌를 지배한다고 인정된다.

나. 묵시적 또는 사실상의 계좌지배(implied or de facto control)

과당매매에서 계좌지배는 고객의 지시 없이도 거래할 수 있는 법적 권한이 증권회사에 명시적으로 부여되어 있는 경우는 물론이고, 계좌에 대한 묵시적 지배 또는 사실적인 지배만으로도 충분하다. 투자일임계약에 의하는 경우가 아니라도, 묵시적 또는 사실상의 계좌지배가 인정될 수 있다. 예를 들어 증권업자가 고객으로부터 일임매매권한을 부여받은 것은 아니고 형식상 고객과 협의 하에 매거래마다 고객의 지시에 따라 거래를 수행했다고 하더라도, 고객이 투자경험도 없고 증권시황에 대한 분석능력이 부족하여 증권업자가 제시하는 전문적인 투자정보를 제대로 이해하지 못하고 증권업자를 전적으로 신뢰하는 상황이어서, 사실상 대

부분의 거래가 증권업자의 권유에 순응하여 이루어진 경우, 증권업자에게 해당 계좌에 대한 사실상의 지배가 있었던 것으로 인정할 수 있을 것이다.[38]

따라서 묵시적 계좌지배사실을 인정할 수 있을 것인지에 관한 판단은 사안별로 제반 상황을 종합적으로 고려하여 결정하여야 한다.[39] 이를 위해서는 ①고객의 신분, 나이, 교육, 지식, 그리고 투자 및 사업경험, ②고객과 계좌관리자의 관계, 즉 독립적인 관계인지 아니면 특별히 밀접한 관계인지 여부 ③시장 및 계좌에 대한 지식, ④고객과 계좌관리자간의 규칙적인 논의 ⑤각 거래에 대한 실제의 수권여부 ⑥거래권유를 한 자, ⑦고객의 다른 투자자문인에 대한 의존도, ⑧증권업자의 권유에 대한 고객의 거부, ⑨고객의 거래주도권 등의 요소를 종합적으로 고려하여야 할 것이다.

이와 관련하여 고객의 나이가 너무 어리거나 고령이거나, 교육수준이 낮거나, 투자경험이 전혀 없는 경우라면 증권업자에 대해 매우 의존적이 되어 증권업자의 고객 계좌지배를 인정하게 될 가능성이 더욱 높아질 것이다. 또한 증권업자와의 사회적·경제적인 밀접한 관계로 인해 증권업자를 신뢰하게 되는 경우에도 역시 고객계좌 지배사실을 인정할 가능성이 높아진다. 그러나 고객이 투자경험이 많고 당해 계좌를 관리하는 증권업자와 지속적으로 의견을 교환하거나, 과거에도 투자위험성이 높은

---

38) 이러한 측면에서 볼 때 과당매매에 관한 사안은 어느 정도 온정주의적인 측면이 있다. 즉 심사숙고 끝에 증권업자를 선정한 투자자는 통상 그가 시작하였거나, 최소한 승인한 거래에서 오는 손실을 피할 수 있는 길을 찾기 마련이다. 이 점 때문에, 법원은 투자자가 증권회사의 권유행위에 대해 평가할 수 있는 전문성과 적합하지 않은 투자권유를 거절할 수 있는 전문성이 결여되어 있는 경우에 증권회사가 고객의 비(非)일임계좌에 대해 지배력을 행사하였는가의 여부에 대하여, 다소 완화된 태도를 취하고 있는 것으로 보인다(Loss 외(2004)).

39) 김성탁(1998)

증권거래를 한 적이 있으며, 계좌관리자의 투자조언을 거절할 정도의 투자식견을 가지고 있는 경우라면, 증권업자의 계좌지배를 인정하기는 어려울 것이다.

2. 거래의 과도성

거래의 과다성 내지 과도성(excessiveness)이야말로 과당매매의 성립에 있어서 가장 핵심적인 요건이다. 과당매매의 성립여부를 판단하는데 있어서는 미국의 판례와 학설도 주로 거래의 과도성 판단기준에 초점을 맞추고 있다. 특히 자주 인용되는 과도성 판단기준으로는 ①계좌의 매매회전율(turnover ratio), ②거래로 인한 수수료금액 및 그 비율(commission ratio), ③매도·매수의 빈번한 입출매매(in-and-out trading) 등이 있다. 그렇지만 과도성을 판단하는 경우에는 이러한 양적 요소 이외에도, 투자자의 투자경험이라든지 투자재산의 규모, 투자목적 등과 같은 주관적이고 질적인 요소도 함께 종합적으로 고려해야 함은 물론이다.

가. 매매회전율(turnover ratio)

1) 개념

매매회전율은 일정기간동안 투자금액에 대비한 총매수금액의 비율을 말하며, 고객의 투자금액이 증권거래로 몇 번이나 회전하였는지를 의미하는 거래빈도를 판단할 수 있는 수치이다. 즉 고객예탁금이 매수를 위해 사용된 후 매수된 증권이 다시 매도되어 회전되는 비율을 의미하며, 계산방법은 일정 기간의 총구매액을 평균예탁금으로 나누어 연단위로

계산한다.[40] 이러한 매매회전율은 거래의 과도성 여부를 판단함에 있어서 미국의 판례가 가장 일반적으로 이용하는 기준이다.

2) 과도성판단의 기준

가) 미국의 과도성판단에 관한 학설

매매회전율이 얼마 이상이면 과다하고, 얼마 이하이면 과다하지 않다고 판단할 수 있는 일률적인 기준을 설정하기는 어렵다. 이처럼 과도성 판단을 위한 절대적인 매매회전율 비율을 정하는 것은 사실상 곤란하지만, 실제 과당매매 사건에 적용될 수 있는 일응의 참고기준을 마련하려는 시도가 여러 차례 있었다.

먼저, Harvard Law Review Note는 과당매매여부를 판단한 SEC의 사건들을 기준으로 연간 매매회전율이 6을 초과하면 이러한 거래는 "당연과다(per se excessive)"한 것으로 볼 수 있다고 하였다. 그 이후 많은 미국 법원의 판례들이 이 기준을 인용해 왔다.[41] 그렇지만 모든 판례가 일괄적으로 6 이상의 매매회전율에 대하여 무조건적으로 과당매매를 인정하는 것은 아니며, 판례[42]에 따라서는 매매회전율이 7을 초과한 경우에도 투기적인 투자를 선호하는 고객에게는 과당매매를 부인했으며, 증권거래가 미숙하거나 보수적인 투자목적을 가진 계좌의 경우 비록 회전

40) 이를 수식으로 표현하면, 매매회전율 = (총구매액/평균예탁금)×(월수)/12이다. 여기서 평균예탁금은 증권업자가 거래에 활용할 수 있는 예탁금을 말하며, 현금이 아닌 증권인 경우 예탁 당시의 시가로 환산하여 계산한다.

41) 이것이 이른바, Havard Law Review Note 기준이다. 그렇지만 이러한 Harvard Note는 원고보다는 오히려 회전율이 6 이하이므로 과도한 것이 아니라는 피고측(증권회사) 주장으로 더 많이 인용되었다고 한다.

42) Newburger, Loeb & Co., Inc. v. Gross, 563 F.2d 1057 (2d Cir. 1977). 이 판결에서는 고객이 금융상황에 대한 통찰력을 가지고 증권회사의 제안에 동의한 것이라면, 고객은 계좌의 지배를 보유하고 있는 것이라고 판시하였다.

율이 1.68에 불과하더라도 과당매매로 인정한 판례[43]가 있다.

또한 SEC의 결정을 포함한 미국판례들을 분석하여 연회전율을 2-4-6으로 나누어 과도성을 판단해야 한다는 견해[44]도 있는 바, 이 견해에 따르면, 보수적인 투자목적을 가진 계좌의 경우 연회전율이 2를 초과하면 과당매매의 가능성이 있음을 말해주고, 만일 4를 초과하면 과당매매로 일응 추정하며, 6을 초과하면 과당매매로 간주할 수 있다고 한다.

Harvard Review Note에 따른 기준에 대해, 과당매매의 가능성이 비교적 적은 뮤추얼펀드의 매매회전율을 토대로, 6이라는 매매회전율이 지나치게 높은 기준이라는 비판이 Winslow & Anderson(1990)에 의해 제기되었다.[45] 이에 따르면, 뮤추얼펀드는 매니저의 보수가 개개 거래활동에 비례한 수수료수익에 연동되는 것이 아니므로, 수수료 수익 제고를 목적으로 하는 과당매매의 유인이 적어 뮤추얼펀드에서의 회전율이 증권시장에서의 통상적인 매매회전율을 그대로 반영할 수 있는 기준이 될 것이라고 보았다. 따라서 가장 적극적인 투자목적을 가진 펀드(aggressive growth fund)에서부터 가장 보수적인 투자목적을 가진 펀드(income fund)로 나누어 각각의 매매회전율을 조사한 결과, 가장 투기적인 투자목적을 가진 펀드에서조차 연회전율이 Harvard Law Review Note의 6보다 훨씬 하회하는 1.18~1.45에 불과하였다. 이러한 분석에 입각할 때, Harvard Law Review Note의 기준 회전율 6이나 판례의 2-4-6 공식에 따른 매매회전율 기준치는 지나치게 높은 것이라고 볼 수 있을

---

43) Hecht v. Harris, Upham & Co., 183 F. Supp. 417, 436 (N.D. Cal. 1968). 이 사안은 과당매매에 관한 사안 중 가장 자주 인용되고 있는 것으로서 고객이 성년시절의 대부분을 가정주부와 유치원교사로 지낸 77세의 미망인인 경우로, 법원은 증권거래에 대한 그녀의 이해가 최저수준이며 증권회사의 추천에 지속적으로 의존하여 왔음을 인정하였다.

44) Goldberg(1978)

45) Winslow & Anderson(1990). 뮤추얼펀드의 분류 및 매매회전율에 대한 통계학적 분석에 대한 구체적인 내용은 해당 논문을 참조하기 바란다.

것이다. 따라서 Winslow & Anderson의 논문에 따르면 매매회전율이 3을 넘는다면 특별한 사정이 없는 한 과도한 거래로 간주할 수 있다고 주장하고 있다.

나) 우리 법원의 매매회전율에 대한 판단

우리나라의 경우 과당매매를 인정한 판례가 많지 않기 때문에 법원이 어느 정도의 매매회전율을 기준으로 과당매매의 성립을 인정하는가를 밝히기는 곤란하다. 과당매매의 성립 여부에 대하여 우리 대법원은 "……고객의 계좌에 대한 증권회사의 지배여부, 주식 매매의 동기 및 경위, 거래기간과 매매횟수 및 양자의 비율, 매입 주식의 평균적 보유기간, 매매주식 중 단기매매가 차지하는 비율, 동일 주식의 매입·매도를 반복한 것인가의 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 있었는가의 여부 등 제반사정을 참작하여, 주식 매매의 반복이 전문가로서 합리적인 선택이라고 볼 수 있는가의 여부[46]……"라고 하여 과도성의 판단기준을 매우 포괄적으로 제시하고 있다. 그렇지만 이렇게 포괄적인 기준만을 제시하고 있을 뿐, 거래의 과도성을 판단하기 위한 구체적인 기준이 마련되어 있지 않으며, 거래의 과도성을 판단하는 가장 중요한 계량적 분석도구라고 할 수 있는 매매회전율이나 수수료비율 등에 대해 세부적으로 검토하고 있지 않다. 다만 과당매매를 인정한 서울고등법원과 부산고등법원의 판결[47]을 살펴보면, 서울고등법원의 판결은 매매회전율을 적시하

46) 대법원 1997. 10. 24. 선고 97다24603 판결; 대법원 2003. 6. 27. 선고 2002다72804 판결 등

47) 부산고등법원 2000. 4. 21. 선고 99나5309 판결; 서울고등법원 1999. 7. 9. 선고 98나55576 판결

지 않아 어느 수준에서 과당매매를 인용한 것인지 알 수 없고, 부산고등법원의 판결의 경우 월평균 매매회전율이 6.6과 5.5에서 인용되었음을 알 수 있을 뿐이다.[48]

나. 예탁금대비 수수료 비율(Commission Equity Ratio: C/E Ratio)

과당매매의 가장 기본적인 동기는 증권업자가 거래회수를 늘려 수수료 수익을 높이는 것이다. 따라서 매매회전율 외에도 예탁금에서 수수료가 차지하는 비율이 과도성을 판단하는 중요한 척도가 될 수 있다. 계산방법은 일정기간에 발생한 수수료 총액을 그 거래기간동안 고객의 평균 예탁금으로 나누어 연단위 계산을 한다.[49] 예탁금 대비 수수료비율은 단순히 고객이 부담하는 총거래비용을 계산하는 것에 그치는 것이 아니라, 고객이 수익분기점을 맞추기 위해 수수료 등 총 거래비용을 지출하고도 증권투자를 통해 벌었어야 할 이익의 정도를 알려주는 기능도 가지고 있다.[50] 따라서 예탁금대비 수수료 비율이 높을수록 증권업자가 고객의 이익을 무시하고 자신의 이익을 위하여 거래를 발생시켰다는 증거로 인정될 가능성이 높다. 그렇지만 수수료율이 어느 정도이어야 과도한 거래로 인정될 수 있는지에 대해서는 명확히 정해진 표준이 없으며, 고객계좌의 재정상태와 고객의 투자목적, 일임매매에 이른 경위 등과 관련해서

48) 이기영(2002)

49) 수식으로 계산해보면 C/E Ratio = (총수수료금액/평균예탁금) × (월수/12)이다. 매매거래비용은 수수료가 가장 큰 비중을 차지하지만 그 이외에도 이자나 거래관련세금 등도 포함되기 때문에 이들 비용을 합산한 총거래비용을 평균예탁금으로 나누어 평균예탁금에 대한 총거래비용의 비율로 계산하기도 한다.

50) 이기영(2002)

판단해야 할 것이다. 종래 SEC는 예탁금 대비 수수료비율을 20%~40%(적극적 투자목적을 가진 계좌의 경우 50%) 사이에서 과당매매를 인정해 왔다.[51] 이러한 예탁금대비 수수료비율은 매매회전율 등에 의하여 거래의 과도성 여부를 판단함에 있어 이를 보충해주는 역할을 한다. 우리 나라의 금융분쟁조정위원회의 일임매매 및 과당매매관련 조정사건에 있어서, 동 위원회는 과당매매 여부를 판단함에 있어, 예탁금 대비 수수료액의 다과가 아닌, 손실금액 대비 수수료의 다과를 하나의 판단기준으로 삼고 있다. 이러한 경향은 대법원에서도 유지되어, 최근 대법원은 2005년의 과당매매관련 판결에서 매매수수료가 손해액과 비교하여 10.6% 정도에 그친다는 이유로 과당매매를 인정하기 어렵다고 판시하였다.[52]

다. 빈번한 입출매매, 반복매매 등(in-and-out trading)

빈번한 반복매매 또는 잦은 입출매매 등의 거래형태가 과당매매 여부를 판단하는 기준으로 이용될 수도 있다. 이에 따르면 주가가 실질적으로는 변화하지 않았음에도 불구하고 매우 단기간 내에 증권을 매수·매도하는 횟수가 과다한 경우, 이러한 거래형태는 고객의 이익이 아닌 증권업자의 수수료 수익을 획득하기 위한 것으로 판단될 수 있으므로, 과도성을 인정하는 기준이 될 수 있다.

---

51) Hecht v. Harris, Upham & Co., 283 F. Supp. 417, 436(N.D. Cal. 1968). 동 판결에서는 6년 10개월간의 거래기간 동안 예탁금대비 수수료 비율이 40%에서도 과당매매를 인정했다.

52) 동 판결의 사실관계에 따르면, 8개월여의 거래기간 동안 총 350회의 매매를 하였고(월평균 42회), 수수료 수익은 34,878,380원으로 예탁금(554,242,345원) 대비하여 6.29%, 손해액(327,894,285원)과 대비하여 10.63% 정도였다고 한다. 이에 대해 대법원은 손해액 대비 수수료의 비율이 그다지 크지 않다는 이유로 증권회사가 충실의무를 위반하여 과당매매를 한 것으로 보기 어렵다고 판시하였다.

입출매매거래는 여러 가지 형태가 있을 수 있다. 우선 고객이 예탁한 증권의 전부 또는 일부를 매도하고 해당 가격으로 즉시 같은 증권 혹은 다른 증권을 사는데 재투자했다가, 단기간 내에 다시 새로 매수한 증권을 매도하는 등의 매매를 반복하는 형태를 생각해 볼 수 있다. 그 밖에 증권업자가 자신이 관리하는 A 고객의 계좌에서 최근에 매수한 증권을 곧바로 매도하면서, 자신이 관리하는 또다른 B 고객의 계좌에서는 그와 동일한 증권을 매수하는 형태로 거래가 이루어지는 것 역시 과도성이 인정될 수 있는 입출매매형태이다.

그러나 입출매매 혹은 반복매매의 빈도가 어느 정도일 때 거래의 과도성을 인정할 수 있을 것인가 하는 것은 매매회전율이나 수수료비율과 마찬가지로 정형화하기 곤란하며, 이들 기준과 고객의 투자목적, 계좌의 재정상태 등을 종합적으로 고려하여 과도성을 판단할 수밖에 없다.

라. 고객의 투자목적과 성향

이상에서 제시한 매매회전율, 수수료율, 빈번한 입출매매 등의 비율이 높다면, 거래의 과도성이 비교적 쉽게 인정될 수 있을 것이다. 이러한 기준들은 주식매매의 동기 및 경위와 단기매매가 이루어져야 할 특별한 사정을 제외하고는 모두 거래의 양적 요소와 관련된 것이다. 그렇지만 어떤 위탁계좌에 대하여 증권업자가 단순히 많은 양의 거래를 단기간에 반복하였다는 사정만으로 과도한 거래인지 여부를 판단할 수는 없다. 이러한 기준들은 어디까지나 거래의 과도성 여부를 판단하기 위한 참고사항일 뿐이며, 일정 수치를 근거로 한 절대적인 기준이 될 수는 없기 때문이다.

증권업자에게 매매를 위탁하는 고객은 매우 다양하여 퇴직자 또는

미망인과 같이 원금보장이나 배당수익 등 보수적인 투자목적을 가진 고객이 있을 수도 있고, 증권투자를 수단으로 적극적인 주가변동에 따른 매매차익을 실현하려는 투기적인 목적을 가진 고객이 있을 수도 있다. 따라서 과도한 거래에 해당하는가의 문제를 단순히 거래횟수, 수수료의 다과 등 거래행위의 수량적 사실만을 가지고 판단할 수는 없다. 오히려 고객예탁계좌의 성격, 재정상태, 고객의 투자 목적 등을 고려하여 이러한 고객계좌의 특성에 비추어 증권업자에 의해 이루어진 증권의 거래량이나 거래빈도가 해당 고객이 예상할 수 있었고 감당할 수 있었던 것이었는지의 여부에 대해 우선적으로 판단해야 할 것이다.[53]

이들 각각의 기준들을 종합적으로 판단하고, 궁극적으로는 이를 고객의 투자목적 및 계좌의 성격과 관련하여 사례별로 과도성 여부를 판단하여야 할 것이다. 투자목적이 다양한 만큼 과도성 여부를 판단할 수 있는 단일하고 획일적인 기준이 존재할 수는 없기 때문이다. 고객의 투자목적 및 성향은 매우 다양한 스펙트럼으로 나누어지므로, "투자목적에 비추어" 거래의 과도성 여부를 판단한다고 하는 것은 고객의 투자목적에 따라 거래의 과도성을 판단하는 기준이 달라질 수도 있다는 의미이다. 예컨대, 고객의 투자목적과 투자성향이 고도의 투기적 성향을 지니고 있다거나 단기차익을 목적으로 한다면, 원금보전과 배당이익획득에 주안점을 두고 있는 안정성 위주의 계좌에 비해, 어느 정도 매매회전율이 높거나 매매 빈도가 높게 나타난다고 하여, 거래의 과도성이 바로 인정된다고 볼 수는 없을 것이다.

---

53) 거래량, 거래빈도, 수수료비율 등을 파악하는 것을 정량분석(quantitative analysis)이라고 한다면, 이러한 고객계좌의 특성을 분석하는 것은 정성분석(qualitative analysis)이라고 할 수 있다. 과도성에 대한 판단은 이를 상호 관련시켜 파악해야 하며, 우리 증권거래법 107조 2항 2호에서도 "위탁받은 취지와 위탁받은 금전 및 유가증권의 규모에 비추어 지나치게 자주 매매거래를 하는 행위"라고 명시함으로써 이 점을 분명히 밝히고 있다.

3. 주관적 성립요건: 고의

가. 미국 증권거래법상의 주관적 요건: scienter

1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5에 근거한 과당매매 소송에서는 과당매매를 일종의 기망성을 내포하고 있는 행위로 보고, 과당매매로 인정되기 위한 요건으로 계좌관리자의 과당매매에 대한 인식(scienter)[54]을 요구하고 있다. 즉 객관적 요건으로 계좌에 대한 지배와 거래의 과도성이 인정된 경우, 증권업자가 과당매매의 인식을 가지고 거래를 했다는 주관적 요건이 필요하다.

SEC는 이러한 scienter의 존재야말로 기망행위의 일종인 과당매매(churning)와 단순한 과다거래(excessive trading)를 구분하는 중요한 요소라고 보고 있다.[55] 따라서 증권거래에 있어 사기적 의도를 가지고 거래를 했거나, 또는 고객의 이익을 의도적으로 무시하고 거래를 했거나 혹은 무모하게도 고객의 이익을 무시했다면, 일응 증권거래법상의 사기행위로 보기 위한 주관적 요건인 scienter가 있는 것으로 볼 수 있을 것이다. 미국 판례도 과당매매의 scienter의 정도를 기망의 고의(intent to

54) scienter는 단순한 부주의라 할 수 있는 과실(negligence)보다는 적극적인 개념으로서, 행위자가 과당매매의 발생을 적극적으로 의도하지는 않았지만, 자신의 행위로 인하여 과당매매라는 결과가 발생될 가능성이 있음을 알면서도 그 행위를 할 때의 의식상태를 말하는 것으로서, 굳이 우리법에 대응시킨다면 미필적 고의에 가까운 개념이다.

55) 전(前) 증권회사 직원의 권유와 일임권한의 남용으로 인한 과당매매 관련 손해배상사건에 대해 SEC가 의견을 제시하면서, scienter야말로 churning과 excessive trading을 구별하는 가장 중요한 기준이라고 보았다. 또한 churning과 excessive trading이 구체적인 구별 없이 동의적인 의미로 쓰이는 것이 일반적인 관행임을 인정하면서도, scienter가 없는 단순한 excessive trading은 넓은 의미의 적합성원칙을 위반하는 예로 보았다(SEC(Rel. No. 34-38742)).

defraud)뿐만 아니라, 고객의 이익을 의도적으로 또는 무모하게 무시하는 것(willful or reckless disregard)으로도 충분하다 하여 의도적 무시의 경우에도 scienter가 있는 것으로 보고 있다.[56]

대부분의 주관적 요건에 대한 입증이 그러하듯이, 과당매매에 있어 고의의 존재를 직접적인 증거에 근거하여 입증하는 것은 매우 어려운 일이다. 따라서 이러한 주관적 요건은 간접사실을 종합하여 인정할 수밖에 없는 경우가 대부분인데, 판례는 1934년 증권거래법 10조(b)의 scienter의 존재를 "당해 행위의 성격으로부터 암묵적으로도 알 수 있다"라고 함으로써, 객관적 요건의 존재 및 특성으로부터 주관적 요건의 존재를 추정하여, 원고의 입증부담을 완화하고 있다.

과당매매의 경우에는 객관적 요건, 즉 계좌에 대한 지배와 거래의 과도성을 입증함으로써, 증권업자의 고의가 있음을 간접적으로 추정하고 있다. 그 외에도 정황증거 등에 의해 고의의 존재를 입증하는 방법도 생각해 볼 수 있을 것이다. 예를 들어 증권회사가 수수료 수익을 증대시키기 위해 직원에게 약정수익을 할당하거나, 각 지점에게 수수료수익의 증대를 위한 경쟁을 부추기고 있었다면, 이러한 사실은 과당매매의 고의를 입증하는 유력한 정황증거가 될 수 있다.

나. 우리 판례상의 주관적 요건: 고의

우리나라의 과당매매 소송에서도 주관적 요건으로, 미국의 경우와 같은 scienter와 동일한 정도의 인식상태가 요구되는지에 대해서는 의문이 제기될 수 있다.

---

56) Mihara v. Dean Witter & Co., 619 F.2d 821 (9th Cir. 1980); Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., 570 F.2d 38 (2d Cir. 1978), cert.denied, 439 U.S. 1038 (1978) (Jennings 외(1998) 참조)

원래 미국의 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5는 본래 일반적인 반사기조항으로서, 의도적인 사기를 원인으로 하는 손해배상책임에 관한 규정이므로, 필연적으로 단순한 과실을 초과하는 고의를 요건으로 하게 된다. 물론 보통법상의 사기를 이유로 하는 경우에도 당연히 주관적 요건인 고의를 요구한다. 그렇지만 계약당사자간의 특별한 신임관계를 기초로 한 보통법상의 신인의무 위반을 이유로 하는 손해배상청구의 경우에는 주관적 요건으로 고의 외에 과실로도 충분하다.

우리 증권거래법의 경우, 미국과는 달리 과당매매를 단순히 금지하는 규정만이 있을 뿐, 이를 사기행위로 보는 규정은 없다.[57] 과당매매와 관련된 우리 판례도 불법행위책임의 근거를 사기가 아닌 충실의무 위반에 두고, 책임의 근거규정을 민법상의 불법행위 손해배상책임의 일반 규정인 민법 750조로 삼고 있다. 그렇다면 우리법상 과당매매로 인한 손해배상책임을 인정하기 위한 불법행위의 주관적 요건으로 고의 또는 과실이 있는 것으로 충분할 뿐이지, 사기행위의 주관적 요건인 고의에 한정할 것은 아니다. 그럼에도 불구하고 과당매매에 관한 손해배상책임에 있어, 고의와 과실이라는 주관적 요소와 관련하여 우리 법원은 과당매매를 사기행위의 일종으로 보는 미국의 이론을 수용하여, 과당매매의 주관적 성립요건을 고의로 한정하는 태도를 취하고 있다. 그러나 법원은 과당매매

57) 그러나 통합법안은 194조 1항 1호에 미국의 1934년 증권거래법 10조(b)에 해당하는 포괄적 반사기조항을 두고 있으므로 이 조항을 근거로 하여 손해배상책임을 묻게 된다면 미국의 경우처럼 과당매매를 일종의 사기행위로 보아 과당매매의 주관적 성립요건을 고의로 한정하기 용이하게 될 것이다. 그러나 과당매매로 인한 손해배상은 가벌적인 모든 행위를 포괄적으로 제재하기 위한 규정인 194조의 성격상 동조에 의하여 이루어지기 보다는 신의성실을 요구하고 이해상충되는 행위를 직접적으로 금지하는 37조 등에 의해 이루어질 가능성이 많다고 본다. 이 경우 통합법안 63조 1항에 의하여 손해배상책임을 물을 수 있는데, 동조항에서는 "법령 등에 위배되는 행위를 하거나 업무를 소홀히 하여"라고 하고 있어, 과당매매의 주관적 성립요건을 어떻게 고의로 한정하여야 하는지는 여전히 문제로 남게 된다.

에 대해 민법 750조의 불법행위책임을 적용하면서 왜 그 주관적 요건을 고의로 한정하는지 그 이유 내지 법적근거에 대해서는 침묵하고 있다. 이는 미국과 달리 과당매매행위를 증권거래법상의 반사기조항이 아닌, 민법상의 일반 불법행위책임으로 해결할 수밖에 없는 우리 법체계상의 차이로 초래되는 문제라고 생각된다.

이와 관련하여 과당매매행위는 고의에 준하는 강한 주관적 요소를 요구하는 사기적 성격을 가지고 있다는 점을 직시하여야 할 것이다. 즉 과당매매를 반사기조항에 해당한다고 볼 수 있는 우리 증권거래법 107조 및 52조를 위반하는 사기적 행위로 보아 당해 조항들의 위반으로 위법성이 징표된 과당매매행위에 대해 민법 750조의 불법행위에 의한 손해배상책임을 물을 수 있을 것이다. 다만 민법 750조의 주관적 요소 중에서 고의가 인정되는 경우에 한하여 과당매매책임을 인정하고 과실만이 인정되는 경우에는 과당매매책임을 인정하지 않도록 하는 입법적 해결이 필요하다고 본다.

우리 법원은 과당매매 판단기준을 매우 포괄적으로 설정하면서도, 매매회전율이나 예탁금대비 수수료비율 등에 대해 구체적으로 검토하는 경우는 드물고, 대신에 주관적인 요건인 고의의 결여를 들어 원고의 과당매매 주장을 대부분 기각하고 있는 것이 현실이다. 이러한 현상을 거래의 과도성 요건의 복잡성과 기준의 모호성, 손해배상액 산정 등 과당매매의 객관적 요소에 대해서 법원이 정면으로 부딪치기보다는, 고의라는 주관적 요건을 이유로 과당매매를 인정하지 않음으로써, 판단의 곤란함을 회피하려는 것으로 보는 견해도 있다.[58]

---

58) 예를 들어 부산고등법원 2000. 10. 13 선고 99나12680 판결의 경우, "피고가 주식을 샀다가 단기간에 파는 행위를 반복함으로써 매매회전율이 상당히 높았을 뿐 아니라, 피고가 그로 인해 상당한 수수료 수익을 올렸던 사실은 위에서 인정한 바와 같다. 그러나 그러한 사실만으로 피고의 행위가 원고의 이익을 무시하고 피고의 영업실적을 증대시키기 위한 '목적' 아래 이루어진 것이라고 보기 어렵고……이를 뒷받침할 증거가 없다……"이라

본래 고의나 인식 등과 같은 주관적 요건은 간접사실인 정황증거, 객관적 요소의 충족 등을 통하여 간접적으로 입증될 수밖에 없는 것이다. 따라서 객관적 요건인 계좌의 지배와 과도성 판단에 초점을 맞추고, 이러한 객관적 요건이 충족되면, 사실상 주관적 요건인 고의는 일응 추정되는 것으로 보아 피고인 증권회사가 자신이 고의나 인식이 없었음을 입증하도록 하는 것이 바람직하다고 본다.

4. 과당매매의 요건에 관한 비교법적 검토

미국에서 확립된 과당매매의 요건인 ①고객의 계좌에 대한 지배, ②과도한 거래, ③주관적 요건으로서의 고의 또는 인식에 관한 내용은 법률 규정이나 SEC Rule에 따라 연역적으로 도출된 것이 아니다. 오히려 증권업자의 불공정거래행위의 한 유형으로서, 법원이나 SEC에 문제로 제기되었던 사건들을 통해 귀납적으로 추출된 요건이라고 볼 수 있다. 따라서 이들 요건의 구체적인 내용이 명확하게 수치나 획일적인 기준에 따라 정해질 수 있는 것은 아니다.

우리 나라의 경우 과당매매에 관한 기본적인 요건에 대하여는, 미국의 과당매매규제의 법리를 그대로 수용하고 있으나, 그 구체적인 내용을 판단함에 있어서는 차이를 보이고 있다.

우리 대법원은 우선 거래의 과도성을 판단함에 있어, 고객의 계좌에 대한 증권회사의 지배여부, 주식매매의 동기 및 경위, 거래기간과 매매횟

고 판시함으로써, 과당거래의 객관적 요소들을 인정하면서도, 원고로 하여금 피고의 고의에 관한 주관적 요소를 적극적으로 입증하도록 요구하여, 사실상 피고의 손을 들어주는 판단을 하였다. 이러한 유형의 판결은 비단 동 판결에 국한되는 것이 아니라, 다른 하급심 판례에서도 쉽게 찾아볼 수 있다(이기영(2002)).

수 및 양자의 비율, 매입주식의 평균보유기간, 단기매매비율, 동일주식의 매입·매도 반복 여부, 수수료 등 비용공제 후의 이익 여부, 운용기간에 비추어 수수료액의 과다여부, 손해액에서 수수료가 차지하는 비율, 단기매매가 이루어져야 할 특별한 사정이 있었는가의 여부 등 제반사정을 참작하도록 하고 있다. 그러나 이와 같이 지나치게 포괄적인 판단기준을 제시함으로써 실제의 과당매매관련 사건에서는 판단기준이 오히려 불명확해지는 문제가 발생하고 있다. 물론 거래의 과도성 여부를 획일적인 수치만으로 판단할 수는 없는 것이지만, 매매회전율과 같은 객관적 판단기준을 검토해야 할 필요는 있다. 실제로 과당매매에 관한 분쟁 발생시 매매회전율을 적용하여 과당매매 판단을 시도한 하급심 판결이 없었던 것은 아니나, 월평균 5.5에서 6.6 사이에서 과당매매를 인정함으로써, 미국에 비해 상당히 높은 매매회전율을 적용했음을 알 수 있다.

주관적 요건과 관련된 손해배상체계에 있어서도, 미국의 증권거래법과 우리 증권거래법이 차이를 보이고 있는 바, 이것은 대륙법체계를 기본으로 해서, 영미법체계에 속하는 미국의 증권거래법을 수용하고 있는 우리 증권거래 규제체계의 구조적 특징과도 무관하지 않다.

미국 증권거래법의 경우 과당매매를 반사기조항을 위반한 행위의 일종으로 보아, 주관적 요건을 판단함에 있어 미필적 고의에 해당하는 인식(scienter)를 요구하고 있고, 민사책임을 추궁할 때 객관적 요건이 충족되면 이러한 인식은 일응 추정되는 것으로 보아, 피고로 하여금 인식이 없음을 반증하도록 입증책임을 부과하고 있다. 그렇지만 우리 증권거래법의 경우 과당매매를 금지하고 있을 뿐 이에 대해 별도의 손해배상 특칙을 두고 있지 않으므로,[59] 과당매매를 이유로 손해배상을 청구하는 경우에는 민법 750조상의 일반불법행위책임에 따라야 한다. 이 경우 주관적 요건에 해당하는 고의·과실을 원고가 입증하여야만 한다. 이와 관련하

59) 이에 비해 통합법안은 63조와 194조에 각각 손해배상책임조항을 두고 있다.

여 우리 법원은 민법상의 일반불법행위책임에 근거한 손해배상책임을 묻고 있음에도 불구하고, 과당매매의 인정 여부에 있어서는 미국의 경우를 그대로 수용하여 주관적 요건으로 과실을 배제하고 고의만을 인정하고 나아가 이를 원고가 직접적으로 입증하도록 요구하고 있다. 이로 인해 우리 법원의 과당매매사건의 경우, 거래량이나 거래 빈도 등 객관적 요건이 일응 충족된다고 할 수 있는 상황에서도 주관적인 인식이나 의도가 인정되지 않는다는 이유로 과당매매를 인정하지 않는 경우가 많다.

Ⅴ. 과당매매로 인한 피해의 민사적 구제

1. 과당매매로 인한 손해배상책임의 근거
2. 손해배상의 범위
3. 손해배상액의 산정방식
4. 기타 관련문제
5. 비교법적 검토

V. 과당매매로 인한 피해의 민사적 구제

증권회사의 일임계좌에 대한 과당매매가 인정될 경우, 이에 대해서는 미국의 경우 SEC Rule 10b-5를 위반한 여타의 다른 행위와 마찬가지로 법무부의 형사소추, SEC의 중지명령, 증권업 등록취소 등과 같은 행정제재,[60] 법원이나 중재기관에 의한 민사배상책임 등이 부과된다. 우리 나라의 경우에도 증권회사는 그 업무와 재산에 관하여 금융감독원장의 검사를 받도록 하고 있으며, 증권회사가 업무집행상 위법 또는 부당한 행위를 한 경우, 금융감독위원회는 그 사유에 따라 영업의 전부 또는 일부의 정지명령을 할 수도 있고, 기타 기관경고, 임직원 징계, 시정요구 등의 행정적 제재를 할 수 있다.[61] 또한 과당매매와 관련하여 분쟁이 발생한 경우, 투자자는 법원에 민사손해배상을 청구하거나 또는 금융분쟁조정위원회에 조정을 신청할 수도 있다.[62] 이하에서는 이 중에서 과당매매를 이유로 한 민사손해배상책임에 관한 문제를 살펴보기로 한다.

---

60) 1934년 증권거래법 15조(b)(4), 21조(d), 21B조(a)・(b), 21C조 등

61) 증권거래법 53조 5항 2호, 증권거래법시행령 36조의5 등

62) 금융분쟁조정위원회는 금융회사 이용자와 금융회사간의 거래 등 금융회사의 업무와 관련하여 발생한 금융분쟁의 조정에 관한 사항을 심의·의결함으로써 금융회사 이용자의 기본적 권익을 보호할 목적으로 설치된 분쟁해결기구이다. 금융감독원이 은행·증권·보험 등 금융부문을 모두 포괄하는 금융분쟁조정위원회를 운영하고 있다. 만일 금융분쟁당사자가 금융분쟁조정위원회의 조정안을 수락한 경우에는 재판상 화해와 동일한 효력이 인정되므로, 동 위원회는 금융분쟁에 관한 준사법적 기구라 할 수 있다(「금융감독기구의 설치 등에 관한 법률」3장 5절(금융분쟁의 조정) 참조).

1. 과당매매로 인한 손해배상책임의 근거

가. 불법행위책임

과당매매에 기한 손해배상책임의 근거는 불법행위책임과 채무불이행책임으로 나누어 볼 수 있다. 미국의 경우 과당매매에 대하여 보통법상의 사기로 인한 불법행위책임 외에, 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5를 근거로 불법행위책임을 물을 수 있다. Kardon 판결[63]을 계기로 증권회사의 과당매매행위에 대해 투자자는 증권거래법상의 반사기조항 위반을 이유로 손해배상책임을 청구할 수 있게 된 것이다. 우리 대법원 역시 증권업자의 과당매매행위에 대하여 충실의무 위반에 따른 불법행위 손해배상책임이 인정된다고 보고 있다.[64]

종래 우리 증권거래법에는 과당매매에 관한 근거규정이 없었기 때문에, 법원이 미국의 보통법상 신인의무 위반에 따른 손해배상책임을 인정하는 법리를 수용하여, 불법행위에 따른 손해배상책임을 인정하였다. 그렇지만 1991년 증권거래법 개정으로 107조 2항 및 증권거래법 시행규칙 20조의2 2호에서 과당매매를 금지하는 규정을 두었으며, 그 후 2004년 1월에는 종래 시행규칙에 있던 과당매매금지규정을 증권거래법 107조 2항 2호로 상향조정하였다. 과당매매를 금지하는 이러한 증권거래법 규정이 투자자의 피해를 구제하기 위한 직접적인 민사책임 근거조항에 해당한다고 보기는 어렵다 하더라도, 과당매매는 증권거래법을 위반하는 행위로서 위법성이 인정되므로, 이러한 과당매매 행위에 의해서 피해를 입은 투자

63) Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D.Pa 1946)

64) 대법원 1996. 8. 23. 선고 94다38199 판결; 대법원 1997. 10. 24. 선고 97다24603 판결; 대법원 2002. 3. 29. 선고 2001다49128 판결; 대법원 2003. 6. 27. 선고 2002다72804 판결 등

자는 민법상의 불법행위에 따라 손해배상을 청구할 수 있다고 본다.[65]

미국의 1934년 증권거래법 10조(b)와 SEC Rule 10b-5, 그리고 일본 증권거래법 157조 1호와 같은 일반적인 반사기조항에 근거하여 과당매매를 규제할 경우, 과당매매가 이들 규정이 금지하고 있는 사기적 행위에 해당하기 위해서는 우선, 증권회사의 충실의무 위반을 주장할 필요가 있을 것이다. 그러나 우리 증권거래법 107조나 52조 또는 일본 증권거래법 161조 1항과 같이 과당매매를 금지행위의 하나로서 직접 명시한 경우라면, 과당매매의 위법성을 인정하기 위해서 미국의 경우와 같이 간접적인 방식의 논리구성을 할 필요는 없다고 본다. 따라서 증권거래법 107조 2항의 위반사실로도, 민법 750조의 불법행위 성립을 위한 객관적 요소의 하나인 가해행위의 위법성을 인정하는 것에는 무리가 없다고 판단된다.[66]

---

65) 통합법안은 과당매매를 직접적으로 명시하여 금지하는 규정을 두고 있지는 않다. 그러나 해석상 과당매매는 37조의 신의성실의무 내지 이해상충회피의무의 위반에 해당되고, 63조에 의하면 금융투자업자가 법령 등을 위반하거나 업무를 소홀히 하여 투자자에게 손해를 입히면 손해를 배상할 책임을 지므로, 과당매매는 통합법안 37조와 63조를 연계 검토할 경우 통합법상의 금지규정 위반을 이유로 바로 손해배상책임을 물을 수 있다. 한편, 과당매매는 기망행위적인 성격을 지니고 있으므로 통합법안 194조 1항 1호를 위반한 행위에 해당하여 195조에 의해서도 민사손해배상책임을 물을 수 있다. 이에 비해 일본의 경우 일본 증권거래법 157조는 미국의 SEC Rule 10b-5와는 달리 직접적인 손해배상책임의 근거조항으로 기능한다고 보기는 어렵다고 한다. 그렇지만 157조를 위반하게 되면 행위의 위법성이 인정되므로, 그러한 행위에 의해 이익이 침해된 투자자는 일본민법의 불법행위(민법 709조)에 기하여 손해배상을 청구할 수 있을 것이라고 한다(近藤光男 외(1999)).

66) 이와 관련하여 이제 우리 법원도 과당매매사건에 대하여 종래와 같은 충실의무 위반이라는 간접적인 방식이 아닌, 증권거래법상의 금지규정 위반을 이유로 바로 불법행위책임을 인정해야 한다는 견해가 있다(이기영(2002)).

나. 채무불이행책임

위탁매매계약 또는 일임매매계약을 통해 형성된 양 계약당사자 사이의 보통법상의 신인의무 위반을 이유로 과당매매에 대한 손해배상책임을 추궁하는 경우에는, 계약상의 채무불이행책임을 물을 수 있을 것이다.[67]

우리 법의 경우, 설령 증권업자가 과당매매를 하였다 하더라도, 그것이 일임매매 약정에 따라 이행한 것이었다면, 과당매매 사실 자체만으로 바로 이행불능이나 이행지체에 해당한다고 보기는 어려울 것이다. 그렇지만 포괄적 일임약정 등을 통한 과당매매를 한 경우, 이것을 민법 390조에 규정된 "채무자가 채무의 내용에 따른 이행을 하지 아니한 때"에 해당하는 것으로 본다면, 불완전이행책임에 포함될 수 있을 것이다. 즉 계약의 내용에는 기본적 급부의무 외에 부수적 의무도 포함될 수 있으므로,[68] 대법원 판례[69]와 같이 증권업자가 충실의무 내지 고객보호의무에 위반하여 과당매매를 한 결과 고객에게 손해를 입혔다면, 비록 일임매매약정에 따른 이행행위가 있었더라도 계약에 따르는 부수적 의무라고 할 수 있는 충실의무(고객보호의무) 위반을 이유로 불완전이행의 책임을 물을 수도 있을 것이라고 본다.

일본의 경우 과당매매를 원인으로 손해배상청구소송을 제기하는 경우에는 채무불이행(충실의무 위반 또는 선관주의의무 위반)을 근거로 할 수도 있고, 불법행위를 근거로 할 수 있다고 한다. 즉 채무불이행으로 인한 손해배상책임과 불법행위로 인한 손해배상책임은 이론구성이 다르

---

67) 그러나 반드시 증권업자의 신인의무 위반이 채무불이행책임만을 구성하는 것은 아니다. 해당 위반행위가 기망행위로 볼 수 있는 경우에는 보통법상의 사기(fraud)로서 불법행위책임을 물을 수도 있다.

68) 곽윤직(2003)

69) 대법원 1996. 8. 23. 선고 94다38199 판결; 대법원 2002. 3. 29. 선고 2001다49128 판결; 대법원 2003. 6. 27. 선고 2002다72804 판결 등 다수

긴 하지만, 실질적으로는 주장・입증해야 할 사실이 거의 중복되고, 실무적으로도 원고는 두 가지 모두를 주장하게 될 것이다.[70] 실제로 일반투자자가 증권회사의 권유에 의해 과당매매를 함으로써 입은 손해에 대해 증권회사에 대해 채무불이행 및 불법행위를 이유로 손해배상을 청구한 사건[71]에서, 일본의 법원은 과당매매가 인정되는 경우에는 증권회사가 책임지는 고객에 대한 충실의무위반으로서 채무불이행이 되는 동시에 증권거래법 58조 1호[72]에 해당하는 민법상의 불법행위를 구성한다고 판시하여, 과당매매가 채무불이행책임의 효과도 있음을 밝히고 있다.

다. 소결

증권회사의 과당매매행위에 대해, 투자자가 불법행위책임을 물을 것인지, 채무불이행책임을 물을 것인지에 대해서는 구체적인 사실관계에 따라 달라질 수 있다. 과당매매로 인한 손해배상청구를 하는 경우, 객관적 요건인 계좌의 지배, 거래의 과도성은 원고에게 입증책임이 있지만, 고의·과실 등과 같은 주관적 요건의 경우에는 손해배상청구의 근거에 따라 차이가 있다. 불법행위책임과 채무불이행책임 모두 책임의 성립요건으로 고의・과실과 같은 주관적 요건이 있어야 하는 바, 주관적 요건

70) 小島秀樹(1992)

71) 동경고등법원 1988년 10월 20일 판결(동경지방법원, 1987년 3월 31일 판결). 이 사건의 원고는 일반투자자 정도의 지식·경험을 소유한 산부인과 의사로서, 증권회사의 권유에 따라 과당매매를 했음을 이유로 증권회사에 대해 채무불이행 및 불법행위에 기한 손해배상청구를 하였다. 그러나 법원은 원고가 적극적인 투자목적을 가진 투자자로 볼 수 있으며, 거래회수나 규모 면에서 원고의 투자목적이나 재산상태·투자경험 등에 비추어 부적합하다고 보기 어려운 점 등을 들어 계좌지배요건 등이 결여된 것으로 보아서, 원고의 손해배상청구를 기각하였다.

72) 이 조항은 현행 일본 증권거래법 157조 1항으로 변경되었다.

을 누가 입증할 것인지에 대해서는 차이가 있다. 양 책임의 가장 큰 차이는 바로 고의와 과실과 같은 주관적 요건에 대해 누가 입증책임을 부담하는가에 관한 것이다.

채무불이행책임의 경우, 채무자 즉 피고측에서 채무불이행에 관한 고의·과실이 없었음을 입증해야 한다. 이에 비해 불법행위책임의 경우에는 채권자, 즉 원고인 불법행위의 피해자가 가해자인 피고의 위법한 행위와 그에 대한 고의·과실이 있었음을 입증해야 한다. 실제 소송에서 입증책임이 누구에게 있는가에 관한 문제는 당해 소송의 승패를 좌우할 정도로 중요한 문제인 바, 고의·과실과 같은 주관적 요건은 명확하게 직접적인 증거를 들어 입증하기가 곤란하므로, 이러한 주관적 요건에 대한 입증책임의 부담은 더욱 커진다.

미국의 경우 과당매매에 대하여, 채무불이행책임과 보통법상의 사기에 근거한 불법행위책임 또는 증권거래법상의 반사기조항위반에 기한 불법행위책임 모두를 인정하고 있다. 일본의 경우에도 과당매매에 대하여 충실의무 위반을 이유로 한 채무불이행책임 또는 불법행위책임을 모두 인정하고 있다. 이에 비해 우리 나라의 경우에는 대법원과 금융분쟁조정위원회 모두 과당매매에 대하여 충실의무를 위반한 불법행위책임으로 보고 있다는 점에서 차이가 있다.

그렇지만 과당매매는 증권회사와 투자자간의 위탁매매약정 내지 투자일임계약을 기초로 한 것이므로, 과당매매에 따른 손해배상책임을 반드시 불법행위책임에 한정해야 하는 것은 아니며, 미국이나 일본과 같이 구체적인 사실관계에 따라서 채무불이행책임을 검토할 수도 있을 것이다. 더욱이 통합법안은 37조에서 금융투자업자에게 신의성실의무와 이해상충회피의무를 준수하도록 요구하는데, 과당매매는 이 규정을 위반하는 전형적인 사례이므로 채무불이행책임을 물을 수도 있을 것이다.

2. 손해배상의 범위

과당매매가 발생한 경우, 투자자가 증권회사 또는 그 임·직원을 상대로 손해배상을 청구할 수 있음은 앞에서 살펴본 바와 같다. 그러나 손해의 범위나 손해배상액 산정에 대한 구체적인 기준을 제시하고 있는 규정은 미국이나 우리 나라 모두 없는 상황이다. 미국의 1934년 증권거래법 10조(b)와 SEC Rule 10b-5에서는 손해배상액의 산정방식에 대해서 규정하고 있지 않으며, 다만 1934년 증권거래법 28조(a)에서 실제발생한 손해액(actual damages)에 한정하여 배상하도록[73] 제한하고 있을 뿐이다. 우리의 경우에도 민법 750조에서 "손해를 배상하여야 한다"고 규정하고 있기는 하지만, 이는 어디까지나 불법행위에 관한 총론적 규정으로서, 과당매매로 인한 손해의 범위나 산정방식에 대해서 구체적으로 다루고 있는 것은 아니다. 따라서 과당매매로 인해 투자자가 입은 손해가 무엇인가에 관한 "손해배상의 범위확정 문제"와 그러한 범위에 해당하는 손해액을 구체적으로 어떻게 산정할 것인가에 관한 "손해배상액의 산정방법 문제"에 관한 검토가 필요하다.[74]

---

73) 따라서 1934년 연방증권거래법 10조(b)의 위반을 근거로 과당매매를 문제삼는 경우에는 징벌적 손해배상(punitive damages)은 인정되지 않고, 실손해에 대한 배상을 청구할 수 있을 뿐이다. 그렇지만 해당 과당매매사건이 관할법원이 소속된 주(州)의 법을 위반하였거나, 사기, 신인의무 위반 등 보통법 위반을 이유로 과당매매책임을 묻는 경우에는 징벌적 손해배상을 청구할 수 있다. 징벌적 손해배상이 인정되기 위해서는 통상적으로 가해자에게 악의가 있거나 사기의 의도로 행동한 사실이 있음을 요하는데, 과당매매는 기망행위성을 내포하고 있어, 징벌적 손해배상을 인정하기가 비교적 용이하다(김성탁(1998)).

74) 손해의 범위와 손해배상액의 산정방식은 구별하여 이해할 필요가 있다. 손해의 범위를 정하는 것은 손해배상의 범위가 사실적 원인관계에 근거하여 무한정 확대되는 것을 예방하고, 손해배상책임이 발생한 원인과 인과관계가 있는 손해 중에서 실제로 가해자가 배상해야 할 손해의 한계를 정하는

가장 기본적인 의미의 손해를 정의한다면, 채무불이행 또는 불법행위가 있음으로서 발생한 상태와 그러한 행위가 없었을 경우 발생하였을 상태와의 차이에서 발생한 불이익이라고 정의할 수 있을 것이다. 그렇지만 그러한 정의는 포괄적인 의미의 손해를 정의한 것일 뿐, 손해는 그 본질이나 내용에 따라 다양하게 분류될 수 있다. 예를 들어 손해의 내용에 따라 원인행위의 발생으로 인한 손해 그 자체를 의미하는 적극적 손해와 원인행위 발생으로 인해 장래에 발생할 이익을 얻지 못하는 경우(즉 상실된 이익), 이를 손해로 인식하는 소극적 손해로 분류될 수도 있다.

과당매매로 인한 손해는 기본적으로 재산적 손해라고 볼 수 있는 바, 문제는 과당매매를 직접 원인으로 하여 발생한 손해인 수수료 등 지출비용 등을 손해로 한정할 것인가 아니면, 초기 예탁자산에서 과당매매로 인해 줄어든 잔존자산을 공제한 차액을 손해로 볼 것인가, 아니면 과당매매로 인해 발생한 투자수익의 상실까지도 손해에 포함시킬 것인가에 관한 것이다.

가. 수수료 등 지출비용

고객은 우선 증권업자의 과당매매로 인하여 불필요하게 지출한 거래비용이라는 적극적 손해에 대하여 배상을 청구할 수 있다. 위 지출비용에는 수수료(commission) 외에도 신용거래에 대한 이자, 거래관련 세금[75] 등이 모두 포함된다. 문제는 고객이 반환받을 수 있는 지출비용에

것이다. 이와 같이 손해의 범위는 배상해야 할 손해의 영역을 정하는 문제인 데 반하여, 손해배상액의 산정은 확정된 손해를 금전으로 환산하는 문제이다(곽윤직(2003)).

75) 증권거래세법에 따라 주권·지분의 양도에 대해서는 증권거래세가 부과된다. 증권거래세법에서 규정하고 있는 기본세율은 0.5%이나, 자본시장 육성

따른 손해는 증권업자의 과당매매행위와 상당인과관계가 있는 금액에 한정되어야 하는데, 과연 원고가 지출한 수수료 등의 지출비용 중 어느 범위만큼이 적정한 거래에 따른 수수료이고, 어느 범위까지가 과당매매로 인한 수수료인가를 확정하는 문제와 연계되어 있다. 이것은 증권업자가 했던 일정기간 동안의 모든 개별적인 거래행위가 과당매매에 해당하는 것은 아니고, 그 중에는 적절한 이득을 낸 적합한 거래행위도 포함되어 있기 때문에 발생하는 것이다.

그러나 증권업자가 한 수많은 거래행위 중 어느 거래가 과당매매이고 어느 거래가 적합한 거래행위였는지를 일일이 구분하는 것은 사실상 어려운 일이고, 정상적인 거래 수수료와 과당매매 수수료를 구별하는 것도 어려운 일이다. 또한 과당매매라는 개념 자체가 개별 거래에 대해 인정되는 개념이 아니라, 일정기간에 걸친 일련의 거래행위를 총체적으로 사후평가한 개념이므로, 개별 거래의 적법성을 별도로 검토할 필요는 없는 것으로 본다. 따라서 과당매매행위로 평가된 일정한 거래기간 동안 고객이 증권업자에게 지급한 수수료 중에 일부의 정당한 수수료가 포함되어 있다고 하더라도, 특별한 사정이 없는 한, 원칙적으로 증권업자는 그 거래기간 동안 발생한 수수료 등 지출비용 전부를 배상하게 된다.[76]

을 목적으로, 유가증권시장 등에서 거래되는 주권양도에 대하여는 동법 시행령에서 그 세율을 탄력적으로 정할 수 있다(8조). 그리하여 증권거래세법 시행령 5조에서는 거래소의 유가증권시장에서 양도되는 주권의 경우 0.15%, 거래소의 코스닥시장에서 양도되는 주권의 경우 0.3%로 세율을 조정하고 있다. 이에 추가하여 유가증권시장에서 양도된 주권에 대하여는 농어촌특별세법에 따라 실지양도가액의 0.15%에 해당하는 농어촌특별세가 부과된다(농어촌특별세법 5조 1항). 이러한 증권거래세는 해당 증권의 실지양도가액이 과세표준이 된다(7조). 이들 증권거래세 및 농어촌특별세는 주권 등의 "양도"시에 부과되는 세금의 일종으로, 증권의 매도·매수에 따른 차익 실현이나 배당에 대한 소득세, 주권의 상속이나 증여에 따른 상속세 등은 별도의 과세표준과 세율에 따라 부과된다.

76) 개별거래의 정당성에 관한 입증책임은 불법행위를 한 당사자가 그 적합성

나. 거래순손해(net portfolio loss)

증권업자가 수수료 수익을 증대시키기 위하여 과당매매를 하게 되면, 고객은 그 거래회수만큼의 부당한 수수료 지출과 별도로, 예탁금 자체의 손실을 입게 될 가능성도 있다. 이 손해는 증권업자가 고객의 이익보다는 자신의 이익을 위하여 과도한 거래를 하기 때문에, 이에 수반하여 생기는 적극적 손실로서, 수수료 등의 지출비용과는 별도로 주식의 매도가와 매수가의 차이만으로 산정한 손실, 즉 "총 매수대금과 총 매도대금과의 차액"으로 계산할 수 있을 것이다.

하지만 이러한 거래순손해에는 증권회사의 과당매매 없이도 주식시장 약세로 인해 보유 주식의 주가가 하락하는 경우에 발생한 손해도 포함된다는 점에서 문제가 있다. 주식시장 자체의 상승 또는 하락은 과당매매 자체와는 인과관계가 없는 원인이라고 볼 수 있는 바, 과당매매와 인과관계가 없는 손해는 손해의 범위에서 제외해야 한다. 만일 이를 고려하지 않으면 원고가 주식시장에서의 주가하락에 따른 손실을 피고에게 전가시키고 과도하게 배상받는 부당한 결과가 발생할 수도 있기 때문이다. 그러므로 고객의 예탁금 하락이라는 손해에서 주가하락에 따른 단순 손실을 분리하여 손해의 범위를 정하여야 할 것이다.

문제는 이를 어떤 방법으로 정확히 계산하는가인데, 과당매매 자체가 개별 거래행위의 손실을 계산해내기 어려울 뿐 아니라, 증권시장에 내재되어 있는 증권가격의 가변성으로 인해, 이러한 거래순손해를 개별적으로 산정한다는 것은 사실상 불가능하다. 따라서 법원으로서는 이러한 계산상의 어려움으로 인해 차선책으로 대략적인 근사값을 계산하여 손해배상을 명하고 있다.[77]

을 입증해야 할 것이다. 미국의 판례도 전통적으로 과당매매거래를 한 증권업자에게 수수료 등 지출비용 전부의 배상을 명하고 있다(Miner(1984)).

다. 투자손실(상실이익: lost profit)

이상에서 살펴본 거래수수료, 세금 등의 지출비용과 거래순손해가 과당매매를 직접 원인으로 하여 발생한 적극적 손해라면, 투자손실(상실이익)은 소극적 손해에 해당할 것이다. 즉 과당매매가 없이 고객의 투자목적과 투자재산 규모에 적합한 투자가 이루어졌더라면, 얻을 수 있었을 이익을 상실한 데에 따른 손해로서, 과당매매로 인한 예탁금 손실이라는 거래순손해와는 별도의 손해로 본다. 이러한 투자손실은 실제 과당매매로 인해 일부 이익이 있던 경우라도, 과당매매가 없었을 경우 추가로 더 이익을 얻을 수 있었다고 인정될 경우 여전히 손해로 남을 수 있다.[78]

문제는 과당매매가 없었다면 얻을 수 있었던 이익을 어떻게 산정할 것인가인데, 이것은 거래순손해를 산정하는 문제와 일맥상통한다. 그렇지만 어디까지나 가설상의 이익에 불과한 투자손실의 문제는 거래순손해와 마찬가지로, 이를 정확히 계산해낸다는 것이 사실상 불가능하다는 것이다. 다만 시장 상황이나 고객의 투자목적 변경 등을 감안하여 추정할 뿐이며, 법원이 언제나 이러한 투자손실을 손해에 포함시키는 것도 아니다.

---

77) 미국의 Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., 424 F. Supp. 1021, 1043 (S.D.N.Y 1977) 판결이 대표적이다. 이 판결에서는 거래순손해의 계산상의 어려움을 지적하고, 최초예탁금에 과당매매기간 동안의 다우존스지수, S&P지수 등에 근거하여, 주가지수의 평균적인 증감율을 구하여 이를 투자자의 예탁금에 반영하여, 해당 금액의 범위 내로 원고의 손해를 제한하는 방법을 제시하였다.

78) 예를 들면, 과당매매기간 동안 마침 주식시장이 상승하는 시기여서, 과당매매 없이 적합한 투자를 하였다면 얻을 수 있었던 이익이 3천만원 정도라고 가정한다면, 설사 주가 상승에 힘입어 1천만원 정도의 거래순이익이 발생하였다고 하더라도, 이러한 거래순이익을 차감하고도 여전히 2천만원이 손해로 남는다고 볼 수 있다.

3. 손해배상액의 산정방식

과당매매와 인과관계가 있는 범위에서 정한 손해, 즉 수수료 등 지출비용, 거래순손해, 투자손실(상실이익)의 범위는 증권회사가 투자자에게 배상해야 할 배상범위의 한계를 정한 것이다. 그렇다면 금전배상을 원칙으로 하는 손해배상의 원칙상, 구체적인 손해배상액을 어떻게 계산할 것인지를 검토할 필요가 있다.

이것은 과당매매를 이유로 하여 투자자가 손해배상청구소송을 제기한 경우, 구체적으로 피고인 증권회사가 원고인 투자자에게 얼마만큼의 금액을 배상해야 하는가에 관하여 법원이 채택하고 있는 산정방식에 관한 문제이다.

미국의 경우 보통법상의 사기나 계약불이행책임을 근거로 손해배상을 청구하는 경우 징벌적 손해배상을 할 수 있지만, SEC Rule 10b-5를 이유로 손해배상을 청구하는 경우에는 1934년 증권거래법 28조(a)에서 배상범위를 실손해(actual damage)로 제한하고 있다. 따라서 법원이 어떤 방식으로 "투자자가 과당매매로 입은 실제 손해"를 산정하고 있는지 여부가 중요한 문제로 대두되는 것이다.

과당매매사건의 손해배상액 산정방식에 관한 미국 판례의 변천과정을 살펴보면, 손해의 범위를 점차 확대하면서 배상액도 확대하는 경향을 보이고 있다. 본래 과당매매에 관한 법원의 전통적인 손해배상방식은 과당매매에 한정된 것은 아니며, 적합성원칙 위반을 이유로 한 손해배상소송의 배상액산정방식으로도 이용되었다. 준계약방식(quasi-contractual model)은 상대적으로 순수한 의미의 과당매매사건에서 주로 이용되었고, 차액산정방식(out of pocket model)은 적합성원칙 위반에 따른 손해배상소송에서 주로 논의되었다. 그러나 이러한 구분이 언제나 확정적인 것은 아니었으며, 원고 스스로도 두 가지 이유를 모두 손해배상청구의 원인으로 주장하였고,

법원 역시 이 두 방식을 혼용하여 손해배상액을 산정하였다.[79]

이하에서는 과당매매 문제에 관한 미국의 전통적인 손해배상산정방식인 준계약방식과 차액방식에 대해 검토하고, 이들 방식에 대한 반성을 계기로 등장한 거래손실배상방식(loss of bargain model : 일명 Rolf model) 등에 대해 살펴본다. 아울러 과당매매사건에 대한 우리 대법원의 손해배상액 산정방식을 비교하여 검토해 보기로 한다.

가. 과당매매관련 손해배상액 산정에 관한 미국 법원의 태도

1) 준계약방식(quasi-contractual model)

준계약방식은 과당매매사건에 있어서 손해배상액을 가장 손쉽게 산정할 수 있는 전통적인 방식이다. 신인의무를 위반한 증권회사는 자신의 신인의무 위반으로 인해 취득한 이익을 박탈당해야 한다는 것이다. 그리하여 고객은 과당매매기간 동안 증권회사가 취득한 수수료, 이자 및 기타 비용[80]을 회복할 수 있게 된다. 이러한 준계약방식은 계약법상의 부

79) 과당매매사건과 적합성원칙위반사건에 있어서 이처럼 서로 다른 손해배상산정모델이 이용되었던 근본적 이유는 인과관계의 요소와 관련되어 있다. 즉 과당매매에 의해 야기된 손해는 고객계좌에서의 거래가 증가됨으로써 불필요하게 발생된 수수료, 이자 및 세금으로 이루어지는데 비해, 적합하지 않은 증권의 매수로 인해 야기된 손해는 적합하지 않은 거래를 함으로써 발생된 거래손실(trading losses)로 이루어지기 때문이다(Miner(1984)).

80) Newkirk v. Hayden, Stone & Co. 판결에서 법원은 증권회사가 얻은 이득을 원고에게 되돌려 주도록 선고하면서, 손해배상은 수수료액으로 제한되어야 한다고 하였다. 왜냐하면 증권회사에 의해 야기된 유일한 손해는 수수료이기 때문이라고 하였다. 그러나 이러한 논리는 적절하지 않다는 비판이 제기되었는데, 증권회사가 고객의 이익을 고려하지 않고 투자를 행함으로써 증권회사가 수수료로 얻은 것과는 관련이 없는 손해가 고객에게 초래될 수 있기 때문이다(Harvard Law Review Note(1967)).

당이득반환법리(theory of unjust enrichment)에 근거한 손해배상액 산정방식이라 할 수 있다. 즉 증권회사가 불공정행위를 통하여 얻은 수수료 수익은 곧 고객의 손해에서 초래된 부당한 이득이라고 보아, 이를 원고인 고객에게 반환하도록 하는 것을 이론적 기반으로 하고 있다. 이 방식의 가장 큰 장점은 다른 손해배상액 산정방식에 비해 손해의 범위, 계산방식이 명확하고 계산이 편리하다는 점이다. 그렇지만 준계약방식은 고객이 과당매매로 입은 "실질적 손해"를 계산하기보다는 증권회사가 과당매매로 얻은 "이득"에 초점을 맞추어 손해배상액을 산정하므로, 실제 고객이 입은 손해를 배상하기에는 불충분하며, 법원이 동 산정방식을 선호하는 주된 이유인 계산방식의 명확성이라는 장점에도 불구하고, 고객의 손해가 과소평가된다는 문제가 남는다.[81]

2) 차액산정방식(out of pocket model)

고객이 입은 손해보다는 증권회사가 얻은 이득을 중심으로 손해를 계산하는 준계약방식과는 달리, 차액산정방식은 고객이 입은 경제적 손실에 초점을 맞추고 있다. 이러한 차액산정방식은 보통법상의 불법행위법상의 원상회복법리에 의한 것으로서,[82] 원고의 손해에 대한 원상회복의 차원에서 준계약방식에 비해 투자자에게 보다 유리하다. 차액산정방식에 의하면, 손해는 원고의 원래 포트폴리오의 가치와 사기가 발견되거나 발견되었어야 할 시점에서의 포트폴리오의 가치와의 차액으로 산정된다.[83] 그리하여 차액산정방식에 의해 산정된 손해액은 원고의 실현된

81) 준계약방식의 문제점에 대한 보다 자세한 설명은 Miner(1984)를 참조하기 바란다.

82) Jennings 외(1998)

83) 포트폴리오의 원래 가치는 사기가 시작된 시점에서 계좌에 포함된 증권의 시장가치의 합계이거나, 원고 계좌의 개시 시점부터 사기가 행해진 경우에는 원고의 원래 투자금액이다. 마찬가지로, 사기가 발견된 시점에서의 포트

손해가 아니라 원고가 사기를 발견하였을 때 포트폴리오 증권을 매도하였더라면 원고가 입게 되었을 손해를 말한다.

차액산정방식은 고객이 입은 손해에 초점을 맞춘다는 점에서 준계약방식에 비해 원고인 투자자에게 보다 유리한 방식이라고 할 수는 있겠으나, 이 방식 역시 전혀 문제가 없는 것은 아니다. 우선 이 방식은 결과적으로는 과당매매가 문제된 계좌에서 일어난 모든 거래가 부적절했다는 가정을 전제로 해서, 고객에게 최초예탁금 상태로 회복시켜주는 것이다. 이 방식을 취할 경우 과당매매와 인과관계가 없는 손해까지도 포함될 수 있어, 원고인 투자자에게 부당한 이득(windfall)을 줄 수 있다는 점에서 문제가 있다.[84] 또한 실제로 과당매매가 있었다고 하더라도, 원고의 계좌에서 소액이나마 투자이익이 발생한 경우에는 결국 손해가 없는 것이 되어, 이는 오히려 증권회사로 하여금 과당매매를 부추길 가능성도 배제할 수 없다.

특히 투자이익이 조금이라도 발생한 경우 손해를 산정하기 어려운 차액산정방식의 문제점을 수정하기 위해, Nesbit v. McNeil 판결[85]에서

폴리오의 가치는 계좌에 있는 증권의 시장가치의 합계이거나, 원고가 사기를 인식하자마자 계좌를 폐쇄한 경우에는 원고에게 돌아간 현금액이다.

84) 차액산정방식으로 손해배상액을 산정할 경우, 증권시장의 하락으로 인한 자산 감소의 경우에도 증권회사가 그 차액을 배상하는 결과가 되어, 결국 시세하락의 위험까지도 피고인 증권회사가 부담하게 되는 문제가 있다는 비판이 제기되었다. Miner(1984)에서 차액산정방식은 과당매매로 인한 손해를 산정할 때, 과당매매로 인한 거래손실과 증권시장의 하락으로 인한 자산가치 감소를 구분하지 않고, 고객이 최초예탁금을 원상회복하도록 해줌으로써, 결국 피고인 증권회사에게 Market Insurer로서의 역할을 떠맡기는 결과를 가져오고, 부수적으로 투자자는 투자위험을 보장받는 결과를 가져온다고 비판한 바 있다.

85) Nesbit v. McNeil, 896 F.2d 380(9th Cir. 1990). 그 외에 상계금지에 관한 판결은 Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., 906 F. 2d 1206 (8th Cir. 1990)외 다수 판결이 있다.

는 고객에게 투자이익이 있었음에도 불구하고, 과당매매로 인해 과도한 수수료가 증권회사에게 지급되었다고 보아, 당해 수수료의 손실과 투자이익은 상계되지 않는다고 판시한 바 있다. 이러한 상계금지의 근거로 과당매매가 있는 경우에 투자자는 불필요하게 지출된 수수료로 인한 손해와 거래손실이라는 서로 다른 별개의 손해를 입게 되므로, 원고의 실손해배상이라는 취지를 고려하여 이 두 손해를 모두 배상해야 한다[86]는 점을 들 수 있다.

동 판결은 차액산정방식이라는 기존의 손해배상계산방식을 유지하되, 수수료 등을 포함한 손해배상금액에서 투자이익을 상계하지 않음으로써, 투자이익의 발생이 곧 과당매매로 인한 손해가 없었음을 반증하는 것은 아님을 확인하였다. 즉 Nesbit 판결은 약간의 투자이익이 발생하여 거래순손해가 발생하지 않았다는 사실 그 자체가 과당매매로 인한 손해배상을 부인할 수 있는 이유가 될 수 없음을 명확히 하였다는 점에서, 차액산정방식의 문제점을 수정하려는 시도를 한 것으로 볼 수 있다.

3) 거래손실배상방식(loss of bargain model)

기존의 준계약방식이나 차액산정방식은 과당매매로 인한 손해배상액을 산정하는데 있어서 만족스럽지 못하였기 때문에, 법원은 투자자의 실질적인 손해를 보다 정확하게 계산하기 위한 산정방식을 개발하려고 노력해 왔다. 새롭게 수정된 손해배상액 산정방식은 기존의 손해배상액 산정방식과 비교하여, 증권시장의 일반적 상황에 대한 분석을 손해배상액의 산정에 반영한다는 차이점을 가지고 있다.

원래 차액산정방식의 약점을 보완하기 위해 등장한 거래손실 배상방식은 Harvard Law Review에서 논의되기 시작한 것으로, 고객의 계좌가

86) Poser(1991)

적절하게 관리되었을 경우에 얻었을 이익을 계산하여 이를 원고에게 배상하도록 함으로써, 차액설의 문제점을 수정하기 위한 것이었다. 고객계좌가 적절하게 관리되었을 때에 고객이 얻었을 이익을 정확히 산정하기 위한 조정지수로서 은행의 이자율이나 주가지수를 고려하는 방법이 제시되었다.[87] 그러나 적절한 수치는 계좌의 형태에 따라 다양할 수밖에 없을 것이다. 예를 들어 우량주식을 거래하는 계좌는 비상장주식을 거래하는 계좌보다 다우존스평균지수 등의 시장관련지수를 사용하는 것이 적절할 것이다.

Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc. 판결[88]에서 법원은 손해를 계산하기 위해, 과당매매를 시작할 당시의 고객계좌의 자산에서 과당매매가 종료되었을 시점의 자산가치를 공제한 차액을 일단 투자자가 입은 경제적 손실로 보고, 여기에서 시장상황을 감안하여, 시장의 등락에 따른 거래손실을 공제하여 손해배상액을 정했다. 이후 Rolf 판결에서 제시한 다양한 기준들을 이용한 손해배상방식이 등장하고 있다.[89] 이들 방식들은 과당매매로 인해 고객이 입은 실제 손해를 보다 정확히 계산하고 고객이나 증권업자 양자 모두 부당한 이득을 얻지 않도록 하는 것에 중점을 두고 있으며, 증권시장에서의 일반적인 가격등락에 따른 손실과 과당매매와 인과관계가 없는 손실들을 제외함으로써, 종래의 방식에 비

87) Harvard Law Review Note(1967)

88) Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc., 424 F. Supp. 1021, 1043 (S.D.N.Y 1977)

89) 실제로 이러한 Rolf 방식에 의한 손해배상액 산정방식의 경우에도, 수수료와 이자가 중복되어 계산되어, 투자자의 손해가 과다평가되는 문제가 있다는 지적이 있다. 이후 이러한 Rolf 방식의 문제점을 개선하려는 시도가 이루어지고 있다. Miley v. Oppenheimer & Co. Inc., 637 F. 2d 327 (5th Cir. 1981); Arrington v. Meriill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., 651 F. 2d 615 (9th Cir. 1981) 등. 특히 증권회사의 적합성원칙 위반사건인 Arrington 판결에서의 손해배상액 산정방식이 새롭게 주목을 받고 있는 바, 그 자세한 내용은 Miner(1984)를 참조하기 바란다.

해 고객이 입은 실제의 손해액에 보다 근접하게 계산하고 있다는 평가를 얻고 있다. 그렇지만 Rolf 판결에서 제시된 거래손실배상방식은 완성된 형태의 손해배상액 산정방식이라기보다는 현재 발전과정에 있는 것이라고 볼 수 있으며, 아직까지 법원이 일반적으로 채택하고 있는 손해배상액 산정방식이라고 보기는 어렵다.

나. 우리 대법원의 손해배상액 산정방식

과당매매로 인한 손해배상액을 산정함에 있어 우리 대법원은 고객이 증권회사에 맡긴 최초 예탁금과 과당매매종료시의 예탁금 잔고의 차액을 손해로 인정하여 배상하도록 하는 차액설을 취하고 있다. 차액설은 과당매매에 있어 미국 법원의 전통적인 손해산정방식인 out of pocket 이론과 매우 유사하다.

물론 과당매매사건과 관련하여 대법원이 손해배상액 산정시 차액설을 직접 설시한 예는 없으나, 임의매매로 인한 손해배상사건[90]에서 "..... 불법행위로 인한 재산상의 손해는 위법한 가해행위로 인하여 발생한 재산상의 불이익, 즉 불법행위가 없었을 가정 하에서의 재산상태와, 불법행위가 가해진 후의 재산상태의 차이를 말하는 것으로....."라고 하여, 차액설에 근거하여 손해배상액을 정하고 있다.

그러나 이러한 차액설은 몇 가지 한계가 있는 바, 이것은 미국의 out of pocket 이론이 가진 문제점과 동일하다. 첫째, 이 방식은 마치 모든 거래행위가 무효인 것과 같이 고객에게 최초예탁금 상태 그대로 회복시켜주는 것으로, 주식시장의 주가하락 등과 같이 예탁금의 감소를 가져오

90) 대법원 2000. 11. 10 선고 98다39633 판결. 과당매매사건에서 차액설에 따른 손해배상액의 산정을 명시한 하급심판결로는 부산고등법원 2000. 4. 21. 선고 99나5309 판결 등이 있다.

는 과당매매와 인과관계가 없는 요소들에 대해서는 전혀 고려하지 않는다는 문제가 있다. 둘째, 고객의 계좌 잔고에 소액이라도 이익이 발생하였다면, 원고에게는 아무런 손해가 없는 것으로 간주된다는 것이다. 이러한 경우 오히려 증권업자에게 과당매매로 얻은 수탁수수료 수익을 그대로 인정하는 결과를 가져오며, 증권업자에게 원고계좌의 잔고가 최초 예탁금 아래로 내려가지 않는 한, 과당매매를 해도 좋다는 일종의 도덕적 해이가 발생하게 된다. 또한 과당매매 없이 해당 고객 계좌가 적절하게 관리되었을 경우 얻었을 투자수익의 상실을 감안할 때, 추가적인 손해가 있을 수 있음에도 불구하고, 차액설은 이를 고려하지 않는다.

다. 소결

미국의 경우 과당매매를 사기행위의 일종으로 보고, 증권회사의 불공정행위로부터 투자자를 보호하기 위한 적절한 규제에 대해 꾸준히 논의를 진행해왔다. 과당매매의 요건에 대한 고민 외에도 손해 확정과 배상액 계산방식과 관련하여, 법원은 투자자를 보호하면서도 증권회사가 부당하게 손해를 보지 않을 수 있는, 보다 합리적인 산정방식을 도출하고자 노력했다. 과당매매에 관한 미국 법원의 손해배상 산정방식의 발전 동향을 살펴보면, 준계약방식에서 차액산정방식으로 그리고 나아가 Rolf 판결·Nesbit 판결로 손해의 범위를 점차 확장시켜서 산정하려는 경향이 있음을 알 수 있다.

그러나 우리 대법원의 경우, 차액설에 입각하여 손해배상액을 산정하고 있으며 시장의 등락과 같은 요소를 과당매매로 인한 손해배상액 산정에 반영한 예는 아직 찾아볼 수 없다. 이것은 현재 우리 법원이 과당매매의 고의나 거래과도성의 결여 등을 이유로 상당수의 과당매매사건에서 과당매매책임의 성립 자체를 부정하는 경우가 많은 것과 밀접한

관련이 있는 것으로 보인다. 즉 손해배상액의 산정에 관한 문제는 해당 과당매매에 따른 책임의 성립을 전제로 하는 문제인데, 과당매매의 성립 자체가 인정되지 않는다면 굳이 손해배상액의 산정을 검토할 필요가 없기 때문이다. 그렇기 때문에 아직 우리 나라에서는 과당매매에 있어 투자자의 손해가 구체적으로 무엇이며, 이를 어떤 기준으로 산정할 것인가에 대한 충분한 고민이 이루어지지 않고 있는 것으로 보인다. 따라서 법원이나 증권감독당국은 과당매매의 성립요건에 대한 연구와 아울러, 손해배상액의 산정에 있어 투자자와 증권회사 모두에게 공정한 손해배상액을 도출할 수 있는 방법론을 연구할 필요가 있다고 본다.[91]

4. 기타 관련문제

가. 투자자의 주의의무와 과실상계

고객으로부터 주식매매위탁 또는 투자일임을 받은 증권업자는 매달 주식거래내역 및 잔고현황을 통보하도록 되어 있으므로, 투자일임을 한 고객은 자신의 계좌상태와 거래상황을 주기적으로 체크할 수 있다. 일반적으로 과당매매는 상당 기간에 걸쳐 이루어지는 것이므로, 해당기간 동안 고객이 자신의 계좌에 대한 관리·감독을 게을리 했다면, 고객에게도 일정 부분 과실이 인정될 수 있다. 특히 과당매매거래기간이 길어질수록 원고의 관리·감독 소홀로 인한 과실 비율은 높아질 것이다.[92] 따라서 법

91) 손해배상액을 산정함에 있어 대법원 판결과 같이 수수료 등 일체를 통째로 산정하는 차액설보다는 손해항목을 개별적으로 산정하여 결론을 내리는 방법이 더 바람직할 것이라는 견해도 제기되고 있다(이기영(2002)).

92) 실제로 증권회사의 과당매매를 인정한 부산고등법원 99나5309 판결에서도 원고의 과실을 50%로 인정하여 상계한 바 있고, 금융분쟁조정사례에서도

원은 과당매매로 인한 손해배상액을 산정하는 과정에서, 원고인 투자자의 주의의무 소홀로 인한 과실 정도를 판단하여, 이를 손해배상액에서 상계할 수 있다.

그렇다면 과연 투자일임을 한 고객은 어느 정도의 주의의무를 부담하는지에 대하여 검토할 필요가 있다. 왜냐하면 원고의 과실여부는 원고의 주의의무와 밀접한 연관이 있기 때문이다. 투자일임을 한 투자자는 자신의 투자에 대하여 어느 정도의 주의의무를 부담하며 과연 어느 경우에 주의의무를 소홀히 한 것으로 보아, 과실에 따른 상계를 할 수 있는지에 대한 것이 문제된다. 이하에서는 과당매매와 관련하여 미국의 판례에서 원고인 투자자에게 요구하는 주의의무의 정도에 관한 문제에 대하여 검토해 보기로 한다.

반사기조항인 1934년 증권거래법 10조(b)와 SEC Rule 10b-5는 기본적으로 피고에게 고의(scienter) 내지 무모함, 의도 등이 있는 경우에 책임을 묻고 있으며, 이 때 원고에게 과실이 있다 하여 피고가 손해배상책임을 면하는 것은 아니라고 본다.[93] 그렇지만 SEC Rule 10b-5와 관련된 손해배상책임소송에서 원고의 과실을 이유로 배상책임을 부인한 판결들도 적지 않다.[94] 이것은 1934년 증권거래법 10조(b)와 SEC Rule 10b-5에

1년여에 걸친 투자일임기간 동안 자신의 계좌관리를 소홀히 하고, 증권회사 직원에게 자세한 거래내역, 손실 규모 등에 대해 검토하려는 노력을 하지 않았음을 이유로 50%의 과실상계를 인정하였다(2002년 6월 4일, 제9차, 조정번호 제2002-25호). 또한 7개월여의 투자일임기간동안 매매거래를 포괄적으로 일임하고, 증권회사 지점을 자주 방문하고 거래내역서를 통지받았음에도 불구, 담당직원의 말만을 신뢰하고 거래내역을 제대로 확인하지 않은 것에 대하여 70%까지 상계를 인정한 예도 있다(2001년 4월 24일, 제8차, 조정번호 제2001-24호).

93) Poser(1991)

94) Dupuy v. Dupuy, 551 F.2d. 1014, 1020 (5th Cir. 1977), cert. denied. 434 U.S. 911 (1977). 이 사건에서 법원은 "주의깊게, 그리고 선의로 자신의 이익을 추구하는 자만이 SEC Rule 10b-5에 따른 보호를 받도록 하는 것이

근거하여 손해배상책임을 추궁하는 경우에, 투자자는 투자결정 등에 대한 정당한 신뢰(justifiable reliance) 또는 주의의무(due diligence)를 부담한다고 보기 때문일 것이다.[95] 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5에 근거하여 원고가 피고에게 손해배상책임을 추궁할 경우, 원고의 주의의무 소홀의 정도가 어느 수준일 경우 배상책임이 부인되는지에 대하여 논의한 사건이 바로 Bateman Eichler, Hill Richards, Inc. v. Berner 판결[96]이다.

동 판결에서 법원은 보통법상의 동일귀책의 항변(*pari delicto defense*; equal in guilt or in legal fault) 법리를 원용하여, 원고의 주의의무의 정도를 판시하였다. 첫째, 원고의 귀책정도가 피고의 귀책정도와 동일한 수준이거나 그 이상인 경우라면, 원고는 피고에 대하여 손해배상책임을 물을 수 없다고 하였다. 즉 과당매매와 관련하여 원고인 투자자의 주의의무 위반이 적어도 피고의 고의 내지 무모함과 같은 정도라면, 손해배상청구를 할 수 없다고 한다. 다만 주의의무 소홀이라도 단순한 과실(negligence)이라면, 피고가 손해배상책임을 면할 수 없을 것이다.[97] 이러한 동일귀책의 항변 법리와 별도로, Bateman 판결은 공서양속(public policy)에 입각하여 피고의 손해배상책임을 검토하고 있다. 즉 원고가 주의의무를 소홀히 한 바 있다고 하더라도, 그것을 이유로 피고의 손해배상책임을 면제해주는 것이 증권거래법의 효율적인 집행 및 투자자보호에 적합하지 않다면, 피고가 손해배상책임을 지도록 하는 것이다.[98]

공평하며, 불법행위법과 연방증권거래법 모두 피고에게 부과되는 주의의무의 수준을 초과하지 않는 범위에서 원고에게 주의의무를 부과하고 있다"고 판시한 바 있다.

95) 이러한 정당한 신뢰 내지 주의의무에 관한 요건을 사기 및 불법행위에 관한 보통법에서 파생된 요건으로 설명하기도 한다(Loss 외(2004)).

96) Bateman Eichler, Hill Richards, Inc. v. Berner, 472 U.S 299 (1985)

97) 김성탁(1998)

98) Bateman Eichler, Hill Richards, Inc. v. Berner, 472 U.S 299, 310 (1985)

이 때 통상의 투자자가 부담하는 주의의무의 정도, 무모함의 여부에 대하여는, 증권업자의 투자조언 등에 대한 투자자의 평가능력 내지 투자경험, 투자지식(sophistication) 등을 기준으로 판단한다.[99] 예를 들어 고객에게 증권업자의 투자조언을 평가할 능력이 없어, 증권업자의 투자조언을 그대로 추종하였다면, 그것을 무모한 것으로 보기는 어려울 것이다. 이와 반대로 투자경험이 풍부하여 자신의 계좌를 적극적으로 관리하고, 증권업자가 제공하는 정보의 적합성을 충분히 평가할 수 있으며, 정보를 별도로 수집할 수도 있는 투자자가, 증권업자의 부적절한 투자조언을 그대로 맹종하였다면, 원고인 투자자에게는 무모할 정도의 과실이 인정된다고 볼 수 있을 것이다.

우리 나라의 경우, 법원과 금융분쟁조정위원회 모두 원고인 투자자의 과실 여부를 계좌에 대한 관리·감독, 투자일임을 한 증권회사 직원에 대한 감시 수행 등을 기준으로 판단하고 있으며, 해당 투자자가 과연 적절한 관리·감독을 수행할 정도의 평가능력이 있는지에 대하여는 검토하지 않고 있는 것으로 보인다. 오히려 전문적인 투자평가능력을 가지고 있지 않은 보통의 투자자는 계좌의 빈번한 입·출입에 따른 정산결과와 복잡한 수수료 체계 등을 충분히 이해하지 못하고 있는 것이 대부분이며, 일반적으로 전화 등을 통해 투자를 일임받은 증권회사 직원의 낙관적인 진술을 신뢰하는 경우가 많다. 따라서 이러한 경우, 투자자의 계좌관리 및 증권회사 직원에 대한 감시 이행 여부를 기준으로 원고인 투자자의 과실 여부를 판단하기 이전에, 투자자의 투자판단능력이나 투자일임에 따른 투자결과에 대한 평가능력 등에 대한 선행적인 검토가 필요하다고 본다.

---

99) 투자자의 투자경험 및 평가능력의 중요성에 대한 구체적인 내용은 Poser(1991)를 참조하기 바란다.

나. 손해배상책임의 주체

과당매매의 책임주체로 되는 자는 실제로 과당매매를 한 증권회사의 직원, 대리인, 고용인[100] 등이다. 또한 이들의 과당매매에 대하여 증권회사는 보통법상의 사용자책임 또는 1934년 증권거래법 20조(a)의 지배자책임(liabilities of controlling persons)에 근거하여 고객에게 손해배상책임을 진다.

우리 대법원도 증권회사 직원의 임의매매와 관련하여, 증권회사와 그 직원인 투자상담사를 보조하여 주식위탁거래업무를 수행한 자의 관계를 사용자·피용자의 관계로 보아, 증권회사에게 민법 756조상의 사용자책임을 인정한 바 있다.[101] 동 판결에서 대법원은 민법 756조상의 사용자·피용자 관계는 반드시 유효한 고용관계가 있는 경우에 제한되지 않으며, 사실상 다른 사람을 위하여 그 지휘·감독 아래 사업을 집행하는 관계에 있는 경우에도 사용자·피용자 관계에 있는 것으로 본다.

한편, 통합법안에서는 금융투자업자가 법령 등에 위배되는 행위를 하거나 그 업무를 소홀히 하여 투자자에게 손해를 입힌 때에는 그 손해를 배상할 책임을 진다고 하면서, 이 경우 관련되는 이사 또는 감사에게도 귀책사유가 있는 때에는 금융투자업자와 연대하여 손해를 배상하도록 명시하고 있다(통합법안 63조 2항). 금융투자업자와의 연대책임을 인정하고 있기는 하나 그 대상이 이사 및 감사로 한정되어 있다는 점이 특징이다.

---

100) SEC Rule 15c1-7

101) 대법원 2003. 12.26. 선고 2003다49542 판결을 참조하기 바란다.

5. 비교법적 검토

실제로 과당매매로 인한 분쟁이 발생한 경우, 해당 증권회사와 금융감독당국간의 행정적 제재는 별도로 하고, 궁극적인 분쟁해결은 과당매매로 인해 손해를 입은 투자자와 과당매매를 한 증권회사간의 손해배상으로 결론지어진다. 이러한 과당매매에 관한 손해배상 논의에서 중요한 것은 손해의 범위를 정하는 것과 구체적인 손해배상액을 산정하는 방식일 것이다.

미국의 경우 법원을 중심으로 과당매매로 인한 손해의 범위, 구체적인 손해배상액 산정방식에 대해 상당히 많은 검토가 진행되었으나 아직까지 어떤 정설이 확립되었다기보다는 각 사안별로 구체적인 타당성을 살릴 수 있는 방식들을 각 법원들이 채택하는 형태로 과당매매사건에 대응하고 있음을 알 수 있다. 거래수수료 등의 지출 비용 이외에 거래순손해, 투자손실(상실이익) 등의 손해를 어떻게 계산할 것인지의 여부, 투자수익의 상계 여부 등에 대해, 사실관계나 시장상황 등까지 고려함으로써 투자자나 증권회사 어느 쪽에도 치우치지 않는 공평한 손해배상액을 산정하기 위한 노력을 기울이고 있다.

이에 비해, 우리 나라의 경우 과당매매로 인한 손해의 범위를 구체적으로 나누어 검토하고 있지 않으며, 손해배상액의 산정에 있어서도 차액설에 근거하여 검토하고 있을 뿐이다. 특히 실제 과당매매를 검토한 판례의 대부분은 주관적 요건의 결여를 이유로 과당매매의 성립을 인정하지 않고 있어, 손해의 범위나 손해배상액의 산정에 대한 문제를 구체적으로 논의하고 있는 경우는 드물다. 과당매매를 인정한 판결의 경우에도, 손해를 최초예탁금과 과당매매 종결시의 예탁금의 차액으로 정하고, 여기에 투자자의 과실을 상계하는 방식으로 손해배상액을 정하고 있다.[102]

---

102) 서울고등법원 1998. 4. 17. 선고 97나54484 판결; 대법원 2001. 4. 27 선고

금융감독원이 운영하고 있는 금융분쟁조정위원회의 경우에는 판례와는 다소 다른 방식으로 과당매매로 인한 손해배상금액을 계산하고 있다. 과당매매는 증권회사가 수수료 수익을 제고할 목적으로 발생하는 것이라는 전제에서, 손해배상금액을 수수료의 범위 내로 한정하고 있다. 즉 손해배상액 산정시, 투자기간 중 주식시장의 전반적인 주가수준을 감안하고, 분쟁조정신청인의 과실비율만큼 상계한 후의 손실금액과 증권회사의 수수료수익과 비교하여 적은 금액을 손해배상금액으로 한다.[103]

이와 같이 우리 나라의 경우 과당매매에 기한 손해배상책임에 대한 논의가 활발하지 않았던 것은, 일단 과당매매에 관한 문제가 제기되기 시작한 것이 미국에 비해 상대적으로 늦었고, 법원에서도 과당매매의 판단기준, 손해배상책임 등에 대한 문제를 구체적으로 검토하지 않은 점이 한 원인이라고 본다. 과당매매의 요건인 거래의 과도성 여부, 계좌의 지배 여부 등 객관적으로 드러나는 요건들에 관한 기준을 설정하기 위한 고민을 하는 대신, 고의라는 주관적 요건을 근거로 하여 과당매매를 부인하는 태도의 판례들이 다수 있으며, 과당매매의 성립 자체가 어렵기 때문에, 그에 따른 후속 문제인 손해배상책임의 문제를 논의할 기회가 많지 않았다. 이러한 법원의 태도는 과당매매라는 증권회사의 불공정한 영업행위로 발생한 투자자와 증권회사의 분쟁에 있어, 투자자 보호가 소홀하게 되는 결과를 가져온다.

과당매매는 증권회사의 수수료 수익 제고를 목적으로 발생하는 불공정행위로서, 과당매매에 관한 투자자와 증권회사의 분쟁은 앞으로도 지

2000다0943 판결 등. 수수료 등 지출비용, 거래순손해, 상실이익 등에 대한 분류 없이, 최초예탁금과 과당매매종료시 예탁금 잔고의 차이를 곧 손해로 보고 있으며, 여기에 투자자의 과실을 판단하여 해당 부분을 상계하여 손해배상액을 정한다.

103) 금융분쟁조정위원회의 결정과 달리, 법원의 경우 손해배상액을 산정함에 있어 주식시장의 주가수준이나, 증권회사의 수수료 수익을 비교하지 않는다는 점에서 차이가 있다(금융감독원(2005)).

속적으로 발생할 가능성이 있다. 따라서 법원이나 감독당국은 과당매매에 관해 가능한 한 객관적인 기준을 제시하기 위해 보다 노력을 기울여야 할 것이다. 실제로 과당매매에 대한 분쟁이 발생한 경우, 그 구체적인 사실관계에 따라 다를 수는 있을 것이나, 거래의 과도성 판단 기준, 손해의 범위, 손해배상액의 산정 방식 등에 대한 미국 법원의 판례들이 하나의 참고가 될 수 있을 것이다.

Ⅵ. 과당매매로 인한 분쟁의 해결실태

1. 미국
2. 우리나라

VI. 과당매매로 인한 분쟁의 해결실태

1. 미국

종래 과당매매에 관한 손해배상사건은 반사기조항인 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5의 위반을 근거로 한 소송을 통해 주로 해결되었다. 연방대법원 역시 1953년 Wilko 판결[104]에서 증권업자와 고객 사이의 분쟁발생시 소송이 아닌 중재로 해결하기로 사전에 합의하는 약정이 있었다고 하더라도, 실제 분쟁이 발생한 경우 반드시 중재에 의해서 해결해야 하는 것은 아니며, 증권업자를 상대로 소송을 제기할 수 있다고 판시하였다.

그렇지만 최근 연방대법원은 증권업자와 고객 사이의 사전중재합의의 효력을 인정하면서, 소송을 통한 분쟁해결보다는 중재에 의한 해결을 유도하고 있다. 1987년 McMahon 판결[105]에서 연방대법원은 고객이 증권업자를 상대로 SEC Rule 10b-5 위반을 이유로 소송을 제기한 것에 대해 사전중재합의에 근거하여 중재를 통해 분쟁을 해결하도록 결정한 것을 시작으로, 1989년 Rodriguez 판결[106]에서는 1953년의 Wilko 판결을 명시적으로 폐기하였다. 동 판결은 고객과 증권업자간의 사전중재합의가 있는 경우, 민사책임에 근거한 손해배상청구소송을 허용하지 않음을 분명히 하였다. 따라서 고객과 증권업자간의 민사책임분쟁에 관한 사전중재합의가 실무상 중요한 역할을 수행하게 되었다. McMahon 판결 이후 의회는 SEC로 하여금 증권업계의 중재절차를 정비하도록 하였고, 1989년

104) Wilko v. Swan, 346 U.S. 427 (1953)

105) Shearson/American Express, Inc. v. McMahon, 482 U.S. 220 (1987)

106) Rodriguez De Quijas v. Shearson/American Express, Inc., 490 U.S. 477 (1989)

SEC는 NASD와 NYSE, AMEX의 중재규정을 승인한 바 있으며, 점차 과당매매거래에 관련된 분쟁도, 연방증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5를 근거로 한 손해배상소송보다는 사전중재합의를 통해 해결되고 있다.

2. 우리나라

가. 법원의 손해배상청구소송

우리 대법원은 증권회사의 과당매매에 대하여, 충실의무 위반에 따른 불법행위 손해배상책임을 인정하고 있기는 하나, 전술한 바와 같이 주관적 요건의 결여를 이유로 원고의 손해배상청구를 기각하는 사례가 빈번히 발생함으로써, 결과적으로 과당매매의 인정이 엄격하다고 평가되고 있다.[107]

이것은 증권회사와 투자자의 이해가 상충되는 상황에서, 논란의 여지가 많은 과당매매의 요건, 손해배상액의 산정 등과 같이 예민한 문제에 대하여, 법원이 투자자보호에 입각하여 이들 문제를 구체적으로 다루려고 하지 않았다는 점을 이유로 들 수 있다. 결과적으로 일반투자자로서는 입증하기 어려운 주관적 요건을 이유로 과당매매의 성립을 부정함으로써, 투자자보호에 미진한 점이 있다고 볼 수 있는 것이다.

---

107) <표 Ⅵ-1>를 통해 알 수 있듯이, 과당매매에 관한 손해배상청구사건의 원고 패소율은 상당히 높은 편이라고 할 수 있다. 이들 사례들 중에는 미국의 기준을 적용할 경우 그 결론이 달라질 수 있는 것도 다수 존재한다.

<표 VI-1> 최근의 과당매매소송 현황

판결	거래 기간	수수료 등 비용	거래 횟수	개설당시 금액	계좌잔액	인정 여부
대판 2005다63634[1)]	-	-	-	-	-	o
대판 2005다11541	8개월	34,878,380	350회	554,242,345	226,348,060	x
대판 2001다15491	-	-	-	-	-	x
대판 2001다49128	2개월	-	-	1,210,000,000	900,000,000	x
대판 2001다63097	6개월	22,627,820	173회	총매수가액 3,252,226,800	총매도가액 2,525,821,130	x
대판 2000다26371	-	-	-	-	-	x
대판 2000다44980, 44997판결	3년여	-	-	700,000,000	주식 89,330주 307,864,753 (미수금)	x
대판 2000다53809	4개월	19,510,000	672회	3,000,000,000	-	x
대판 2000다30943 (주가지수선물거래)	약 15일	-	-	150,000,000	9,217,150	o (50% 과실상계)
광주고판 2001나5462	10개월	40,000,000	366회	145,603,897	12,844,407	x
서울고판 2000나2196	5년여	117,560,261	1,182회	451,573,890	164,428,244	x
서울고판 2000나62171	1년	60,000,000	380회	97,516,000	11,140,000	x
대구고판 2000나3287	4개월	1,921,930	28회	120,000,000	75,700,000	x
부산고판 2000나4999	4개월여	13,063,840	96회	58,700,000	1,583,004	x
부산고판 99나5309		304,206,790	1,700회 (월회전율 6.6)	400,000,000	66,064,347	o
		706,464,258	3,600회 (월회전율 5.5)	590,089,000	84,024,746	
서울고판 98나55579	1년 7개월여	82,849,179	615회	107,087,200	충남방적 3,500주 및 128,289	o

주: 이 표는 이기영(2002)에서 인용한 것으로 최근의 판례를 일부 추가하여 재작성한 것이다.

1) 동 판결의 원심판결은 서울고등법원 2005나4002 판결로서 공개되지 않아 구체적인 사실관계는 알 수 없으나, 대법원은 고등법원의 판결을 그대로 인용함으로써 과당매매를 인정하였다. 대법원의 판결이유를 살펴보면, 피고인 증권회사의 직원이 경험이 부족한 원고에게 "거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 대한 올바른 인식형성을 방해하고, 과대한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 한편, 고객인 원고에 대한 충실의무를 위반하여 회사의 영업실적과 피고 자신의 성과급 증대를 목적으로 추가적인 투자권유 및 위임거래"를 하였으며, 이는 과당매매로서 불법행위가 성립된다고 판시하였다.

나. 금융분쟁조정위원회의 조정

금융분쟁조정위원회의 조정대상은 증권회사를 포함하여 금융감독원의 검사를 받는 모든 금융회사이다.[108] 금융분쟁처리의 금융권별 구성비를 보면, 증권분야의 경우 2005년 현재, 462건으로 전체 금융분쟁사건의 2.5% 정도를 차지하고 있다. 이 중에서 가장 자주 눈에 띄는 사안은 ①증권회사 직원이 투자자가 알지 못하는 증권매매를 하여 손실을 발생시키거나, 또는 ②투자자가 증권회사의 직원에게 알아서 매매해달라고 하였으나 손실이 발생하여 이에 대한 손실보전을 요구하거나, ③매매주문을 일임하였으나 증권회사 직원이 과다하게 매매하여 손실 및 원금잠식이 발생한 것 등이다. 이러한 임의매매, 일임매매 및 과당매매에 관한 사건이 2005년 현재 169건으로 증권관련 금융분쟁의 36.5%를 차지하고 있다.

108) 금융감독원이 발표한 "2005년 금융소비자의 의식조사 결과"에 따르면, 금융분쟁 발생시, 금융감독원의 분쟁조정제도를 이용하는 비율이 약 23% 정도이며, 금융감독원의 금융분쟁처리제도에 대해 "믿을 만하다"는 응답이 66% 정도로, 동 기관의 분쟁조정역할이 점차 중요해지고 있음을 알 수 있다. 이에 따라 법원소송에 대한 대체적 분쟁해결제도로서 금융분쟁조정위원회에 기대되는 역할도 더욱 커질 것으로 본다.

<표 Ⅵ-2> 금융분쟁조정위원회의 증권관련분쟁 처리실적

(단위: 건, %)

구분		2003년	2004년	2005년
증권	일임·임의매매	356 (40.4%)	240 (37.2%)	169 (36.5%)
	투신등 수익률	131 (14.9%)	74 (11.5%)	63 (13.6)
	매매주문	59 (6.7%)	34 (5.3%)	24 (5.2%)
	부당권유	113 (12.8%)	79 (12.2%)	23 (5.0%)
	기 타	223 (25.3%)	219 (33.9%)	183 (39.6%)
	소 계	882 (100.0%)	646 (100.0%)	462 (100.0%)

주: 과당매매에 관한 분쟁을 별도의 항목으로 분류하지는 않으나, 주로 일임매매와 연관지어 구분하였다(금융감독원(2005)).

주식의 과당매매로 인한 손해배상문제, 과다일임매매에 대한 인정여부 및 손해배상액 산정 여부 등에 대한 금융분쟁조정위원회의 조정 내용을 살펴보면, 법원이 과당매매의 성립여부에 대해 엄격하게 판단하고 있는 것에 비해, 상대적으로 과당매매를 쉽게 인정함으로써, 투자자 보호에 보다 치중하고자 노력하고 있음을 알 수 있다.

예를 들어, 과도성을 판단하는 기준으로는 판례의 경우와 같이 포괄적인 기준을 설시하고는 있으나, 구체적인 사안에서는 주로 매매회전율, 손해금액대비 수수료비율[109] 등을 고려하고 있으며 이러한 객관적 요소

109) 예를 들어 약 4개월간 매매회수(1,075회), 손실금액대비 수수료비율(42.73%), 담당직원의 성과급수익 등을 고려하여 거래의 과도성을 인정한 경우가 있으며(2002년 6월 4일, 제9차, 조정번호 제2002-25호), 약 7개월간의 월평균 매매회수가 73.7회, 손실금액 대비 수수료비율이 36.3%의 수준에서 과당매매를 인정한 예도 있다(2001년 4월 24일 제8차, 조정번호 제2001-4호). 그 밖에도 월평균 매매거래회수가 57.2회, 손실금액 대비 수수료비율이 599%

가 인정되면, 판례의 경우처럼 고의와 같은 주관적 요건을 별도로 입증하도록 요구하지 않고 과당매매를 인정하고 있다. 아울러 손해배상액의 산정에 있어서 투자기간 동안의 전반적인 주가수준을 감안하면서, 증권회사가 얻은 수탁수수료의 범위 내로 한정하고 있다. 이것은 과당매매가 발생하는 근본적인 원인이 증권회사가 수탁수수료 수익을 높이려는 목적으로 인한 것이라고 보기 때문이며, 그 밖에 투자자의 주의 및 관리의 정도에 따라 과실상계를 하고 있다.

에 이르는 경우에도 증권회사의 직원이 위임의 취지를 벗어난 과당매매를 한 것을 인정한 조정사례가 있다(2000년 11월 28일, 제17차 결정, 조정번호 제2000-52호). 특히 금융분쟁조정위원회는 매매거래의 과도성을 판단하는 수량분석에 있어서, 예탁금대비 수수료비율이 아닌 손실금액대비 수수료비율을 검토하고 있다는 점이 특이하다.

Ⅶ. 개선방안

1. 과도성 판단기준의 계량화 시도
2. 주관적 요건을 고의로 한정하는 법적 근거마련
3. 투자자의 입증책임 완화
4. 손해배상액 산정방식의 개선
5. 증권회사 및 임직원에 대한 정보공시의 강화

VII. 개선방안

1. 과도성 판단기준의 계량화 시도

과당매매의 요건 중에서 거래의 과도성이란 객관적 요건은 그 구체적인 내용이 명확하게 수치나 획일적인 기준에 따라 정해질 수 있는 성질의 것은 아니다. 이러한 점은 우리의 과당매매 규제제도가 모델로 하고 있는 미국이라 하여 상황이 다른 것은 아니다. 다만 미국의 경우에는 이러한 이론상의 한계 아래에서도 실제 증권거래 과정에서 자주 발생되는 과당매매 사건들에 대해 구체적 타당성이 있는 판단을 내려야 한다는 실천적인 필요성을 고려하여, SEC・학계・법원 등을 중심으로 많은 연구가 시도되고, 이러한 연구결과들을 실제 판결에 반영하여 투자자와 증권회사간의 분쟁을 공정하게 해결하려는 노력이 계속되고 있다.

현재 우리 법원은 거래의 과도성을 판단함에 있어서 지나치게 포괄적인 기준을 나열하고 있어서, 실제 과당매매에 관한 분쟁이 발생한 경우 구체적인 적용・판단기준이 오히려 모호해지는 문제점이 있다. 대법원은 거래의 과도성을 판단함에 있어, 고객의 계좌에 대한 증권회사의 지배여부, 주식매매의 동기 및 경위, 거래기간과 매매횟수 및 양자의 비율, 매입주식의 평균보유기간, 단기매매비율, 동일주식의 매입·매도 반복여부, 수수료 등 비용공제후의 이익 여부, 운용기간에 비추어 수수료액의 과다여부, 손해액에서 수수료가 차지하는 비율, 단기매매가 이루어져야 할 특별한 사정이 있었는가의 여부 등, 과당매매와 관련된 거의 모든 관련 사항을 참작하도록 하고 있다.

그러나 이처럼 과도성의 판단기준이 지나치게 포괄적으로 제시되어 있어, 실제로 거래의 과도성을 어떻게 판단할 것인가에 관한 구체적인

기준이 제대로 설정되어 있지 않아, 실제의 개별적인 과당매매사안에서는 판단기준이 오히려 불명확해지는 문제가 발생하고 있다. 따라서 거래의 과도성을 판단하는 가장 중요한 계량적 분석도구라고 할 수 있는 매매회전율, 수수료비율이나 입출매매의 빈도 등에 대해 구체적으로 검토하여 일응의 객관적인 판단기준을 제시하려는 노력이 필요하다고 본다. 예를 들어 수수료 수익을 얻기 위한 유인이 존재하지 않는다고 인정되는 펀드상품에서의 상품별 투자위험 수용도를 감안하여 평균적인 거래회전율을 계산해보는 시도 등과 같이, 실제 우리 증권시장에서의 투자행태를 분석하여 과당매매 여부에 대하여 보다 객관적인 기준을 가지고 판단할 수 있도록 할 필요가 있다.

2. 주관적 요건을 고의로 한정하는 법적 근거 마련

우리 나라의 경우, 과당매매의 손해배상청구소송에서 불법행위의 주관적 요건으로서, 미국의 경우와 같은 scienter와 동일한 정도의 인식상태가 요구되는가에 대해서는 의문이 제기될 수 있다. 우리 증권거래법의 경우, 미국과는 달리 과당매매를 단순히 금지하는 규정만을 두고 있을 뿐, 이를 사기행위로 간주할 수 있는 포괄적인 반사기조항을 가지고 있지 않다.[110] 현재 과당매매와 관련된 우리 판례도 불법행위책임의 근거

110) 전술한 것처럼 우리 통합법안도 194조에 포괄적인 반사기조항을 마련하고 있다. 일본의 경우처럼 동 조항의 구체적인 적용에 관하여는 소극적인 견해가 있을 수 있다. 그렇지만 포괄적인 반사기조항 역시 그 규정의 성격상 거래고객에 대한 증권회사의 사기적 행위에 해당하는 과당매매 규제에 적용될 수 있다고 생각된다. 즉 194조를 위반한 행위에 대해서는 195조에 따라 손해배상을 청구할 수 있을 것이다. 다만 통합법안에 의하면 과당매매가 발생하였을 경우 포괄적 반사기조항을 원용하기 이전에 투자중개업자의 영업행위를 규제하는 규정들과 이들 조항의 위반시 손해배상책임을 인정하는 통합법 63조가 주로 활용될 것으로 본다.

를 증권거래법상의 사기가 아닌 충실의무 위반에 두고, 책임의 근거규정을 불법행위 손해배상책임의 일반 규정인 민법 750조로 보고 있다. 그렇다면 우리법상 과당매매로 인한 손해배상책임을 인정하기 위한 불법행위책임의 주관적 요건으로 고의 또는 과실이 있는 것으로 충분할 뿐이지, 사기행위의 주관적 요건인 고의에 한정할 것은 아니다. 왜냐하면 민법 750조의 불법행위책임에 있어서는 고의나 과실 양자 사이에 차이가 없기 때문이다. 그럼에도 불구하고 과당매매에 관한 손해배상책임에 있어, 고의와 과실이라는 주관적 요소와 관련하여 우리 법원은 과당매매를 사기행위의 일종으로 보는 미국의 이론을 수용하여, 과당매매의 주관적 성립요건을 고의로 제한하는 태도를 취하고 있다.

본래 미국의 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5는 증권거래 전반에 걸친 포괄적인 반사기조항으로서, 의도적인 사기를 원인으로 하는 손해배상책임에 관한 규정이므로, 필연적으로 단순한 과실 이상의 고의를 요건으로 하게 된다. 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5에 근거한 과당매매 소송에서는 과당매매를 일종의 기망성을 내포하고 있는 행위로 보고, 과당매매로 인정되기 위한 주관적 요건으로 계좌관리자의 과당매매에 대한 고의(scienter)를 요구하고 있다.

이에 비해 우리 법원은 과당매매에 대해 민법 750조의 불법행위책임을 적용하면서도, 왜 그 주관적 요건으로 고의만을 논하는 이유 내지 법적 근거에 대해서는 침묵하고 있다. 사기행위적인 속성을 띠고 있는 과당매매의 본질을 고려한다면, 과당매매로 인한 불법행위책임의 추궁시 미국의 경우처럼 그 주관적 요건을 고의에 한정하려는 우리 법원의 태도는 결과론적으로 보았을 때 타당하다고 생각된다. 그렇지만 민법 750조에 의한 불법행위책임을 물으면서, 다른 일반적인 불법행위책임과는 달리, 유독 과당매매의 경우에 그 주관적 요건에서 과실을 배제하고 고의만을 한정하여 검토하는 법적 근거를 충분히 밝히지 못하고 있다. 이는 미국과 달리 과당매매행위를 증권거래법상의 반사기조항이 아닌, 민

법상의 일반 불법행위책임으로 해결할 수밖에 없는 우리 법체계상의 차이에서 초래되는 문제라고 생각된다.

이와 관련하여 본래 과당매매행위는 고의에 준하는 강한 주관적 요소를 요구하는 사기적 성격을 가지고 있다는 사실을 고려할 필요가 있다. 즉 과당매매행위를 반사기조항에 해당한다고 볼 수 있는 우리 증권거래법 107조 및 52조를 위반하는 사기적 행위로 보아, 이들 조항의 위반으로 인해 위법성이 징표되는 과당매매행위에 대해 민법 750조의 불법행위에 의한 손해배상책임을 물을 수 있도록 한다. 다만, 과당매매행위에 대해 민법 750조에 따른 불법행위책임을 묻는 경우, 불법행위책임의 성립을 위한 주관적 요건을 고의로 한정하고, 일반적인 과실의 경우에는 과당매매로 인한 불법행위책임의 성립을 배제할 수 있는 명시적인 법적 근거를 마련하는 것이 바람직하다고 본다.

3. 투자자의 입증책임 완화

증권회사는 위탁매매인(broker)으로서, 해당 거래로부터 투자자가 이익을 얻었는지의 여부에 관계없이, 각 매매거래시마다 그에 따른 수수료를 받을 수 있다. 이러한 경우 증권회사는 자신에게 투자를 일임한 투자자의 이익을 위해 최선을 다할 의무가 있음에도 불구하고, 수수료 수익을 위해 "의도적으로 혹은 무모하게" 과다한 거래량 확대를 시도할 유인을 가지게 된다. 바로 이러한 "의도적인 혹은 무모한" 주관적 인식이야말로, 과당매매(churning)와 단순한 과다거래(excessive trading)를 구분하는 중요한 잣대가 된다. 그렇다면 이러한 과당매매의 주관적 요건과 관련하여, 이를 누가, 어떻게 입증할 것인가가 문제된다.

만일 과당매매사건에 대하여, 계약당사자 사이의 특별한 신뢰관계에

근거하여 채무불이행에 따른 손해배상청구를 한다면, 그 주관적 요건으로 반드시 고의(scienter)에 국한되는 것이 아니라 과실(negligence)까지도 포함될 수 있으며, 이러한 주관적 요건에 대하여는 채무자가 채무불이행에 대한 고의나 과실이 없었음을 입증해야 한다. 그렇지만 보통법상의 사기(fraud)나 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5에 근거하여 손해배상책임을 물을 경우, 그 주관적 요건으로 과실만으로는 불충분하고 의도적인 고의(scienter)가 있어야 한다. 또한 이러한 의도성 내지 무모성에 대한 입증은 피고가 아닌 원고, 즉 투자자가 하는 것이 원칙이다.

하지만 고의나 과실과 같은 주관적인 내적 의사는 그 존재를 직접적으로 입증하기 힘든 것으로, 경우에 따라 고의나 과실이 징표되는 객관적 사실들의 입증으로 간접적으로 추정하도록 하여 원고의 입증부담을 완화하기도 한다. 실제로 미국 법원은 과당매매에 관한 손해배상청구소송에서 원고인 투자자가 상대적으로 쉽게 파악할 수 있는 객관적 요건이라 할 수 있는 계좌의 지배와 거래의 과도성을 입증하면, 일응 피고인 증권회사에게 과당매매에 대한 고의 내지 무모성이 있는 것으로 추정하고 있다. 피고인 증권회사는 과당매매에 대한 자신의 책임 없음을 주장하기 위해서는, 그러한 주관적 요소가 없음을 입증해야 한다. 한편 우리 증권거래법도 공시위반에 대한 손해배상책임과 관련하여 민법상의 일반원칙에 대한 특칙을 두어 주관적 요건인 고의·과실의 입증책임을 피해자로부터 가해자로 전환하고 있다.[111] 즉 민법상의 일반불법행위로 인한 손해배상책임에 있어서는 원칙적으로 피해자가 가해자의 고의·과실을 입증하여야 하지만, 증권거래법상의 공시위반에 대한 손해배상책임에 있어서는 피해자가 가해자의 고의·과실을 입증할 필요가 없이 가해자가 자신의 책임을 면하기 위해서는 고의·과실이 없었음을 입증하도록 요구하고 있다.[112]

---

111) 증권거래법 14조 내지 16조, 186조 4항, 186조의5를 참조하기 바란다.
112) 김건식(2004), 김정수(2002)

현재 과당매매에 대한 우리 법원의 태도가 투자자 보호에 미흡하다고 지적할 수 있는 부분은 원고인 투자자에게 증권회사의 과당매매에 대한 고의를 구체적인 증거를 들어 직접 입증하도록 요구하고 있다는 점이다. 계좌의 지배, 과도한 거래(매매회전율, 증권회사의 상당한 수수료 수익, 빈번한 입출매매 등) 사실 등이 인정됨에도 불구하고, 그러한 행위에 대한 증권회사의 고의 내지 목적을 구체적으로 입증하지 못함을 이유로 과당매매의 성립을 부정하는 판결이 다수 있다.[113] 이와 같이 증권회사에 비해 상대적으로 정보수집력이나 분석능력이 낮은 일반투자자에게, 증권회사가 자신의 이익을 목적으로 과당매매를 한다는 고의 내지 목적을 입증하도록 요구하는 것은 과중한 부담일 수 있다. 전문가인 증권회사와 비전문가인 일반투자자간의 소송을 대등한 당사자간의 분쟁으로 간주하여, 원고・피고간의 입증책임을 동일하게 부담시키는 것은 일반투자자에게는 오히려 부당할 수 있기 때문이다. 실제로 과당매매로 인한 손해배상청구소송에서 원고의 패소율이 상당히 높은 것은 이러한 입증의 부담으로 인한 것이라고 추측된다.

따라서 과당매매에 관한 일반투자자와 증권회사간의 분쟁에 있어서는, 원고인 투자자가 과당매매를 징표하는 객관적 요건들을 입증하도록 하고 그 주관적 요건은 원고인 투자자가 직접적인 증거를 들어 입증하도록 하기 보다는 미국의 경우와 같이 피고의 주관적 요건을 일응 추정

113) 부산고등법원 2000.10.13. 선고 99나12680 판결에서 법원은 투자일임을 받은 증권회사 직원이 빈번한 입출매매 및 잦은 회전매매를 했고, 그로 인해 상당한 수수료 수익을 올렸음을 인정하였음에도 불구하고, 증권회사 직원이 원고의 이익을 무시할 목적으로 과당매매를 한 것으로 보기는 어려우며, 원고가 이를 입증하지 못했음을 이유로, 과당매매의 성립을 부정하였다. 이와 같이 객관적으로 과도한 거래의 존재를 인정함에도 불구하고, 원고가 과당매매의 목적 내지 고의를 입증하지 못했음을 이유로 과당매매의 성립을 부정한 판결들이 다수 있다. 대법원 2001.10.23. 선고 2000다26371 판결; 대법원 2001.6.29. 선고 2001다15491판결; 서울고등법원 2001.11.2. 선고 2000나62171판결 등을 참조하기 바란다.

함으로써, 피고인 증권회사 또는 그 임직원으로 하여금 "과당매매에 대한 고의 내지 목적"이 없었음을 입증하도록 하는 것이 투자자 보호에 보다 적합할 것이다.[114]

4. 손해배상액 산정방식의 개선

미국의 경우 과당매매로 인한 손해 확정과 배상액 계산방식과 관련하여, 법원은 투자자를 보호하면서도, 증권회사가 부당하게 손해를 보지 않을 수 있는 보다 합리적인 산정방식을 도출하고자 노력하고 있다. 미국 법원이 과당매매의 손해배상액 산정에 대해 다양한 시도를 하는 것은, 1934년 증권거래법 10조(b) 및 SEC Rule10b-5가 실질적 손해(actual damage)로 배상범위를 한정하고 있으므로, 이러한 실질적 손해를 정확하게 산정해낼 수 있는 방식을 도출하기 위해서이다. 이 과정에서 손해의 범위를 확대하는 경향을 보이고는 있지만, 법원은 증권회사에게 과도한 손해배상책임을 지움으로써 투자자가 과당매매의 피해자라고 하여 부당한 이득을 얻는 것 역시 경계한다.

부당이득반환 법리에 근거한 준계약방식은 과당매매에 관한 손해배상청구소송에서 자주 이용되었던 전통적인 손해배상액 산정방식이었다. 그렇지만 이러한 준계약방식으로는 과당매매로 인한 거래손실을 손해로 파악하지 못하여, 투자자의 실질적 손해를 파악하기에 불충분하다는 반성이 제기되었다. 준계약방식의 이러한 문제점을 수정하려는 시도로서, 과당매매로 인한 수수료 및 이자뿐 아니라, 거래손실까지도 모두 고려하

114) 실제로 의료소송이나 환경오염 관련소송에서는 인과관계와 피고의 주관적 요건을 원고인 일반피해자들이 입증하는 것이 매우 곤란하기 때문에, 원고가 객관적 요건을 입증하도록 하고 인과관계와 주관적 요건은 일응 추정하여 피고들이 인과관계와 주관적 요건이 없음을 입증하도록 하고 있다.

여 과당매매 자체가 없던 상태의 고객의 재산상태로 원상회복하도록 하는 차액산정방식이 등장하였다. 차액산정방식의 경우 투자수익의 발생시 손해가 없는 것으로 간주될 수 있다는 문제점과 고객의 손해가 과소평가되거나 과대평가되는 문제점이 지적되었다. 그러자 법원은 차액산정방식의 문제점을 해결하기 위해 다양한 방식으로 수정을 시도하였으며, 이러한 노력을 반영하는 판결들이 서서히 등장하고 있다.

하지만 우리 나라에서는 아직 과당매매에 있어 투자자의 손해가 구체적으로 무엇이며, 이를 어떤 기준으로 산정할 것인가에 대한 충분한 연구가 이루어지지 않고 있는 것으로 보인다. 대법원은 과당매매로 인한 손해배상액을 산정함에 있어, 차액설에 입각하여 손해배상액을 계산하고 있는 바, 고객이 최초로 증권회사에 맡긴 예탁금과 과당매매 종료시의 예탁금 잔고의 차액을 과당매매로 인한 손해로 간주한다. 이로 인해 과당매매로 인한 손해배상액 산정시 시장의 등락과 같은 과당매매와 인과관계가 없는 요소들을 제외시킨 사례를 찾아보기 어렵고, 소액이라도 투자이익이 발생한 경우에는 손해가 없는 것으로 간주되는 문제점이 노출된다. 따라서 법원이나 증권감독당국은 과당매매의 성립요건에 대한 고민과 아울러, 손해배상액의 산정에 있어 투자자와 증권회사 모두에게 공정한 손해배상액을 도출할 수 있는 방법론을 연구할 필요가 있다고 본다.

이를 위해 법원은 손해배상액을 산정함에 있어, 미국의 Rolf 판결이나 Arrington 판결처럼 과당매매가 없이 적정한 투자가 이루어졌더라면 존재하였을 계좌의 잔고를 가정하여 이를 손해배상액 산정시 반영하는 방식을 고려할 수도 있다. 또한 Nesbit 판결처럼 과당매매로 인해 예탁금을 상회하는 투자수익이 발생하였다고 하더라도, 이를 손해배상액인 거래수수료에서 공제하지 않고 모두 반환하도록 하는 방식도 생각해 볼 필요가 있다.

5. 증권회사 및 임직원에 대한 정보공시의 강화

아직까지 우리 증권시장에서는 과당매매에 대한 제재를 포함하여 증권회사 및 그 임직원에 대한 제재내역에 관한 정보가 충분히 공개되고 있지 않다. 금융감독위원회나 금융감독원에서 발표되는 자료는 물론이고, 법원의 판결문에서조차도 법규위반자를 익명처리하여 발표하거나 아예 공개를 꺼리는 경향이 있다. 위법행위는 다수의 선의의 투자자들에게 피해를 주므로 사전에 예방하는 것이 최선의 방법이다. 법규위반자의 반복적이고 상습적인 행위태양에 비추어 과거에 위법행위로 인하여 제재를 받았던 기록은 일반투자자들이 위법행위에 말려들어 피해를 당하지 않도록 하는데 매우 유익한 자료가 될 수 있다.

위법행위로 제재조치를 받은 증권회사나 그 임직원에 대한 정보를 투자자가 상시 용이하게 열람할 수 있다면, 투자자는 계좌개설시 위법행위를 할 가능성이 높은 증권회사나 그 임직원과의 거래가능성을 심사숙고하여 판단할 수 있을 것이다. 따라서 이러한 제재조치에 관한 정보를 일반인이 쉽게 접할 수 있도록 할 필요성이 인정된다.

미국 SEC는 위법행위의 조사결과를 공표할 수 있으며, 실제로도 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 자신이 내린 조사결과에 대한 조치내용을 공개하고 있다. 또한 NASD도 CRD(Central Registration Deposit)[115]라는 증권업종사자의 경력조회시스템에 구축된 정보중 대부분을 PDP(Public Disclosure Program)[116]라는 일반공시프로그램을 통하여 일반투자자에

115) 브로커·딜러는 제휴관계인을 고용하는 경우 등록신청서를 NASD에 제출하여 등록하여야 한다. 이 등록신청서에는 신청대상자의 자격구비여부, 경력 및 징계기록이 기재된다. NASD는 자동화된 CRD시스템을 통해 증권회사 임직원의 관련자격 구비여부, 경력, 징계기록 등을 관리한다.

116) 증권회사 임직원에 대한 정보는 NASD의 일반공시프로그램(PDP)을 통하여 일반투자자들에게 제공된다. 제휴관계인의 신상, 업계경력, 최종징계

제공하고 있다.[117]

증권시장의 신뢰성과 건전성을 확보하기 위해서는 법규나 감독당국에 의한 규제도 중요하지만, 시장규율에 따른 제재도 중요한 역할을 수행한다. 따라서 위반행위에 대하여 시장규율에 따른 제재를 할 수 있는 체계를 구축하는 것도 중요하다고 본다. 예컨대 증권감독당국이 위반행위자에 대한 조치결과를 공표하게 되면 시장원리의 작동에 의해 제재효과를 도모할 수 있을 것이다. 증권산업 및 시장에 대한 규제완화 추세와 증권감독당국의 현실적인 규제능력의 한계로 인해 규제당국의 손길이 미치지 못하는 부문에 대해서는 상당부분 시장규율에 의존하지 않을 수 없으며, 투자자들의 금융정보 확대와 의식의 성숙에 따라 그 효과도 클 것으로 예상되므로, 우리 증권시장에서 시장규율에 의한 제재가 무엇보다도 중요하게 될 것이다. 증권선진국에서는 법규상의 제재수단은 아니지만 시장의 규율에 의한 제재가 매우 엄격하고 치밀하게 적용되고 있으며, 이러한 시장 메커니즘(market mechanism)에 의한 위법행위에 대한 제재가 시장의 건전성과 신뢰성을 확보하는 데 결정적으로 기여하고 있다. 이에 대응하여 미국 증권회사들은 시장 메커니즘에 의한 시장규율로부터 입을 불이익을 우려하여 증권법규보다도 훨씬 엄격한 내부 컴플

및 계류중인 징계사안에 대한 기록, 민원, 중재결정 내용 등이 공개된다. 이들 정보는 개인투자자에게 무료로 제공되며, 고용 등의 목적으로 조회할 경우에는 수수료가 부과된다. 전화 및 인터넷으로 수시 조회할 수 있다. PDP는 투자자들이 개인브로커 또는 증권회사와의 거래관계 여부를 결정하는데 도움을 주기 위한 것으로 투자자보호를 위한 중요한 서비스이다. NASD는 1934년 연방증권거래법 15A조 (i)항에 따라 PDP를 제공한다.

117) 우리나라의 경우 증권업 종사자의 경력조회시에 증권회사의 사전동의를 받도록 요구하고 있다. 그러나 이는 증권회사의 임직원을 신뢰하지 않는다는 인상을 주게 되어 투자자들이 증권회사 임직원의 경력을 조회하는데 지장을 줄 수 있는 것이다. 따라서 증권회사의 사전동의가 없어도 적어도 당해 증권회사와 거래관계가 있는 고객에 대해서는 당해 증권회사의 정보에 대해 자유롭게 접근할 수 있도록 허용하는 것이 바람직하다고 본다.

라이언스(compliance) 기준을 운용하고 있다고 한다.[118]

이처럼 시장원리의 작동에 의한 시장규율을 활용하기 위해서는, 가능한 한 증권거래법규 위반행위 및 그 관련자 등에 관한 신속하고 정확한 제재조치결과 자료가 대량으로 시장에 공급될 수 있어야 한다. 이를 위해서는 금감위나 금감원과 같은 공적감독기관의 제재조치결과는 물론이고, 증권선물거래소나 증권업협회와 같은 자율규제기관의 회원에 대한 제재조치결과도 공개하는 것이 바람직하다고 본다. 이들 자율규제기관의 회원제재내용도 공표하여 회원들에게 경각심을 줌으로써 회원의 공정한 시장질서 준수를 유도하고, 회원사가 불공정거래 예방의 중요한 역할을 하도록 할 필요가 있는 것이다.

공표되어야 할 사항은 위반행위자의 성명이나 명칭, 위반법조문, 위반시기, 위반내용 및 제재조치내역 등이 될 것이며, 공표방법은 언론보도(press release), 인터넷 홈페이지 게재 등을 예로 생각해 볼 수 있다. 공표된 제재조치내역은 민사 또는 형사 소송의 공신력 있는 증거자료로 활용되거나 위반증권사에 대한 투자자들의 거래관계 결정여부에 반영될 수 있을 것이다.

118) 우영호 외(2002)

참고 문헌

참고 문헌

<국내 문헌>

곽윤직, 2003,『채권각론』, 박영사.

권순일, 2000, 증권회사의 고객에 대한 보호의무,『민사재판의 제문제』 제10호.

금융감독원, 2005년도 금융소비자 의식조사 결과, 보도자료, 2006(2.24).

금융감독원, 2005,『금융분쟁조정사례집』.

김건식, 2004,『증권거래법』, 두성사.

김건식・송옥렬, 2001,『미국의 증권규제』, 홍문사

김성탁, 1998, 미국 증권법상 과당거래 금지,『상사판례연구』제9권, 557-588.

김정수, 2002,『현대 증권법원론』, 박영사.

김택주, 2002, 이익보장약정에 의한 증권거래와 투자자 보호,『상사법연구』제21권 제2호, 451-481.

노희진・주윤신, 2004,『증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구』, 한국증권연구원.

우영호・김건식・송웅순・정윤모, 2002,『불공정거래 제재수단의 강화방안』, 한국증권법학회.

이기영, 2002, 유가증권의 과당매매와 손해배상책임,『법조』제551권, 111-147.

한국증권연구원, 2006, 시장 및 산업동향, 한국증권연구원『자본시장포럼』여름호, 40-62.

<외국 문헌>

Berg, H., Jason, J., 1996, Does The Literature Of Churning Reflect The Current State Of The Brokerage Industry?, *Practising Law Institute Corporate Law and Practice Course Handbook Series,* 711-751.

Goldberg, S., 1978, *Fraudulent Broker-Dealer Practices*, American Institute of Securities Regulation.

Hood, J., 1988, Arbitration and Litigation of Public Customer's claims against Broker-Dealers after McMahon, *Saint Mary's Law Journal*, 541-588.

Jennings, R., Marsh, H., Coffee, J., Seligman, J., 1988, *Securities Regulation : Cases and Materials*, Foundation Press.

Libin, N., Wrona, J., 2001, The Securities Industry and the Internet : A Suitable Match?, *Columbia Business Law Review*, 1-56.

Loss, L., Seligman, J., 2004, *Fundamentals of Securities Regulation(5th ed)*, Aspen Publishers.

McCann, C., 1999, Economic Analysis in Broker Customer Disputes involving Allegation of Churning, *Practising Law Institute Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, 351-374.

McCann, C., 1999, Churning, *Journal of Legal Economics*, Spring-Summer, 49-68.

Miner, T., 1984, Measuring Damages in Suitability and Churning Actions under Rule 10b-5, *Boston College Law Review*, 839-863.

Harvard Law Review Note, 1967, Churning By Securities Dealers, 869-886.

O'Hara, P., 1987, The Elusive Concept Of Control In Churning Claims Under Federal Securities And Commodities Law, *Georgetown Law Journal*, 1875-1936.

Poser, N., 1991, The Measure of Damages in Churning Actions, *Insights*, 19-23.

Rath, G., Boch, D., Burke, T., 2002, *Selected Issues in Broker/Customer Litigation*, American Law Institute-American Bar Association Consulting Legal Education, ALI-ABA Coures of Study, 125-221.

Winslow, D., Anderson, S., 1990, A Model for Determining the excessive trading element in churning claims, *North Carolina Law Review*, 327-361.

近藤光男 外, 1999,『證券取引法 入門』, 商事法研究會.

神岐克郎, 2006,『證券取引法』, 青林書院.

小島秀樹, 1992, 日本における證券過當賣買規制の相違,『商事法務』No. 1289, 6-14.

<웹사이트>

금융감독원	http://www.fss.or.kr
Westlaw	http://www.westlaw.com
SEC	http://www.sec.gov
NASD	http://www.nasd.com
NYSE	http://www.nyse.com