



미국 연방 증권거래법 Section 10(b) 상의 사기 및 시세조정적 행위금지 규정에 관한 연구

정보신청기관 : 금융감독위원회 시장감독과

I. 들어가는 말

미국의 증권법에 관한 규제는 복잡하게 얽혀진 그물망과 같다. 연방차원의 1933년 증권법, 1934년 증권거래법 기타 연방법, Blue Sky law¹⁾로 알려진 50여개 주의 증권규제법과 SEC의 규제, 그리고 뉴욕증권거래소(NY stock exchange)나 미증권거래소(American Stock Exchange), 나스닥(NASDAQ) 시스템을 운영하는 미증권협회(National Association of Securities Dealers, NASD) 등의 자율규제기관(SRO) 등이 함께 증권산업을 규제하고 있다. 따라서 미국의 증권업은 가장 고도로 규제되는 산업으로 알려져 있다. 본고의 1934년 증권거래법 섹션

10(b)는 증권거래와 관련되는 갖가지 부정행위 등을 SEC 등의 규제의 그물망 안으로 들어오게 하는 핵심적인 조항 중의 하나이다. 뿐만 아니라 본 조항은 광범위한 규제 안에서 투자자를 두텁게 보호하기 위하여 개인투자자들을 위한 사적 구제까지 인정하고 있다.

자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장통합법으로 약칭함)은 제178조(부정거래 행위 등의 금지)에서 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련한 부정행위를 포괄적으로 금지하고 있다.²⁾ 이는 미연방증권거래법 섹션 10(b)와 그 시행(령)규칙에 해당하는 Rule 10(b)-5의 사기 및 조작 행위금지 규정과 내용 뿐만 아니라 포괄적 금지체제(catch-all provi-



- 1) SEC가 직접적으로 또한 NASD와 기타 다양한 증권거래소의 감독을 통하여 미국의 증권법을 강제하고 있지만, 미국의 각주도 또한 자체적인 증권법과 규칙을 가지고 있다. 각 주의 증권법을 보통 Blue Sky Law라고 부른다. 1917년 미연방대법원에서 대법관 McKenna가 *Hall vs. Geiger-Jones Co.*, 242 U.S. 539 (1917)에서 본 용어를 처음으로 사용하였다.
- 2) 자본시장통합법 제178조는 예를 들어, 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위, 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위, 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위 등을 금지하고 있다.

sion)를 취한다는 점에서 상당히 일치하고 있다. 자본시장통합법 제179조(부정거래행위 등의 배상책임)는 제178조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다고 하여 명시적으로 민사손해배상책임을 규정하고 있다. 이와 달리, 미 연방증권거래법 섹션 10(b)상 부정거래 행위, 즉, 사기나 시세조정적 행위 등에 기한 민사소송 책임은 명시적인 법률규정이 아닌, 판례에 의하여 ‘묵시적 민사책임’이 섹션 10(b)의 해석상 인정되었다.

한국의 자본시장통합법 제179조상의 민사소송책임의 구성요건이 고의나 과실을 요구하는지, 인과관계의 성립요소가 되는 정보에 대한 투자자의 신뢰요건을 어떻게 해결할 것인지, 증권집단소송에 관련해서는 어떤 기준을 채택할 것인지, 민사손해배상책임 조항과의 구별화 등에 대하여 아직 분명하게 나타나있지 않다. 본고에서는 자본시장통합법 제179조에 상응하는 미연방증권거래법상 섹션 10(b)의 성립요건을 구체적으로 알아보고, 섹션 10(b)하에서 만들어진 구체적인 시행규칙인 Rule 10b의 전반적인 내용, 1934년 증권거래법상의 기타 명시적 배상규정들과 섹션 10(b)와의 비교, 그리고 마지막으로

는 섹션 10(b)상의 브로커-딜러책임을 살펴보기로 한다.

II. 섹션 10(b)의 성립요건

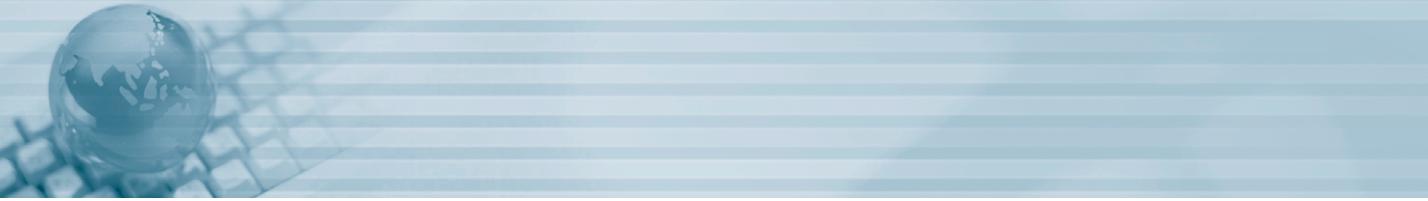
1. 개념

1934년 연방증권거래법 섹션 10(b)는 등록 또는 비등록 증권의 매수나 매매와 관련하여 시세조정적(manipulative)이거나 사기적(deceptive)인 수단(devices)을 사용하는 것을 불법으로 하였다.³⁾ 그리고 본 조하에서 제정된 시행규칙 Rule 10b-5는 섹션 10(b)의 시세조정적이거나 사기적인 수단의 정의를 모든 증권의 매수나 매도와 관련하여 (a) 어떤 사기적 수단, 계획이나 기교의 사용, (b) 중요한 사실에 대한 거짓 표시를 하거나 또는 타인의 오해를 유발시키지 않기 위하여 필요한 중요한 사실을 누락한 표시행위, (c) 타인에 대한 사기(fraud)나 기만(deceit)으로서 작용하는 모든 비즈니스 행위, 실행, 과정에 참여하는 행위라고 하였다.

섹션 10(b)는 내부자거래(insider trading), 시세조정(price fixing), 주가를 올리기 위한 가장적 회사매도(bogus company sales), 회사가 관계정보를 투자자에게 통지하지 않은 행위 등까지 규제대상으로 하는 대단히 포괄적 규정이다.



3) Securities Act of 1934 Section 10(b) "It shall be unlawful for any person...to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations ..."



이처럼 섹션 10(b)는 포괄규정(catch-all provision)으로서 피고가 쉐건 상행위수단 등의 연방 관할권적 매체(jurisdictional means)를 사용하는 한 광범위한 부정행위에 적용이 가능하다.⁴⁾ 섹션 10(b)와 Rule 10b-5는 사기방지규정으로서 투자자를 보호하고 증권시장에서의 공정한 거래를 확보하며 윤리적인 비즈니스 관행을 증진시키기 위하여 도입되었다.⁵⁾

특이한 점은 섹션 10(b)가 책임에 관한 다른 조항과는 달리 명시적으로 그 위반에 대한 정부 이외의 개인구제책을 규정하고 있지는 않다는 점이다. 그러나 일찍이 미법원은 1946년부터 시 세조정적이거나 사기적 수단을 증권매매와 관련하여 사용한 경우 묵시적인 민사구제가 존재한다고 판시⁶⁾한 이래, 28년이후 결국 연방대법원은 *Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores*, 421 US 723, 730, (1975)에서 확정적으로 묵시적(implied) 민사책임이 의심의 여지가 없이 존재한다고 판시하였다.⁷⁾

본 규정은 증권이 전미증권거래소(national securities exchange)에 등록 여부와 상관없이 적용되기 때문에 ‘폐쇄 회사(closed corpora-

tion)’⁸⁾의 증권에도 적용이 가능하다. 또한 본 조는 증권의 매매와 매도와 관련하여 회사의 이사(director)나 임원(officer)을 상대로 사적 민사소송을 제기하는데 자주 이용된다. 원고의 증거 입증책임정도는 ‘확실성 입증(clear and convincing evidence)’이 아닌 50퍼센트이상의 진실성이면 충분한 ‘개연성 입증(preponderance of evidence)’이면 충분하다. 컴먼로상 미국의 판례는 원래 사기(fraud)소송에서는 명백한 입증을 요구했었으나 *Herman & MacLean v. Huddleston*, 495 U.S. 375 (1983)에서 미연방 대법원은 명백한정도의 증거입증을 요구하는 것을 거절하고 개연성 입증을 채택하였다. 왜냐하면, 섹션 10(b)상의 청구권은 컴먼로상의 사기(fraud)와 동일하지 않으며⁹⁾, 원고와 피고의 이익을 비교형량한 결과 개연성 입증이 타당하다고 하기 때문이다.

2. 섹션 10(b) 손해배상청구권 성립요건

섹션 10(b)하에서 원고는 여러가지 요소를 입증하여야 민사소송에서 승소할 수 있다. 물론, 연방법이 사안에 개입하기 위해서는 주를 뛰어



4) Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*, Fourth Edition, LexisNexis, 223 (2007).

5) *Id.*

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

7) *See also Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 380 (1983).

8) 미국법상 closed corporation이란 일인주주 또는 소수명의 주주로 구성된 회사로서 타 주주의 허락없이 주식을 공개적으로 자유롭게 거래할 수 없는 회사를 가리킨다.

9) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

넘는 주간 상행위 수단의 사용(any means or instrumentality of interstate commerce) 등이 기본적으로 요구된다. 핵심적인 섹션10(b)의 구성요건은 이하와 같다.

(1) 원고는 증권(의 매수인(purchaser) 또는 매도인(seller)일 것

피해를 본 투자자는 단순히 공시정보가 잘못된 것이라는 사실만으로는 손해배상을 청구할 수 없다. 즉, 실제로 잘못된 정보에 기초하여 증권을 매수하였거나 매도한 자여야 한다. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975)에서 미연방대법원은 증권 매수 제시를 받은 자(offerees)가 제기한 소송에서 피고회사가 그들을 속이지 않았다면, 제시증권을 매입했을 것이라는 주장에 대해, 원고적격을 부인했다. 이유는 그들이 매수제시를 받은 자일 뿐 아직 매수인(purchaser)이나 매도인(seller)가 아니기 때문이다.

(2) 조작(manipulation) 또는 사기(deception)행위

원고는 피고의 정보에 대한 조작행위나 사기 행위를 입증해야 한다. Rule 10b-5는 앞에서 본 바와 같이 시세조정적 또는 사기적 수단의 의미에 대해 구체적으로 그리고 대단히 포괄적으로 정의하였다. 따라서, 단지 신인의무(fiduciary duty)의 위반정도로는 섹션 10(b)를 인용할 수 없고, 순전히 불공정성(unfairness)만으로도 부족하다. *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977)¹⁰⁾는 신인의무나 거래의 공정성이나 회사의 내적 경영실패에 관한 사항만은 전통적으로 주법에 맡겨진 사항으로서 연방법이 관여할 사항이 아니기 때문에 조작이나 사기가 없는 한 섹션 10(b) 민사소송을 제기할 수 없음을 분명히 하였다.¹¹⁾

(3) 사실의 중대성(materiality)

사실의 부실표시(misstatement)이나 비공개(nondisclosure)가 중대한(material) 것임을 증명하여야 하고, 합리적인 투자자라면 그러한 정



10) 본 사건에서는 Kirby 목재회사의 모회사인 Santa Fe 회사의 합병이 관련되었다. 모회사는 Kirby주식의 95퍼센트를 소유했고, 모회사는 델라웨어 주의 단순화된 간이 합병절차를 이용하여 합병을 실시하였다. 당시 델라웨어 법상 모회사가 자회사주식의 90 퍼센트이상을 소유한 경우에는 각 회사 주주의 승인(approval)없이도 모회사는 자회사를 흡수할 수 있었다. 합병이 이루어진 후, Kirby회사의 소수 주주(minority shareholders)들은 자신들의 주식에 대해 주당 현금 \$150을 받을 것이며, 만약 그 금액에 동의하지 않을 때에는 주식매수청구를 위해 델라웨어 법원에 소를 제기할 수 있다는 통지를 받았다. Santa Fe 모회사는 또한 Kirby자회사 주주들에게 정보 진술문을 제공하여 실제로 주당 가치가 최소 \$772 임을 가리키는 사실과 수치를 알려주었다. 따라서 원고들은 오진술과 비공개를 주장하기 보다는 주식의 저평가 자체가 섹션 10(b)와 Rule 10b-5상의 "사기(fraud)"에 해당한다고 주장하였다. 이에 연방대법원은 이 주장을 거절하면서, 본 거래가 사기적이거나 시세조정적이지 않으며 따라서 섹션 10(b)와 Rule 10b-5를 위반하지 않았다고 판시하였다. 본 법원은 주로 결정을 섹션 10(b)의 언어와 의회의 입법역사에 근거하였다. 본 법원은 의회가 조작이나 사기와 관련없는 행위를 금지하는 것을 의도한 바를 찾아볼 수 없다고 하였다.

11) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 233-4.



보가 투자결정에 중요하다고 여길 수 있을 정도가 되어야 한다. 하지만 투자자는 부실표시나 비공개가 만약 정확하게 공개되었다면 투자결정을 바꾸었을 정도까지는 증명할 것이 요구되지는 않는다. 따라서 “중요성(materiality)” 조건을 충족시키기 위해서는, “누락된 사실의 공개가 합리적인 투자자가 비추어볼 때 상당하게(significantly) ‘정보의 총체적인 배합(total mix of information)’ 을 바꾸어놓을 수 있었던 실질적인 가능성이 있는 경우”를 말한다.¹²⁾

즉, 섹션 10(b)와 Rule 10b-5상의 중요한 사실(material fact)이라 함은 가상적의 ‘합리적인 투자자(reasonable investor)’ 가 문제가 된 정보에 부여했을 ‘의미(significance)’ 에 달려있다고 할 수 있다.¹³⁾

(4) 피고의 고의(scienter)

이때 고의(scienter)라 함은 알거나(knowing) 또는 의도적인 위법행위(intentional misconduct)를 가리킨다. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976)에서 미연방대법원은 섹션 10(b)하 민사 손해배상소송은 고의(scienter)를 증명하여야 함을 분명히 하여, 과실

(negligence)는 배제시켰다.¹⁴⁾ 한편, 고의와 과실의 중간에 해당하는 부주의 또는 중과실(recklessness)에 대해서는 연방대법원은 결정을 보류했지만 연방하급심들은 대부분 고의요건을 만족시키는 것으로 판시하였다.¹⁵⁾ 이는 특히 ‘증권 민사소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act of 1995, PSLRA)’ 의 제정에 의해 분명히 되었다.¹⁶⁾

(5) 원고의 신뢰(reliance)

원고가 해당 부실표시를 신뢰하였고(relied), 상당한 주의의무(due diligence)를 기울였을 것을 증명해야 한다. 피고의 위법행위와 원고의 손실사이의 인과관계를 증명하는데 신뢰(reliance)요소가 작동한다. 일반적으로 인과관계를 증명할 필요가 없는 경우에는 원고는 신뢰요소를 적극적으로 증명할 것이 요구되지 않는다. 예를 들어, 공시정보의 중대성(materiality)을 증명하면 원고는 신뢰의 추정(presumption of reliance)을 받게 되며, 오히려 피고가 이를 뒤집을 입증책임을 지게 된다. 미연방대법원 *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972)는 피고회사가 공시를 하지 못한



12) “the misrepresentation or omission would have been viewed by a reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available” *TSC Industries, Inc. v. Northway Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976); *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 240 (1988).

13) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 240 (1988).

14) 425 U.S. at 210.

15) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, 229.

16) *Id.*, at 230.

사건에서, 원고의 신뢰요소에 대한 적극적 입증 이 손해배상의 선결조건이 아니라고 하였다.¹⁷⁾ 본 법원은 정보공개 의무와 중대한 사실의 은닉 은 사실상 인과관계를 확립시킨다고 하였다.¹⁸⁾ 하지만 '절반이 진실인 사건(half-truth cases)', 즉 정보의 부실표시나 필요정보의 누락이 관련된 사건에 대해서는 신뢰의 추정에 대해 미법원은 입장이 긍정과 부정으로 나뉘어져 있다.¹⁹⁾

신뢰요소와 관련하여 만약 해당증권시장이 '효율적 시장(efficient market)'의 조건을 만족시킨 경우에는 아래에서 볼 수 있는 바와 같이 시장사기이론에 근거하여 추정을 받게 되고 원고는 입증책임을 면하게 될 수 있다. 이점에서 섹션 10(b)상의 신뢰요건을 미법원 엄격하게 요구하지 않고 있다.

(6) 인과관계(causation)

원고는 피고의 위반행위와 원고의 손실사이의 인과관계(causation)을 입증해야 한다. 이때 시 세조정적이거나 사기적 행위가 증권의 매수나 매도와 "연결되어(in connection with)" 있음을 증명하여야 한다. 대체적으로, 피고회사의 해당 행위가 증권 매수나 매도에 필수적인 부분이어야 한다.

3. 원고의 정당한 신뢰(justifiable reliance): 성실의무

원고의 신뢰는 일반적으로 정당화될 수 있는 신뢰일 것이 요구되며 이는 다른 말로 원고가 거래에 있어서 성실의무(due diligence)를 지킬 것이 요구된다.

원고의 성실의무(due diligence)는 정당화될 수 있는 신뢰(reliance)와 같은 의미로 사용되어 다음과 같은 8가지 요소를 고려하여 원고의 신뢰가 정당화될 수 있는지 여부를 판단하게 된다.²⁰⁾

- 1) 금융 및 증권사항에 대한 원고의 전문성
- 2) 장기간의 비즈니스 또는 개인적 관계의 존재
- 3) 관련정보에의 접근성
- 4) 신인의무(fiduciary)의 존재
- 5) 사기(fraud)의 은닉
- 6) 사기를 인식할 수 있었던 기회
- 7) 원고가 증권거래를 시작했거나 거래를 추진했는지의 여부 그리고
- 8) 부실표시의 일반성 또는 구체성

성실의무의 요구는 판례에 의해 형성된 Rule 10b-5상의 사적 구제는 자신의 이익을 주의의무와 신의성실을 다하여 추구한 자들에게만 부여



17) 406 U.S. 128, 153-4 (1972).
 18) 406 U.S. 128, 153-4 (1972).
 19) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, 238.
 20) *Zobrist v. Coal-X, Inc.*, 708 F.2d 1511, 1516 (10th Cir. 1983).



된다는 정책적 고려를 바탕으로 하고 있다. 더불어, 원고가 주의깊게 투자하도록 유도함으로써 본 증권거래법의 사기방지정책과 시장의 안정성을 제고하려 함이다. 미연방법원들은 원고에게 성실한 주의의무를 다했음을 증명하도록 요구하기 보다는, 단순히 원고가 해당 증권거래에 참여했을 때 부주의(recklessly)하게 행동했음을 거부하는 것으로 충분하다고 했다.²¹⁾

원고의 성실의무와 관련하여 두가지 이슈가 있다. 첫째는 문서로 된 증권제시에 관련위험이 공개된 경우에는 원고의 특정한 미래적 정보(forward-looking 또는 soft)에 대한 신뢰가 정당화되지 못한다는 것이다. 이는 소위 '사전 주의 경고(bespeaks caution doctrine)' 이론으로 불리운다. 둘째는, 서면의 증권제시 문서가 정확한 경우에는 잘못된 구두의 진술에 대한 원고의 신뢰가 인정될 수 있는가에 대한 문제이다.

첫째, '사전주의 경고이론(bespeaks caution doctrine)'

이는 중대성과 신뢰의 두가지 측면에서 고려되어야 하는데, 본 이론은 과거의 사실에 대해서는 적용되지 않으며²²⁾, 장래의 예측, 예상 및 기

대를 적절한 주의성 언어와 함께 진술한 증권발행안내서(prospectus)와 같은 제시문서는 증권사기(securities fraud)로서 섹션 10(b)하의 사적소송의 대상이 될 수 없다는 것이다.²³⁾ 그러므로 사전주의경고 이론은 적절한 주의경고 문구의 사용으로서 원고의 정보에 대한 신뢰를 합리적이지 않거나 중요하지 않은 것이 되게 함으로써 원고의 신뢰요소 인용에 대한 한계기능을 발휘하는 것이다.

증권거래법 섹션21E는 '1995년 사적소송개혁법(Private Litigation Reform Act of 1995)'에 의해 추가된 조항으로서 사전주의 경고를 한 특정미래적 정보진술에 대해서 민사소송책임으로부터의 안전항(safe harbor)을 제공하고 있다. 안전항은 미래의 서면 및 구두 진술에 이하와 같은 경우에 적용된다. 즉, 그 진술이 예측 진술(forward-looking statements)로서, 의미있는 주의성 문구(cautionary statements)를 동반해야 한다²⁴⁾. 또는 중대성이 없는 진술이거나,²⁵⁾ 주의성 문구의 포함여부에 관계없이 틀린 정보임을 실제로 알면서 피고가 진술을 했다는 사실을 증명하는데 원고가 실패한 경우²⁶⁾ 등에 안전항이 제공된다.



21) *Mallis v. Bankers Trust Co.*, 615 F.2d 68, 79 (2d Cir. 1980).

22) *Livid Holdings Ltd. V. Salomon Smith Barney Inc.*, 416 F.3d 940, 948 (9th Cir. 2005).

23) *In re Donald J. Trump Casinos Securities litigation*, 793 F. Supp. 543, 544 (D.N.J. 1992).

24) Securities Exchange Act of 1934 Section 21E (c)(1)(A)(i).

25) Securities Exchange Act of 1934 Section 21E (c)(1)(A)(ii).

26) Securities Exchange Act of 1934 Section 21E (c)(1)(B).

섹션 21E는 안전항보호가 오직 예측 진술에만 적용되고 그 진술이 오직 (1)섹션 13(a)와 섹션 15(d)의 신고의무가 있는 발행인, (2) 그러한 발행인을 위하여 행위하는 자, (3) 그러한 발행인에 의해 고용되고, 발행인을 위하여 진술을 하는 자, (4) 그러한 발행인이 제공한 정보로부터 파생된 정보에 관하여 인수인(underwriter)이 한 미래적 진술에만 적용된다고 규정하고 있다.²⁷⁾

둘째, 서면 증권제시 자료와 일치하지 않는 구두진술에 대한 의존

증권에 관한 서면자료는 정확한 반면, 이와 관련된 구두의 진술은 서면자료와 다르고 잘못된 경우, 구두의 진술에 의존한 원고는 구제를 받을 수 있는지가 문제된다. 대부분의 법원은 서면의 증권제시 문서가 정확하다는 사실이 사안의 해결에 결정적인 것은 되지 않으며, 신뢰요소와 사실의 중요성 요소를 중점적으로 보고 있다²⁸⁾. 따라서 위 신뢰의 정당화 판단 요소 8가지를 고려하게 된다. 8가지 중에서 어떤 법원은 원고와 피고간에 신인의무(fiduciary)관계가 존재하는지를 중요하게 보고,²⁹⁾ 다른 법원은 원고의 금융전문성요소를 강조한다³⁰⁾.



27) Securities Exchange Act of 1934 Section 21E (a).

28) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 243.

29) *Brown v. E.F. Hutton Group, Inc.*, 991 F.2d 1020, 1031-33 (2d Cir. 1993).

30) *Myers v. Finkle*, 950 F.2d 165, 165-167 (4th Cir. 1991).

31) *Id.*, at 167.

32) *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1131-32 (7th Cir. 1993).

33) *Acme Propane Inc. v. Tenexco, Inc.*, 844 F.2d 1317, 1325 (7th Cir. 1988).

한편, 문서의 복잡성이나 이해의 어려움 때문에 원고가 해당문서를 읽지 않았다는 것은 정당화될 수 없고, 해당 문서가 적절한 때에 원고에게 전달되고 충분한 정보를 공개하고 있다면 그 제공문서의 내용은 투자자가 읽지 않았다고 하더라도 읽은 것으로 간주되게 된다.³¹⁾

연방 제7지구 순회항소법원은 정보의 중대성 요소를 강조하여 해석상, (1) 종이문서상의 언어가 구두의 진술보다 우세하고, (2) 광고판촉상의 문서문구와 공식적인 증권제시문서상의 문구가 다른 경우 후자가 우선한다고 판시하였다³²⁾. 그러므로 서면문서상의 언어가 분명하고 완결된 것인 이상, 진실한 공개를 독려하고 정확한 위험 측정을 원활히 하기 위하여 서면상의 언어가 구두상의 언어를 지배하게 된다.³³⁾ 따라서, 증권제시문서상의 내용과 일치하지 않는 구두의 진술은 중요하지 않은 것으로 판단되게 되는 것이다.

4. 섹션 10(b)상의 시장사기이론(fraud-on-the-market theory)

신뢰요소의 입증에 관하여 미국의 원고들은 시장사기이론(fraud-on-the-market)에 기한 신뢰추정효의 혜택을 받고 있다. 섹션 10(b)는 명



시적으로 배상책임 규정을 두고 있지 않으나 미 연방법원은 “시장사기이론”을 채용함으로써 본 규정상 원고개인들의 신뢰(reliance)에 관한 입증책임을 피고에게로 전환시키고, 개인들간의 소송공동성을 확대하여 집단소송이 실무적으로 가능케 하였다. 따라서, 증권관련 민사손해배상 소송에서 증권거래법 섹션 10(b)와 Rule 10b-5 상 시세조정적 또는 사기적 행위에 대한 집단소송은 자주 인용되는 실용적인 제도가 되었다.

시장사기이론은 일종의 경제학적 개념인 “효율적 자본시장 가설(Efficient Capital Market Hypothesis)”에 근거하고 있다. 즉 시장사기이론이 적용되기 위해서는 해당증권이 효율적 시장(efficient market)임이 먼저 인정되어야 한다. 미연방대법원은 효율적 시장개념을 다음과 같이 정리하였다: “시장에 의해 결정된 가격을 기초로 주식을 매매하는 투자자들은 그러한 가격의 완결성(integrity)에 대한 신뢰(reliance)를 기초로 하여 매매를 한 것이다. 대부분 일반공중에게 접근가능한 정보들은 시장가격안에 반영되며, 따라서, 투자자의 그러한 정보들 중 중대한 부실표시(misstatement)에 대한 신뢰는 Rule 10b-5 소송 목적상 추정될 수 있다.”³⁴⁾ 효율적 시장을 구

성하는 요소들에 대해서는 연방 제6지구 순회항소법원³⁵⁾에서 이하와 같이 5가지를 판시하였다.

- a) 매주 다량의 거래량의 존재
- b) 증권 분석가들(analysts)에 의한 상당수의 보고서 존재
- c) 시장 형성자들(market makers)과 중개거래인(arbitrageurs)의 존재
- d) 피고회사의 S-3 등록보고서 제출자격 존재
- e) 예상치 않은 회사 사건(corporate events)이나 재정 보고(financial release)에 대한 주가의 즉각적 반응 내력

이상의 5가지 요소가 전부다 존재하면 그 시장은 확정적으로 효율적 시장으로 인정되고, 시장사기이론의 적용을 받는다. 그러나 5가지 요소 중 일부가 존재하지 않는 경우에는 각 법원마다 모든 사정 등을 고려하여 효율적 시장의 존재 여부를 판단하게 된다.³⁶⁾

한편, 원고의 정보에 대한 신뢰를 추정하는 시장사기이론을 인정하게 된 것은 이하와 같은 미연방대법원이 *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)에서 인정한 여러가지 사정을 배경으로 하고 있다.



34) *Basic Inc.*, 485 U.S. at 247 (하지만 본 판시에는 오직 9명 중 6명만이 참여했고, 나머지 3명은 참여하지 않았으며, 6명 중 White 대법관은 시장사기이론에 반대의견을 표명했다).

35) *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 199 (6th Cir. 1990).

36) 하지만 현재 각 연방지구나 5가지 기준의 적용원칙에 대한 기준이 잡혀있지 않아서 유사사태에 대한 판례결과나 이유가 다른 현상이 나타나고 있다. 따라서, 미국 전체적으로는 시장효율성이론 적용에 관한 판시의 일관성을 잃고 말았다는 평가도 있으며, 일각에서는 효율적 시장가정이론이 경제학적 개념으로서 사안을 복잡하게 할 뿐, 법원의 일선에서는 도움이 안되기 때문에 폐기

첫째, 현대 증권시장의 가격결정기능

대면거래(face-to-face transaction)에서는 투자자의 정보에 대한 신뢰여부가 투자자에 의한 정보의 주관적 가격결정으로 귀결되는 것에 비하여, 이미 시장이 형성되어 있는 경우에는 정보가 그 시장에 의해 처리된 시장가격의 모습으로서 투자자에게 전달된다. 따라서 시장이 증권에 대한 가치평가절차의 실질적 부분을 담당하게 되는 것이고, 그 시장은 투자자들의 무급 대리인(unpaid agent)으로서, 모든 정보가 시장에 반영되는 한, 증권의 가치가 곧 시장가액을 수시로 투자자들에게 알려주는 것이다.

둘째, 현대 증권시장의 익명성

미 연방대법원은 날마다 수천만개의 주식이 거래되고 대부분의 일반 투자자들이 회사보고 등을 일일이 읽지 않는 익명성 거래시장으로서의 현대증권시장의 실재를 인정했다.

셋째, 집단소송제도의 한계

만약 법원이 각 원고마다 개인적인 신뢰사실을 적극적으로 입증하도록 한다면, 개인적 요소들이 그 다양성으로 인하여 소송에 있어서 지배적인 것이 되어 사실의 공통성을 요구하는 집단

소송이 제한되는 결과를 초래하게 될 것임을 인지하였다. 또한 집단소송이 아닌 개인소송으로 가게 된다면 개인 원고들은 변호사 수임료 등의 막대한 소송비용, 정보의 입증관계 등의 문제로 좌초될 가능성이 큰 것이 현실이다.

한편, 피고회사의 입장에서 신뢰추정을 뒤집기 위해서는 이하와 같은 사실을 입증해야 한다. 즉, 피고회사가 부실표시하였거나 누락시킨 모든 중대한 정보들이 실상은 투자자 일반을 오도했다는 인상을 효과적으로 상쇄시킬 만큼 충분한 강도와 진실성으로 투자자일반에게 전달되었다는 사실을 입증해야 한다.³⁷⁾

5. 기타 특수문제

(1) 피고의 침묵

책임이 피고의 침묵(silence)와 관계된 경우에는 위반행위자가 공개의무(duty to disclose)를 가지고 있었어야 한다. 내부자 거래에서 미연방대법원은 이 부분을 분명히 하였다. 중대한 비공개정보에 기한 거래를 할 때 그러한 정보를 공개할 의무가 존재하지 않는 이상, 침묵(silence)은 1934년 증권거래법상 섹션 10(b)하에서의 소송 대상이 될 수 없다.³⁸⁾



해야 한다는 주장도 제기되고 있다. See Jeffrey L. Oldham, Comment, *Taking "Efficient Market" Out of the Fraud-on-the-Market doctrine After the Private Securities Litigation Reform Act*, 97 Nw. U.L. rev. 995 (2003); Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* 154 (2000); William O. Fisher, *Does The efficient Market Theory Help Us do Justice in a Time of Madness?*, 54 Emory L.J. 843 (2005).

37) *In re Apple Computer Securities Litigation*, 886 F.2d 1109, 1116 (9th Cir. 1988).



(2) 주장의 구체성

섹션 10(b)하의 사실은 실제적으로 사기(fraud) 행위와 관련되기 때문에 원고는 연방민사소송규칙(Federal rules of Civil Procedure) Rule 9(b) 상 반드시 사기를 구성하는 정황을 소송에서 구체적으로 주장하여야 한다(with particularity). 증권거래법 섹션 21D(b)도 원고가 구체적으로 해당 부실표시 또는 비공개사실과 왜 그러한 피고의 행위가 오도하는 것(misleading)인지를 주장하여야 한다고 규정하고 있다.³⁹⁾ 또한 그러한 결함있는 공개를 뒷받침하는 사실들이 피고회사가 자신의 정보진술이 틀림을 알면서도 행했다는 강한 추정(strong inference)을 불러일으킬 정도로 구체적이어야 한다.⁴⁰⁾

(3) 주된 피고대상

한편, 주의할 점은 섹션 10(b) 규정이 대단히 포괄적이라 할지라도 오직 주된 위반자(primary violators)만을 개인 민사소송책임의 대상으로 하고 있다는 점이다.⁴¹⁾

미연방대법원은 *Central Bank of Denver v.*

First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994)에서 교사 및 방조(Aiding and abetting) 책임은 1934년 증권거래법 섹션 10(b)의 민사소송의 대상이 될 수 없다고 판시하였다. 그럼에도 불구하고, SEC는 교사자와 방조자에 대하여 강제조치를 취할 수 있음은 물론이다.⁴²⁾

(4) 등록면제 증권에의 적용

등록의 거래적 면제(transactional exemption)가 이루어져서 증권제시(offer)를 등록할 필요가 없다하더라도, 사기방지에 관한 연방법, 즉 1933년 증권법 섹션 17(a)⁴³⁾와 1934년 증권거래법 섹션 10(b)와 Rule 10(b)-5은 피할 수 없다.⁴⁴⁾ 섹션10(b)는 비등록 증권뿐만 아니라 스왑계약 (swap agreement)⁴⁵⁾에도 증권과 똑같은 정도로 적용된다고 명시하고 있다.

(5) 소멸시효

소멸시효에 의해 원고가 위반행위 발견후 2년 이내, 어떤 경우에도 위반행위 이후 5년이내에 소송이 제기되어야 한다.⁴⁶⁾



38) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

39) Securities Exchange Act of 1934 Section 21D(b)(1)

40) Securities Exchange Act of 1934 Section 21D(b)(2)

41) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 226.

42) Securities Exchange Act of 1934 Section 20(e).

43) 69A Am. Jur. 2d Securities Regulation-Federal § 1468는 1933년 증권법 섹션 17(a)는 1934년 섹션 10(b)와 상응하는 발행시의 사기행위를 규제하는 일반적 조항이다. 마찬가지로 섹션 17(a)도 명시적으로 정부외에 개인의 사적 구제를 규정하지 않고 있다. 1934년 섹션 10(b)와는 달리 현재 대부분의 법원은 묵시적 민사손해배상청구권을 인정하고 있지는 않다.

44) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 41.

45) 그램-리치-블릴라이 법(Gram-Leach-Bliley Act) 섹션 206B에서 스왑 계약 이라함은 모든 개인적으로 협상된 계약, 동의, 보증, 어음 또는 옵션으로서 상품이나 증권, 화폐, 이자 등과 관련된 이익 등에 기초한 것을 가리킨다.

III. 섹션 10(b) 하의 시행규칙(Rule 10b-1 to 18)

섹션 10(b)하에서 만들어진 시행규칙은 사기(fraud), 시세조정행위(manipulation), 내부자거래(insider trading)를 금지하고 있다.

Rule 10b-1은 등록면제 증권에 대해서도 시세조정적(manipulative)이거나 사기적(deceptive) 수단(devices)이나 기교(contrivance)의 사용을 금지하고 있다. 따라서 증권거래법 섹션 10(b)상의 “시세조정적이거나 사기적 수단이나 기교” 규정이 증권거래법 섹션 12(a)⁴⁷⁾의 작용으로부터 면제된 모든 증권에 대하여도 적용된다고 규정하고 있다.

Rule 10b-3는 중개인(brokers)이나 딜러(dealers)가 시세조정적이거나 사기적 수단에 해당하는 행위를 하는 것을 불법으로 하였다.

Rule 10b-5는 시세조정적이고 사기적 수단의

사용에 대한 정의를 다음과 같이 하고 있다. 즉, 누구든 주간 상행위 수단이나 전국적 증권거래소(national securities exchange)시설상의 수단 또는 우편 등을 사용함으로써 직간접으로 이하의 행위를 하는 것은 불법이다라고 규정하고 있다.

- (a) 어떤 사기적 수단, 계획이나 기교의 사용
- (b) 중요한 사실에 대한 거짓 보고를 하거나 또는 타인의 오해를 유발시키지 않기 위하여 필요한 중요한 사실을 누락한 보고행위
- (c) 타인에 대한 사기(fraud)나 기만(deceit)으로서 작용하는 모든 비즈니스 행위, 실행, 과정에 참여하는 행위

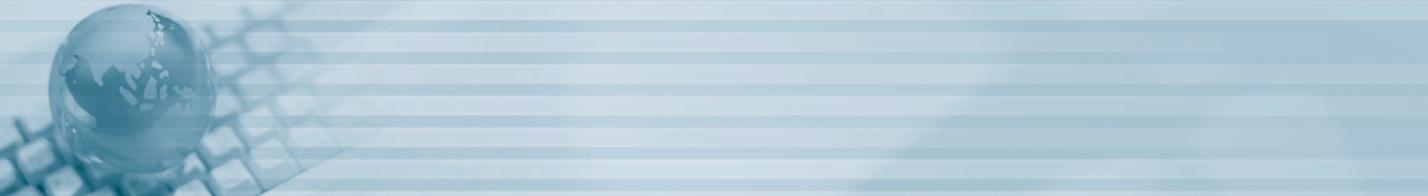
Rule 10b5-1 내부자거래사건에서 중대한 비공개정보에 기초한 거래를 규제하고 있다. 본 조항은 Rule 10b-5(a)에서 증권의 발행인, 그 발행인의 주주, 또는 중대한 미공개정보의 근원인 기타 자들에 대하여 직간접 또는 파생적으로 신뢰나



46) 28 U.S.C. §1658(b).

47) 증권거래법 섹션 12는 증권 등록의무(Registration Requirements for Securities)라는 제목하에 섹션 12(a)에서 중개인(broker)이나 딜러(dealer)도 면제된 증권을 제외하고는 본 법률 과 규칙(rules and regulations)에 따라 유효한 등록을 하지 않은 경우에는 공식적인 전미증권거래소들(national securities exchange)에서 증권 거래하는 것을 불법으로 하였다. 섹션 12(b)에서, 등록정보로는 발행인, 발행인에 의해 직간접으로 지시받는 자 또는 발행인을 직간접으로 지시하는 자 및 증권의 원본이나 이자에 대해 증권을 보증하는 자에 대한 상세한 정보를 가리킨다. 증권등록신청서에는 이하의 정보가 기재되어야 한다:

- 조직, 재정구조, 사업체 성격
- 다른 종류의 증권의 각 계약조건, 계약위치(position), 권리, 특권 등
- 최근3년간 일반공중에게 제시된 또는 제시될 증권 계약조건
- 이사, 임원, 인수인 및 발행인주식의 어떤 종류든 10퍼센트 이상을 보유하는 증권보유자와 그들의 보상 및 이익, 그리고 그들의 발행인(발행인에 의해 직간접으로 지시받는 자, 발행인을 직간접으로 지시하는 자 포함)과의 중요한 계약
- 이사나 임원이외의 자로서 매년 20만달러이상을 받는 자들의 보수
- 보너스 및 이익공유 계약 등
- 경영 및 서비스 계약
- 증권에 관한 현재 또는 장래의 옵션



비밀의무(a duty of trust or confidence)를 지는 자가 이를 위반하여 중대한 미공개정보에 기초한 매수나 매도가 섹션10(b)의 금지영역에 포함됨을 분명히 하였다.

또한 본 조항은 증권거래법 섹션 10(b)와 Rule 10b-5사건안에 포함되는 내부자거래에서 언제 매수나 매도가 중대한 비공개정보에 “기초한(on the basis of)” 거래를 구성하는지 정의하고 있다. 구체적으로 Rule 10b5-1(b)는 증권 매수인이나 매도인이 매수나 매도 시에 중대한 비공개정보를 인지하였다면 중대한 미공개정보에 “기초한” 것이라고 정의하였다. 한편 Rule 10b5-1(c)는 위 중대한 미공개정보에 기초했음을 부인할 수 있는 피고의 적극적인 방어내용(affirmative defenses)을 상세히 규정하고 있다. 예를 들어, 증권 매수인이나 매도인이 정보를 인지하기 전에 증권 매수 또는 매도의 유효한 계약을 체결했었다는 사실 등이 그것이다.

Rule 10b5-2는 내부자 거래사건 중 정보의 유용(misappropriation)이론⁴⁸⁾ 목적상 어떤 경우

에 신뢰나 비밀의무(a duty of trust or confidence)를 지게 되는지 규정하고 있다. 본 조항은 신뢰나 비밀의무에 위반하여 유용된 중대한 비공개정보의 진술 등에 기초한 증권의 매수나 매도 사건에 적용된다. 구체적으로 (b)항은 신뢰 또는 비밀의무가 존재하는 경우로서, 당사자들이 정보비밀유지에 동의한 경우 뿐만 아니라, 중대한 비공개정보를 전하는 자와 받는 자 사이에 비밀공유의 내력, 방식, 또는 실행 등이 있고, 그 정도가 중대한 비밀을 전하는 자가 비밀정보를 받는 자의 비밀유지를 기대(expect)할 정도인 경우를 예로서 규정하였다. 한편 가족 구성원 등으로부터 중대한 비공개정보를 획득한 자도 신뢰나 비밀유지의무를 지게 된다. 단, 가족구성원 관계에서는 위반자가 정보근원자의 비밀유지에 대한 기대를 몰랐던 사실이나 그 상당성 등을 비밀공유나 유지 내력, 방식, 실행과 비밀유지합의의 부재를 보임으로써 증명하여 신뢰나 비밀유지의무를 부정할 수 있다.

Rule 10b-9는 전부 아니면 제로(all or none)



- 일상적인 비즈니스에서는 체결되지 않는 중대한 계약으로서 등록신청이나 신청후, 또는 신청전 2년 이내에 만들어진 중대한 계약. 그리고 모든 중대한 특허나 그러한 중대한 특허권을 위한 계약은 중대한 계약으로 간주된다.
- 최근 회계년도 3년 이내의 대차대조표(증권위원회에 의해 요구되는 경우는 등록된 회계법인에 의해 인증된)
- 최근 회계년도 3년 이내의 손익계산서(증권위원회에 의해 요구되는 경우는 등록된 회계법인에 의해 인증된)
- 증권위원회가 투자자보호를 위해 필요하고 적합하다고 판단하는 기타 재무제표.

48) 정보의 유용이론(appropriation theory)은 내부자거래와 관련된 판례이론으로서 누구든 자신의 사용자로부터 중대한 비공개 정보를 유용하여 그 정보에 기하여 사용자의 증권뿐 아니라 타인의 증권을 거래한 자는 내부자 거래로 취급되어 연방거래법 섹션 10(b)상 불법이 된다는 이론이다. 본 이론의 특징은 정보의 근원회사나 주주에 대해 그 회사의 외부사람이 의제적으로 충성의무(fiduciary duty)와 유사한 의무를 지게 된다는 것이다. 본 이론의 기능은 전통적으로 충성의무를 지는 내부자의 의무위반으로 인한 거래책임으로 규제가 안 되는 영역, 즉 정보의 근원회사 등에 대한 회사외부자의 미공개정보 유용 책임을 규정하는 것이다. 대표적인 판례로 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997)이 있다.

방식에 기초하여 증권이 제시되거나 매도되도록 직간접적으로 증권 제시나 매도 진술(representation)을 하는 것이 섹션 10(b)상의 시세조정적이거나 사기적 수단 등에 해당한다고 규정하였다.

Rule 10b-10는 거래의 확인(confirmation of transaction)이라는 표제 하에 브로커-딜러들이 거래의 완결시나 이전에 고객에게 서면으로 특정정보를 공개할 것을 요구하고 있다. 구체적으로 고객이 매수하거나 매도한 주식거래의 날짜와 시간, 주식이나 유닛의 정체, 가격 및 수를 공개하는 서면이 거래완결시나 그 이전에 고객에게 제공되어야 한다. 또한 브로커나 딜러들이 누구의 대리인으로 행위하는지에 대해서도 공개되어야 한다.

Rule 10b-10(4)항에서는 만기전 변제해야 하는 채권증권(debt security)거래에서는 그러한 채권증권이 만기일 이전에 전부 또는 부분적으로 변제될 수 있고, 그러한 변제는 이윤(yield)에 영향을 줄 수 있다는 사실과 이후 추가적 정보를 요청시 제공하겠다는 사실 등을 공개하여야 한다고 규정하고 있다.

Rule 10b-10(b)항에서는 브로커 딜러가 고객을 위한 거래에서 일정한 경우에는 서면통지를 거래완결시나 그 이전에 보내지 않을 수 있다고 했다. 구체적으로 거래가 정기적 계획이나 투자회사계획(investment company plan)에 따라 이루어지는 경우 또는 거래가 1940년 투자회사법상 등록된 개방형관리 투자회사의 주식에 대한 경우 등이 그 예이다.

Rule 10b-16에서 투자자가 계좌 오픈시에 서

면으로 이자부가조건, 연이자율, 이자산출방법 등을 공개받는 절차가 이루어지지 않은 경우에는 증권거래관련 고객에게 브로커-딜러들은 직간접으로 신용(credit)을 확대하는 것이 금지되어 있다.

Rule 10b-17 ‘기간규정을 위반한 Record dates의 발표’ 라는 표제하에, 공공적으로 거래되는 증권의 발행인이 주간상행위 수단을 이용하여 그 증권에 관계된 현금방식의 이익배당이나 주식분할, 주식의 역분할(reverse split) 등의 행위에 관한 통지를 정해진 기간 안에 하지 않은 경우는 섹션 10(b)의 시세조정적 사기적 수단을 성립시킨다고 규정한다.

Rule 10b-18 ‘발행인과 타인에 의한 특정 주식(equity securities)의 구입’ 이라는 표제하에 발행인과 그의 관계인에게 섹션 9(a)(2)와 섹션 10(b), Rule 10b-5하에서의 조작행위(manipulation)책임에 대한 안전항(safe harbor)를 제공하고 있다. 그들이 발행인의 보통주를 시장에서 본 조의 방식, 시간, 가격, 거래량에 따라 재구입한 때에 4가지 조건을 모두 충족시키는 것을 조건으로 책임면제 특권을 부여하는 것이다. 단 이러한 안전항 조건들을 여러 연방증권법 규정을 회피하기 위한 목적으로 충족시킨 경우에는 안전항 효력이 부인된다. 증권의 재구입이 본 조를 충족시키는지 여부를 불문하고, 신고 발행인(reporting issuer)들은 자신의 재구입행위를 Regulation S-K와 S-B의 Item 703과 Form 20-F의 Item 15(e)에 따라 신고하여야 한다. 또한 1940년 투자회사법상 등록된 폐쇄형관리 투자회



사들은 Form N-CSR의 Item 8에 따라 그들의 재구입행위를 보고하여야 한다.

본조 (b)항은 이하와 같은 4가지 조건이 충족된 경우에는 단지 재구매 시간, 가격, 거래량, 브로커나 딜러의 수만을 이유로 조작행위를 했다고 볼 수 없다고 규정하여 안전항(safe harbor)을 제시하고 있다. 첫째, 하루에 오직 한사람의 브로커나 딜러에 의해서 재구매가 이루어질 것, 둘째, 통합시스템하에서 신고되는 신규매수(opening purchase)가 아니고, 하루 평균 거래량 가치가 \$1 Million 이상되고 Public Float value가 \$150 million 이상되는 주식에 대해서는 증권의 principal 시장 프라이머리 거래세션과 재구매가 이루어진 시장의 프라이머리 세션의 장마감전 10분전에 재구매가 이루어지지 않을 것, 그리고 그외의 시장에서는 30분전에 재구매가 이루어지지 않았을 것, 셋째, 재구매가액은 최고액의 독립 비드(independent bid)나 최종 독립거래가 중의 높은 가액을 넘지 않아야 할 것, 넷째, 발행인 및 그 관련인의 총 하루치 구매량은 해당 증권의 하루평균거래량의 25퍼센트를 초과하지 않을 것 등이 조건이다.

이러한 안전항 조항을 충족시키는 것은 물론 당사자의 자유이다.

IV. 섹션 10(b)와 기타 명시적 배상규정

미연방법원은 증권법을 중첩적으로 해석(cumulative construction)하여 비록 동일한 증권법상의 행위가 특정 조항의 명시적 소송원인에 해당하나 구체적인 조건을 충족시키지 못한 경우에도, 타 조항의 묵시적 구제방법을 이용하여 피해 투자자를 보호할 수 있도록 하고 있다.⁴⁹⁾ 따라서 다른 명시적 구제조항이 섹션10(b)의 묵시적 구제조항을 배척하지 않고, 원고는 이를 인용할 수 있게 된다.

1933년 미연방증권법과 1934년 연방증권거래법은 이하와 같이 여러 명시적 민사손해배상규정을 규정하고 있으나, 연방법원은 섹션 10(b)상의 묵시적 민사손해배상청구권의 존재를 별도로 인정하여 투자자와 증권시장의 안정성을 두텁게 보호하고 있는 것이다.

1. 1933년 증권법 섹션 11 및 섹션 12(a)

1933년 증권법의 섹션 11은 오직 발행시 증권에만 적용될 수 있고, 같은 증권법 섹션 12(a)(2)도 마찬가지로 발행시 거짓된 내용을 담은 증권발행안내서(prospectus)와 구두의 진술(oral communication)에 대해서만 적용된다. 비록 1933년 증권법 섹션 11조⁵⁰⁾와 섹션 12(a)⁵¹⁾상 명



49) *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375 (1983); *Ross v. A.H. Robins Co.*, 607 F.2d 545, 553 (2d Cir.1979), cert. denied, 446 U.S. 946 (1980).

50) 섹션 11은 등록신고서에 증대한 사실에 관한 잘못된 진술이나 누락을 한 경우 그러한 증권의 매수인은 등록신고서 서명자, 발행 회사의 이사, 집행임원, 성명이 기재된 자, 등록신고서를 준비하거나 인증한 전문가에 대하여 민사손해배상청구권을 행사할 수

시적 민사구제가 가능함에도 불구하고 1934년 증권거래법 섹션 10(b)하에서 묵시적 손해배상 청구권을 인정할 실익은 다음과 같다. 첫째, 섹션 11와 달리 1934년 증권거래법 섹션 10(b)는 원고에게 무거운 입증책임을 부과하여 피고의 고의를 증명해야 배상을 받을 수 있도록 하고 있다는 점이다. 둘째, 또한 섹션 11은 단지 등록된 증권제시(the registered offering)단계에만 적용되지만, 섹션 10(b)는 포괄적 사기방지규정으로 primary 증권시장이나 secondary 증권시장에서 거래되는 모든 증권의 매수(purchase)와 매도(sale)에 연결된 시세조정적이거나 사기적 행위를 적용대상으로 하고 있다는 점에서 적용 범위가 더 넓기 때문이다.

2. 1934년 증권거래법 섹션 18(a)

섹션 18은 ‘오류를 유발하는 진술에 대한 책임(liability for misleading statements)’이라는 표제로 오류를 유발하는 진술에 대한 명시적 손해배상책임⁵²⁾을 규정하고 있다. 즉 증권거래법상 신고되는 모든 신청서나 보고서나 신고서에서 한 진술을 하거나 하도록 한 자는 중대한 사실에

관한 잘못되거나 오류를 유발하는 공시에 대해 그러한 공시를 신뢰하여 증권을 매수하거나 매도한 자에 대해 책임이 있다고 규정하고 있다.

소송에서 원고 피해자는 부실표시 등에 대한 신뢰와 피해인과관계를 입증해야 한다. 신뢰요소에 대한 입증에서 원고는 실제적으로 문서의 관련부분을 읽었음을 증명해야 한다. 오류의 판단은 그러한 진술을 한 때 모든 사정을 비추어 보아 결정된다. 더 나아가 가해 피고회사가 복수인 경우에는 그들간의 구상권(contribution)행사를 인정하고 있다. 청구권 소멸시효는 사실발견후 1년, 총 사건발생 후 3년이다.

하지만 본 조문은 엄격한 신뢰요건(reliance requirement)과 인과관계요소 증명 때문에 과거에는 자주 인용되지 못했으나, 최근에는 기관투자자들에 의해 점차 중요한 조항으로 부각되고 있다. 사실상 기관투자자들은 증권거래법상의 신고서 등을 읽고 분석하기 때문에 신뢰요소의 입증에 큰 어려움이 없기 때문이다.⁵³⁾

본 조항은 섹션 10(b)와는 달리 고의를 책임성립요건으로 요구하지 않는다는 점에서 다르다.



있음을 명시하고 있다. 섹션 11은 고의요소를 요구하지 않을 뿐만 아니라, 일반적으로 잘못된 진술이나 누락에 대한 신뢰요소나 인과관계도 증명할 것이 요구되지 않고, 심지어 증권발행안내서(prospectus)를 읽었을 것도 요구되지 않는다. 따라서 문제가 되는 신고서나 정보공개의 중대성(materiality)과 매수인의 선의(not knowing)만 입증하면 된다.

51) 섹션 12(a)도 증권발행안내서(prospectus)와 구두의 진술(oral communication)을 사용하여 거짓된 중대한 사실을 공시하거나 중요한 사실에 관한 내용을 누락시킨 자가 관련 증권을 제시하거나 매도하는 경우 그로부터 증권을 매수한 자에 대하여 손해배상책임을 지게 된다고 규정하고 있다. 이때 손해는 증권매수대금과 이자의 합산액로부터 증권수익(제3자에의 매도대금포함)을 제외한 금액이다.

52) Securities Exchange Act of 1934 Section 18(a) "...a person seeking to enforce such liability may sue at law or in equity in any court of competent jurisdiction"

53) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 274.



3. 1934년 증권거래법 섹션 20과 섹션 20A

섹션 20은 ‘위반행위를 방조하거나 교사한 자 및 지시자의 책임(liability of controlling persons and persons who aid and abet violations)’이라는 표제로 증권거래법 위반을 교사하거나 방조한 자들이나 지시자의 책임을 규정하고 있다. 본 법과 규칙하에서 위반에 대해 책임있는 자들을 직간접으로 지시한 자는 지시를 받은 자와 같은 정도로 책임을 지며 그들은 연대 책임(jointly and severally liable)을 진다. 다만 지시자가 선의(in good faith)로 행위 하였으며 직접적으로나 간접적으로 위반행위를 유도하지 않은 경우에는 그러하지 않다고 규정하고 있다.

섹션 20A는 명시적으로 중대한 비공개정보를 가진 자의 손해배상책임을 규정하고 있다. 만약 내부자가 증권을 살 때 원고는 증권을 팔거나, 내부자가 증권을 팔 때 원고가 증권을 사는 경우에는 중대한 비공개정보를 가지고 있으면서 증권을 매수하거나 매도한 자는 동시에 동일한 증권을 거래한 모든 자들에 대하여 책임이 있다.⁵⁴⁾ 본 조는 책임있는 자들의 연대책임을 규정하고 또한 연대책임이 정보전달자(tippers)에게도 적용된다⁵⁵⁾고 하였다. 한편, 이러한 민사청구권이 배타적이지 않기 때문에 증권거래법상의 다른

명시적 묵시적 구제에 영향을 끼치지 않는다⁵⁶⁾고 하여 관례상 발달한 구제조항들에 대한 중첩적 해석을 입법화하였다.

4. 1934년 증권거래법 섹션 14(a)의 의결권 대리행사 권유에 대한 민사소송

증권거래법 섹션 14(a)와 SEC관련 규칙은 섹션 12하에서 등록된 증권에 관한 ‘의결권 대리행사의 권유(proxy solicitation)’를 규제하고 있다. 본 규정은 투표권이 대리행사될 사안들의 진정한 성격이 주주들에게 설명되도록 함으로써, 주주의 자유로운 투표권행사를 증진하는데 목적을 두고 있다. Rule 14a-9는 중대하게 잘못되거나 오해를 발생시키는 내용을 담은 의결권 대리행사의 권유행위를 금지시키고 있다. 구체적으로 중대한 사실(material fact)에 관하여 잘못되었거나 오해를 유발하는 내용을 담은 구두나 문서상의 위임장 설명서(proxy statement), 위임장(form of proxy), 기타 통지나 의사소통 등의 수단에 사용한 권유를 금지하고 있다.⁵⁷⁾ 또한 위임장설명서(proxy statement), 위임장(form of proxy) 기타 권유문서 등이 SEC에 신고되고 검사되었다는 사실만으로는 해당문서가 정확하고 틀림이 없다는 SEC의 사실확정으로



54) Securities Exchange Act of 1934 Section 20A(a).

55) Securities Exchange Act of 1934 Section 20A(c).

56) Securities Exchange Act of 1934 Section 20A(d).

57) Securities Exchange Act of 1934 Section 14(a).

간주될 수 없다.⁵⁸⁾

연방대법원의 *J.I Case v. Borak*, 377 U.S. 426 (1964)는 섹션 14(a)와 Rule 14a-9하에 묵시적 민사소송 권리가 존재함을 분명히 하였다. 섹션 10(b)와는 달리 섹션 14(a)와 Rule 14a-9는 고의 및 시세조정적이거나 사기적 행위를 요구하지는 않는다. 사실의 중대성(materiality)에 대해서는 미연방대법원은 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976)사건에서, '합리적인 주주(reasonable shareholders)라면 어떻게 투표해야 할 지 결정하는데 해당정보를 중요한 것(important)이라고 판단할 실질적 가능성(substantial likelihood)'이 있어야 한다고 판시하였다.

이러한 기준은 정확한 사실의 공시가 합리적인 주주의 의결내용을 바꿀 정도까지 요구하지 않는다. 다만, 정확한 사실공시가 합리적인 투자자가 볼 때 이용 가능한 '정보의 전체적인 배합(total mix of information)'을 바꾸어 놓았을 정도면 충분하다. 미연방대법원은 *Mills v. Electric Auto-Lite Co*, 396 U.S. 375 (1970)에서 부실표시나 정보의 누락이 중대한 것이어서 의결권행사과정 영향을 끼쳤을 상당한 가능성이 있다면, 섹션 14(a)와 Rule 14a-9상의 소송 원고

는 보통 오해를 유발하는 의결권대리행사 권유(proxy solicitation)에 대한 신뢰(reliance)나 손실인과관계(loss causation)가 요구되지 않는다고 하였다. 따라서 정보의 중대성(materiality)이 인정되면, 주주는 위법행위와 손해 사이의 인과적 관계(causal relationship)를 충분히 증명한 것이 된다.⁵⁹⁾

섹션 14(a)와 Rule 14a-9는 조문상 사기적 또는 시세조정적 행위를 요구하지 않는다. 따라서 원고가 법원으로부터 작위명령(injunctive relief)을 구하는 경우에는 법원은 주관적 구성요건(고의나 과실)의 존재여부를 묻지 않고, 다만 객관적인 정보공시내용에 기초하여 정보정정 등의 시정조치를 내리게 된다. 만약 원고가 법원으로부터 금전배상을 구하는 경우에는 대부분의 법원은 주관적 구성요건으로서 과실(negligence)기준을 적용한다. 왜냐하면 위 조문의 규정이 아무런 고의(scienter)를 요구하지 않기 때문이다.⁶⁰⁾

섹션 14(a)와 Rule 14a-9는 섹션 10(b)나 섹션 18과는 달리 특별히 의결권대리행사 권유에 사용되는 자료에 대해서만 한정된다.⁶¹⁾ 또한 섹션 10(b)는 원고가 증권을 매수하거나 매도한 경우에만 적용되고 피고회사의 고의를 입증해야 한



58) Securities Exchange Act of 1934 Section 14(b).

59) *Mills*, 396 U.S. at 384-5.

60) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 269.

61) *Gould v. American Hawaiian S.S. Co.*, 535 F.2d 761, 797-798 (3d Cir. 1976).



다는 한계가 있는 반면에, 섹션 14(a)은 의결권 대리행사 권유단계에 적용되고, 섹션 10(b)와 달리 피고의 과실(negligence)에 기초한 사적 구제를 인정하고 있다.

한편, 섹션 14(e)는 주식공개매수(tender offer)와 연결되어 중대한 사실에 대한 거짓진술을 하거나 사기적 시세조정적 행위를 하는 것을 불법으로 하였다. 본 조하에서 Rule 14e-3가 주식공개매수에 대한 정보차단장치(Chinese wall)⁶²⁾에 대하여 규제를 하고 있다. 본 조는 일반적으로 주식공개매수와 관계된 중대하고 비공개정보를 가지고 있는 사람이 해당증권을 사거나 팔거나⁶³⁾ 관련 정보를 교환하는(communicate) 행위⁶⁴⁾에 대해 책임을 부과하고 있다. 그리고 책임으로부터 벗어나기 위해서는 시기적절한 방법으로 그 정보와 정보출처가 일반에게 공개되어야 한다. Rule 14e-3(b)는 자연인이 아닌 법인에 대해서는 일정요건하에서 위 책임에 대한 안정항(safe harbor)을 제공하고 있다. 다만, 사람아닌 법인, 보통 복합서비스 금융기관 등에 의한 주식

의 매수나 매도는 투자결정을 하는 개인들이 비공개정보를 몰랐고, 개인들이 Rule 14e-3를 위반하지 않도록 하기 위하여 합리적인 필요한 정책과 절차를 수행해 왔다는 사실을 입증하는 한 책임으로부터 벗어나게 된다. 이때 필요한 정책과 절차는 곧 차이나스 월을 가리킨다.

5. 1934년 증권거래법 섹션 29(b)의 계약해제권

섹션 29(b)는 해당 거래를 해제할 권리를 피해 당사자에게 보장해 주고 있다.

자주 인용되지는 않지만, 증권거래법 섹션 29(b)하에서 1934년 법에 위반하여 형성되거나 실행된 모든 계약은 그러한 위법사실을 알면서 체결한 위반당사자와 특별승계인의 권리에 관하여 무효(void)라고 규정하고 있다. 미연방대법원은 본 규정이 묵시적으로 섹션 29(b)하에서 무효인 계약에 대해서 계약해제권을 당사자에게 부여하고 있다고 판시하였다.⁶⁵⁾ 따라서 원고는 해당계약에 따라 계약이행이 이루어졌다 할지라도 계약을 해제할 수 있다.



62) 차이나스 월(screening or Chinese wall)에 관한 절차규칙들은 중대한 비공개정보의 다기능 금융회사내에서 흐름을 차단하는데 있다. 브로커 딜러차원에서는 차이나스 월은 투자은행업 부서를 중개, 리서치, 기타 다른 부서로부터 고립시키서 민감한 정보의 흐름을 막고 있다. 은행의 경우 차이나스 월은 신탁 부서를 상업여신과 증권인수부서 등으로부터 분리하고 있다. 일반적인 방법 으로서는 1) 물리적인 분리(다른 사무실), 2) 분리된 회계시스템, 기록, 스텝, 3) 민감한 문서에 대한 분명한 확인처리, 안전보고시스템의 설치, 비밀유지위반이 발생할 수 있는 곳에서는 접근제한, 4) 민감한 주제가 논의되는 곳에서의 회의참석을 제한, 5) 부서 간의 인사이동제한, 6) 한가지 이상의 민감한 시장영역에서는 이사, 임원, 근로자들의 복수역할을 제한, 7) 발행인의 정체를 감추기 위하여 문서에 코드명을 사용하는 등이 그것이다. 이상Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 372.

63) Rule 14e-3(a).

64) Rule 14e-3(d).

65) *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11, 17 (1979).

6. 1934년 증권거래법 섹션 9 주가 조작행위의 금지

섹션 9은 주가 시세조정행위(price manipulation)의 피해자인 증권매수인이나 매도인을 위한 명시적인 사적 구제를 규정하고 있는데, 원고는 손해배상을 위해서는 고의(scienter), 신뢰(reliance), 인과관계, 손해발생을 증명해야 한다. 하지만 섹션 9하의 원고는 엄격한 절차적 제한을 받고 있다.⁶⁶⁾ 즉, 법원은 손해배상액을 불법적인 시세조정행위로 입은 손실액으로 제한하고 본 소송에 피고로 참가하지 않은 자들에게까지 구상권을 허락하고 있을 뿐 아니라, 각 당사자에 대한 변호사비용을 법원이 산정할 수 있도록 하였다.⁶⁷⁾

섹션 9은 오직 전미 증권거래소(national securities exchange)에서 이루어진 거래에 대해서만 적용된다는 한계가 있다.⁶⁸⁾ 따라서 증권이 직접 매매되는 증권시장(the over-the-counter market)에서 발행하는 주가조작행위는 섹션 9이 아닌 섹션 10(b)에 의해 사적 구제가 이루어질 수 있다.



66) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 246.

67) Securities Exchange Act of 1934 Section 9(e).

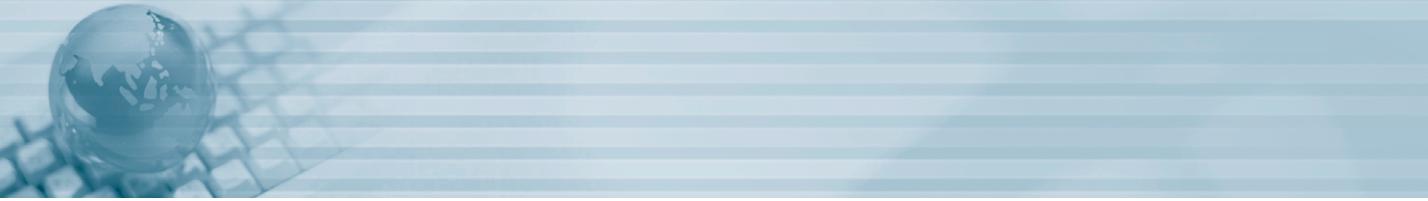
68) Securities Exchange Act of 1934 Section 9 (a)(1) and (f).

69) 브로커와 딜러들은 연방법과 주법상 모두 등록해야 한다. 1933년 증권법 섹션 12하에서는 섹션 5에 따라 등록해야 하고 등록위반을 하거나, 증권발행안내서(prospectus) 등에 중대한 오진술이나 누락이 있는 경우에는 민사책임을 지게 된다. 또한 관리하는 자산의 액수에 따라 투자자문사(investment advisers)들도 연방법이나 주법상 등록해야 한다. 증권거래법 섹션 15(c)는 증권의 제시나 매매시 사기(fraud)행위를 한 경우 적용되는 대표적인 SEC의 무기이다. 본 규정은 시세조정적이나 사기적인 기타 수단이나 방법을 사용하여 거래행위하는 것을 불법으로 하였다.

70) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 369-70.

V. 섹션 10(b)와 브로커-딜러

증권거래법 섹션 10(b)는 브로커-딜러⁶⁹⁾들에게도 적용될 수 있다. 브로커-딜러의 부정행위와 관련하여 발달된 이론으로서 '간판(shingle)' 이론이 있다. 이 이론에 의하면 브로커-딜러들은 자신들의 간판을 내걸음으로써 묵시적으로 그들의 근로자들이 행한 행위가 공평하고 전문가적 규범에 일치할 것이라는 약속을 한 것이라는 것이다. 구체적으로는 이들의 직업과 위치가 고객의 투자목적과 경제적 상태에 적합한(suitable) 증권을 추천할 것이라는 묵시적 표명(representation)을 하는 것이기 때문에 이에 대한 의무를 부담하게 된다는 것이다. 따라서 고객이 브로커-딜러의 공정한 거래를 신뢰하였으나, 이들이 고객에 대한 위의 묵시적 표시에 따르지 않은 사실을 공개하지 않았다면 이는 증권거래법 섹션 10(b)하의 사기행위(deception)에 해당한다는 것이다.⁷⁰⁾



다른 이론으로서는 과도한 브로커의 거래행위 (excessive trading)를 들 수 있다. 예를 들어, 브로커들이 과도한 회전매매(churning)로 책임을 지게 되는 경우, 원고는 1) 브로커들의 원고구좌에서의 거래가 원고의 투자목적에 비추어볼 때 과도한 것(excessive)이었다는 사실, 2) 해당 브로커가 원고구좌에 대한 통제(control)를 행사했다는 사실, 3) 브로커가 사기의사로 행위를 하였거나, 고객의 이익에 대한 의도적 무관심(willful disregard)이나 상당히 부주의한 무관심(reckless disregard)을 가지고 행위했다는 사실을 입증해야 한다.⁷¹⁾ 브로커의 거래행위의 과도성(excessiveness)의 판단기준으로서 미법원은 회전율(turnover ratio)이나 수입료 비율(commission ratio) 등 여러가지 사정을 고려하게 된다.

자율규제기관(SRO)들도 브로커-딜러 규제에 중요한 역할을 한다. 만약 브로커-딜러가 자율규제기관의 규칙을 위반한 경우에는 그들은 제제

를 받게 된다. 그러나 자율규제기관의 규칙위반을 이유로 연방법상 이들을 대상으로 한 사인들의 민사손해배상 청구는 인정되지 않는다. 미연방법원은 지난 20여년간 자율규제기관의 규칙위반을 이유로 한 묵시적 민사책임을 부정하여 왔다.⁷²⁾

유진호

(미국 주재 외국법제조사위원, 미국 변호사)



71) *Mibara v. Dean Witter & Co.*, 619 F.2d 814, 820-821 (9th Cir. 1980).

72) Marc I. Steinberg, *supra* note 4, at 362 n.12.