

美國 聯邦證券法上的 不公正한 株式去來에 관한 考察

- Rule 10b-5를 中心으로 -

禹 洪 九

(建國大學校 法科大學 法學科)

目 次

I. 序說	2. 實質的 適用要件
II. 規則 10b-5의 概念	IV. 規則 10b-5의 適用範圍
1. 意義	1. 株式去來
2. 關聯條項	2. 合併
III. 規則 10b-5의 適用要件	3. 不當經營
1. 形式的 適用要件	V. 規則 10b-5 違反의 效果

I. 序 說

會社의 支配權을 보유하고 있는 다수파주주가 소수파주주를 억압하거나 축출하는 행위가 주식거래를 수반하는 경우에, 회사나 소수파주주를 보호하기 위하여 聯邦證券去來法(Securities Exchange Act of 1934; 이하 “去來法”으로 약칭함) 제10(b)조와 同法에 근거하여 규정된 聯邦證券去來委員會規則(Securities Exchange Commission's Rule; 이하 “규칙”으로 약칭함) 10b-5에 규정된 救濟手段을 살펴보고자 한다.

去來法 제10(b)조는 “누구든지 증권의 매매와 관련하여, 직접 또는 간접으로, 州상호간 통상의 수단이나 우편 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 다음 각 호의 행위를 하는 것은 違法이다. 그리고 證券去來委員會가 공익 또는 투자자보호를 위해 필요하거나 적당하다고 인정하여 정한 규칙을 위반하여 미국의 證券去來所에 등록되어 있는 증권의 매매와 관련하여 상장종적 또는 사기적인 수법을 이용하는 행위는 違法이다”고 규정하고 있다. 그리고 규칙 10b-5에서는 “누구든지 증권의 매매와 관련하여 직접 또는 간접으로, 州상호간 통상의 수단이나 우편

또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 다음 각 호의 행위를 하는 것은 違法이다. ①사취를 위하여 기망적 술책을 사용하는 행위 ②중요한 사실에 관하여 허위의 표시를 하거나, 표시당시의 사정에 비추어 오해가 없도록 하기 위하여 공시하였어야 할 주요사실의 표시를 생략한 행위 ③타인을 기망하거나 기망하는 것이 되는 행위나 관행 또는 거래방식을 사용하는 행위는 위법이다”고 규정하고 있다.¹⁾

이와 같은 聯邦證券去來委員會의 규칙 10b-5는 주주들의 사기적 수단에 의한 증권의 매매를 위법으로 규정하는 포괄적 詐欺禁止規定이다.²⁾ 동규칙의 적용대상이 되는 주식거래의 형태는 賣買, 交換, 新株의 發行, 株式의 償還, 株式의 種類 및 內容의 變更을 招來하는 주식재분류 등의 거래가 회사나 소수과주주의 이익을 침해하는 형태로 행해진 경우가 이에 해당한다.

II. 規則 10b-5의 概念

1. 意義

去來法 제10b조는 증권거래위원회가 공익 또는 투자자보호를 위해 필요하거나 적절하다고 규정한 규칙에 위반하여 상장조종적 또는 사기적 책략으로 증권을 매매하는 것을 禁止하고 있다. 이와 같은 규정은 대공황과 1920년대의 투기붐, 1929년 자본시장의 붕괴에 따른 증권시장의 대혼란을 겪으면서 제정되었다.³⁾ 따라서 1934년 거래법의 제정은 投機規制에 그 立法目的이 있다 할 것이다. 그리고 미국의회는 이러한 투기규제의 효율성을 확보하기 위해, 이례적으로 광범위한 裁量權을 증권거래위원회에 부여했다. 즉, 거래법이 증권거래위원회에 세세한 사항의 규정을 위임한 것은 증권투기등의 문제에 대해서는 의회보다는 전문성과 경험이 풍부한 행정기관의 역할이 보다 효율적이라는 사실을 고려한 것이다.⁴⁾

한편 규칙 10b-5가 규제하고 있는 증권거래상의 詐欺도 普通法上 詐欺의 한 類型이다. 그러나 의회의 聯邦證券去來法 立法意圖는 증권거래에 있어서의 사기를 보통법상의 사기보다 엄격하게 규제하기 위한 것이었다. 따라서 증권매매에 있어서의 사기에 대한 立證責任은 사기적인 증권매매에 관여한 자가 자신의 증권매매는 사기의도가 없음을 입증해야 한다는 主觀的 要件을 포함한다고 해석한다.⁵⁾ 일반적으로 보통법상의 사기를 구성하는 要件에는 거래당사자간에 밀접

1) F.Hodge O'Neal & Robert B.Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders(2nd Ed, Clark Boardman Callaghan: New York, 1995), 3.10, p.87.

2) Note, The Controlling Influence Standard in Rule 10b-5 Corporate Mismanagement Cases, 86 Harv.L.Rev.1007(1973).

3) S.Thel, The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act, 42 Stan.L.Rev.355,409(1990).

4) A.S.Jacobs, Litigation and Practice Under Rule 10b-5 (2d Ed, Clark Boardman Callaghan: New York, 1990), pp.10-13.

5) Johnson, Liability for Reckless Misrepresentation and Omission under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, 59 U.Cin. L.Rev.667,696(1991).

한 信賴關係가 존재해야 되며, 상대방의 신뢰를 侵害하는 행위로 인하여 經濟的 利益을 취득할 의도로 행위할 것을 요건으로 하고 있다. 이와 같은 보통법상의 사기요건을 절차가 복잡하고 비인격적인 증권거래의 사기요건으로 합은 적절하다 할 수 없다. 따라서 법원은 규칙 10b-5를 해석적용하는데 있어서, 投資者保護라는 입법취지를 실현하기 위해 전통적인 보통법상의 사기요건을 완화하고 있는 것이다.⁶⁾

그리고 연방증권거래위원회의 규칙 10b-5는 증권거래와 관련한 情報公示義務의 위반도 적용대상으로 한다. 법원은 정보공시의무의 적용범위를 확대하여 다수파주주의 억압행위를 규제함으로써, 소수파주주의 損害賠償請求權의 인정범위를 확대적용하고 있다.⁷⁾

2. 關聯條項

폐쇄회사의 다수파주주가 주식거래와 관련하여 소수파주주를 억압하거나 축출함으로써 소수파주주의 권리나 이익을 침해하는 경우에 소수파주주를 보호하기 위하여 1933년 연방증권법과 1934년 연방증권거래법은 다음과 같은 규정을 두고 있다. 즉, 去來法 제14(a)조는 이 법의 규정에 의해 등록된 증권을 가진 회사의 委任狀勸誘에 관한 규정이다. 이 조항은 다수파주주가 지배적 지위를 이용하여 회사의 기본적 변경을 가져오는 억압수단을 규제하는데 적용된다. 1933년 연방증권법 제11조와 제12조(1)항은 1933년 연방증권법에 의해 등록이 요구되는 신주의 매수인을 보호한다. 이 조항은 회사합병에 있어서 소멸회사의 주주에게 합병대가로서 존속회사의 주식을 교부하는 경우에 적용된다. 그리고 1933년 연방증권법 제12조 (2)항은 주식매매와 관련하여 매도인의 중요한 사실에 대한 虛偽表示로부터 매수인을 보호한다. 이 규정은 제정법에 의해 다소 제한을 받지만, 이러한 허위표시에 의해 기망당한 매수인에게는 효과적인 구제수단을 제공한다. 그러나 이 규정은 매수인이 매도인을 축출하기 위하여 기망하는 경우에는 적용되지 않는다.

한편 1933년 연방증권법 제17조 (a)항은 규칙 10b-5가 주식매매와 관련하여 買受人 및 賣渡人을 보호대상으로 하는데 반하여, 이 조항은 買受人만을 보호대상으로 하고 있는 점을 제외하고는 동일하다. 그리고 거래법 제14조 (e)항은 주식공개매수와 관련하여 소수파주주를 축출하기 위하여 이용되는 사기를 규제하고 있다. 거래법 제15조 (c)항은 장외시장에서 증권중개인에 의한 사기행위를 규제한다. 거래법 제16조 (b)항은 회사의 이사나 임원, 10% 이상의 주식을 소유한 주주가 언제든지 주식으로 전환할 수 있는 지분증권을 취득한 후 6월내에 매도하여 취득한 이익의 반환을 규정하고 있다. 거래법 제18조는 주식과 관련하여 제출하는 서류의 부실표시 또

6) *Kirshner v. United States*, 603 F2d 234,241(2nd Cir. 1978), cert. denied, 442 US 909(1979); *Newman v. Prior*, 518 F2d 97,99(4th Cir. 1975); *Stephenson v. Calphine Conifers Ltd.*, 625 F2d 808,815(9th Cir. 1981).

7) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 US 224(1988).

는 생략으로 인해 주식거래에서 손해가 발생한 매도인 또는 매수인에게 개인적 소권을 제공한다.

Ⅲ. 規則 10b-5의 適用要件

1. 形式的 適用要件

전술한 바와 같이 연방증권거래위원회 규칙 10b-5는 누구든지 “證券”의 “去來”와 “관련”하여, 직접 또는 간접으로 “州相互間 通商”의 수단이나 우편 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 사기, 허위표시 및 부실표시 등의 방법을 이용한 주식거래는 위법이라고 규정하고 있다.

(1) 州相互間 通商

거래법 10(b)조와 규칙 10b-5에서는 동법이 적용되는 주식거래의 수단을 주상호간 통상의 수단이나 우편 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하는 방법을 포함하고 있다. 이 요건은 미국연방정부가 주식거래에 대하여 규제할 수 있는 권한을 보유한다는 憲法的 要件이다.⁸⁾ 그러나 의회에 의한 연방증권거래법의 제정으로 인해 헌법상의 영향력은 감소했다. 따라서 법원에서도 이 요건을 자유롭게 해석하고 있으며, 또한 법원은 이 요건에서 규정하고 있는 주상호간 통상의 수단과 관련이 없는 수단을 이용한 주식거래에도 규칙 10b-5를 적용하고 있다.⁹⁾

(2) 證券의 定義

거래법 10(b)와 규칙 10b-5의 적용대상은 증권거래와 관련한 행위이다. 연방증권거래법의 제정당시에 연방의회는 폐쇄회사의 주식에 대한 개인적 거래의 규제를 의도하지는 않았었지만, 일반적으로 연방법원은 증권거래의 범위를 전국증권거래소에 등록된 증권뿐만 아니라 장외시장에서 중개인이나 중개영업소에서 거래되는 모든 증권이 규칙 10b-5의 적용대상이 된다고 判定하고 있다.¹⁰⁾ 또한 이러한 증권에는 거래법 제3조 (a)항 10호의 규정을 준용하여 그 증권에 표창된 권리에 관계없이 주식, 사채, 채권 등 일반적으로 투자계약에 의해 작성된 모든 증권을 포함한다.¹¹⁾ 이러한 증권의 정의는 법원의 선도적인 판례가 거래법의 제정에 반영된 것이다.¹²⁾

8) Stern, The Commerce Clause and National Economy, 59 Harv. L. Rev. 645, 677(1946).

9) SEC v. Capital Gains Research Bureau Inc., 375 US 195, 11 L. Ed 248; 84 S. Ct 275, 284-5(1963); Marine Bank v. Weaver, 455 US 551, 71 L. Ed 415, 102 S. Ct 1220, 1223(1982).

10) Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 US 6, 10 L. Ed 133, 92 S. Ct 165, 168(1971); Glick v. Campagna, 613 F.2d 31, 35(3rd Cir. 1979).

11) United Housing Inc. v. Forman, 421 US 837, 44 L. Ed 621, 95 S. Ct 2051(1975).

12) HR Rep No. 85, 73d Cong. 1st Sess 11(1933).

그러나 이러한 포괄적인 증권의 범위를 규정하고 있는 거래법의 규정으로 인해 실제 기업에서는 연방증권거래법의 적용대상이 되는 증권을 발행하지 않는 경우가 많다. 따라서 일부 연방법원은 거래법상 증권의 범위를 제한적으로 해석하고 있다.¹³⁾

(3) 去來의 範圍

거래법 10(b)와 규칙 10b-5의 적용대상이 되는 거래의 범위에 대해서는 판례상의 일반적인 거래의 범위보다 넓고 다양한 거래의 형태를 포함한다.¹⁴⁾ 즉, 동법의 적용대상이 되는 거래에는 합병, 기업매수, 증권에 담보권을 설정하거나 해지하는 것과 같은 거래도 동규칙의 적용대상인 거래에 포함된다고 한다.¹⁵⁾ 다만 동규칙의 적용대상이 되는 거래의 범위에는 새로운 현금투자
에 의한 증권거래는 제외된다.¹⁶⁾

회사가 주식을 발행하여 매도하는 경우에는 규칙 10b-5가 적용되는 행위인 회사의 부당경영의 문제를 발생시킨다. 만일 회사의 지배권을 보유하고 있는 다수과주주가 자신의 이익을 위하여 회사의 지배권을 이용한다면 이들의 행위는 부당경영이 된다는 것이다. 따라서 부당경영의 경우 회사의 지배권보유자가 회사로 하여금 증권을 거래하게 하여 자신의 개인적 이익을 취득한 때에 소수과주주는 규칙 10b-5의 구제를 주장할 수 있다.¹⁷⁾

(4) 關聯하여

거래법 10(b)와 규칙 10b-5에서는 증권거래와 “關聯한” 행위를 규정하고 있다. 여기에서 증권거래와 “관련하여”의 해석은 연방의 여러 증권관련법에서 개인적인 소권이 인정되는 사기적인 거래형태의 제한과 관련이 있다. 규칙 10b-5의 “관련하여”를 초기의 판례들은 넓게 해석했었다. 즉, 연방법원은 Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.에서 증권거래와 관련하여 사기적이거나 기망의 위험이 있는 경우에는 규칙 10b-5가 적용된다고 판시하였다.¹⁸⁾

그러나 이러한 입장과는 달리 일부 주의 하급심법원은 증권사기에 규칙 10b-5를 적용하기 위해서는 기망의 위험까지 확대할 것이 아니라, 사기를 중심적 기준으로 판단하여 동규칙을 적용

13) Thompson, The Shrinking Definition of a Security: Why Purchasing All of a Company's Stock is Not a Federal Security Transaction, 57 N.Y.U.L.Rev.225(1982); Landreth Timber Co. v. Landreth, 731 F.2d 1348(9th Cir. 1984); King v. Winkler, 673 F.2d 342(11th Cir. 1982).

14) Goodman v. Epstein, 582 F.2d 388, 410(7th Cir. 1978), cert. denied, 440 US 939(1978).

15) SEC v. National Securities, Inc., 393 US 467-68, 21 L. Ed. 2d 680, 89 S. Ct. 564, 572(1969).

16) Keys v. Wolfe, 709 F.2d 413(5th Cir. 1983).

17) Hooper v. Mountain States Securities Corp., 282 F.2d 195, 200-3(5th Cir. 1960), cert. denied, 365 US 814(1961); Goldberg v. Meridor, 567 F.2d 209(2nd Cir. 1977), cert. denied, 434 US 1069(1978).

18) Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 US 12-13, 30 L. Ed. 134, 92 S. Ct. 165, 169(1971); Alley v. Miramon, 614 F.2d 1372, 1378(5th Cir. 1980).

해야 한다는 입장을 취하여 그 적용범위를 축소해석했다.¹⁹⁾ 그리하여 법원은 이 요건이 확대 적용되는 경우는 주식과 증권을 발행하지 않고 자산과 교환하는 거래에 한하여 동규칙을 적용한 것이다.²⁰⁾ 한편 1975년부터 연방대법원도 규칙 10b-5상의 “관련하여”에 대한 해석을 제한적으로 하는 입장을 취하고 있다.²¹⁾

2. 實質的 適用要件

(1) 不實表示 및 省略

규칙 10b-5는 증권거래와 관련하여 중요한 사실의 내용을 부실하게 표시하거나 생략하는 행위를 금지하고 있다. 규칙 10b-5에서 요구하는 진실된 정보공시의무는 신임적 법률관계로부터 충실의무를 부담하는 자에게 인정되는 것이다.²²⁾ 따라서 회사의 주주에게 충실의무를 부담하는 이사는 회사주식거래에서 취득하거나 그가 이미 알고 있는 회사의 중요한 내부정보를 공시할 의무가 있다. 그러므로 충실의무를 부담하지 아니하는 자는 그가 소유하고 있는 내부정보를 공시해야 할 의무가 없으며, 그의 정보공시가 없다는 이유만으로 주식거래가 금지되는 것은 아니다.²³⁾

(2) 重要性

규칙 10b-5를 적용하기 위해서는 주식거래와 관련한 정보의 부실표시 또는 불공시가 중요한 사실에 관한 것이어야 한다. 연방대법원은 합리적인 주주가 거래를 결정하는데 중요한 판단기준이 되는 사실에 대하여 중요성이 있음을 인정하고 있다.²⁴⁾ 초기의 하급심법원은 규칙 10b-5의 적용요건인 중요성을 판단하면서 이같은 대법원의 판시를 그 기준으로 삼고 있었다. 즉, 사실의 중요성은 장차 발생할 수 있는 가능성의 규모를 고려해야 된다는 입장이었다.²⁵⁾ 이러한 중요성을 판단하기 위하여는 법원이 구체적 정보를 종류에 따라 조사하여, 재판상의 사실적 판단기준을 명확히 하여야 하지만, 미국에서도 이러한 연구는 나타나지 않고 있다. 다만 법관, 변호사, 회계사에 대한 질문조사에 의한 회계정보의 중요성에 대한 이해관계자의 견해를 종합분

19) Drachman v. Harvey, 453 F2d 722, 732(2nd Cir. 1971); Herpich v. Wallace, 430 F2d 792, 808-9(5th Cir. 1970).

20) Gurwara v. Lyphomed, Inc., 937 F2d 380(7th Cir. 1990); In re Arnes Dept. Stores Inc. Stock Litigation, 991 F2d 953, 964(2nd Cir. 1993).

21) Foltz v. U.S. News & World Report, Inc., 627 F Supp 1143(D DC 1986), affd 865 F2d 364(1989); Angelstro v. Prudential-Bache Securities, Inc., 764 F2d 993(3rd Cir. 1985).

22) Dirk v. SEC, 77 L Ed 911, 921; 103 S Ct 3255, 3261(1983).

23) O'Neal & Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholder 8.11, p.30.

24) TSC Industries v. Northway, Inc., 426 US 449, 48 L Ed 766, 96 S Ct 2126, 2132(1976); Dower v. Mosser Industries, Inc., 648 F2d 183, 187(3rd Cir. 1981).

25) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F2d 833, 849(2nd Cir. 1968); Kin-Ark Corp. v. Boyles, 593 F2d 361(10th Cir. 1979); SEC v. Boush & Lomb, Inc., 565 F2d 8, 17-18(2nd Cir. 1977).

석한 실증적인 연구가 있을 뿐이다.²⁶⁾

(3) 因果關係

규칙 10b-5의 위반을 주장하는 자는 去來法에 명문의 규정이 있는 경우를 제외하고, 자신의 손해가 사기적인 행위에 의해 발생했음을 입증해야 한다.²⁷⁾ 따라서 증권거래와 관련한 사실의 부실표시에 대한 중요성의 입증이나, 이러한 부실표시를 신뢰했다는 사실의 입증은 넓은 의미에서 인과관계의 내용의 일부를 구성하게 되며, 원고는 중요성 및 신뢰요건 외에, 부실표시와 자신의 손해발생 사이에 밀접한 인과관계가 있다는 사실을 입증해야 한다.²⁸⁾ 그리고 인과관계의 입증은 이러한 밀접한 원인의 입증으로 완성한다.²⁹⁾

IV. 規則 10b-5의 適用範圍

1. 株式去來

미국의 법원은 회사의 지배권보유자인 지배주주는 특별한 사정이 없으면, 주식양도에 있어서 소수파주주에 대해 어떠한 의무도 부담하지 않는다는 입장을 견지하여, 지배주식을 소유한 다수파주주가 주식양도의 대가인 지배권프리미엄의 취득을 허용한다. 그러나 회사의 지배적 이익을 처분할 계획을 가지고 있는 임원 및 이사나 지배주주는 회사의 지배권거래의 일부 이익을 전매하기 위해 다른 주주의 주식을 매수하려 할 것이다. 이러한 주식매수는 州의 보통법상의 사기를 구성하고 연방법인 증권거래위원회규칙의 적용대상이 된다.³⁰⁾

일반적으로 다수파주주가 소수파주주의 주식을 양수하여 지배주식군을 형성한 후에, 이를 제3자에게 매도하여 지배권프리미엄을 취득하는 행위는 주식거래에 관련한 정보의 부실표시를 수반하게 된다. 이러한 경우 소수파주주는 다수파주주의 주식거래가 부당행위에 해당하므로 사기에 의한 손해배상을 청구하거나,³¹⁾ 또는 주식거래의 무효를 주장할 수 있다.³²⁾ 한편 다수파주주

26) Jennings, Recker & Kneer, A Source of Insecurity: A Discussion and An Empirical Examination of Standards of Disclosure and Levels of Materiality in Financial Statements, 10 J.Corp.L.639(1985).

27) Thompson, The Measure of Recovery Under the Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages, 37 Vand.L.Rev.349, 352(1984).

28) Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 535(5th Cir 1981).

29) Note, The Fraud on the Market Theory, 95 Harv.L.Rev.1143(1982).

30) O'Neal & Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders, 404, p.16.

31) Fox v. Cosgriff, 66 Idaho 371, 159 P.2d 224 (1945); Buckley v. Buckley, 230 Mich 504, 202 NW 955(1925); Sautter v. Fulmer, 258 NY 107, 179 NE 310(1932); Trebelhorn v. Baetlet, 154 Neb 113, 47 NW2d 374(1951).

32) Lightner v. W.H.Hill Co., 258 Mich 50, 242 NW 218(1932); Schafuss v. Betts, 94 Mich 463, 157 NYS 608(1916); Beggy v. Deike, 413 Pa 74, 196 A.2d 179(1963).

가 주식의 전매를 위해 소수파주주의 주식을 매수하지 않을지라도, 회사의 이익이 감소하거나 회사의 자산이 장부가치 이하라는 사실 등을 부실표시하여 소수파주주로 하여금 주식을 직접적으로 매수인에게 양도할 것을 권유하는 주주도 사기에 의한 책임을 부담한다.³³⁾

이와 같이 이사 임원 또는 다수파주주의 부당행위가 있는 경우에는 규칙 10b-5상의 책임을 지게 된다.³⁴⁾ 또한 동규칙은 주식의 매매와 관련한 부실표시에도 적용된다. 따라서 소수파주주로부터 주식을 매수하여 지배주식을 형성하기 위해 주식거래와 관련한 중요한 사실을 허위고지하여 착오를 일으키게 한 주주에게도 동규칙이 적용된다.³⁵⁾

회사의 내부자가 직접적으로 소수파주주의 주식을 매수하는 경우에는 규칙 10b-5의 불공시에 대한 책임을 진다. 전통적으로 지배권프리미엄의 근거에 대한 법원의 태도는 일치되어 있지 않다. 일부 주의 법원은 전매하기 위해 주식을 매수한 내부자는 누구에게든지 주식을 매도할 권리를 가지며, 또한 주식가치에 영향을 주는 정보를 공시할 의무가 없다는 입장이었다.³⁶⁾ 그러나 일부 주법원은 회사의 임원 이사 또는 내부주주에게 그들의 주식을 매수하려는 다른 주주에게 주식가치에 영향을 주는 정보를 공시할 의무를 부담한다는 입장이다.³⁷⁾ 한편 또 다른 일부 주의 법원은 회사가 회사의 자산을 고가로 양도하거나 급박하게 대량의 이익배당을 선언하는 것과 같은 “특별한 상황”에서는 정보를 공시할 충실의무를 부담한다.³⁸⁾ 캘리포니아주의 상소법원은 소수파주주의 권리를 침해하는 주식매수에 있어서 “특별한 사실이론”을 임원, 이사 또는 내부주주뿐만 아니라 외부매수인에게까지 확대적용하였다.³⁹⁾ 즉, 외부매수인이 회사의 이사와 지배주주로부터 회사의 자산을 양수하고, 계속해서 지배주주의 주식과 소수파주주의 주식을 저가로 개별적으로 매수하여 그의 목적을 달성한 경우, 법원은 “특별한 사실이론”에 근거하여 이사나 지배주주는 매수인이 회사의 전자산을 양수하기 전이나, 적어도 지배주주가 보유하고 있는 주식의 유리한 조건에 대한 정보를 차단함으로써 이익을 취득하기 전에 소수파주주에게 정보를 공시해야 할 의무를 위반했다고 판결했다.

한편 규칙 10b-5가 적용되는 연방법상 책임에 대한 법원의 해석은 회사의 내부자가 주식을 매수하는 경우에는 중요한 정보를 매도인에게 공시하거나, 그러한 거래를 금지할 것을 요구하

33) Illinois Rockford Corp. v. Kulp, 41 Ill2d 215, 242 NE2d 228(1968).

34) 17 CFR 240. 10b-5.

35) Leech, Transactions in Corporate Control, 104 U.Pa.L.Rev.725, 765(1956); Myzel v. Fields, 386 F2d 718(8th Cir. 1967).

36) Coundick v. Broadbent, 383 F2d 157, 164(10th Cir. 1967); Conolly v. Shannon, 105 NJ Eq 155, 147 A. 234(1929); Adams v. Mid-West Chevrolet Corp., 198 Okla 461, 179 P2d 147(1947).

37) Blazer v. Black, 196 F2d 139, 146 (10th Cir. 1952); Weatherby v. Weatherby Lumber Co., 94 Idaho 504, 492 P2d 43 (1972); Konsubo v. Netzke, 91 NJ Super 353, 220 A2d 424(1966); Jacobson v. Yashnik, 249 SC 577, 155 SE2d 601 (1967).

38) Strong v. Repide, 213 US 419, 53 L. Ed 853, 29 S. Ct 52(1966); V.B. Brudney, Insider Securities Dealings During Corporate Crises, 61 Mich.L.Rev.1-3(1962).

39) Low v. Wheeler, 207 Cal App 2d 477, 24 Cal Rptr 538 (1962).

고 있다.⁴⁰⁾ 이처럼 연방법의 규정은 보통법의 규제보다 엄격하다.

2. 合 併

회사합병이 소수주주에 대한 억압수단으로 이용되고 있는 경우 피해주주는 합병이 기망 또는 사기적으로 행하여졌음을 주장하여 규칙 10b-5상의 구제를 받을 수 있다.⁴¹⁾ 회사합병시 합병대가로 존속회사의 주식을 교부받은 소멸회사의 주주는 규칙 10b-5상의 거래당사자에 해당하게 된다.⁴²⁾ 합병에 반대하는 소수과주주가 주식을 합병대가와 교환하지 않은 경우에는, 소수과주주가 자신의 주식을 합병대가와 교환하도록 강요받고 있으므로 매도인으로 간주하는 강제매도인 이론에 의거하여 규칙 10b-5가 적용된다.⁴³⁾ 그러나 합병에 있어서 존속회사의 주주는 그들이 소유하는 주식과 합병대가인 새로운 증권으로 교환할 수 있는 기회가 제공되지 않기 때문에, 규칙 10b-5의 적용요건인 거래당사자의 지위를 갖지 못한다.⁴⁴⁾ 다만 회사를 대신하여 대표소송을 제기할 수 있을 뿐이다.⁴⁵⁾ 또한 회사합병시 이사가 합병의 승인을 얻기 위해 주주에게 발송하는 위임장권유자료에 합병에 관한 중요한 정보를 허위고지 또는 부실표시함으로써 주주가 기망에 빠져 합병승인결의를 행한 경우에는 직접적으로 규칙 10b-5의 적용을 받게 된다.⁴⁶⁾ 이 경우 피해주주는 거래법상 위임장조항을 원용하거나 규칙 10b-5의 적용을 주장할 수 있다.⁴⁷⁾

한편 규칙 10b-5를 적용할 수 있는 합병사례 중 어떤 행위가 사기적인 행위로 정의될 수 있는가의 문제와 법인인 회사가 사기 또는 기망행위의 주체가 될 수 있는가에 대한 문제가 제기된다. 특히 소수과주주가 축출합병의 불공정성을 이유로 규칙 10b-5의 적용을 주장할 수 있는가에 대하여는 의견이 분분하다. 이에 대해 연방대법원은 다수과주주가 합병에 관한 정보를 충분히 공시하였더라도, 회사합병의 목적이 오직 소수과주주를 축출하는데 있는 경우에는 규칙 10b-5가 적용된다고 판시하고 있다.⁴⁸⁾

40) H.L.Green Co. v. Childree, 185 F Supp 95(SD NY 1960); Reynolds v. Texas Gulf Sulphur Co., 309 F Supp 548(D Utah 1970).

41) O' Neal & Thompson, O' Neal's Oppression of Minority Shareholders, 818, p.48.

42) Swanson v. American Consumer Industries, 415 F2d 1326, 1330(7th Cir. 1969).

43) Alley v. Miramon, 614 F2d 1372, 1387(5th Cir. 1980); Coffee v. Permian Corp., 434 F2d 383, 386(1970); Crane Co. v. Weistinghouse Air Brake Co., 419 F2d 787(2nd Cir. 1969), cert. denied, 400 US 822(1970).

44) Nonfito v. Tekseed Hybrid Co., 341 F Supp 234, 238(N Neb 1972).

45) Herpitch v. Wallace, 430 F2d 792, 807(5th Cir. 1970); Rekant v. Desser, 425 F2d 872, 877-78(5th Cir. 1970).

46) Jones v. National Distillers & Chemical Corp., 484 F Supp 679(SD NY 1979); Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F2d 374(2nd Cir. 1974), cert. denied, 421 US 976(1975).

47) SEC v. National Securities, Inc., 393 US 453, 21 L Ed 2d 668, 89 S Ct 564(1969); Swanson v. American Consumer Industries, Inc., 415 F2d 1326, 1330(7th Cir. 1969).

48) Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 US 462, 51 L Ed 480, 97 S Ct 1292(1977).

3. 不當經營

소수파주주는 경영진의 불공정한 경영이나 다수파주주의 충실의무를 위반하는 회사행위에 대하여 규칙 10b-5상의 구제를 청구할 수 있다.⁴⁹⁾ 주주가 직접적으로 증권거래와 관련이 없는 경우에는 규칙 10b-5에 근거한 소를 제기할 수는 없지만, 회사의 행위가 주식거래와 관련이 있는 경우에는 회사를 대신하여 대표소송을 제기할 수 있다. 일반적으로 법원이 부당경영을 이유로 규칙 10b-5를 적용한 예를 살펴 보면 다음과 같다.

회사나 경영진이 부당한 대가를 위하여 회사의 주식 및 다른 증권을 매도하는 행위⁵⁰⁾ 또는 과도한 가격으로 다른 회사의 주식 및 다른 증권을 매수하는 행위는 부당경영에 해당한다고 판시하고 있다.⁵¹⁾ 또한 다수파주주의 금전차용을 담보하기 위해 회사의 중요자산에 담보권을 설정하는 행위⁵²⁾ 및 과대평가된 증권을 매수하기 위해 회사의 영업 및 자산을 매각하는 행위 역시 부당경영에 해당하여 규칙 10b-5의 적용을 받는다.⁵³⁾ 회사의 어려운 재정상태에서 다수파주주가 자신의 책임회피를 도모하거나 회사의 지배권변동을 피하기 위해 불공정한 가격으로 주식을 매수하는 행위도 부당경영에 해당한다.⁵⁴⁾ 주식양도제한과 관련하여 주식선매권에 대한 이사, 임원 또는 다수파주주의 부당행위에 대하여도 규칙 10b-5가 적용된다.⁵⁵⁾

그리고 회사에 임대된 부동산을 매수하기 위하여 금전차용의 담보로 주식을 이용하는 행위 및 회사의 자금을 유용하여 회사의 주식을 임원이 매수하는 행위는 부당경영에 해당하여 규칙 10b-5가 적용된다.⁵⁶⁾ 주식거래에 대한 중요한 정보가 소수파주주에게는 제공되지 않는 상태에서 다른 회사의 주식매수를 위한 회사의 자산매각행위⁵⁷⁾ 또는 소수파주주의 주식에 대한 현금 교부를 위해 회사를 사기적으로 해산하는 경우는 부당경영에 해당한다.⁵⁸⁾ 회사가 전환사채의 보유자에게 이익배분에 관해 통지하지 아니하거나, 회사의 지배권을 할인매도하는 행위에 대하여도 규칙 10b-5가 적용된다.⁵⁹⁾

49) O' Neal & Thompson, O' Neal's Oppression of Minority Shareholders, 8,19, p.52.

50) Goldberg v. Maridor, 567 F2d 209(2nd Cir. 1977), cert. denied, 434 US 1069; Frankel v. Slotkin, 984 F2d 1328, 1334(2nd Cir. 1993); In Miller v. Inter First Bank Dallas, N.A., 608 F Supp 169(ND Tex 1985).

51) Shell v. Hensley, 430 F2d 819(5th Cir. 1970).

52) Wright v. Heizer Corp., 560 F2d 236(7th Cir. 1977), cert. denied, 434 US 1066(1978).

53) Kidwell ex rel. Penfold v. Meikle, 597 F2d 1273(9th Cir. 1979).

54) Alabama Farm Bureau Mut. Cas.Co. v. American Fidelity, Ins.Co., 606 F2d (5th Cir. 1979), cert. denied, 440 US 820(1980).

55) Jacobs, The Role of Securities Exchange Act Rule 10b-5 in the Regulation of Corporate Management, 59 Cornell L.Rev.27, 80(1973).

56) Kravellas v. Sellas, 376 F Supp 1010(ND Ill 1974).

57) International Controls Corp. v. Vesco, 490 F2d 1334(2nd Cir. 1976).

58) Coffee v. Permian Corp., 474 F2d 1040(5th Cir.1972), cert. denied, 412 US 920(1973).

59) O' Neal & Thompson, O' Neal's Oppression of Minority Shareholders, 8,19, p.53

V. 規則 10b-5 違反의 效果

일반적으로 법원은 연방증권거래법 10(b)조와 연방증권거래위원회 규칙 10b-5에 위반하는 행위에 대하여 피해자에게 그 위반행위에 대한 취소를 청구할 수 있는 권리를 인정하거나 부당한 증권거래로 발생한 손해에 대한 금전적 피해에 대한 손해배상청구를 인정함으로써 피해자를 보호하고 있다.⁶⁰⁾ 규칙 10b-5를 위반하는 행위에 대해 인정하는 취소권의 내용으로는 사기에 의해 이루어진 그 거래를 취소하거나, 그 거래에 있어서 청구자가 취득했어야 할 대가의 반환을 청구하거나, 또는 거래의 위반자가 부당하게 취득한 이득반환을 청구할 수 있다.⁶¹⁾

그러나 법원은 이러한 취소권에 의한 피해구제가 주식시장의 변동에 따라 위반자에게 예상이익을 제공할 가능성이 있기 때문에 전통적인 형평법을 적용하여 취소권이 인정되는 범위를 제한하고 있다.⁶²⁾

금전적 손해배상청구권에서 배상액은 청구권자가 위반자에게 지급했던 가격과 청구권자가 그 거래에서 취득했던 실질가치와의 차액을 청구권자에게 지급하는 것을 내용으로 한다.⁶³⁾ 이러한 손해배상청구권은 보통법상의 사기를 원인으로 하는 불법행위에서 유래하는 바, 사기로 인해 발생한 손해에 대한 보상적 손해배상과 청구권자의 권리회복을 내용으로 한다.⁶⁴⁾ 그러나 거래 당시의 실질가치에 근거하고 있는 손해배상청구권은 거래당시 이후의 가치변동에 따른 손실을 반영하지 못한다는 단점이 지적되고 있다.⁶⁵⁾

대부분의 주법원은 두가지 형태의 청구권을 모두 인정한다는 입장이다. 이러한 경우에 법원은 거래할 주식시장이 형성되어 있지 않은 폐쇄회사의 주식가치를 평가해야 하는 어려움에 직면하며, 공개회사의 경우에도 사기로 인해 시장의 주식가치가 왜곡되어 거래당시의 주식가치보다 저가인 청구당시의 주식가치에 의해 손해배상액을 결정해야 하는 문제가 있다.⁶⁶⁾

이러한 문제점은 규칙 10b-5의 위반행위에 인정되는 두가지 형태의 청구권이 본래 독립된 법리에서 형성했기 때문이라 한다. 즉, 청구권자의 손해배상에 중점을 둔 인과관계의 법리에 근거

60) Id. 816, p.41.

61) Sackett v. Beaman, 399 F2d 884, 891(9th Cir. 1968); Myzel v. Fields, 382 F2d 718, 740-49(8th Cir. 1966), cert. denied, 389 US 951(1967); Rozen v. Ilkon Corp., 361 F2d 260, 269(1st Cir. 1966).

62) Baurnel v. Rosen, 412 F2d 571, 574-75(4th Cir. 1969), cert. denied, 396 US 1037 (1970); Hickman v. Groesbeck, 389 F Supp 769(D Utah 1974); Jones Hopkins University v. Hutton, 326 F Supp 250, 262(D MD 1971).

63) Madigan, Inc. v. Goodman, 498 F2d 233, 239-40(7th Cir. 1974); Estate Counseling Service, Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 303 F2d 527, 533(10th Cir. 1962).

64) A.S.Jacobs, Litigation and Practice Under Rule 10b-5, 260.03 [c] 11-122-23.

65) Sharp v. Coopers & Lybrand, 649 F2d 175, 190(3rd Cir. 1981), cert. denied, 455 US 938(1982); Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F2d 534, 549(5th Cir. 1981).

66) Elkind v. Liggett & Meyers, Inc., 635 F2d 156, 168 n 25(2nd Cir. 1980)

한 불법행위책임의 법리와 보통법상의 사기와 동일시 하는 부당이득반환의 법리에서 파생된 것이다.⁶⁷⁾ 이 두 법리는 위반자가 규칙 10b-5에 위반되는 행위로 인하여 취득한 이득에 중점을 두어 그 이득이 청구자의 손해를 초과하더라도 위반자로 하여금 그 거래로 인해 취득한 모든 이익을 반환할 것을 요구한다.⁶⁸⁾

參 考 文 獻

- V.B.Brudney, Insider Securities Dealings During Corporate Crises, 61 Mich.L.Rev. 1962.
- A.S.Jacobs, The Role of Securities Exchange Act Rule 10b-5 in Regulation of Corporate Management, 59 Cornell L.Rev. 1973.
- Jennings, Recker and Kneer, A Source of Insecurity: A Discussion and An Empirical Examination of Standards of Disclosure and Levels of Materiality in Financial Statements, 10 J.Corp.L. 1985.
- Johnson, Liability for Reckless Misrepresentation and Omission under Section 10(b) the Securities Exchange Act of 1934, 59 U.Cinn.L.Rev. 1991.
- Leech, Transaction in Corporate Control, 104 U.Pa.L.Rev. 1956.
- F.Hodge O' Neal and Robert B.Thompson, O' Neal's Oppression of Minority Shareholders, Clark Boardman Callaghan:New York, 1995.
- Stern, The Commerce Clause and National Economy, 59 Har.L.Rev. 1946.
- S.Thel, The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act, 42 Stan.L.Rev. 1990.
- R.B.Thompson, The Measure of Recovery Under the Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages, 37 Vand.L.Rev. 1984.
- R.B.Thompson, The Shrinking Definition of a Security: Why Purchasing All of a Company's Stock is Not a Federal Security Transaction, 57 N.Y.U.L.Rev. 1982.
- Note, The Controlling Influence Standard in Rule 10b-5 Corporate Mismanagement Cases, 86 Harv.L.Rev. 1973.
- Note, The Fraud on the Market Theory, 95, Harv.L.Rev. 1982.

67) Thompson, The Measure of Recovery Under Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages, 37 Vand.L.Rev.349, 365-373(1984).

68) Restatement(2nd Ed), Restitution 1(Tent Draft No.1, 1983); Palmer, The Law of Restitution, 38(1978).

SUMMARY

A Study on the regulation of unfair stock transactions in the U.S. Securities Exchange Act.

— Focus on Rule 10b-5 —

Woo, Hong Koo

(Department of Law, College of Law, Kon-Kuk University)

A lawyer representing a minority shareholder who is being squeezed out or otherwise oppressed by persons in control of a corporation should always explore remedies that may be available under the federal securities laws and regulations.

The principal federal remedy is Rule 10b-5, a catch-all provision which prohibits fraud in connection with the purchase or sale of any security. The rule has been described as the "most potent and the most versatile instrument in the armamentarium of federal securities regulations." The federal statutes most often invoked by minority shareholders are the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934.

These two acts include the provisions that may be applicable when minority shareholders complain of squeeze-out activities.

Section 10(b) of the 1934 Act makes it:

unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange . . . 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, any manipulative or deceptive device or contrivance on contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

Rule 10b-5, promulgated by the Securities and Exchange Commission in 1942, gives a broad definition to "manipulative or deceptive device or contrivance" by providing:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any

national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

To be prohibited under Section 10(b) and Rule 10b-5, an act must include use of a means or instrumentality of interstate commerce, or the mails, or a facility of a national securities exchange. This limiting language was inserted to meet any constitutional challenge to the federal government's authority to regulate securities transactions. The concern about this constitutional issue has diminished, and the interstate commerce language has been interpreted very liberally. Thus, the interstate commerce restriction seldom prevents the statute and Rule from applying.

The term "security" is defined by Section 3(a)(10) of the 1934 Act to include "any stock, note, bond ... investment contract, or in general, any instrument commonly known as a security." In interpreting this definition, particularly in cases involving an investment contract, the courts look to substance, not form, searching for the economic realities of the transaction in order to bring under the statute "the countless and variable schemes devised by those who seek the use of money of others on the promise of profit."

The terms "purchase" and "sale" in the statute and Rule extend beyond the traditional meanings of those terms under common law and include a broad variety of transaction. Mergers, consolidations, acquisitions or liquidations may constitute a purchase and/or sale. A transaction need not involve a new investment of money to come within the statute and the Rule. A rearrangement of an existing enterprise may be sufficient if the "nature and terms of an investor's involvement in a business enterprise are substantially altered by the creation of new rights or obligations.

The statute and the rule require that the prohibited act be "in connection with" the purchase or sale of a security. This required nexus limits the type of fraud transactions which can be litigated under the federal securities laws. The policy reasons which lead courts to conclude that a particular allegation of fraud is not in connection with a purchase or sale often overlap with reasons which lead courts to conclude that a plaintiff lacks standing to sue or to decide that a defendant's violation was not the cause of the plaintiff's loss. Although courts often fail to distin-

guish “in connection with” from standing or causation concerns, the issues are not identical; causation and standing pertain to private causes of action and reflect more specific concerns that undeserving plaintiffs may sue or may obtain a recovery from defendants out of proportion to plaintiffs’ loss.

The second clause of Rule 10b-5 prohibits not just an untrue statement but also any omission necessary to make any statements made not misleading. Complete nondisclosure, as distinguished from half-truth, is not specifically prohibited by the Rule and is not generally considered “fraud” unless there is a duty to speak. Mere possession of inside information by one who is not subject to a fiduciary duty does not create a duty to speak, and thus does not bar trading without disclosure by that person.

The definition of materiality for Section 14(a) has been applied as well to Rule 10b-5 actions. The Court held that “an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote . . . Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly ‘total mix’ of information made available.

Since Section 10(b) and Rule 10b-5 do not expressly provide for a private cause of action, they do not speak of the connection between defendant’s wrongful action and plaintiff’s harm that is necessary for the plaintiff to recover. Courts which implied a cause of action under Rule 10b-5 had to determine whether tort concepts of reliance and causation should also be implied. If the plaintiff did not rely on defendant’s action or if that action was not the cause of plaintiff’s harm, recovery may not be allowed.

Judicial decisions on the proper measure of recovery under Rule 10b-5 necessarily trailed resolution of the basic elements of the implied cause of action. When the case law on measure of recovery did develop, it followed an ad hoc pattern, reflecting the variety of fact situations brought within the broad catch-all terms of the Rule.