

過當賣買規制 小考

- 資本市場統合法上 過當賣買規制의 整備 必要性 -*

김용재(국민대 법대 부교수, 대법원 재판연구관)

I. 序說

재정경제부의 주도하에 발의된 ‘금융투자업과 자본시장에 관한 법률’(이하 ‘자본시장통합법’)이 2007년 5월 현재 국회에 계류 중이다. 이는 기존의 증권관련법률을 기능적으로 통합한 것인데, 대상법률은 증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용법, 신탁업법, 종합금융회사에 관한 법률, 자금증개에 관한 법률 등이다. 한국판 골드만삭스와 같은 종합적인 금융투자업(investment banking)을 육성한다는 기치하에 추진 중인 동 법에 대해 일부에서는 우려의 목소리를 내기도 하였으나, 금융시장의 반응은 매우 긍정적이고 국회에서의 통과도 낙관적이다.

자본시장통합법의 제정과 함께 종래의 증권관련업은 기능별로 6개의 업으로 구분되는데, 자기매매업, 중개업, 자산운용업, 투자자문업, 투자일임업 및 신탁업이 이에 해당한다. 어떠한 금융투자업자가 이러한 증권관련업을 모두 사내겸영할 경우 발생하는 긍정적인 효과는 상당히 클 것이다. 규모·범위의 경제 실현과 시너지효과의 달성 등에 따라 발생하는 비용감소의 이익은 금융소비자에게 직결될 것이다. 그러나 모든 증권관련업을 하나의 본체에서 영위할 경우 발생할 수 있는 문제점도 전혀 없는 것은 아니다. 가장 대표적으로 고객과 금융기관 혹은 고객과 다른 고객간의 이해상충이 문제된다. 물론 금융투자업자가 여러 가지의 증권관련업무를 복합적으로 영위한다고 하여, 종래의 단일업무 영위시 발생하였던 이해상충의 행위유형과 전혀 별개의 새로운 이해상충행위가 발생하는 것은 아니고, 단지 그 정도가 심화될 가능성은 매우 높다. 그렇지만 기존에도 불식되지 않았던 이러한 이해상충행위를 적절하게 규제하고 조정하지 않을 경우, 원대한 이상과 목표를 안고 제정된 자본시장통합법이 정작 금융소비자의 보호라는 문제를 너무도 소홀히 하였다는 비판에 직면할 것이다. 논자는 자본시장통합법의 제정과 더불어 금융투자업자가 원활하게 관련 업무를 영위할 수 있는 규제적 환경을 조성하고 금융소비자의 신뢰를 굳건히 확보할 수 있는 보완책을 마련하여야 한다는 판단에서 이 글을 기획하게 되었다.

이 글은 금융투자업자가 업무를 수행하는 과정에서 발생가능한 여러 가지의 이해상충행위 중 과당매매에 초점을 맞추어, 자본시장통합법상 과당매매를 근절하기 위한 세부방안으로서 구체적인 과당매매 규제의 근거조항 마련, 과당매매 요건의 명확화 및 손해배상의 특칙제정 등을 제안하고자 한다.¹⁾ 물론 이해상충행위 중 투자자의 이익을 완전히 도외시하는 임의매

* 이 글은 2007년도 국민대학교 교내연구비 지원을 받아 작성한 것으로, 김화진, 김병연, 김용재, 「한국증권법학회 연구용역보고서: 증권관련업무 겸업과 이해상충해결방안」(2006. 10) 중 논자가 집필한 부분을 대폭 수정, 보완한 것이다. 이 글을 준비하던 지난 1년간 논자에게 세부 쟁점에 대해 많은 조언을 주신 법무법인 화우의 정진수 변호사님(前 대법원 재판연구관)과 한국증권법학회

매는 과당매매보다 더욱 사해성이 높다고 하겠다. 그런데 논자는 금융투자업자의 임의매매란 단지 고객명의로 계좌를 이용하여 금융투자업자가 자신의 계산으로 행하는 자기거래(dealing)에 불과할 뿐이므로 고객에게는 공유지분권의 침해나 예탁금의 손실과 같은 손해가 없으며, 장부상으로 손실을 입은 듯한 외관이 야기된 고객은 금융투자업자를 상대로 언제든지 원물을 반환할 수 있다는 입장이므로,²⁾ 손해배상의 특칙을 제정함에 있어서는 과당매매와 취급을 달리하여야 한다고 생각한다. 따라서 임의매매에 대한 심도깊은 분석과 논자의 입장 정리는 다음 기회로 미루기로 하며, 여기서는 과당매매에만 초점을 맞추고자 하는 것이다.

물론 자본시장통합법이 제정될 경우 금융투자업자는 종래의 전 근대적인 유가증권 위탁매매업(brokerage) 중심의 영업에서 탈피하여 유가증권인수업과 M&A와 같은 선진적인 투자은행 중심의 영업으로 전환하려고 할 것이다. 따라서 혹자는 이렇게 전근대적인 위탁매매업 부분에서 문제되었던 과당매매(혹은 임의매매)의 문제는 향후 자연스럽게 해소될 것이라고 낙관할 수도 있다. 그러나 논자는 종래 증권거래법에서 전면적으로 금지하고 있음에도 불구하고 횡행하였던 대표적인 이해상충행위가 업무의 중심축이 이전된다는 이유만으로 사라질 것이라고 기대하지 않는다. 왜냐하면 금융투자업자라도 brokerage 부분에서의 과당매매에 따른 막대한 수수료 수익의 유혹에서 자유로울 수는 없을 것이기 때문이다. 더욱이 미국의 사례를 보면 복수의 증권관련업을 영위하는 금융투자업자에게 있어서 암묵적인 과당매매의 위험성은 오히려 더욱 증대될 수 있다는 점에 논자는 주목하였다.

이러한 문제의식을 갖고 논자는 이 글을 다음과 같이 구성하였다. 제Ⅱ에서는 과당매매규제에 대한 현황과 문제점을 개관할 것이다. 증권거래법 제107조 제2항 제2호의 법문이 불명확한 상태에서, 기존의 판례상으로 발전된 과당매매의 규제법리가 다소 불명확하고 2007년 4월 12일 선고된 5건의 대법원 판결로도 이러한 문제점은 해소되지 않았다는 점을 적시할 것이다. 제Ⅲ은 과당매매의 모델법이라고 할 수 있는 미국의 법제와 판례를 심도깊게 분석함으로써, 자본시장통합법 제정에 있어서의 구체적인 시사점을 찾고자 한다. 한편 손해배상액 산정기준의 운영에 있어서 가장 후진적인 법제라고 평가받는 일본의 하급심판결에 대해서도 살펴봄으로써 자본시장통합법 제정에 있어서의 반면교사로 삼고자 한다. 제Ⅳ는 자본시장통합법의 입법예고안과 국회제출안을 비교한 후, 현재의 자본시장통합법안이 입법기술적인 측면에서 많은 문제를 안고 있다는 전제하에서, 향후 대통령령 등의 하위법령에서 세부적으로 보완하여야 할 개선안들을 제시할 것이다. 2007년 5월 현재 자본시장통합법의 통과를 目前에 두고 있지만, 이들 개선안을 자본시장통합법에 추가 반영하는 것도 불가능하지 않다고 판단한다. 마지막의 제Ⅴ는 논자의 소견을 간략히 정리한 이 글의 결론부분이다.

회장이신 이철송 교수님께 이 자리를 빌어 심심한 감사의 말씀을 전하는 바이다. 그렇지만 이 글의 구성이나 세부 내용에 대한 오류는 전적으로 논자의 책임이란 점을 강조하고자 한다.

- 1) 과당매매의 일반론 및 요건 등에 대한 자세한 선행연구로서는 이기영, “유가증권의 과당매매와 손해배상책임,” 「법조 제551호」 111-147면 (2002. 8.) 및 정윤모, 박기령, 「증권회사의 과당매매규제에 관한 법적 연구」 (한국증권연구원, 2006. 11.) 등이 있다.
- 2) 일본 최고재판소 판례 및 다수설과 同旨, 日本最高裁判 平成 4. 2. 28. 判例タイムズ 83号, 78頁 이하 참조.

II. 過當賣買規制 現況 및 問題點

1. 과당매매 개관

(1) 과당매매의 의의 및 발생가능한 손해의 내용

증권거래법 제107조 제2항 제2호는 증권회사가 고객의 일임에 의하여 유가증권의 매매거래를 하는 경우 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하여야 하며, “위탁받은 취지와 위탁받은 금전 및 유가증권의 규모에 비추어 지나치게 자주 매매거래를 하는 행위”, 즉 소위 과당매매 행위를 금지하고 있다.

과당매매(churning)란 고객계좌에 대해 지배력을 갖고 있는 증권회사가 수수료 수입만을 극대화하려는 목적으로 고객의 이익을 도외시한 채 당해 계좌의 성격과 고객의 투자목적 등에 비추어 과도한(excessive) 거래를 행하는 것을 말한다. 증권회사의 수수료수입을 극대화하기 위하여 고객의 이익을 저해하는 행위이므로 자기거래의 하나로서 대표적인 이해상충행위로 보아 규제하고 있다. 과당매매는 과당매매행위 기간 중의 일련의 종합적인 침해행위이므로, 증권업자의 특정 거래만을 분리하여 과당매매라고 판단하지 않고 거래에 있어서 과당성이란 판단은 당해 계좌에서의 모든 유형의 행위를 종합적으로 조사하여 일체로서 결정하여야 한다는 특징을 갖고 있다. 특정 고객에 대해 과당매매가 성립하더라도 다른 투자목적, 숙련도 및 자금을 지닌 다른 고객에게 필연적으로 과당매매가 성립되는 것은 아니라는 점에서, 과당매매는 매우 상대적인 개념이라고 할 수 있다. 그렇지만 적합성(suitability)의 원칙이 과당매매가 발생하였는지를 결정하는 가장 중요한 요소임은 분명하다.³⁾

과당매매로 인하여 고객이 입을 수 있는 손해의 내용은 ① 수수료 등 거래비용, ② 거래순손실, ③ 상실이익, ④ 과당매매기간 이후의 시장가격 변동으로 인한 손해로 구성된다. 첫째, 수수료 등 거래비용(commission)이란 과당매매로 인하여 고객이 불필요하게 지출한 적극적 손해를 말하고, 이에 는 거래수수료 이외에도 수수료에 대한 이자 및 거래세 등이 포함된다. 둘째, 거래순손실(net portfolio loss)이란 과당매매로 인하여 부적합한 투자에 의하여 발생한 고객자산의 손실, 즉 예탁금의 감소라는 적극적 손해로서 첫째의 거래비용과는 별개의 재산손해를 의미한다. 셋째, 상실이익(lost profit)이란 과당매매없이 적절한 매매가 이루어졌다면 고객이 얻을 수 있었던 예상수익을 말하는 것으로 소극적 손해에 해당한다. 넷째, 과당매매기간 이후 시장가격의 변동으로 인한 손해는 통상의 인과관계를 넘는 손해인 이른바 특별손해에 해당하므로, 가해자인 피고가 이러한 사정을 알았거나 알 수 있었던 경우에 한하여 그 배상을 구할 수 있을 것이다.⁴⁾ 여기서 첫째, 둘째의 손해가 통상손해에 해당하고 셋째, 넷째의 손해는 특별손해에 해당한다. 특별손해는 입증이 어려우므로 고객은 보통 첫째와 둘째의 손해를 청구하게 될 것인데, 이는 결국 과당매매 개시당시의 잔고에서 과당매매 종료시점의 잔고를 공제한 차액과 동일한 금액으로 된다(차액설).

3) Norman S. Poser, *The Measure of Damages in Churning Actions*, 5 No. 5 Insights 19 (May 1991). 일반적으로 고객의 개인적인 능력과 투자경험 등에 비추어 금융투자업자가 권유한 당해 투자상품이 부적합한 경우, 통상 적합성의 원칙을 위반하였다고 한다.

4) 이기영, 앞의 논문, 135-141면.

(2) 판례

판례는 과당매매의 개념지표로서 계좌의 지배 및 과도한 거래를 들고 위법성의 근거를 선관 의무(혹은 충실의무) 위반에서 찾는다. 즉 “증권회사가 고객과 포괄적 일임매매 약정을 하였음을 기화로, 그 직원이 충실의무를 위반하여 고객의 이익을 등한시하고 무리하게 빈번한 회전매매를 함으로써 고객에게 손해를 입힌 경우에는, 과당매매행위로서 불법행위가 성립한다”고 판시함으로써 과당매매에 대한 불법행위책임을 인정하고 있다.⁵⁾ 그리고 판례는 과당매매기간 중 증권업자에 의한 일련의 침해행위가 전체로써 하나의 과당매매를 구성하게 되는 것임을 인정하고, 과당매매기간 중 정상매매와 과당매매를 준별하기 어렵다는 입장을 취하고 있다. 즉 “과당매매에 해당하는지 여부는 일정 기간 동안에 걸친 일련의 거래 행위 전체를 일체로 평가하여 그것이 고객의 신뢰를 남용한 비합리적 거래 행위인지 여부에 따라 판단하는 것이므로, 위법한 과당매매로 인정되면 특별한 사정이 없는 한 그 일련의 거래 행위 전체가 불법행위를 구성한다. 따라서 과당매매의 불법행위로 평가된 일련의 거래 행위 안에 결과적으로 고객에게 이익이 된 거래 등이 포함되어 있을지라도, 증권업자는 과당매매로 평가된 일련의 거래행위로 인하여 발생한 손해 전부를 배상하여야 한다”⁶⁾고 하고 있다.

한편 판례는 과당매매에 해당하는지 여부를 판단함에 있어서 매우 다양한 기준을 제시하고 있다. 즉 “고객 계좌에 대한 증권회사의 지배 여부, 주식 매매의 동기 및 경위, 거래기간과 매매횟수 및 양자의 비율, 매입 주식의 평균적 보유기간, 매매 주식 중 단기매매가 차지하는 비율, 동일 주식의 매입·매도를 반복한 것인지의 여부, 수수료 등 비용을 공제한 후의 이익 여부, 운용액 및 운용기간에 비추어 본 수수료 액의 과다 여부, 손해액에서 수수료가 차지하는 비율, 단기매매가 많이 이루어져야 할 특별한 사정이 있는지의 여부 등 제반 사정을 참작하여 주식 매매의 반복이 전문가로서의 합리적인 선택이라고 볼 수 있는지 여부를 기준으로 판단하여야 한다”(대법원 1997. 10. 24. 선고 97다24603 판결, 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005다63634 판결 등 참조)고 함으로써, 개별 사안에서 하급심 법원이 매우 구체적인 기준을 운영할 수 있도록 하고 있다.⁷⁾

5) 대법원 2007. 4. 12. 선고 2004다38907 판결. 이는 기존 판례와 약간 뉘앙스가 다르다. 즉 기존 판례들은 “증권회사가 고객과 포괄적 일임매매 약정을 하였음을 기화로 그 직원이 충실의무를 위반하여 고객의 이익을 무시하고 회사의 영업실적만을 증대시키기 위하여 무리하게 빈번한 회전매매를 함으로써 고객에게 손해를 입힌 경우에는 과당매매행위로서 불법행위가 성립한다”고 지속적으로 판시하여 왔는데(대법원 2006. 2. 9. 선고 2005다63634 판결, 대법원 2005. 10. 7. 선고 2005다11541 판결, 대법원 2002. 3. 29. 선고 2001다49128 판결, 대법원 1997. 10. 24. 선고 97다24603 판결 등), 2004다38907 판결은 과당매매의 성립과 관련하여 “회사의 영업실적만을 증대시키기 위하여”라는 일종의 고의범에서의 목적 요건을 폐기한 셈이다(이 글 제Ⅱ. 2. (2)의 문체절 부분에서 상술).

6) 대법원 2007. 4. 12. 선고 2003다63067, 2003다63074 판결.

7) 예를 들어 대법원 2007. 4. 12. 선고 2004다38907 판결의 원심인 서울고등법원 2004. 6. 16. 선고 2003나73929 판결을 보면, 피고 증권회사의 소외 직원들이 포괄적인 일임약정에 따라 “설정된 계좌들을 관리한 기간인 1999. 8.부터 2000. 4.까지의 9개월 동안 매매횟수가 2,490회로서 월평균 276회에 달하는 점, 각 계좌별로 매수 당일이나 3거래일 이내의 단기간에 다시 매도한 단기매매의 비율이 60%에 육박하고 있고, 단기매매한 주식 이외의 주식도 10 거래일 내로 매매가 이루어진 주식거래가 많았으며, 매수가격보다 매도가격이 낮은 손실거래나 매수가격보다 매도가격이 높아서 거래 자체로는 이익일 수 있으나 그 이익에서 수수료 및 제세금 공제시 수익이 낮거나 오히려 손해인 거래도 상당수 있었다는 점, 월매매회전율이 마지막 2000. 4.을 제외하고는 최저 4.70에서 최고 14.76으로 월평균 8.26(74.38/9)에 달하고 있는 점(중략), 최초예탁금 50억원에서

판례는 차액설에 입각하여 손해의 개념을 파악하므로, 손해의 내용에는 수수료 등 제 비용과 거래순손실이라는 통상손해만이 포함된다는 점을 분명히 하고 있다. 즉 “과당매매의 불법행위로 인한 재산상의 손해는 위법한 가해행위로 인하여 발생한 재산상의 불이익, 즉 과당매매가 없었더라면 존재하였을 재산상태와 과당매매가 종료된 이후의 재산상태의 차이를 말한다(대법원 1992. 6. 23. 선고 91다33070 판결, 대법원 2006. 1. 26. 선고 2002다12659 판결 등 참조).”⁸⁾

2. 문제점

다음에서 제기하는 모든 문제점은 과당매매에 관한 현행 증권거래법이 불충분하기 때문에 파생하는 것이라는 점에서 공통성을 갖는다.

(1) 과당매매 규제근거의 불확실성

기존 판례는 과당매매에 대해 증권회사의 선관의무(혹은 충실의무) 위반을 이유로 불법행위에 기한 손해배상책임을 인정하고 있는데, 이는 포괄적인 일임매매 약정이 있는 경우 증권회사 직원은 고객에 대하여 선관의무를 부담하고 이를 위반하여 과당거래를 한 때에는 불법행위를 진다는 것이다.⁹⁾ 그런데 판례의 이러한 논거를 비판하는 유력한 학설이 있다. 즉 대법원 판례는 미국 증권법상 브로커·딜러의 fiduciary duty 법리를 도입한 것으로 분석한 후, 우리 민법학상의 통설은 선관의무란 특약이 없는 한 주의의무에 관한 하나의 기준에 불과할 뿐 그것 자체가 채무는 아니며 위임계약 등의 경우 선관의무가 채무의 내용을 이루고 이를 위반하면 채무불이행으로 손해배상책임을 지는 것이므로, 선관의무위반이 원칙적으로 불법

중간 인출금 6억원을 뺀 44억원을 원고 회사가 맡겼는데, 위 계좌들의 관리 종료시 손해액이 16억원에 달하고 있고, 비용합계가 19억원(그중 수수료가 15억원 상당이다)을 넘고 있으며, 순투자 수익이 3억원 남짓한 금액인바, 결국 3억원이라는 투자로 인한 순이익에도 불구하고 수수료 등의 제반 비용으로 인하여 16억원이 넘는 액수의 손해가 생겼다는 점 등은 위에서 본 바와 같고, (중략) 위 같은 기간 동안 증권거래소의 주식통계 중 시가총액회전율(거래대금/평균시가총액 × 100)이 1999년은 355.71%로서 월평균 29.64%(0.29), 2000년은 234.03%로서 월평균 19.50%(0.19)에 불과하고, 상장주식회전율(거래량/평균상장주식수 X 100)이 1999년은 466.89%로서 월평균 38.90%(0.38), 2000년은 387.83%로서 월평균 32.31%(0.32)에 불과하며, 비교적 활발한 거래가 이루어진다는 코스닥의 경우도 시가총액 회전율이 같은 기간 최대 118.4%(1.18), 월평균 63.4%(0.63)에 불과하다는 사실을 인정할 수 있는바, 그렇다면, 위 기간 동안 이 사건 계좌의 경우는 과도한 거래가 있었던 경우에 해당한다”고 하여 대법원이 제시한 기준들을 매우 충실히 적용하고 있음을 알 수 있다. 정윤모, 박기령은 앞의 연구보고서 43면에서 매매회전율이나 수수료비용 등에 있어서 대법원이 포괄적인 기준만을 제시하고 있을 뿐 거래의 과도성을 판단하기 위한 구체적인 기준을 마련하지 않았다고 비판하나, 논자는 법률심인 대법원이 하급심의 사실판단을 위한 확일적인 기준을 제시하는 것은 타당하지 않다고 생각한다. 그리고 우리 나라의 하급심법원들은 최근 들어 과당매매의 성립여부를 판단하기 위하여 매매회전율과 시가총액회전율 및 상장주식회전율을 참조하는 등, 오히려 미국에서의 뮤추얼펀드 회전율과 같은 확일적인 기준보다 훨씬 합리적이고 구체적인 기준들을 종합적으로 활용하고 있는 것으로 분석된다. 우리 판례들이 뮤추얼펀드 회전율을 적극적으로 인용하지 않는 이유는 국내시장에서 뮤추얼펀드의 도입시기가 그리 오래되지 않았고, 간접투자시장의 규모도 아직까지는 유의적인 잣대로 사용할 만큼 그렇게 활성화되지 않았다는 사실과도 밀접하게 관련된다. 또한 뮤추얼펀드 회전율과 비교하는 것은 거의 실익이 없다는 생각도 든다. 왜냐하면 과당매매가 문제된 사건에서 연 평균 매매회전율이 아닌 월 평균 매매회전율의 수치는 미국 기준으로서는 도저히 납득할 수 없을 정도로 높기 때문이다.

8) 대법원 2007. 4. 12. 선고 2004다38907 판결.

9) 예를 들어 대법원 2006. 2. 9. 선고, 2005다63634 판결.

행위를 구성하지 않는다고 하면서 대법원의 과당매매에 관한 판시는 오해를 불러일으킬 소지가 있다는 것이다.¹⁰⁾

미국에서 말하는 fiduciary duty 법리가 증권관련법에 전면적으로 도입되지 않은 상태에서, 개념적으로 구분하여야 할 선관의무(혹은 충실의무) 위반행위가 곧 불법행위에 해당한다는 논리는 다소 설득력이 떨어진다는 주장에 공감하는 바이다. 증권거래법 제107조 제2항 제2호가 과당매매를 금지하는 규정을 두고 있으므로, 피해자들은 선관의무(혹은 충실의무)라는 간접적인 방법을 통해서가 아니라 증권거래법의 금지규정을 위반한 위법행위를 이유로 직접 불법행위책임을 청구하는 것이 법리상 옳다고 본다.¹¹⁾ 물론 동 조항이 민법 제103조의 강행규정을 위반한 것인지에 대한 검토는 별개의 문제이다. 이런 측면에서 자본시장통합법이 과당매매에 대해 현행 증권거래법보다 훨씬 정교한 규정을 마련하여야 할 당위성이 높은 것이다. 비교법적으로 미국 판례가 과당매매에 있어서 1934년 증권법 제10(b)조와 SEC Rule 10b-5위반으로 인한 손해배상책임과 보통법상의 fiduciary duty 위반으로 인한 손해배상책임을 인정하고 있다는 점을 강조하고자 한다.¹²⁾

(2) 주관적 성립요건의 불명확성

우리 나라의 학설은 대체로 미국에서의 논의를 중심으로 과당매매가 성립하려면 ① 계좌의 지배, ② 과다한 거래, ③ 주관적 성립요건으로서 고의 등 3가지 요건이 필요하다고 설명한다.¹³⁾ 그런데 ①과 ②의 요건에 대해서는 이론이 없지만, 과연 과당매매에 있어서 ③의 요건이 반드시 필요한 것인지에 대해 논란이 있을 수 있다. 그에 비하여 미국에서는 과당매매를 1934년 증권거래법 제10(b)조와 SEC Rule 10b-5를 위반하는 추정적 사기로 보아 성립요건으로서 scienter를 요구하고 있으며, 동 요건은 과당매매(churning)와 단순한 과다거래(excessive trading)를 구분하는 가장 결정적인 지표로 인식되고 있다. 따라서 미국에서는 ③의 요건에 대한 논의가 중요한 비중을 차지한다.

우리 나라에서는 종래 판례가 과당매매의 경우 반드시 목적을 필요로 하는 듯한 판시를 하였으므로, 주관적 성립요건으로서 고의에 한정하는 듯한 태도를 취했었다. 즉 과당매매가 성립하려면, 마치 “증권회사의 영업실적을 증대시키기 위한 목적” 혹은 “증권업자의 수수료 수입만을 극대화할 목적”이란 요건이 필요하다는 판시를 하였던 것이다. 그러나 이러한 태도는 다음과 같은 문제점을 안고 있었다. 첫째, 목적을 지나치게 강조하다보면 실제 소송에서 증권업자가 그러한 목적이 없었다고 항변할 경우 과당매매 자체가 성립되지 않아 고객이 패소할 수 밖에 없는 상황으로 몰릴 수 있다. 둘째, 가사 목적이 입증되어 과당매매의 성립을 인정하더라도, 미국과는 달리 사실심법원들은 고객의 과실을 문제삼아 고의의 불법행위자인 증권업자의 책임을 대폭적으로 제한하는 판결을 행하였다. 고의의 불법행위자는 상대

10) 권순일, “증권투자권유자의 책임에 관한 연구,” 서울대학교 법학박사학위논문 (2002), 216면 이하.

11) 동지: 이기영, 앞의 논문, 135면.

12) 한편 증권업자가 fiduciary duty를 위반하여 과당매매를 한 결과 고객에게 손해를 입혔다면 비록 일임매매약정에 따른 이행행위가 있었다라도 계약에 따른 부수적 의무인 fiduciary duty를 위반하였으므로 민법 제390조의 불완전이행에 따른 손해배상책임을 추궁할 수도 있다는 견해가 있다. 이기영, 앞의 논문, 134면. 동 견해는 이러한 채무불이행책임을 인정할 경우, 귀책사유에 대한 입증책임이 증권업자에게 주어지므로 고객에게 유리하다는 점을 논거로 들고 있다.

13) 예를 들어 정윤모, 박기령, 앞의 연구보고서, 37-52면.

방의 과실을 이유로 과실상계를 주장할 수 없다는 것이 판례의 입장임을 감안할 때,¹⁴⁾ 과당매매에 있어서 판례의 이러한 태도는 다소 모순된 것었다. 셋째, 판례가 일관되게 충실의무 위반에서 과당매매의 불법성을 찾아 민법 제750조에 의한 불법행위책임을 물어왔기 때문에, 과당매매에 있어서도 불법행위의 성립요건인 고의, 과실을 모두 요구하는 것으로 보는 것이 판례의 입장이었다고 해석된다.¹⁵⁾

이 때문에 2007년 4월 12일 대법원은 기존의 과당매매의 성립에 대한 판례를 일부 변경하여, 목적 요건을 의도적으로 배제하기에 이른 것으로 짐작된다.¹⁶⁾ 판례의 변경으로 증권업자의 수수료 수입을 증대하려는 목적이 개입되지 않았더라도 고객을 보호할 수 있게 된 긍정적인 효과가 일부 있는 것은 사실이다. 그러나 동 판결을 계기로 과실에 의한 과당매매 성립을 인정하고 더 나아가 사실심법원들이 예외없이 과실상계를 하였던 관행에 정당성마저 부여하였다는 측면에서, 오히려 전반적으로는 고객 보호에 반하는 결과를 야기하지 않았나 싶다. 왜냐하면 모법인 미국의 과당매매 법제를 참고해볼 때, 성립요건으로서 고의만을 인정하고 사기적인 과당매매를 한 금융투자업자에게 고객의 실손해를 완전히 배상토록 하는 것이 과당매매를 규제하는 본래의 취지에 합치되기 때문이다. 결국 이러한 모든 혼란도 증권거래법상으로 과당매매를 금지하는 제107조 제2항 제2호의 법문이 명확히 마련되지 않은 데서 비롯된 것이다.

(3) 손해배상기준의 불명확에 따른 혼돈

1) 2007년 4월 12일 이전의 상황

증권거래법상 명확한 손해배상기준이 법정되어 있지 않고 대법원의 명확한 판례도 없는 상황에서 하급심 법원들은 주로 차액설에 입각하여 판시를 해왔는데, 최근에는 차액설을 정면으로 비판한 수수료설과 차액설의 결합을 극복하기 위한 수정차액설까지 등장하였다.

(가) 차액설

대법원 2005. 12. 9. 선고 2004다61235(본소), 2004다61242(반소) 판결은, 증권회사와 보험회사 간 ‘금융기관전문직업인배상책임보험계약’을 체결하면서 증권회사 임직원의 임의매매 또는 일임매매로 인하여 증권회사가 고객에 대하여 사용자책임을 지는 경우 보험회사는 그로 인한 증권회사의 재정적 손실도 확장하여 담보한다는 특약을 체결하였는데, 이후 증권회사의 직원이 고객계좌를 관리하던 중 과당매매를 하여 고객에게 손해를 입히는 보험사고가 발생한 사안으로서, 고객의 손해액은 직원이 과당매매행위를 시작할 당시의 예탁금잔고와 과당매매행위가 종료되었을 때의 주식 및 예탁금잔고와의 차액이라고 하여 이의 배상을 명한 원심의 조치를 수긍하는 취지의 판단을 하였다. 따라서 방론이지만 이 판례의 선례성을 인정한다면 대법원이 차액설의 입장을 취한 것으로 보인다.

(나) 수수료설

수수료설의 예로서는 서울지방법원 2003. 10. 31. 선고 2002가합11701 판결과 동 사안의

14) 대법원 2006. 2. 24. 선고 2005다59314 판결. 이 글의 제IV. 2. (3)에서 후술.

15) 특히 셋째의 논거와 관련하여 동지: 이기영, 앞의 논문, 132면. 그에 비하여 정윤모, 박기령, 앞의 연구보고서 50-51면에서는 우리 법원이 고의의 과당매매만을 인정하고 있다고 한다.

16) 앞의 주5) 참조.

항소심인 서울고등법원 2004. 7. 22. 2003나81029 판결을 들 수 있다. 동 판결에서는 차액설의 부당성을 지적하고 대안으로서 수수료설을 채택하면서 투자자의 귀책을 물어 과실상계를 하였다. 하급심 판결을 보면 “주식거래에 있어서 과당매매로 인한 손해액은 원칙적으로 과당매매가 없었더라면 발생하지 않았을 것임에도 불구하고 이로 말미암아 직접적으로 발생한 부분, 즉 수수료 등 제 비용”으로서, “원고가 이 사건에서 손해라고 주장하는 ‘원고 계좌에 대한 예약금과 잔존하는 금액과의 차액’에는 정상적인 일임매매를 통한 주식투자에 따른 손익의 결과로서 위탁자인 원고에게 귀속되어야 할 부분까지 포함되어 있다고 할 것이므로 그 부분이 과당매매와 인과관계가 있다는 등의 특별한 주장·입증이 없는 한 위의 차액 전부를 과당매매로 인한 손해로 볼 수는 없다”고 판시하였다.¹⁷⁾

(다) 수정차액설

수정차액설의 예로서는 서울고등법원 2003. 12. 9. 선고 2003나15527 판결을 들 수 있다. 동 판결은 거래비용에서 정상거래 해당분을 공제하고 거래순손실에서 추가하락분을 공제하고 있다.¹⁸⁾

(라) 금융감독당국의 실무관행 및 학설

실무관행은 더욱 혼란스러웠는데, 예를 들어 과당매매로 인한 분쟁조정사례에서 금융감독원은 과당매매 개시시점의 예약금 잔고와 과당매매 이의제기시점의 잔고 간 차액에서 다시 과당매매기간중의 주가지수하락율을 차감하고 투자자의 관리소홀 등에 따른 과실상계를 하여 손해액을 산정한 후, 증권회사의 수수료 수입액과 비교하여 적은 금액을 손해로 산정하고 있다.¹⁹⁾ 이는 과당매매가 증권회사의 수수료수익을 증대시킬 목적으로 발생한 것이라는 전제하에 손해배상금액을 수수료의 범위내로 제한하는 입장이므로, 굳이 유형화하자면 수정 수수료설에 가깝다고 할 수 있다.

17) 더욱이 동 판결은 “원고도 . . . 그 포괄적 일임 후의 사후관리를 소홀히 한 잘못이 있다고 할 것이므로 피고 회사가 배상할 손해액을 산정함에 있어서 이를 참작하기로 하되, 피고회사가 부담하여야 할 책임비율은 제반 사정에 비추어 전체의 60%로 봄이 상당”하다고 하여 대폭적인 과실상계를 하고 있다.

18) 우선 거래비용과 관련하여 “원고가 피고의 이 사건 계좌 운용기간 동안 피고 회사에 이 사건 계좌를 통한 주식매매로 인하여 180,761,380원의 주식거래수수료 및 112,796,095원의 증권거래세 기타 거래비용을 부담한 사실은 앞에서 본 바와 같고, 이는 원고가 피고의 과당매매로 인하여 불필요하게 지출한 비용이라 할 것이므로, 위 합계액 293,557,475원은 피고의 과당매매로 인하여 원고가 입은 손해라 할 것이다. 다만, 과당매매가 아닌 정상적인 거래가 있었을 경우 원고가 부담할 수수료 및 세금 상당은 이 사건 과당매매로 인하여 발생한 손해라고 보기 어려우므로, 원고의 연평균 거래회전을 3,966.96%에서 1999년부터 2001년까지의 우리 나라 상장주식 연평균 거래회전을 270.53%를 초과하는 부분(3,966.96% - 270.53% = 3,696.43%)을 과당매매로 보아, 위 비용 중에서 과당매매비율에 해당하는 273,538,089원(=293,557,475원 x 3,696.43/3,966.96)만을 이 사건 과당매매의 불법행위로 인한 손해액이라고 할 것이다”고 한 후, 거래순손해와 관련하여 “원고가 피고 회사에 이 사건 계좌를 개설한 1999. 12. 20.경 거래소 종합주가지수는 967.05이었고, 원고가 이 사건 계좌를 해지한 2001. 3. 20.경 거래소 종합주가지수는 531.59로서 증권시장 전체의 장세하락이 있었던 사실은 앞에서 본 바와 같으므로, 사정이 이와 같다면 원고의 이 사건 계좌의 고객예약금 손실의 상당부분은 위 기간 동안의 위와 같은 전반적인 주식시세의 하락에 기인한 것이라고 봄이 상당하고, 위 주가지락으로 인한 예약금의 손실을 제외한 부분만이 상당인과관계 있는 손해라 할 것이다”고 판시하였다.

19) 정윤모, 박기령, 앞의 연구보고서, 82면.

한편 이 문제를 정면으로 다룬 학설은 그리 많지 않았지만, 수정차액설의 입장을 지지하는 견해²⁰⁾와 수수료설을 지지하는 견해²¹⁾로 나뉘었는데, 후자의 수수료설에 대해서는 별다른 논거가 제시되지 않았다.

2) 2007년 4월 12일 선고된 과당매매 관련 대법원 판결

(가) 정리

대법원은 2007년 4월 12일 과당매매와 관련한 5건의 판결을 선고하였는데,²²⁾ 특히 손해배상액 산정과 관련하여 기존의 판례와 상당히 차별화할 수 있는 판시를 하였다(이하 사건번호만 기재). 가장 특징적인 것은 2004다45509 판결에서 수수료설이 과당매매와 상당인과관계가 있는 손해의 범위에 관한 법리를 오해하여 위법하다고 정면으로 실시하였다는 점이다.²³⁾

다음으로 의미있는 것은 2004다38907 판결이다. 동 판결에서 대법원은 손해의 개념은 종전과 같이 차액설을 따르되, 손해산정의 기본 원칙은 수정차액설임을 천명하였다.²⁴⁾ 그러나 대법원은 차액설에 따라 손해산정을 한 후 과실상계를 하는 기존의 손해배상 산정방식도 타당하다는 입장을 피력함으로써, 추후 하급심 법원들이 수정차액설을 비껴갈 수 있는 길을 터주었다.²⁵⁾

20) 이기영, 앞의 논문, 145면.

21) 이상철, “증권매매위탁계약에 관한 몇가지 법률적 문제점,” 「재판자료 제90집: 증권거래에 관한諸문제(상)」 44면 (2001. 6). 법원행정처, 「증권재판실무편람」 33면.

22) 2003다63067·2003다63074, 2004다4980, 2004다6122, 2004다38907, 2004다45509 판결.

23) "원심은 이 사건 계좌에 원고 J가 예탁한 금원은 60,000,000원이고 과당매매 거래 종료 당시 잔고 평가액은 3,415,438원이지만, 5개월여의 과당매매 거래 기간 동안 동안 지출된 수수료 등 전체 거래비용은 48,767,304원인 사실을 인정한 다음, 과당매매로 인한 손해는 과당매매 기간 동안 지출된 거래비용에 한정된다는 이유로, 이 사건 과당매매로 인한 손해를 과당매매 기간 동안 지출된 전체 거래비용인 48,767,304원으로 산정하였는바, 이러한 원심의 판단에는 과당매매와 상당인과관계가 있는 손해의 범위에 관한 법리를 오해하여 결과적으로 그 손해 산정을 그르친 위법이 있다."

24) "과당매매는 포괄적 일임매매의 약정 등 증권업자에 의한 고객의 계좌 지배가 그 성립요건이므로, 과당매매가 없었다라도 최초의 예탁금이 그대로 잔존해 있는 것이 아니라 증권업자에 의한 정상적인 일임거래가 이루어졌을 것으로 보아야 하고, 따라서 과당매매 기간 동안 주가가 변동한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 과당매매가 없었다라도 주가 변동에 따라 재산상태의 변동이 있었을 것으로 봄이 상당하다. 그렇다면 과당매매가 없었다라면 존재하였을 재산 상태는, 정상적인 일임거래가 이루어졌을 경우의 투자위험이 반영되어야 하므로, 과당매매가 시작되는 시점의 예탁금 및 주식 등의 평가액으로부터, 주가지수 변동률 등을 사용하여 정상적인 일임 거래가 이루어졌을 경우 발생되었을 것으로 예상되는 손실과 거래비용을 적절히 평가하여 이를 공제한 금액(정상거래 후 잔고)이라고 할 것이고, 결국 그 금액과 과당매매가 종료된 시점의 잔고(과당매매 후 잔고)의 차액을 과당매매로 인한 손해로 보아 이를 산정함이 원칙이라고 할 것이다."

25) 즉 "다만 실제로는 개별 주식거래의 다양성과 주식시장의 변동성 등으로 인하여, 주가지수 변동률 등의 통계자료만으로 '정상적인 일임 거래가 이루어졌을 경우에 발생되었을 것으로 예상되는 손실이나 거래비용'을 정확히 추산하는 것이 매우 어렵기 때문에, 증권업자가 부담할 최종적인 손해배상액을 정하는 법원으로서, 위와 같은 방법에 의해 손해를 산정함에 있어서도 당해 거래관계에 특수한 상황이 있을 때에는 이를 참작하여 손해배상책임을 조정할 필요가 있을 뿐만 아니라, 나아가 사안에 따라서는 경험칙이나 논리칙 또는 공평의 원칙에 어긋나지 아니하는 한 아예 '과당매매가 시작되는 시점의 계좌상태'와 '과당매매 종료 시점의 계좌 잔고'와의 차액에 의해 손해를 산정한 다음, 정상적인 일임거래가 이루어졌을 경우에도 그에 상응한 수수료 등 거래비용

한편 2004다4980판결과 2004다6122 판결은 원심이 수정차액설에 따라 손해배상액을 산정한 사안들이었는데, 대법원은 우선 수정차액설에 의하여 고객이 입을 수 있는 손해의 내용을 다음과 같이 적극적인 손해로 한정하고 있다. 즉 “과당매매로 인한 손해를 거래비용 손해와 거래 순수실 손해로 구분하여, 거래비용의 경우 정상적인 거래가 있었을 경우에도 고객이 부담하였을 금액을 초과하는 부분만이 과당매매와 상당인과관계 있는 손해이고, 거래 순수실의 경우는 주가하락이라는 외부상황에 의해 발생한 손해를 추출해 낸 부분만이 과당매매와 상당인과관계 있는 손해”라고 전제한 것이다. 다음으로 대법원은 미국의 *Rolf v. Blyth, Eastman Dillion & Co., Inc.* 사건에서 채택한 계산방식을 제시하면서 이와 다른 계산방식을 취한 원심판결을 파기하고 있다.²⁶⁾ 따라서 동 판결들은 상기의 2004다38907 판결을 보충하는 완결편으로서의 의미를 갖는 것이다.

마지막으로 2003다63067·2003다63074 판결은 과당매매기간 중 과당매매와 정상매매를 구분하기가 어려우므로 일련의 거래행위 전체가 불법행위를 구성한다는 원칙을 재확인한 후, 원심판결의 차액설 채택과 과실상계를 수긍하고 있다. 더욱이 과실상계와 관련하여 “불법행위로 인한 손해배상 사건에서 과실상계 사유에 관한 사실인정이나 그 비율을 정하는 것은 그것이 형평의 원칙에 비추어 현저히 불합리하다고 인정되지 않는 한 사실심의 전권사항에 속한다(대법원 1990. 4. 25. 선고 90다카3062 판결, 대법원 2006. 2. 10. 선고 2005다57707 판결 등 참조)”는 종래의 입장을 되풀이하고 있다.

(나) 문제점: 혼돈의 가속화

2007년 4월 12일 선고된 대법원 판결들로 인하여 문제는 더욱 꼬이게 되었다. 왜냐하면 과당매매 사건에서 전문감정인에 의한 정상수수료 산정과 주가지수 반영을 필요로 하는 복잡한 방식의 수정차액설을 채택할 하급법원은 거의 없을 것으로 예상되기 때문이다. 가사 사실심 법원이 수정차액설 방식을 채택하였다고 하자, 대법원이 수정차액설을 채택한 숨은 뜻은 정확한 손해산정에 의하여 실손해액을 계산하도록 하고, 과거와 같이 책임의 제한이라는 편법을 통해 손해액 산정을 해서는 안된다는 것으로 이해된다. 그러나 대법원의 숨은 뜻을 잘못 읽고 사실심 법원이 수정차액설을 취한 상황에서 과실상계까지 한다면, 결과적으로 2007년 4월 12일 이전의 차액설에 근거하여 과실상계를 했던 때보다 고객은 더욱 불리한

이 지출되리라는 사정 및 전반적인 주가하락추세 등의 요소로 인해 과당매매가 없었다라도 어느 정도의 손실을 피할 수 없었으리라는 사정 등을 적절히 참작하여 합리적인 범위 내에서 책임을 감경하는 방법으로 손해배상액을 결정할 수도 있다고 할 것이다.”

26) *Rolf v. Blyth, Eastman Dillion & Co., Inc.* 사건에 관한 상세한 설명은, 이 글의 제Ⅲ. 2. (3). 3). (다)를 참조. 대법원의 관련 판시는 다음과 같다. “예를 들어 원심의 논리에 따라 주가하락으로 인한 영향을 반영하여 거래 순수실 중 과당매매로 인한 손해만을 산정한다고 하더라도, 특별한 사정이 없는 한 예탁금 총액을 기준으로 주가지수변동률을 곱하여 주가하락이 반영된 예탁금 총액을 산출한 후 거기에서 잔고 평가액과 거래비용을 공제하는 방식이 논리적이라 할 것인데, 원심과 같이 예탁금 총액에서 잔고 평가액과 전체 거래비용을 뺀 금액을 기준으로 하여 그 금액에 주가지수변동률을 곱하는 방식은, 주가하락이 이미 반영되어 있는 잔고 평가액에 대하여는 이중으로 주가하락을 반영하는 한편 거래비용 손해 산정시 이미 지출된 것으로 간주되어 더 이상 주가하락으로 인한 영향을 반영할 필요가 없는 전체 거래비용에 대하여도 주가하락을 반영하는 결과가 되어 논리척상 승인되기 어렵다고 할 것이므로, 결국 원심의 판단에는 과당매매와 상당인과관계가 있는 손해의 범위에 관한 법리 및 손해 산정방식에 있어서 논리척 등을 오해하여, 이 사건 과당매매로 인한 손해를 잘못 산정한 위법이 있다.”

취급을 받는 것이다. 따라서 이러한 혼란을 불식시키고 과당매매 규제를 투명하게 운영할 수 있는 유일한 방안은 이제 입법적인 해결 밖에 없는 것이다.

(4) 불합리한 과실상계의 문제점

과당매매에 대해 일반 민법상의 불법행위책임을 물음에 있어서 제763조에 따라 제396조의 과실상계조항이 준용된다. 그런데 과당매매에 관한 구체적인 소송에서 손실을 본 고객들은 인과관계를 입증하기가 매우 곤란할 뿐만 아니라, 사실심 법원은 과다한 과실상계를 통하여 손해배상액을 대폭 감액할 위험성마저 있다. 실제로 법원은 과당매매에 있어서 고객의 과실을 매우 광범위하게 인정함으로써 증권회사의 책임을 제한하고 있는데, 예로서 ① 고객이 증권회사 직원과 포괄적인 일임매매약정을 한 점, ② 고객이 증권회사로부터 매월 주식거래 내역과 잔고현황을 우편으로 통보받았을 뿐만 아니라 주식거래 기간 동안 지속적으로 증권회사 직원으로부터 부터 전화로 종목, 수량, 매매시기 등에 관하여 적어도 개괄적인 보고를 받아서 그 거래내역을 잘 알고 있었음에도 비정상적인 주식매매 행위에 대하여 이의를 제기하지 않았던 점, ③ 지속적으로 투자 손실을 입었음에도 단지 투자손실 회복만을 기대하며 증권회사 직원에게 계속 주식계좌에 대한 관리를 위임한 점 등을 들 수 있다. 더욱이 과당매매기간 중 고객의 주문에 의한 정당한 거래와 과당매매거래가 혼재된 사안에 있어서는 순수한 과당매매보다 고객에게 훨씬 더 막중한 책임을 물은 하급심판례도 존재한다.²⁷⁾ 이렇게 고객의 과실상계를 광범위하게 인정하기 때문에 경미한 손해배상액만을 지급하면 되는 증권회사나 간접투자기구들로서는 소속회사 직원들로 하여금 과당매매를 하지 못하도록 강력하게 억제할 유인을 갖지 않는 것이다.

Ⅲ. 過當賣買規制에 관한 外國의 立法例

1. 총설

앞의 제Ⅱ에서 논자는 우리 나라의 증권거래법이 과당매매 규제조항을 정비하지 못한 상황에서, 대법원의 과당매매 규제근거, 요건 및 손해배상액 산정 기준에 대한 판례법리는 오해를 불러일으킬 소지가 있다는 문제점을 제기하였다. 특히 마지막의 손해배상액 산정과 관련하여, 대법원이 수정차액설의 대안으로 제시한 차액설과 과실상계의 방안이 과연 고객의 실손해를 최대한 배상해줄 수 있는지에 대해 강한 의문을 제기하였다. 따라서 다음에서는 과당매매의 모법이라고 할 수 있는 미국의 법제와 판례법리에 대한 최근 경향을 충실하게 소개함으로써, 향후 관련 법률의 제, 개정시 구체적인 시사점을 강구하고자 한다. 특히 금융투자업자(investment bank)에 대한 과당매매규제에 초점을 맞추므로써 자본시장통합법에서 미처 생각하지 못하였던 입법적인 보완점도 모색할 것이다. 한편 손해배상액 산정기준과 관련하여 미국과 비교할 때 너무도 후진적인 담보상태에 있는 일본의 판례동향을 점검함으로써 향후 자본시장통합법 제정에 있어서 반면교사로 삼고자 한다.

27) 예를 들어 서울고등법원 2005. 1. 26. 선고 2003나12030 판결에서는 과당매매 개시 이전과 종료 이후의 계좌잔고 23억여원 중 그 1/10에도 못미치는 2억원만을 증권회사 직원의 과당매매로 인하여 고객이 입은 손해로 본 후, 이 중 50%를 과실상계하고 있다.

2. 미국 금융투자업자에 대한 과당매매 규제

(1) 투자자문업법의 입법배경 및 규제근거

1) 금융투자업자에 대한 과당매매의 규제 배경

미국에서는 증권회사가 증권관련업, 그 중에서도 특히 자산운용업을 사내겸영할 경우 고객의 이익을 저해하는 이해상충행위를 할 가능성이 매우 높다는 사실을 일찍이 경험하였다. 즉 미국의 초기 간접투자기구 및 자산운용업에 대한 역사는 1920년대까지 거슬러 올라가는데, 당시의 간접투자기구는 영국에서 유래된 투자신탁(investment trust)이었고 자산운용업자는 주로 증권회사였다. 그런데 미국에서 투자회사법과 투자자문업법이 제정된 것은 1940년대이므로, 1920년대부터 대공황을 거쳐 동 법률들이 제정된 시점까지 근 20년간은 투자신탁에 대한 공적규제가 완전히 공백상태에 있었음을 알 수 있다. 이 때 성행하였던 투자신탁에서는 투자자의 이익을 침해하는 이해상충행위가 만연하였음이 기록에도 나타나고 있다. 특히 증권회사가 자산운용업을 겸영하면서 자기거래(self dealing)를 많이 시도하였다는 점이 드러나는데, 그 중에서도 증권회사가 간접투자기구로 하여금 자신을 중개인으로 선임토록 함으로써 과도한 유가증권거래를 하도록 하여 중개수수료의 수입증대를 도모하는 행위, 즉 과당매매가 빈발하였다.²⁸⁾ 이러한 경험을 기반으로 제정된 1940년 투자자문업법과 투자회사법이 과당매매를 적절하고 체계적으로 규제할 수 있는 수단을 마련한 것은 지극히 당연한 일이다.

2) 규제근거: fiduciary duty 위반이자 추정적인 증권사기

금융투자업자의 자산운용부문은 목표수익률을 달성하기 위하여 빈번한 거래를 할 수 밖에 없다. 그런데 금융투자업자가 회사 내부의 중개부문을 통하여 이러한 주문들을 실행할 경우, 그 숨겨진 목적이 목표수익률의 달성을 위한 것인지 아니면 자신의 수수료 수입을 극대화한 것인지 알 수 없는 상황이 발생한다. 이것이 금융투자업자가 직면하게 되는 과당매매의 문제이다.

1933년, 1934년 제정된 미국의 증권관련법에서는 이미 과당매매행위가 자금수탁자의무(fiduciary duty)를 위반하는 가장 최악의 사례로 보아 위법한 것으로 규정하고 있다.²⁹⁾ 즉 증권시장에서 행해진 과당매매거래는 증권거래법 § 10(b)와 SEC Rule 10b-5, 증권법 § 17(a) 및 시장자율규제기관의 자율규제를 위반한 것이며, 장외시장에서 행해진 과당매매거래는 증권거래법 § 15(c)(1)과 Rule 15c1-7을 위반한 것으로 취급하고 있는 것이다. 미국에서는 과당매매 관련 소송에서 투자자가 입증해야 할 3가지 사항으로서, ① 투자자의 투자 목적, 재정여건 및 필요성, 경험과 숙련도 등에 비추어 볼 때 당해 계좌에서의 거래가 과도하였음, ② 증권위탁매매업자가 당해 계좌에서의 거래에 대해 지배력을 행사하였음, ③ 증권위탁매매업자가 투자자를 사취할 의도 혹은 투자자의 이익을 고의(willful) 또는 미필적인(reckless) 고의로 도외시하려는 의도가 있었음을 들고 있다.³⁰⁾ 마지막 ③의 요건을 보면,

28) 한국개발연구원, 「자본시장의 질적 발전을 위한 증권관련산업 규제의 개선방안 - 업무범위관련 규제를 중심으로 -」(2003).

29) 미국 투자자문업법상 이해상충을 방지하기 위한 가장 핵심적인 조항은 자금수탁자의무(fiduciary duty)에 관한 것이다. 이에 대한 상세한 설명은 김용재, “자본시장통합법상 자금수탁자의무의 전면적인 도입 필요성,” 한국금융법학회 춘계학술대회 발표논문(2007. 4. 21.) 참조.

미국의 증권관련법은 고의의 과당매매만을 금지하고 있다는 점을 알 수 있다. 한편 1940년 투자자문업법은 금융투자업자의 과당매매 행위를 추정적인 사기(constructive fraud)로 간주하는 규정까지 마련되었는데, 투자자문업법의 이러한 태도는 금융투자업자의 과당매매행위가 증권위탁부문의 무결성(integrity)에 대한 고객의 신뢰를 저버리고 고객을 기망한 때문이라고 설명되어진다.³¹⁾

(2) 금융투자업자의 과당매매에 관한 미국 판례상의 주요 쟁점

미국 판례를 고찰할 경우, 다음의 (3)에서 후술할 손해배상과 관련한 쟁점을 제외하면 금융투자업자의 과당매매행위와 관련하여 ① 적합성의 원칙과 ② 입증책임의 문제 및 ③ 이해상충 해소방안이라는 세부 쟁점이 주로 문제됨을 알 수 있다.

1) 적합성의 원칙(suitability)과의 관계

일반적으로 고객의 개인적인 능력과 투자경험 등에 비추어 금융투자업자가 권유한 당해 투자상품이 부적합한 경우, 통상 적합성의 원칙을 위반하였다고 한다. 그러면 과당매매에 따른 빈번한 거래가 고객에게 적합한 경우를 상정할 수 있는가? 미국 판례에서는 비록 금융투자업자가 거래에 있어서의 높은 회전률이 당해 고객에게 적합하였음을 입증하더라도, 금융투자업자의 이면에 숨겨진 목적이 단지 중개업 부문의 수수료 수입을 증대시키기 위한 것이었다는 것이 입증된다면 적합성의 항변은 무의미한 것으로 보고 있다.³²⁾ 따라서 이 때에는 과당매매에 대한 손해배상액을 지급하여야 하는 것이다.³³⁾

2) 입증책임의 전환

미국에서는 금융투자업자의 과당매매 사건에서 입증책임을 전환하고 있다.³⁴⁾ 즉 금융투자업자는 고객의 손실이 자신의 수수료 수입을 증대시키고자 하는 의도 때문에 발생한 것이 아니라, 자신도 예측할 수 없었던 시장상황의 급변에 따른 것이었음을 입증하여야 한다. 대안으로서 금융투자업자로 하여금 최선을 다하여 이해상충의 발생가능성을 미연에 방지하도록 노력하였다는 점을 입증토록 할 수도 있다.³⁵⁾

30) 한편 Norman S. Poser, 앞의 논문, 19-21면.

31) 원문은 다음과 같다. Churning is a constructive fraud, the essence of which is deception of the customer and reliance by the customer on the broker's integrity.

32) *Hecht v. Harris, Upham & Co.*, 430 F.2d 1202 (9th Cir. 1970).

33) 정윤모, 박기령, 앞의 보고서, 14면 및 22-22면에서 미국에서의 자율규제기관인 미국증권업협회가 자금수탁자의무(fiduciary duty)를 구체화한 형태로서 적합성의 원칙을 선언하고 있으며, 적합성 원칙의 반복적인 위반이 공정거래의무를 위반한 것이 되어 과당매매로서 규제된다고 설명한다. 그런데 이러한 설명은 과당매매가 바로 자금수탁자의무 위반이라는 법리보다 간명하지 못하다. 한편 과당매매에 대해 증권업자가 적합성을 증명하더라도 그 것만으로 면책되지 못한다는 점에서, 과당매매는 적합성의 원칙만을 위반한 것이 아님을 쉽게 추측할 수 있다. 따라서 과당매매는 자금수탁자의무를 위반한 것으로서 적합성의 원칙은 자금수탁자의무를 구성하는 세부원칙 중 하나라고 하는 것이 좀 더 명확한 설명이 아닐까 한다.

34) Harvey E. Bines & Steve Thel, *Investment Management Law and Regulation*, § 11.02[D][1] (2004). 이하 *Investment Management Law and Regulation*이라고 함.

35) 물론 금융투자업자가 사전에 이해상충의 위험성을 완전히 제거한다면(예; 자산운용부문의 거래에 대한 중개를 타 금융기관에게 위임), 입증책임은 다시 고객에게로 전가된다. 즉 고객은 다시 당해 금융투자업자가 전문적인 지식과 주의로써 당해 과당매매행위를 하지 않았다는 점을 입증하여야 한다.

그런데 과당매매 사건에서 금융투자업자의 입증은 그리 용이하지 않으므로, 이러한 입증책임의 전환은 금융투자업자에게 매우 심각한 규제로 작용한다. 왜냐하면 과당매매 사건에서 적합성의 입증은 하기란 매우 어려울 뿐만 아니라, 이미 과당매매에 의한 중개수수료 수입이 발생한 상황에서 이러한 일련의 거래가 수수료 수입의 증대만을 위한 것이 아니었음을 입증하기도 어렵기 때문이다. 이 때에는 금융투자업자가 전문가로서의 지식과 주의의무를 갖추었다는 점을 입증하기도 쉽지 않다. 왜냐하면 과도한 거래는 특히 침체시장에서는 통상적으로 효과적인 투자전략이 아니기 때문이다. 결론적으로 금융투자업자가 과도한 회전률의 투자거래를 한 이후 그러한 투자전략이 고객에게 적합한 것이었고 전문가로서의 주의기준에도 합치된다는 점을 입증하기란 상당히 어려울 것이다.

3) 이해상충의 사전해소

미국의 증권관련법상으로 집합투자기구가 운용계좌(managed accounts)에 대해 자산운용을 하기 전 이익상충적인 지위를 사전에 완전히 해소하도록 하는 방안도 과당매매규제로서 편입되었는데, 이는 특히 금융투자업자에게 의미있다. 예를 들어 증권거래법 제11(a)조와 근로자퇴직소득보장법 제406조는 고객의 자금을 운용함에 있어서 이익상충이 발생할 수 있는 가능성을 아예 미리 제거하도록 하고 있다. 이는 소위 ‘거래 단념과 아웃소싱의 원칙’이라고 부를 수 있는데, 금융투자업자는 자산운용계좌에 대한 자산운용을 사내경영하거나 제휴회사에게 맡길 수 없으며 만일 아웃소싱이 여의치 않을 때에는 거래를 단념하여야 한다는 것이다.³⁶⁾ 이 방식의 단점은 고객이 금융투자업자의 사내경영 결과 발생하는 규모의 경제에 따른 이익(예: 가장 저렴한 중개수수료)을 향유할 수 없게 한다는 점이다.³⁷⁾

위의 규제는 다소 급진적이므로, 중개부문에서의 중개에 따라 생긴 수수료수익을 금융투자업자로 하여금 보유할 수 있게 하고 고객으로 하여금 저렴한 중개수수료의 이익을 향유할 수 있게 하는 완화된 형태의 규제가 모색되어 왔다. 그 결실이 금융투자업자가 자산운용부문의 고객에게 자신의 중개부문에서 거래를 실행할 것임을 사전에 개시하고 승인을 받도록 하는 규제(소위 ‘disclosure and informed consent’)이다. 이는 연방증권규칙의 제정이나 증권관련소송에서의 판결을 통하여 종래부터 인정되어 온 보통법상의 선관주의의무가 금융투자업자에게 까지 확대된 것이다. 금융투자업자가 개시 및 승인을 받은 경우, 고객은 사후의 과당매매에서 당해 금융투자업자가 상당한 주의로써 그 책임을 이행하지 않았다는 점을 입증하여야 한다. 공시·승인의 최소요건으로서, ① 금융투자업자는 중개부문 혹은 제휴증권회사를 통하여 주문을 실행할 것이라는 점을 자산운용부문의 고객에게 고지하여야 하고,³⁸⁾

36) Donald Arthur Winslow & Seth C. Anderson, *A Model for Determining the Excessive Trading Element in Churning Claims*, 68 N.C. L. Rev. 327 (1990).

37) 규모의 경제이익을 향유할 수 있도록 하기 위하여, 금융투자업자가 자산운용계좌에 대해 주문의 실행으로 발생한 중개수수료 수입을 단순히 자문료로 계상해버리는 방법을 생각해볼 수 있다. 사실 고정 보수만을 지급받는 랩계좌(wrap account)가 이러한 방법에 가깝다고 볼 수 있다. 그런데 이 역시도 문제가 있다. 왜냐하면 중개행위를 할 경우 간접비(overhead)와 운영경비가 발생하는데, 이러한 비용을 청구하지 않는다는 뜻은 금융투자업자가 내부출혈을 감수할 수 밖에 없다는 의미이기 때문이다. 중개사업부문은 대가를 지급하지 않는 자산운용부문의 고객보다는 자신에게 대가를 지급하는 고객의 주문에 대해 호의적일 것이다. 또한 자산운용부문은 교차적인 사업기회의 이익을 기대하면서 외부의 다른 증권업자와 주문을 체결하려고 할 수도 있다. 실제로 랩계좌와 같은 고정 보수상품은 파소거래를 유발하는 경향이 있다는 분석도 있다는 점을 유념하여야 한다. *Investment Management Law and Regulation*, § 11.02[D][1], 780면.

② 고객은 중개부문과 자산운용부문의 사내경영 혹은 겸업과 관련된 위험을 제대로 평가할 수 있도록 충분한 설명을 받아야 하며,³⁹⁾ ③ 고객은 금융투자업자가 행하려는 투자계획의 성격에 대해 숙지하여야 한다.⁴⁰⁾

(3) 핵심 쟁점: 미국에서의 과당매매에 대한 손해배상책임⁴¹⁾

1) 총설

1934년 증권거래법 제10(b)조와 SEC Rule 10b-5 및 1933년 증권법 제17(a)조와 같은 포괄적 사기금지규정에서는 손해배상액의 산정방식에 대해 규정하지 않으며, 다만 1934년 증권거래법 제28(a)조에서 실제 발생한 손해액(actual damages)에 한정하여 배상하도록 규정하고 있을 뿐이다.⁴²⁾ 따라서 증권관련법 위반을 근거로 과당매매를 문제삼는 경우에는 징벌적 손해배상(punitive damages)은 인정되지 않는다. 그러나 주법에 따른 손해배상을 청구할 경우에는 징벌적 손해배상이 인용될 수도 있다.⁴³⁾

미국의 판례를 분석해보면 현재까지 단일 기준이 정립되지 않은 듯 하다. 1980년대 초반까지는 수수료설이 대세였다. 따라서 당시에는 과당매매를 한 증권업자로 하여금 과당매매 기간 중 수령한 수수료 얻은 이익을 반환할 것을 요구하기만 하였다. 그러나 지금은 수수료설의 증적을 찾기가 쉽지 않은 상태에서, 다양한 학설이 전개되고 있다.⁴⁴⁾ 이렇다보니 학자에 따라서는 구체적인 판례가 어떤 설을 취한 것인지에 대한 해석도 갈린다. 예를 들어 다음에서 소개할 *Miley v. Oppenheimer & Co.* 사건에 대해 Laurence A. Steckman과 Charles J. Hecht는 1999년 문헌에서 기대이익설을 취한 것이라고 해석하였음에 반하여,⁴⁵⁾

38) *Hartzmark & Co.*, [1973 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 79,563 (1973).

39) *Hecht v. Harris, Upham & Co.*, 430 F.2d 1202 (9th Cir. 1970).

40) *Jenny v. Shearson, Hammill & Co.*, [1974-1975 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95021 (S.D.N.Y. 1975). 마지막의 ③과 관련하여 좀 더 구체적으로, 금융투자업자가 수수료 수입의 증대가 아니라 투자수익을 극대화할 목적으로 높은 회전률의 투자계획을 갖고 있는 경우, 미리 고객에게 발생할 수 있는 비용과 고객이 접할 수 있는 위험의 범주를 설명할 수 있어야 한다. 금융투자업자는 합리적인 상한선의 범위 내에서, 고객이 예상할 수 있는 회전률과 개략적인 수수료 비용 및 유사한 투자목적의 지닌 다른 고객들과의 거래운용실적 등을 꼼꼼히 설명할 수 있어야 한다. 이러한 정보를 갖고 고객들은 자신의 계좌를 감시하면서 당해 금융투자업자가 빈번한 거래를 하는지 여부를 결정할 수 있어야 하는 것이다. *Investment Management Law and Regulation*, § 11.02[D][1], 781면.

41) 이하는 Norman S. Poser, 앞의 논문을 중심으로 기타 문헌을 update하여 보충한 것이다.

42) 법문은 다음과 같다. "no person permitted to maintain a suit for damages under the provisions of this chapter shall recover ... a total amount in excess of his actual damages," 미국연방최고법원도 1934년법에 근거하여 제기하는 사적 손해배상청구소송에서 손해배상의 한도는 실제 손해액으로 제한한다는 점을 확인한 바 있다. 예를 들어 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 734 (1975) 참조.

43) [P]unitive damages may be recoverable under pendent state law claims. Michael D. Gallagher & Gregory S. Capps, *Liability of Stockbrokers: Claims for Churning and Unsuitability*, 64 Def. Couns. J. 589, 592-593 (October, 1997).

44) *In re Thomson McKinnon Sec., Inc.*, 191 B.R. 976, 986 (Bankr. S.D.N.Y. 1996). Laurence A. Steckman & Charles J. Hecht, *1998 Securities Arbitration Remedies*, 1131 PLI/Corp 903, 923면에서 재인용 (1999).

45) "예를 들어 제5항소법원은 원고로 하여금 수수료와 지급이자 외에도 과당매매기간중 평균주가지수 하락분을 초과한 자산가액의 하락분까지도 청구하는 것을 인정하였다. Laurence A.

Norman S. Poser는 1991년 문헌에서 차익설의 가장 대표적인 사례라고 해석하였다. 따라서 미국에서는 현재 과당매매에 있어서 이상적인 손해배상액 산정에 관한 기준을 강구하기 위하여 여러 가지 학설이 대립하고 있음을 알 수 있다.

2) 1설: 수수료 반환설(Restitution: Return of Commissions)

과당매매에 있어서 손해배상액 산정기준으로서 수수료 반환설은 準契約的인 해결방안(quasi-contractual approach)이라고 할 수 있다. 이는 전통적인 손해배상방법으로서, 자금수탁자의무를 위반한 증권업자는 자신의 의무 위반으로 인하여 취득한 이익을 반환하는 방식이다. 따라서 고객은 과당매매기간 중 증권위탁매매업자가 취득한 수수료와 마진이익 및 기타 비용(예: 신용거래시 신용공여에 따른 이자 및 조세 등 지급경비)의 반환을 청구할 수 있다. 고객계좌가액의 하락으로 인한 투자자의 손실은 과당매매와 상당인과관계가 없다고 보아 인정하지 않는다.⁴⁶⁾

이 설은 부정행위자로부터 이익을 박탈한다는 점에서, “반환적(restitutionary)”이란 의미를 강조하고 있다.⁴⁷⁾ 1991년에도 자산가액의 하락에 대한 보상을 부정한 채 수수료와 이자에 기초한 손해배상만을 인정한 조정을 인용한 판결이 있었으므로,⁴⁸⁾ 수수료 반환설은 여전히 그 명맥을 유지하고 있다고 판단된다. 과거에는 전체행위 중 과당매매행위만을 추출하여 해당 수수료만을 배상하여야 한다는 순수한 입장도 있었지만, 과당매매는 일련의 종합적인 침해행위로서 특정한 거래만을 과다하다고 특정할 수 없다는 비판이 대세를 이루게 되었다.⁴⁹⁾ 따라서 현재의 수수료설은 과당매매기간 내의 모든 거래행위에 대하여 징구된 전체 수수료 수입을 손해배상으로 간주하여야 한다는 입장이라고 할 수 있다.⁵⁰⁾

과당매매란 고객의 투자목적 및 이익을 도외시한 채 증권업자가 지나치게 고액의 수수료 등 이익을 획득할 목적으로 행하는 불법행위라고 정의되는데, 수수료설은 이러한 수수료를 부당이득으로 보고 그것을 박탈하여야 한다는 점에 초점이 맞추어져 있다. 따라서 수수료설은 과당매매의 정의개념에 합치되고 다른 방식보다 손해배상액의 계산이 용이하며, 주가상승기에 고객잔고의 변화가 없더라도 과당매매수수료를 손해로서 반환청구할 수 있다는 장점을 갖는다. 그러나 과당매매란 자금수탁자의무를 위반한 불법행위이므로 고객은 불법행위로 인한 실질적 손해를 배상받아야 하는데, 수수료설은 증권업자가 과당매매로 얻게 된 이득에 초점을 맞추고 있으므로 손해배상의 기본법리에 어긋난다는 치명적인 약점이 있다. 즉 수수료설을 취할 경우 손해의 개념과도 합치되지 않고 고객의 진정한 경제적인 손실을 반영하지

Steckman & Charles J. Hecht, *1998 Securities Arbitration Remedies*, 1131 PLI/Corp 903, 923-924면 (1999).

46) *Hecht v. Harris, Upham & Co.*, 430 F.2d 1202 (9th Cir. 1970).

47) Laurence A. Steckman & Charles J. Hecht, *1998 Securities Arbitration Remedies*, 1131 PLI/Corp 903, 924 (1999).

48) *Sebbag v. Shearson Lehman Brothers, Inc.*, 1991 WL 12431 (S.D.N.Y. 1991). Thomas Lee Hazen, (*Treatise*) *Law of Securities Regulation*, 4, Law Sec. Reg. § 14.20 (5th ed) (January 2006).

49) *Fey v. Walston & Co.*, 493 F.2d 1035, 1040 (7th Cir. 1974).

50) Laurence A. Steckman & Charles J. Hecht, *1998 Securities Arbitration Remedies*, 1131 PLI/Corp 903, 925 (1999).

못하므로 피해자의 실제 손해를 전보하여 주지도 못하는 것이다. 수수료설은 증권업자의 과당매매행위가 없었더라면 어떠한 증권들을 매수하였을 것이라는 사실이 불분명한 사안에서만 제한적으로 적용가능하다.⁵¹⁾

수수료설 중 손해배상범위를 상당인과관계있는 손해로 더욱 제한하여야 한다는 엄격제한설이 있는데, 이러한 입장은 과거 미국의 일부 항소심판결에서 발견된다. 이는 사실심리결과 과다하다고 판명된 거래로부터 얻은 수수료만으로 손해배상을 제한하는 방식으로서,⁵²⁾ 과당매매기간 중 정상매매와 과당매매를 분리하는 것이 가능하다는 전제에 입각하고 있다. 엄격제한설은 과당매매에 해당하지 않는 거래로부터 원고가 얻을 수 있는 부당이득을 예방할 수 있다는 장점이 있으나, 문제는 실제 사안에 있어서 정상매매와 과당매매를 준별한다는 것은 거의 불가능하다는 점이다. 따라서 엄격제한설은 과당매매의 본질, 즉 과당매매는 일련의 종합적인 침해행위로서 특정한 거래만을 분리하여 과당매매라고 속단할 수 없으므로, “거래에 있어서의 과다성”이라는 판단은 당해 계좌에서의 모든 유형의 행위를 종합적으로 조사하여 일체로서 결정하여야 한다는 원칙에 반한다.⁵³⁾

3) 2절: 차액설(The Out-of-Pocket Measure of Damages)

(가) 협의의 차액설

1981년 *Miley v. Oppenheimer* 사건에서 제5연방고등법원은 종래의 수수료설 대신 차액설을 채택하였다. 당해 사건에서 Goldberg판사는 과당매매가 다음의 두 가지 별개의 보상받을 수 있는 피해로 구성된다고 하였는데, 이는 ① 증권위탁매매업자의 과도한 증권거래로 야기된 부당한 수수료 수입(소위 skimmed milk)과 ② 증권위탁매매업자의 수수료 수입만을 노린 고의적이고 사기적인 거래행위(투자자에게 부적합)로 인한 투자자의 보유자산가액 감소(소위 split milk)라고 하였다. Goldberg 판사는 증권업자가 투자자를 보상하려면 이러한 두 가지 피해에 대해 완전한 손해배상을 해주어야 한다고 판시하였다.⁵⁴⁾ 계산방식은 ①과 ②를 합산하는 것으로서, 이는 과당매매 개시시점의 자산가액으로부터 과당매매 종료시점의 자산가액을 차감하는 것과 결과에 있어서 동일하다.

협의의 차액설은 수수료설보다 고객에게 유리한 방식으로 손해의 개념 및 손해배상의 기본 원칙에 합치되고 과당매매시기만 확정되면 계산도 간편하다는 장점이 있으나, 문제된 계좌에서 발생한 모든 거래행위를 부적절한 과당매매로 보아 손해를 배상하여야 한다는 입장이므로 과당매매와 상당인과관계가 없는 손해(예: 과당매매와 무관한 증권시장의 추가하락에 따른 손실)까지도 배상함으로써 원고인 투자자에게 부당한 이득을 줄 위험성이 있다.⁵⁵⁾ 이 때에는 고객에게 당연히 귀속되어야 할 손실이 증권업자에게 전가되는 결과가 발생한다.

51) "The quasi-contractual measure of churning damages may be used when it is impossible to determine what securities would have constituted the portfolio absent defendant's wrongdoing." Laurence A. Steckman & Charles J. Hecht, *1998 Securities Arbitration Remedies*, 1131 PLI/Corp 903, 925 (1999).

52) *Nesbit v. McNeil*, 896 F.2d 380, 385 (9th Cir. 1990); *McGinn v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 735 F.2d 1254, 1257 (8th Cir. 1984).

53) *Fey v. Walston & Co.*, 493 F.2d 1035, 1040 (7th Cir. 1974).

54) 637 F.2d 318 (5th Cir. 1981).

55) 동지: 이기영, 앞의 논문, 143면.

한편 주가상승기에 잔액상 손해가 없는 경우에는 전혀 손해배상을 인정할 수 없다는 문제점도 있다.

구체적인 사안에서 미국의 증권업자들은 협의의 차액설에 의할 경우 고객에게 2중의 보상을 해주는 결과가 발생한다고 항변하여 왔지만, 미국의 법원들은 相異한 종류의 위법행위(거래의 과다에 의한 수수료와 부적합한 투자에 따른 자산가액의 손실)에 대한 보상이므로 이중의 보상이 아니라고 항변을 배척하여 왔다. 그러나 협의의 차액설에 의할 경우 거래에 의하여 발생한 수수료가 자산가액의 감소시 반영되므로 2중 계상이 될 수 있다는 비판은 경청할 만하다. 또한 손실을 과소계상할 가능성도 있는데, 왜냐하면 협의의 차액설은 보다 더 운용이 잘 이루어졌다면 취득하였을 추가적인 이득(기회비용)을 적절히 반영하지 않기 때문이다. 특히 후자의 문제점에 착안하여 기대이익설이 출현하게 되었다.

(나) 수정차액1설: 손익상계금지

수정차액1설은 협의의 차액설과 달리, 비록 당해 계좌에 손실이 없더라도 과다하다고 판단되는 거래의 수수료(the amount of the commissions which it deemed to have been excessive) 반환을 인정하는 입장으로서, Nesbit v. McNeil 사건에서 제9항소법원이 채택하였다. 동 사건에서 원고는 퇴직교사이자 미망인으로서 증권거래경력에 일천하였다. 남편이 상당한 재산을 유산으로 남겼는데, 원고는 재산의 운용(\$210,000)을 피고회사에 위탁하였고, 피고회사의 직원인 피고(원고친구의 아들)는 이후 11년 6개월 동안 과당매매(거래가액 \$4백4십만)를 행하여 수수료가 \$250,000에 이르렀다. 원고는 안전성, 유동성 및 성장성을 중시하는 투자성향을 보였지만, 동 계좌에서 실제로 이루어진 투자는 투기적이고 소득창출과는 무관한 것들도 많았다. 그렇지만 원고의 최종자산가액은 \$390,000로 평가되었다. 동 사건에서 배심원들은 \$130,000의 수수료가 과도한 거래에 의한 것이었음을 인정하였다. 이후 항소심에서 피고들은 원고의 수수료 손실은 자산액의 증대치로 상쇄되어야 한다는 損益相計의 주장을 하였다. 항소법원은 Miley v. Oppenheimer에서의 Goldberg판사의 판시를 인용하면서 과당매매에 있어서 2가지 별개의 독립된 손해가 발생한다는 점을 들어, 1가지 유형의 손해(자산가액의 손실)가 발생하지 않았다는 사실만으로 원고가 입은 손해(수수료 지급)의 배상을 거절할 수 없다는 점을 명확히 하였다.⁵⁶⁾ 본 판결은 과당매매가 증권법을 위반하는 사기행위에 해당하므로 고객의 최종적인 자산가액이 어떠한가와 전혀 무관하게 증권업자는 손해배상을 하여야 한다는 점을 명확히 하였다. 그러나 모든 거래가 부적절하다는 것을 전제로 과당매매가 된 계좌가 이익을 실현하더라도 손해배상액을 청구할 수 있다는 수정차액1설을 견지할 경우, 손해배상액의 과다계상이라는 비판에서 역시 자유로울 수 없을 것이다.

(다) 수정차액2설: 주가지수(market index) 적용설

수정차액2설은 협의의 차액설과 달리 거래손실을 계산함에 있어서 주가지수를 적용하는 방식으로서, 1978년 제2연방항소심이 Rolf v. Blyth, Eastman Dillion & Co., Inc. 사건⁵⁷⁾에서

56) 이 판결은 차액설을 유지하되, 수수료 등의 손실에서 투자이익을 공제하지 않음으로써, 투자이익의 발생이 곧 과당매매로 인한 손해가 없었음을 반증하는 것은 아님을 명확히 하였다. 정윤모, 박기령, 앞의 연구보고서, 72면.

57) 570 F.2d 38, 48-50 (2d Cir. 1978, cert. denied 439 U.S. 1039 (1978)).

채택한 바 있다. 주가지수 적용방식은 다음 절차에 의하는데, 우선 ① 과당매매 개시시점의 원고자산에 대한 시장가액을 계산하고, ② 과당매매가 행해진 기간동안, 다우존수지수나 S&P지수 등의 평균상승률 혹은 평균하락률로 ①의 금액을 조정한 후, ③ 조정금액으로부터 과당매매가 종료되는 시점의 자산가액을 차감하는 방식이다. RoIf사건에서의 사기는 주가지수가 하락하는 시기에 발생하였으므로, 조정결과 원고의 차액손실은 감소되었다. 수정차액2설은 비록 계좌가 사기적으로 관리되지 않더라도 주가하락시에는 손실이 발생하므로, 협의의 차액설과 비교할 때 고객에게 당연히 귀속되어야 할 손실이 귀속된다는 점에서 훨씬 구체적 타당성을 갖는다. 반대로 주가상승시점에 사기가 발생한다면 차액손실이 상향조정될 위험성도 있다.⁵⁸⁾ 왜냐하면 원고의 실제손해는 보유주식가액의 단순한 하락 뿐만이 아니라 당해 증권가액이 시장에서의 지수상승치와 보조를 맞추지 못함으로써 발생하는 손해까지 포괄할 수 있기 때문이다. 수정차액2설은 수정차액1설과 마찬가지로 당해 계좌가 이익을 실현한 경우에도 적용가능하다. 예를 들어 과당매매 개시시점의 자산가액 \$100,000이고 과당매매기간 중 주가지수가 20% 상승하였으며 과당매매 종료시 자산가액은 \$110,000이라고 가정하자. 이 때에는 당해 계좌의 잔고상으로 \$10,000의 이익을 실현하였더라도 원고는 \$10,000의 자산손실을 청구할 수 있는 것이다.

수정차액2설도 완벽한 이론은 아니다. 특히 수정차액2설은 과당매매 기간 중 당해 계좌로의 추가예탁과 인출을 고려하지 않는다는 문제점이 있다. 따라서 이 때에는 손해배상액 산정에 있어서 추가 예탁금을 합산(+)하고 과당매매기간 중 인출금을 차감(-)하여야 하는 것이다. 각 예탁금을 예치시점부터 과당매매가 종료되는 시점까지 관련되는 주가지수의 변화로 조정하여야 할 것인데, 여러 차례의 추가 예치가 이루어졌다면 그 계산도 더불어 복잡해질 것임을 유념하여야 한다.⁵⁹⁾ 또한 과당매매기간 중 증권위탁매매업자가 무단으로 배당금이 지급되던 기존의 주식으로부터 배당금이 지급되지 않는 주식으로 보유자산을 변동시킬 경우, 주가지수에 의한 조정을 하더라도 배당금 손실을 보상할 길은 없게 된다. 이 때에는 과당매매 개시시점의 자산가액에서 지급받을 수 있었던 배당금을 추가하던가, 혹은 당해 계좌가 적절하게 관리되었더라면 보유할 수 있었던 증권포트폴리오에 대한 추정수익률(estimated yield)에 일정 비율을 곱하여 손해배상액을 합산하는 방법을 모색하여야 할 것이다. 미국에서 수정차액설이 적용되는 사례는 기존의 수수료설과 다음의 기대이익설이 적용되지 않는 기타의 영역이라고 할 것이다.

4) 3설: 기대이익설(Benefit of the Bargain Churning Damages)

과당매매된 계좌가 잘 운용되었을 때를 가정한 시장원리적 해결방안(well managed and market approach) 혹은 “거래상의 손실배상방식”이라고도 한다.⁶⁰⁾ 1990년 *Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* 사건⁶¹⁾에서 제8연방항소법원은 과당매매의

58) *Medical Associates of Hamburg, P.C. v. Advest, Inc.*, 1989 WL 75142, 58 U.S.L.W. 2056 (W.D.N.Y. 1989).

59) Note, *Measuring damages in suitability and Churning Actions under Rule 10b-5*, 25 Boston Coll. L. Rev. 839, 861 (1984).

60) Brodsky, *Measuring Damages in Churning and Unsuitability Cases*, 6 Sec.Reg.L.J. 157, 165-166 (1978)에서 “피사취자인 투자자를 보상하는 가장 최선의 방법은 당해 고객의 계좌를 운용이 잘된 계좌와 비교함으로써 산정된 기대이익에 따라 손해배상을 하는 것이다”고 주장하였는데, 동 논문이 기대이익설을 주창한 효시라고 분석된다.

결과로 상실한 기회투자비용을 보상받을 수 있다고 하여 기대이익설을 최초로 선언하였다. 동 사건에서 원고는 누적적으로 피고의 과당매매기간중 \$53,000의 이익을 실현하였으나, 배심원 평결에서는 피고에게 \$100,000의 손해배상과 \$2백만의 징벌적 손해배상을 부과하였다. 제9연방항소법원은 원고로 하여금 승인하지 않은 거래에 대해 피고에게 지급한 수수료와 원고가 입은 자산가액의 손실(차액)을 청구할 권리가 있음을 인정한 후, “과당매매는 계좌에서 순이익을 실현하였다는 사실만으로 책임이 면제되지 않는다”고 판시하였다(여기까지는 수정차액1설과 차이 없음). 그런데 제9항소법원은 차액손실에 관하여 승인받지 않은 거래 즉 과당매매가 없었더라면 있었어야 할 계좌가액에서 실제 수령금액을 차감한 금액이라고 하면서, 고객자산의 상실이란 실제의 차액손실을 말하는 것이 아니고 과당매매의 결과 상실된 이익(lost profit)을 말한다고 판시하였다.

Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 판결을 계기로 비록 증권거래법 제 28(a)조가 손해배상의 범위를 실제 손해액으로 제한하고 있음에도 불구하고, 고객에게 Rule 10b-5에 따라 상실이익의 청구를 인용하는 판결이 많이 나오게 되었다. 더욱이 제2연방항소법원은 손해액이 상당한 정도로 확실하게 입증될 수만 있다면 증권거래법 제28(a)조는 기대이익(benefit-of-the-bargain)에 의한 손해의 사용을 금지하지 않는다고 판시하기에 이르렀다. 따라서 기대이익설에 의할 경우 증권거래법 제28(a)조는 손해배상액을 제한하는 조항으로 볼 수 없는 것이다. 이는 사해행위자가 이익을 보유하는 것보다 피사취자에게 예견치 않은 이득을 주는 것이 오히려 더 낫다는 생각이 이면에 깔린 것으로 분석하기도 한다.⁶²⁾ 그렇지만 기대이익에 의한 손해배상을 인정하는 것은 투기적(speculative)일 뿐만 아니라 고객에게 예견치 못한 횡재(windfall)를 주는 것이라는 비판도 있다.⁶³⁾

기대이익설이 가장 이상적인 협의의 차액설 모델로 회귀한 것이라는 견해도 있을 수 있다. 왜냐하면 협의의 차액설의 효시가 되었던 *Miley v. Oppenheimer & Co.* 사건에서 제5항소법원의 판결문을 보면, 원고가 과당매매이후 계좌가액(the value of his account after churning)과 위법행위가 없었다면 있었을 가액(what its value would have been absent the violation)과의 차액을 청구할 수 있다고 판시하였기 때문이다.⁶⁴⁾ 그리고 과당매매에 대한 손해배상에 있어서 가장 본질적인 문제점은 과도한 거래와 부적절한 거래가 야기한 상당인과관계 있는 자산가액의 손실을 정확히 산출하기 어렵다는 점이다. 그런데 당해 계좌가 과당매매되지 않았다면 고객이 당해 계좌를 어떻게 운영하였을까(how the would have fared if his or her account had not been churned)하는 기대이익의 상실도 정확히 산출하기 어려운 것은 마찬가지이다. 단지 작업이 어렵고 복잡하다는 이유만으로 법원에 대해 가장 공정하고 합리적인 손해배상액을 제시하여야 할 종교적인 책임을 면해주지는 않으므로, 법원은 과당매매가 없었더라면 있었어야 할 상실이익도 가능한 한 정확히 산정하여야 할 책임이 있는 것이다. 그렇지만 제9항소법원이 *Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* 사건에서 종전의 차액설보다 훨씬 전향적인 판결을 한 것은 의심의 여지가

61) 906 F.2d 1206 (8th Cir. 1990).

62) *Osofsky v. Zipf*, 645 F.2d 107, 114 (2d Cir. 1981).

63) Michael D. Gallagher & Gregory S. Capps, *Liability of Stockbrokers: Claims for Churning and Unsuitability*, 64 Def. Couns. J. 589, 595 (October, 1997).

64) *Miley v. Oppenheimer & Co.*, 637 F.2d 318, 326-328 (5th Cir. 1981).

없다. 왜냐하면 과당매매의 대상이 되었던 계좌가 \$53,000의 이익을 실현하였음에도 불구하고 제9항소법원은 당해 고객에 대해 과당매매가 없었더라면 향유하였을 추가적인 이익도 청구할 수 있다고 판시하였기 때문이다. 미국에서는 현재 과당매매에 있어서 기대이익설이 가장 주류를 점하고 있는 것으로 분석된다. 예를 들어 최근의 2003년 *Scalp & Blade, Inc. v. Advest, Inc.* 사건에서도 과당매매와 이후의 부적합한 투자가 발생하지 않았더라면 투자자에게 귀속되었을 상실이익을 인정하는 판결이 행해졌다.⁶⁵⁾ 그런데 기대이익설이 원용된 판결의 사실관계를 보면 부적합한 투자권유(unsuitability)와 과당매매의 두 가지 쟁점이 모두 문제된 사안에서 적용된 것으로 보여진다.

(4) 정리

미국에서는 금융투자업자가 고객을 상대로 행할 수 있는 가장 대표적인 이해상충행위로서 과당매매를 규제하고 있는데, 현행 법규 및 판례는 과당매매행위가 자금수탁자의무를 위반하는 불법행위임과 동시에 추정적인 사기행위에 해당함을 명시하고 있다. 문제는 어떠한 기준에 따라 손해배상책임을 인정할 것인가?이다. 최근 미국에서 수수료설이나 협의의 차액설이 원용된 사례는 발견되지 않고 수정차액설이나 기대이익설에 의한 판시만이 발견될 뿐이다. 수정차액설이나 기대이익설 모두 과당매매로 인하여 발생한 상당인과관계 있는 손해를 공정하고 합리적으로 산출하기 위한 도구라고 판단한다. 그런데 미국에서 과당매매사건의 경우 어떠한 설이 주류인지를 분석하는 것보다 더욱 주목할 점은 증권회사나 금융투자업자의 손해배상책임을 全部 아니면 全無(all or nothing)로 판단하고 있다는데 있다. 즉 어떠한 방식으로든 산정된 손해액은 과실상계로 감액되지 않고 그 전액을 배상액으로서 보상한다는 사실이다. 이렇게 과실상계를 하지 않기 때문에 증권회사나 금융투자업자가 과당매매로 과다한 수수료수입을 취득하겠다는 유인은 강력히 억제되는 것이 아닐까 추측해 본다.

3. 일본에서의 과당매매에 관한 손해배상기준⁶⁶⁾

(1) 총설

다음에서는 주로 일본에서의 과당매매에 대한 原始的인 손해배상산정 방법만을 간략히 고찰하기로 한다. 왜냐하면 일본에서의 과당매매규제에 대한 이론적 근거나 성립요건 및 피해구제수단 등의 논의는 미국과 매우 유사하므로 논의의 실익이 적기 때문이다. 따라서 이에 관한 부분은 기존의 선행연구를 참조하였으면 한다. 그리고 하나 특기할 만한 사항으로서 일본에서는 과당매매와 관련한 최고재판소 판결이 2007년 5월 현재까지 선고된 바 없다.

일본 증권거래법 상으로는 과당매매를 규제하는 직접적인 규정이 존재하지 않지만, 증권거래법 제161조 제1항과 그에 따른 내각부령에 의하여 과당매매가 금지된다고 분석된다.⁶⁷⁾

65) 765 N.Y.S.2d 92, 309 A.D.2d 219 (2003). Thomas Lee Hazen, *(Treatise) Law of Securities Regulation*, 4, Law Sec. Reg. § 14.20 (5th ed) (January 2006)에서 재인용.

66) 다음에서의 일본 법제에 관한 내용은 주로 今川嘉文, 「過当取引の民事責任」, 367-372面 (信山社, 2003) 참조.

67) 즉 증권거래법 제161조 제1항은 “내각총리대신은 증권회사 또는 등록금융기관이 행한 과도한 수량의 매매가 거래소 유가증권시장 또는 점두매매 유가증권시장의 질서를 해친다고 인정되는 때 이를 제한하기 위하여 공익 또는 투자자보호를 위해 필요하고 적당하다고 인정한 사항을 내각부령으로 정할 수 있다”고 규정하고 내각부령은 “증권회사 또는 등록금융기관은 증권거래법 제42

혹자는 일본판 anti-fraud 조항인 증권거래법 제157조 제1호(누구든지 “유가증권의 매매 그 밖의 거래 또는 유가증권지수 등 선물거래 등, 유가증권옵션거래 등, 외국시장 증권선물거래 등 또는 유가증권 점두파생상품거래 등에 관하여 부정한 수단, 계획, 또는 기교를 부리는 것”을 금지한다) 역시 과당매매를 금지하는 근거조항이라고 하지만,⁶⁸⁾ 상기 내각부령이 존재하는 상황에서 굳이 증권거래법 제157조 제1호까지 근거로 드는 것은 무리가 있다고 생각한다. 일본에서도 京都地裁 平成8年4月9日 판결에서 “**과도한 거래, 계좌지배, 기망의도 요건**의 충족에 의하여 불법행위가 성립하는 것으로 해석할 수 있는 **법적 근거가 없고**, 증권거래법 제157조 규정 및 공정관습규칙을 감안하더라도 그러한 판단에 영향을 미치지 않는다”고 판시한 바 있다.⁶⁹⁾ 상기의 내각부령이 아니더라도 증권업자의 행동규범에 관한 규정인 성실공정의무, 선관주의의무, 적합성원칙 준수 의무, 단정적 판단의 제공금지, 설명의무, 과당수량매매의 제한 등에서 규제근거를 찾기도 한다.

일본에서는 과당매매를 인정하더라도 증권회사와 고객 양자에게 책임을 부과하여 과실상계에 따라 그 책임을 배분하여 고객이 입은 손해로부터 일정액의 비율로 감축된 배상액을 인정하고 있다. 과당매매에 있어서의 손해배상의 목적은 불법행위가 전혀 없었더라면 고객이 보유하고 있었을 상태로 복원하는 것이지만, 그 때에도 고객이 원래 부담하여야 할 투자리스크를 증권회사에게로 전가시키는 것을 피하면서 우연의 횡재적인 이익을 얻지 않도록 손해배상액을 산정할 필요가 있다는 인식이 강하고, 당사자 간 손실의 공평부담이라는 견지에서 과실상계를 활용하고 있는 것이다. 일본 판례는 준계약방식(수수료설, 증권회사가 얻은 이익에 초점)이나 차액손해방식(차액설, 고객이 입은 경제적 손실에 초점)에 의하여 고객이 입은 손해액을 산정한 후, 대폭적인 과실상계를 하고 있다. 따라서 차액손해배상방식에 의하여 산정된 금액이 과실상계의 결과 준계약방식에 의하여 산정된 금액보다 적은 사례가 발생하고 있다.

(2) 준계약방식의 실제 적용례 및 검토

東京高裁 平成10年9月30日 判決의 1심인 東京地裁 平成10年1月22日 판결에서 매매위탁수수료 및 거래에 따른 세금 등의 지급경비 외에, “원고는 warrant 거래에 있어서 피고 증권회사가 얻은 것이라고 추인된 이익과 동액의 손해를 입었다”고 판시함으로써, warrant 거래에 따른 투자손실의 합계액을 손해액으로 산정하였다. 그러나 항소심에서 東京高裁는 warrant 거래 이외의 증권거래에 따른 운용손실도 손해액으로 인정함으로써 차액방식을 취하였다.

동 1심판결을 계기로 일본에서는 준계약방식과 차액방식을 본격적으로 비교·검토하게 되었는데, 준계약방식도 나름대로 장점이 있다고 평가되었다. 즉 ① 계산이 용이하다는 점, ② 차액방식이 지나치게 고객의 손해를 강조하는데 비하여, 준계약방식은 손해배상의 범위가 합리적으로 감축되는 효과를 갖는다는 점, ③ 차액방식이 계좌가 적절히 운용되었더라도

조 제1항 제5호에 규정된 계약(매매일일계약)에 기하여 증권매매를 하는 경우에는 당해 계약의 위임 본지나 계약금액에 비추어 과도하다고 인정되는 수량의 매매로서 증권시장의 질서를 저해한다고 인정되는 행위”를 할 수 없도록 규정하고 있다.

68) 이기영, 앞의 논문, 117-118면. 정운모, 박기령, 앞의 연구보고서, 24-25면.

69) 今川嘉文, 앞의 서적, 227면에서 재인용.

증권거래에 의한 손실을 입을 수 있음을 간과한 것에 비하여, 준계약방식은 그렇지 않다는 점, ④ 차액방식과 같이 수수료나 지급경비 외에 계좌의 시장가치감소분으로 발생한 손실을 보상토록 하는 것은 증권업자에게 너무 징벌적이라는 점 등이 부각되었다.

그러나 손해배상의 원래 취지에 따른다면 증권회사가 얻은 이익보다는 고객이 과당매매의 결과 입은 손해에 초점을 맞추어야 한다는 측면에서 준계약방식은 결정적으로 결함을 갖는다는 비판을 받았고, 동 1심판결의 항소심은 결국 차액방식으로 선회하였다. 더욱이 증권업자가 고객과의 신뢰관계를 남용하여 무분별한 투자선택과 부적절한 증권거래를 행함으로써 지급경비 이외의 추가적인 손실을 야기할 가능성이 있는데, 증권업자가 수령한 매매위탁수수료를 반환하는 것으로 족하다고 한다면 과당매매란 불법행위를 억지할 수 없는 사태가 발생할 수 있다. 마지막으로 과당매매는 본질적으로 고객계좌의 가치를 해하는 것이므로 고객은 당해 손해에 대한 보상을 받을 권리가 있다. 이러한 이유로 일본의 다수설과 판례는 준계약방식이 고객보호에 불충분하다는 판단을 하고 있다.

(3) 차액방식의 실제적용례 및 검토

1) 차액방식 개관

차액방식은 적합성의 원칙에 위반한 부적절한 증권매매에 의해 야기된 손실 뿐만 아니라 과당매매기간 중 고객계좌잔고의 전체 감소분을 손해의 대상으로 하고 있다. 즉 매매위탁수수료, 신용공여에 따른 이자 등의 지급경비 외에도, 지급경비를 제한 증권매매손실인 운용손실을 배상액 산정에서 고려하는 것이다. 미국과 마찬가지로 이유로 차액방식에 대해서는 비판이 제기된다. 증시하락시 증권을 매각하면 고객의 투자목적에 적합한 증권들로 증권업자가 합리적인 근거를 갖고 적절하게 운용하였더라도 매매가격간의 차이로 인한 손해가 발생하게 된다. 그런데 차액방식은 당해 손해에 대해서도 보상하는 것을 원칙으로 하므로, 증시하락시의 투자리스크를 증권업자에게 전가하는 결과를 야기하는 것이다. 이 때에는 “증권업자를 시장의 보험업자로 취급한다”는 것과 마찬가지로의 결과가 발생한다는 비판도 있다.

2) 판례

福岡地裁 平成13年1月29日 判決은 증권회사(원고)가 고객(피고)에 대해 신용거래계약에 기한 결제손해금액 등의 지급을 청구하고(본소), 피고는 원고에 대해 과당매매를 원인으로 한 손해배상을 청구(반소)한 사안이다. 법원은 원고 종업원이 위법하게 권유하여 피고투자자에게 행한 빈번한 신용거래에 따른 차액손실을 손해액으로 인정하였다. 그러나 손해액 중 80%의 과실상계에 의한 공제를 한 후의 손해배상액은 매매위탁수수료의 약 59.7%에 불과하였다. 원고가 피고에게 청구하였던 신용거래계약에 기인한 결제손해금액 등에 대해서도 배상액이 감축됨과 더불어 피고는 결제손해금액의 잔고 43万円 정도의 지급명령을 받았다. 다음으로 大阪地裁 平成11年1月29日 判決에서는 손해액 산정대상기간을 제한하였으므로, 변호사비용을 포함한 배상액은 현실적으로 고객이 입은 손실액과 매우 차이가 발생하였다. 그리고 大阪地裁 平成11年3月30日 判決에서는 손실액에서 차지하는 매매위탁수수료액의 비중이 크므로 과실상계비율은 40%로 결정되었지만, 결과적으로 배상액은 고객이 지급한 매매위탁수수료액을 하회하고 있다. 또한 大阪地裁 平成9年8月29日 判決에서는 추가폭락에 따른 손실을 손해액에 산입하고 손실액에서 차지하는 위탁매매수수료액의 비중이 크므로 과실상계비율을 50%로 결정하였지만, 결과적으로 배상액은 매매위탁수수료액에 미치지 못하였다.

그에 비해 福岡地裁 平成11年3月29日 判決은 전체거래 종료시점의 매매순손실을 손해액으로 산정하였고, 東京高裁 平成11年7月27日 判決과 大阪高裁 平成12年9月29日 判決은 고객판단의 주문에 따른 거래로부터 발생한 손해액을 과당매매에 의한 손해액으로부터 공제하고 있다. 한편 大阪高裁 平成12年10月24日 判決은 1심원고가 투자자금으로서 은행으로부터 차입했던 금원에 대한 지급 이자액을 손해액으로 추가함으로써, 앞의 福岡地裁 平成13年1月29日 判決과 대조되고 있다. 이들 판례에 의하면 고객이 지급한 매매위탁수수료를 상회하여 운용손실의 일부가 배상액으로서 보상됨으로써, 일본의 법원들도 미국 법원들과 마찬가지로 과당매매에 있어서 고객을 보호하는 방향으로 점차 손해배상의 범위를 확대일로에 있다.

3) 평가

일본에서의 하급심판결 중 東京地裁 平成10年1月22日 判決을 제외하면 모두 손해액 산정에 있어서 차액설을 취하고 있는 것으로 나타나는데, 東京地裁 平成10年1月22日 判決 역시 항소심에서 파기되었으므로, 과당매매에 있어서 법원은 차액설이란 단일기준으로 일원화하고 있음을 알 수 있다. 그리고 고객과 증권업자의 공평한 책임분담이란 명목으로 대폭적인 과실상계를 하고 있는데,⁷⁰⁾ 많은 사안에서 손해배상액이 위탁매매수수료액에도 미치지 못하는 결과를 야기하고 있다. 그렇다보니 재판에 패소하여 사용자책임을 지게 된 증권회사는 고객으로부터 얻은 매매위탁수수료액에도 달하지 않는 금액을 토해내는 것만으로 족하고 극히 예외적인 경우가 아닌 한 영업정지 등 행정처분도 받지 않으므로, 일본에서의 과당매매는 증권업자에게 정말로 수지타산이 맞는 거래임에 틀림없다는 비판이 거세지고 있다.

IV. 資本市場統合法上 過當賣買規制 檢討

1. 자본시장통합법상 과당매매규제

(1) 2006년 입법예고안

2006년 6월 30일 재정경제부의 자본시장통합법 입법예고안에서는 과당매매에 대한 규제를 증권관련업 전체 분야로 확대하겠다는 의지를 엿볼 수 있었다. 증권업의 자산운용업 사내검영이 허용된다면, 복수의 영업을 영위하는 금융투자업자는 자산운용부문과 중개부문을 이용하여 단일의 중개업을 영위하는 증권업자보다 훨씬 더 수수료 수입을 극대화할 목적으로, 과도한 증권거래를 행할 개연성이 높다는 판단을 하였던 것이다. 그리고 이것은 비단 자산운용부문과 중개부문의 문제가 아닌 모든 금융투자업에 관련된 문제라고 생각하여 과당매매를 금지하는 규정을 중복적으로 마련하였다. 또한 입법예고안 제416조 4호에서는 과당매매의 경우 3년 이하의 징역 또는 1억원 이하의 벌금에 처한다는 벌칙규정을 규정하였다. 그러나 과당매매의 규제근거로서 fiduciary duty를 도입하지 않은 상황에서, 손해배상의 특칙을 규정하지 않았으므로 종래의 증권거래법 제107조 제2항 제2호의 상태에서 진일보한 규정이라고 평가할 수 없었다. 왜냐하면 이는 현재의 과당매매와 관련한 문제점을 전혀 치유하지 못하기 때문이다.

70) 예를 들어 大阪地判 平成7年7月24日 判決에서는 80%의 과실상계를 인정하고 있다.

<2006년 입법예고안>

유형 \ 업종	투자매매· 투자중개업	집합투자업	투자자문· 투자일임업	신탁업
과당매매	제70조 2호	제82조 3호	제92조 제2항 3호	제103조 3호
금지행위 내용	일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등을 감안하지 아니하고 일반투자자에게 지나치게 빈번하게 투자권유를 하는 행위	집합투자기구의 운용방침이나 운용전략 등을 감안하지 아니하고 집합투자재산으로 금융투자상품을 지나치게 빈번하게 매매하게 하는 행위	투자일임의 범위, 투자목적 등을 감안하지 아니하고 금융투자상품을 지나치게 빈번하게 매매하게 하는 행위	신탁의 범위, 신탁의 운용방침이나 운용전략 등을 감안하지 아니하고 지나치게 빈번하게 신탁재산을 매매하는 행위

(2) 2007년 국회제출안

그런데 2007년의 국회제출안에서는 입법예고 당시의 과당매매와 관련한 모든 조항을 삭제하였다. 이는 과당매매를 국회제출안 제71조 제6호의 “그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 행위로서 대통령령으로 정하는 행위”라는 포괄규정에 편입시켜 대통령령으로 좀 더 구체화하려고 한 것이라고 善解한다.⁷¹⁾ 그런데 이러한 입법태도는 바람직하지 못하다. 왜냐하면 포괄적인 위임입법은 금지되므로 가장 상위법인 자본시장통합법에 과당매매를 규제하는 추상적인 근거 조항을 마련해두고, 과당매매의 요건과 손해배상액 산정기준 등을 대통령령으로 정할 수 있도록 하도록 구체적으로 위임하는 것이 입법형식상 타당하기 때문이다.

<2007년 국회제출안>

유형 \ 업종	투자매매· 투자중개업	집합투자업	투자자문· 투자일임업	신탁업
과당매매	제71조 6호	제85조 8호	제98조 제2항 10호	제108조 9호
금지행위 내용	대통령령으로 위임			

이러한 입법태도의 변화를 자본시장통합법이 일임매매의 규제를 강화한데서 비롯된 것으로 보는 견해도 있다. 즉 국회제출안 제71조 제5호에서는 원칙적으로 “투자자로부터 금융투자상품에 대한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 금융투자상품을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하는 행위”를 금지하면서 투자일임업에 대해서만 예외를 인정하는데, 이는 “입법취지상 금융투자상품에 대한 투자는 투자자가 자기판단·자기책임의 원칙하에 자신이 직접 해야 하는 것이며, 이러한 능력이 부족한 투자자는 투자일임·투자자문 서비스를 이용하거나 집합투자 서비스를 이용하라는 것”⁷²⁾이라는 주장이다.

71) 정윤모, 박기령은 앞의 연구보고서, 50면 주57)에서 자본시장통합법상 과당매매에 대한 손해배상은 신의성실을 요구하고 이해상충행위를 직접적으로 금지하는 제37조와 법령 등에 위배되는 행위를 하거나 업무를 소홀히 할 경우 손해배상책임을 인정하는 제63조 제1항에 의하여 청구할 수 있다고 하나, 논자는 이러한 추상적인 규정과 대법원의 판례 만으로 과당매매를 규제하기에는 한계에 도달하였다는 점을 이미 수 차례 언급하였으므로, 여기서는 재론을 하지 않겠다.

그러나 기존의 증권거래법 제107조 제1항에서도 법문상으로는 포괄적인 일임매매를 엄격하게 금지하고 있었으므로, 자본시장통합법이 제71조 제5호에 의하여 일임매매규제를 강화하였다는 설명은 다소 설득력이 떨어진다. 더욱이 종래부터 대법원은 일관되게 포괄적 일임매매계약의 효력을 유효한 것으로 해석하여 왔는데,⁷³⁾ 그렇다면 자본시장통합법은 대법원 판례를 정면으로 반박하며 포괄적인 일임매매계약의 사법상 효력을 완전히 부정하는 것인지 의문시된다. 따라서 국회제출안의 입법형식은 과당매매에 대한 정의를 좀 더 구체화하고 요건을 세부화하기 위한 입법기술의 묘를 발휘한 것으로 선해하는 것이 옳다. 단지 과거의 입법태도로 회귀하였다고 보는 것은 지나치게 소극적인 해석이다.⁷⁴⁾ 다만 이러한 입법형식에 대해서는 향후 많은 비판에 직면할 수 있다는 점을 다시 한번 상기시키고자 한다.

2. 자본시장통합법상 과당매매규제로서 추가적으로 보완하여야 할 세부사항

(1) 자본시장통합법상 개별업무 별 과당매매규제의 근거조항 복원 필요성

자본시장통합법은 원래의 입법예고안과 같이 개별 업별로 과당매매규제의 근거조항을 마련하여야 할 뿐만 아니라, 하위 법령으로 구체적인 위임을 할 수 있도록 하는 문구를 삽입하여야 한다. 이 때에는 금융투자업자의 과당매매행위가 종래부터 관례상으로 인정되어 온 충실의무(또는 자금수탁자의무) 위반으로서 불법행위가 된다는 점을 명확히 하여야 할 것이다. 추가적으로 미국의 입법례에서와 같이 고객에 대한 추정적 사기가 됨을 명확히 하는 방법도 강구할 수 있다. 이 때에는 과당매매행위가 법령위반행위가 된다는 점이 명확해지므로, 금융투자업자에게는 이러한 불법행위를 해서는 안된다는 사전 예방적인 경고를 받게 되고 고객들에게는 동법 위반을 이유로 좀 더 용이하게 손해배상을 주장할 수 길을 마련해 줄 수 있는 것이다.

(2) 자본시장통합법상 수정차액설의 법문화 필요성

혹자는 2007년 4월 12일 대법원 판결로 인하여 과당매매에 대한 손해배상액 산정기준에 대해 더 이상 논의의 실익이 없다고 주장할 수 있다. 그러나 논자는 이 글의 제Ⅱ. 2.에서 동 판결이 전향적인 판시를 한 것은 틀림없지만 구체적인 적용에 있어서 판시가 왜곡될 수 있다는 점을 지적한 바 있다. 왜냐하면 대법원은 하급심법원들로 하여금 수정차액설보다 훨씬 용이한 대안으로서 차액설과 과실상계의 방식을 선택하는 것을 정면으로 허용하였기 때문이다. 한편 하급심 법원들이 수정차액설을 취하더라도, 대법원의 숨은 뜻을 곡해한 상태

72) 정윤모, 박기령, 앞의 연구보고서, 30면.

73) 대법원 2005. 10. 7. 선고 2005다11541 판결: “일임매매의 제한에 관한 증권거래법 제107조는 거래질서를 확립하여 고객을 보호하기 위하여 일임매매의 방법과 절차를 규정한 조항이기는 하나, 그 조항이 규정하는 방식에 따르지 않았다 하여도 고객에 의하여 매매를 위임하는 의사표시가 된 것임이 분명한 이상 그 사법상 효력을 부인할 이유가 없고(대법원 1996. 8. 23. 선고 94다38199 판결, 2002. 3. 29. 선고 2001다49128 판결 등 참조), 이로 인해 고객에게 불이익 또는 권리침해의 결과가 발생하는 것도 아니므로 일임매매에 있어 증권거래법 제107조가 규정하는 방식에 따르지 않았다는 것만으로 고객에 대한 관계에서 불법행위가 성립된다고 볼 수는 없다 할 것이다.”

74) 종래 증권거래법시행규칙 제20조의2 제2호(1992. 4. 28)에 규정되어 있던 과당매매 금지규제가 2004년 1월 29일 개정예에 의하여 증권거래법 제107조 제2항 제2호가 추가되는 형식으로 법률에 반영되었다.

에서 과실상계까지 할 경우 고객들은 기존의 차액설보다 훨씬 불리한 취급을 받을 위험이 있다. 이 때문에 자본시장통합법에는 수정차액설에 따른 손해배상액 산정기준을 명확히 제시하여야 할 필요가 있는 것이다. 물론 거래비용의 계산에 있어서 평균회전율을 초과하는 수수료에 대해서는 전문감정인의 정확한 계산을 반영하도록 강제하여야 할 것이다. 거래순손실에 있어서의 주가지수를 반영하는 산식은 너무도 간단한 일이다.

(3) 자본시장통합법상 과실상계의 적용배제 혹은 한도의 설정 필요성

기존 판례의 입장을 답습한다면 과당매매에 있어서 고객의 과실은 광범위하게 인정될 것이다. 과실인정비율이 전적으로 사실심의 전권사항에 속하므로, 과당매매의 피해자인 고객들은 법원의 책임제한 결정에 대해 구제를 받을 방법도 없는 형편이다. 만일 수정차액설을 취한 사실심법원이 책임의 공평분담이라는 허울속에 불합리한 과실상계를 한다면, 투자자는 일본의 원시적인 차액설을 적용할 경우보다 결과적으로 훨씬 열등한 취급을 당하는 상황으로 몰리게 된다.

최선은 자본시장통합법상 고의의 과당매매만을 규제대상으로 하면서 과실상계를 배제하는 규정을 추가하는 것이다. 이러한 보완입법은 기존의 대법원 판례와도 합치되는 조치로 평가된다. 왜냐하면 판례는 “피해자의 부주의를 이용하여 고의로 불법행위를 저지른 사람이 바로 그 피해자의 부주의를 근거로 내세워 자신의 책임을 감하여 달라고 주장하는 것은 허용될 수 없는바(대법원 2000. 9. 29. 선고 2000다13900 판결, 2005. 11. 10. 선고 2003다66066 판결 등 참조), 원심이 피고의 과실상계 주장을 배척한 것은 이러한 법리에 따른 것으로 정당하고, (중간생략) 과실상계에 관한 법리를 오해한 위법이 없다”고 함으로써 고의의 사기행위에 대해 피해자의 과실상계를 전적으로 배제할 수 있는 길을 마련해 놓았기 때문이다⁷⁵⁾

과당매매가 자금수탁자의무를 위배하는 가장 악질적인 이해상충행위임을 감안할 때, 가사 차액설을 포기할 수 없다면 대안으로서 자본시장통합법상 고객의 과실 한도를 일정 수준으로 제한하는 조항을 마련할 수도 있다. 과당매매에 있어서 고객의 과실을 빌미로 삼아 대폭적으로 과실상계를 행하는 일본 하급심의 태도는 고객의 이익을 도외시하고 판결의 편의만을 추구하는 사법부의 횡포라고 밖에 볼 수 없다. 논자는 고객의 이익을 완전히 도외시한 일본 사법부의 횡포가 거듭되었기 때문에, 결국은 일본의 전반적인 금융제도마저 크게 후퇴하는 상황에 이르렀다고 판단한다.

(4) 입증책임의 전환규정 제정 필요성

금융투자업자의 과당매매행위에 있어서 입증책임을 전환하는 규정도 마련하여야 한다. 즉 “배상책임을 질 금융투자업자가 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부를 고객의 구체적인 위임에 따라 정상적으로 거래한 것에 기한 것일 뿐 단지 자신의 수수료 수입을 증대시키고자 하는 의도로부터 발생한 것이 아님을 입증한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 아니한다”와 같은 규정을 마련하여야 하는 것이다. 물론 종래 허위공시에 대한 손해배상 및 입증책임과 관련하여 헌법재판소에 위헌심사가 제청되었음을 감안할 때, 법문의 구조와

75) 대법원 2006. 2. 24. 선고 2005다59314 판결.

내용의 선택에 있어서는 좀 더 심도깊은 검토가 필요할 것이다.

(5) 불가피한 과당매매시 전면적인 사전개시 및 승인의무의 명문화 필요성
금융투자업자의 쌍방대리는 불가피한 운명이라고 할 수 있다. 이러한 이해상충행위를 할 수 밖에 없는 금융투자업자에게는 민법 제124조⁷⁶⁾와 상법 제398조⁷⁷⁾의 법리를 준용할 수도 있다. 그렇지만 ‘새술은 새부대’에 담으면서 흠결없는 법적 안정성을 확보할 수 있고, 법률 적용에 대한 고객과 금융투자업자의 예견가능성을 높여줄 수 있는 방향으로, 자본시장통합법에 신설조항을 마련하는 것이 바람직하다. 최선의 입법 모델은 미국 투자자문업법 제 206(3)조가 될 것인데, 동조에 의하면 금융투자업자가 고객에 대한 최선의 이익을 추구하는 과정에서 불가피하게 과당매매행위나 자기거래·쌍방대리를 하여야 할 경우 미리 고객에게 동 행위의 필요성을 개시하고 고객으로부터 승인을 받도록 되어 있다.

V. 結論

2007년 5월 현재 국회에 제출된 자본시장통합법을 분석하면 미국법상의 이해상충방지 체계를 대폭적으로 수용한 것으로 평가되므로, 이해상충규제의 측면에서는 상당한 진전이 이루어졌고 금융투자업에서 필요한 최소한의 이해상충방지 체계를 구축하였다고 본다.

그러나 자본시장통합법이 과당매매규제의 근거조항 마련, 성립요건의 명확화, 그리고 구체적인 손해배상액 산정기준의 제시 등을 하지 않은 것은 많은 아쉬움을 남긴다. 왜냐하면 과당매매는 금융투자업자의 고객에 대한 자금수탁자의무를 위반하는 가장 악질적인 이해상충행위이기 때문이다. 입법기술적으로 바람직한 모습은 아니지만 하위법령에서라도 세부적인 보완이 이루어져야 한다. 정교한 과당매매규제가 입법적으로 마련되지 않은 상태에서 이 모든 쟁점을 판례법리에 맡긴다면 모든 것이 너무 꼬일 수 있다. 이렇게 추가적인 보완이 이루어질 경우, 자본시장통합법상의 이해상충규제는 금융투자업자와 고객을 모두 만족시킬 수 있는 성공적인 입법이 될 것임을 확신하는 바이다. 학계와 실무계 제현으로부터 건설적인 비판을 기대하며 이 글을 마치고자 한다.

76) 민법 제124조(자기계약, 쌍방대리) 대리인은 본인의 허락이 없으면 본인을 위하여 자기와 법률행위를 하거나 동일한 법률행위에 관하여 당사자 쌍방을 대리하지 못한다. 그러나 채무의 이행은 할 수 있다.

77) 상법 제398조(이사화 회사간의 거래) 이사는 이사회회의 승인이 있는 때에 한하여 자기 또는 제3자의 계산으로 회사와 거래를 할 수 있다. 이 때에는 민법 제124조의 규정을 적용하지 아니한다.