

投資勸誘에 있어서 證券會社の 注意義務에 관한 고찰

- 新株引受權證券에 관한 일본의 경험을 素材로 -

禹洪九・權鍾浩

(건국대학교 법과대학 교수・법학박사 일본 대장성 재정금융연구소 실무연구원・법학박사)

목 차

- | | |
|---------------------|--------------------------|
| I. 서론 | 2. 作爲에 의한 설명의무위반 |
| II. 와란트債의 개요 및 도입경위 | 3. 不作爲에 의한 설명의무위반 |
| 1. 와란트債의 개요 | 4. 그 외 |
| 2. 와란트債의 도입경위 | V. 증권회사의 注意義務 |
| III. 투자자의 자기책임원칙 | 1. 서설 |
| 1. 자기책임원칙의 의의 | 2. 注意義務의 근거 |
| 2. 자기책임원칙의 전제 | 3. 주의의무위반의 투자권유와 사법상의 효과 |
| IV. 투자권유에 대한 법규제 | 4. 손해배상책임 |
| 1. 서설 | VI. 결어 |

I. 서론

증권회사 및 그 사용인(이하 증권업자라 함)에 의한 부당한 투자권유는 직접적으로는 고객에게 경제적 피해를 주게 되지만, 간접적으로는 증권시장의 가격형성기능을 왜곡시키고 나아가서는 증권시장에 대한 투자자의 신뢰를 상실케 하는 중대한 요인이 될 수 있다. 증권거래법이나 자율규제기관의 각종 규칙이 증권업자의 투자권유에 대해 엄격히 규제하고 있는 것도 바로 이 때문이다.

증권업자는 증권거래에 관한 전문가로서 풍부한 경험과 고도의 지식을 갖고 있고 또한 정보량에 있어서도 일반투자자에 비해 압도적인 우위에 있다. 그래서 투자자는 증권업자의 권유를 쉽게 신뢰하게 되고 대개의 경우는 그것에 따라 투자를 한다. 투자권유관련법규가 행정규제 내지는 벌칙이라는 사후의 제재적규제와 함께 사전예방적규제로서 투자권유시 증권업자가 준수해

야 할 의무나 또는 해서는 안되는 행위에 관해 다양한 규정을 마련하고 있는 것도 기본적으로는 증권업자에 대한 투자가의 이러한 신뢰를 보호하기위한 것임은 말할 필요가 없다.

그러나 실제 투자권유에 있어서는 투자가의 신뢰를 악용하거나, 혹은 '투자가의 자주적인 투자결정을 위해 필요한 정보의 제공'이라는 투자권유시 증권업자가 준수해야 할 기본원칙이 무시되는 예가 결코 적지 않다.

그 대표적인 예의 하나가 일본에서 엔고, 고주가로 대표되던 1980년대 후반 이른바 버블(bubble)기에 개인투자가를 대상으로 대량으로 행해졌던 新株引受權證券에 대한 투자권유이다.

와란트(warrant)라고도 불리는 新株引受權證券은 新株引受權附社債의 社債부분으로부터 분리된 신주인수권을 표창하는 증권으로서, 인수하는 주식의 신주인 것을 제외하면 그 기능면에서는 옵션거래(option)의 콜 옵션(call option)과 동일하다. 옵션거래가 그러하듯이 와란트는 미국이나 영국에서는 기관투자가가 투자리스크 헤지의 수단으로서 주로 투자하는 것이고 일본에 있어서와 같이 일반투자가가 자산운용의 목적으로 투자 하는 예는 극히 드물다. 그 의미에서 와란트거래를 둘러싼 증권회사의 투자권유가 문제로 되고 있는 것은 선진 자본주의국가 중에는 일본이 유일한 경우가 아닌가 여겨진다.

본고에서는 이런 사정을 감안, 와란트관련소송을 통해 축적된 일본의 판례이론을 중심으로 투자권유시 증권회사가 준수해야 할 주의의무에 관해서 살펴보기로 한다. 구체적으로는 다음과 같은 순서로 검토를 행한다. II에서는 먼저 일본의 新株引受權附社債(와란트債)의 개요 및 도입경위에 관해 간단히 소개하고, III에서는 증권투자의 대전제인 투자가의 자기책임의 원칙에 관해 개관한다. 다음에는 본론으로 들어가 IV에서는 투자권유 관련 일본의 법령 및 자율규제의 일반에 관해 살펴보고, 그리고 V에서는 증권업자의 주의의무 및 그 위반의 효과에 관해 검토하기로 한다.

II 와란트債의 개요 및 도입경위

1. 와란트債의 개요

(1) 와란트債의 의의

新株引受權附社債(와란트債)란 일정의 금리와 원금상환을 보장하는 권리인 社債權과 일정한 조건으로 신주를 인수할 수 있는 권리인 新株引受權이 결합한 社債이다. 와란트債은 分離型과 非分離型의 두 종류로 대별되며, 전자는 社債權과 新株引受權을 분리해서 社債權과 新株引受權을 증권에 따로 表彰하고, 이것을 각각 개별적으로 양도하는 것을 인정하는 것인데 비해, 非分離型은 社債權과 新株引受權을 한장의 社債券에 표창해서 社債權과 新株引受權이 개별적으로

양도되는 것을 인정하지 않는 것이다.

분리형 와란트채의 경우, 특히 신주인수권부분과 사채부분은 다음과 같은 용어로 표현되기도 한다. 법적으로는 분리가 가능하지만 물리적으로 사채부분과 신주인수권부분이 분리되어 있지 않은 것을 콤와란트(cum-warrant), 이에 대해 사채부분으로부터 분리된 신주인수권(또는 그것을 표창하는 증권)만을 가르킬 때는 와란트(warrant), 또 신주인수권이 분리되고 남은 社債權(또는 그것을 표창하는 증권)만을 의미할 때는 엑스와란트(ex-warrant)라 한다.

일본에서 최근 소송상 주로 문제로 되고 있는 것은 바로 분리형 신주인수권부사채에서 사채 부분으로부터 분리된 신주인수권, 즉 와란트이다.

(2) 와란트거래의 투자리스크

일정한 기간내에 일정의 행사가격으로 신주를 인수할 수 있는 권리(또는 그것을 표창하는 증권)인 와란트는 기본적으로 ④주가와 권리행사가격과의 예상차액과 ⑤주가상승에 대한 기대감, 需給關係, 권리행사기간까지의 시간가치 등으로 정해지는 “프리미엄”이 추가되어 그 가격이 형성된다. 따라서 와란트의 시세는 기본적으로 주식의 가격변동에 連動하지만, 주가의 상승기에는 주가의 변동율의 몇배의 이익을 얻을 수 있는 반면, 하락기에는 손실도 크고(이른바 gearing 효과), 또 주가가 권리행사가격을 밑돈 채 권리행사기한이 다가오면 프리미엄가치의 하락에 의해 와란트의 가격은 제로에 가깝게 되며, 이 상태로 기한을 경과하면 최종적으로는 재산적 가치를 완전히 상실하게 된다¹⁾. 그리하여 와란트에 관해서는 일반적으로 하이리스크·하이리턴(high risk, high return) 상품이라고 한다. 그러나 투자리스크가 와란트구입대금 이상으로는 확대되지 않는다는 점에서는 오히려 위탁보증금으로 그 몇배의 거래가 가능한 주식의 신용거래나 선물거래보다는 리스크가 적다.

이처럼 투자리스크만을 보면 와란트의 쪽이 예측이 가능하고, 그 의미에서 투자가가 예상외의 투자손실을 입을 가능성은 없지만, 그럼에도 불구하고 특히 일본에서 와란트에 대한 투자권유가 문제로 되고 있는 이유는, 일반투자자로서는 용이하게 이해할 수 없는 ‘가격형성 메카니즘의 복잡성’과 함께 와란트거래의 공정과 투명성 확보를 위해 불가결한 ‘유통시장에 대한 규제’의 不備라는 문제가 있었기 때문이다. 거래의 공정과 투명성 확보를 위해서는 적어도 (i)정보공시제도, (ii)공정한 가격형성 시스템의 확립, (iii)자유로운 賣買場의 보장, (iv)거래를 통해 형성된 가격의 周知方法의 확보가 不可缺이지만, 이러한 조건은 일반투자자에 의한 와란트투자가

1) 와란트거래에 관한 상세는 渡邊正則, “ワラント取引における投資勸誘と投資者保護”, 判例タイムズ 870호 14면(1995)을 참조.

2) 소송에서 문제가 되고 있는 것은 주로 외국에서 발행된 뒤 일본국내로 환류되어 판매된 와란트(그 대부분은 유로달러베이스와란트이다)이지만, 이러한 와란트에 대해 증권거래법상의 정보공시가 이루어진 것은 대장성이 유로달러 베이스 와란트의 국내판매시 발행회사에 대해 有價證券신고서를 제출할 것을 요구한 1990년 2월 1일 이후이며,

활발했던 1990년 초반까지도 갖추어져 있지 않았었다.²⁾

2. 와란트債의 도입경위

일본에서 와란트債의 발행이 허용된 것은 비교적 최근인 1981년 상법개정(제341조의 8이하)에 의해서이며, 허용의 직접적인 이유는 당시 일본기업이 대량으로 보유하고 있던 외환 채권의 환리스크 해지를 위해서 였다고 설명되고 있다³⁾. 이와 관련하여 와란트債는 그 발행이 허용된 후 상당의 기간은 주로 해외에서 발행되고 그 대부분이 분리형이었다. 그리고 와란트거래에 대한 국내 유통시장의 불비 및 투자상품으로서의 와란트거래의 위험성 때문에 외국발행 와란트의 일본국내판매는 물론 일본국내에서 起債하는 경우에도 분리형은 허용하지 않고 단지 비분리형으로 한정하고 있었다.

그러나 1985년 12월부터는 분리형의 국내발행이 허용되고, 또 해외발행 와란트에 대한 외국투자자의 관심이 적은 것과 관련하여 1986년 1월에는 해외발행 와란트(이하 '외환와란트'라 함)의 일본국내판매가 인가되었다. 이러한 일련의 조치가 취해진 후 고주가로 대표되던 이른바 버블기가 도래함으로써 와란트는 투자효율이 좋은 상품으로 일반투자자사이에서 인기가 높았고 또 이 점을 이용하여 증권회사는 수익상품으로 와란트를 대량으로 추천 판매했다. 그런데 1989년 가을을 고비로 주가의 하락세가 계속되면서(이른바 버블의 붕괴) 주가가 권리행사가격을 밑돈 채 권리행사기한이 도래한 와란트가 속출하게 되고, 그 결과 투자자의 상당수는 무가치화한 와란트를 보유하게 되었다. 최근 와란트소송에서 문제가 되고 있는 것은 거의가 버블기에 판매된 후 버블의 붕괴와 함께 재산적 가치를 상실한 와란트이다.

Ⅲ. 투자자의 자기책임원칙

1. 자기책임원칙의 의의

증권거래법이 증권거래의 대전제로 하고 있는 것은 “증권투자는 투자자의 자신의 판단과 책임에 있어서 행해야 한다”는 원칙이다. 투자자의 자기책임 원칙이라고 불리는 이 원칙은 투자자가 스스로 능동적으로 투자를 하는 경우뿐만 아니라, 증권업자로부터 권유를 받아 수동적으로 투자를 행하는 경우에도 원칙적으로는 타당한 것으로 이해되고 있다. 그 이유는 판례의 표

또 가격형성의 불공정성 문제가 그나마 해소되고 자유로운 거래의 장이 마련된 것도 1990년 7월 18일 일본증권업협회 이사회결의에 근거해서 증권업자간거래가 일본상호증권주식회사로 집중된 (이른바 BB (Brokers Broker) 거래) 9월 25일 이후이다. 그 전까지는 각 증권회사내에 형성되는 이른바 店內市場이 거래의 중심이었다. 그리고 와란트시세의 공표와 관련해서도 BB거래가 도입되기 전까지는 일부 종목의 시세만이 일본경제신문에 게재되는 데 지나지 않았다. 三木俊博・田寛一・田端聰, “證券投資勧誘と民事的違法性”, 判例タイムズ 875호(1995) 32면.

3) 상세는 森田 章, “新株引受権證券と投資者保護”, 同志社法學 45권 1・2호(1993) 172면을 참조.

현을 빌려 설명하면 다음과 같다.

[① 大阪高裁 1995. 4. 20. 金融商事判例 972호 3면]

“일반적으로 증권거래는 본래 위험을 수반하는 것이며 증권업자로부터 제공되는 정보 등도 장래의 경제실정이나 정치상황 등의 불확정적인 요소를 포함한 장래의 전망의 영역을 넘지 못하는 것이 통상이므로 투자자가 자신이 공시된 정보를 기초로 스스로의 책임 하에서 당해거래의 위험성과 그것에 견딜수 있는 재산적 기초를 갖고 있는지를 판단해서 투자결정을 하여야 할 것이다 (자기책임의 원칙). 그리고 이는 와란트 거래에 있어서도 타당하다”.

이처럼 증권거래는 원래 위험을 수반하는 거래이기 때문에 그 거래로부터 생긴 손해는 원칙적으로 투자자가 부담해야 한다는 것이 판례 및 학설의 일치된 견해이다. 자기책임의 원칙이 전제되지 않으면, 증권투자는 증권업자의 위험으로 행해지게 되기 때문이다.

2. 자기책임원칙의 전제

그러나 “자기책임 원칙”은 증권업자의 투자권유가 어떠한 것이어도 투자자는 자기가 행한 증권투자의 결과에 대해 책임을 져야 한다는 것을 의미하는 것은 아니다⁴⁾. 자기책임 원칙이 정당화되기 위해서는 그 전제가 필요하다.

증권거래는 본질적으로 위험을 수반한다. 그러나 개인투자자가 증권업자의 권유를 받아 투자를 행하는 경우에는 증권거래의 전문가로서의 증권업자의 풍부한 지식 및 경험과 높은 능력에 신뢰를 두는 것이 일반적이기 때문에 증권업자가 증권거래에 대해 투자자가 올바른 인식을 갖도록 주의의무를 다하지 않은 경우에는 자기책임원칙의 전제가 되는 ‘투자자의 자주적인 판단’ 그 자체가 불가능하게 된다. 바로 이 점을 들어 학설은 “자기책임 원칙은 증권업자의 권유에 의한 증권거래에 있어서도 원칙적으로는 타당하지만, 이를 정당화하기 위해서는 그 전제로서 증권업자는 먼저 투자자가 올바른 이해와 자유로운 판단에서 투자를 할 수 있도록 노력해야 할 주의의무를 다하지 않으면 안된다”고 이해하고 있다.⁵⁾

만약 자기책임원칙을 전면에 내세우고 또 투자자의 합리성을 강조하여 정보의 수집이나 제공된 정보의 분석에 대한 일절의 책임을 투자자에 지운다면, 이는 투자자보호라는 관점에서 증권거래법이 또 하나의 대전제로 하고 있는 증권거래에 있어서는 “물건을 사는 사람 (買主)이 아니

4) 神崎克郎, “證券會社の投資勸誘における注意義務”, 民商法雜誌 113권 4·5호(1996), 625면.

5) 松原正至, “投資勸誘における自己責任原則・適合性原則・説明義務”, 島大法學 38권 4호(1995) 42면, 川浜 昇, “ワラン ト勸誘における證券會社の説明義務”, 民商法雜誌 113권 4·5호(1996), 640면, 森田 章, “ワラン ト取引における説明義務違反”, 金融法務事情 1460호(1996), 74면.

라, 물건을 파는 사람(賣主)이 注意 하라”는 이른바 caveat venditor 원칙에도 반하게 된다는 것이다.

이러한 견해에 의하면 투자자의 자기책임원칙은 증권업자가 증권거래의 성질이나 내용에 관해 투자자가 올바른 인식에 근거해서 투자결정을 할 수 있도록 노력해야 할 주의의무를 다했을 때 비로소 물을 수 있게 된다.

IV. 투자권유에 대한 법규제

1. 서 설

와라트 거래는 앞에서 살펴본 바와 같이 거래의 개요 및 내용이 복잡하며 게다가 투자리스크가 큰 거래이기 때문에 와라트소송에서는 대부분이 증권업자의 설명의무 이행여부가 중요쟁점으로 되고 있다. 설명의무위반에는 이른바 ① 作爲에 의한 의무위반과 ② 不作爲에 의한 의무위반으로 대별되며, 일본의 경우 전자에 관해서는 증권거래법 및 그것에 근거한 각종 省令등에서 명문으로 규정하고 있지만 후자의 경우에는 구체적인 명문규정은 없다.

여기서는 설명의무와 관련하여 주로 문제가 되는 투자권유관련법규에 대해 간략히 살펴보기로 한다.

2. 作爲에 의한 설명의무위반

작위에 의한 설명의무위반은 증권거래법 및 대장성령이 금지하고 있는 단정적인 판단의 제공에 의한 권유(일본증권거래법 50조 1항 1호)가 대표적이다. 그 외 예를 들면 이익보증등의 약정에 의한 권유(동법 50조의 3)의 경우는 직접적으로는 설명의무위반과는 무관하지만 이러한 형태의 권유가 행해질 경우 대개는 설명의무 위반도 부수할 가능성이 높다. 그리고 1992년 증권거래법개정에서 同法 54조 1항 1호에 條文化된 이른바 “적합성 원칙에 반하는 권유”도 적합성원칙을 설명의무와 밀접한 관계를 갖는 것으로 이해할 경우에는 작위에 의한 설명의무위반으로 생각해도 무방할 것이다.

(1) 단정적인 판단의 제공에 의한 권유

증권회사 또는 그 임직원의 불공정거래 등을 금지하는 일본 증권거래법 50조 중 제1항 1호는 유가증권의 매매 등의 거래와 관련하여 유가증권의 가격이 騰貴하고 또는 下落하는 것에 관해 단정적인 판단을 제공해서 권유하는 것을 금지하고 있다.

이 규정은 본래 투자자의 판단과 책임에서 행해져야 할 증권거래에 관해 증권회사 또는 그

임직원이 판단 材料의 제공에 그치지 않고, 단정적인 판단을 제공해서 권유하는 것은 투자가에 不測의 손해를 주는 등 투자가보호상 극히 부적합하다는 인식에 근거해서 마련된 것이다⁶⁾. 학설에 의하면 가격의 騰落에 관한 단정적 판단은 등락하는 가격 또는 價格帶, 그 시기를 구체적으로 표시할 것을 요하지 않고, 또 '필히' '반드시' 라는 수식어의 사용도 요하지 않는다고 한다.⁷⁾

일본에서 소송상 문제가 되고 있는 와란트는 주로 버블기에 이른바 수익상품으로서 증권업자에 의해 추천 판매된 것이고, 이와 관련 "절대로 이익을 본다" "주가는 반드시 오르기 때문에 손실은 절대로 만회할 수 있다"는 등의 단정적인 판단을 제공해서 권유가 행해졌다고 주장하는 사례가 적지 않다. 이에 대해 판례는 단정적인 판단의 제공에 의한 권유가 민사책임의 발생원인을 구성하기 위해서는 단정적인 판단의 제공에 의한 권유 그 사실만으로는 부족하고 와란트 거래에 수반하는 위험성에 관해 투자가의 올바른 인식의 형성을 방해했을 것이 필요하다는 입장을 취하고 있다.⁸⁾

통상의 경우 증권업자에 의한 권유는 어느 정도의 단정적인 판단이 제공되지 않을 수 없고,⁹⁾ 또 '단정적인 판단의 제공에 의한 권유'가 금지되어야 하는 이유는 기본적으로 투자가의 자기 책임 원칙의 前提인 '자주적인 투자결정'을 보호하기 위한 것에 있는 점을 생각하면 단정적인 판단의 제공에 의한 권유의 여부는 판례와 같이 증권업자에 의해 제공된 정보가 '투자가의 자주적 판단'을 혼란 정도였는가 아닌가를 기준으로 판단하는 것이 합리적일 것이다.

(2) 損失補填등의 약속에 의한 권유 (증권거래법 50조의 3)

1991년에 일본의 대형증권회사에 의한 특정고객에 대한 사후적 損失補填이 사회문제로 되었던 것을 계기로 종래의 증권거래법 50조 제1항 3호¹⁰⁾에 대신해 1992년에 新設된 증권거래법 50

6) 證券法制研究會 編, 「逐條解説 證券取引法」(1995) 407면.

7) 神崎克郎, 「證券取引法」(1980) 252면.

8) ①大阪地裁 1994. 12. 20. 判例時報 1548호 108면, ②東京地裁 1993. 5. 12. 判例時報 1466호 105면, ③大阪地裁 1994. 3. 30. 判例タイムズ 855호 220면, ④東京地裁 1995. 3. 3. 判例時報 1540호 71면 등.

9) 증권업자가 투자를 권유하면서 고객에 대해 권유대상종목의 이득가능성을 주지시키지 못하는 한 현실적으로 증권거래의 위탁계약은 체결될 리가 없을 것이다.

10) 종래의 증권거래법 50조 제1항 3호는 증권회사 또는 그 임직원이 "유가증권의 매매등의 거래에 있어서 고객에 대해 당해유가증권에 관해 발생하는 손실의 전부 또는 일부를 부담하는 것을 약속해서 권유하는 행위"를 금지하고 있었다. 그런데 이 規定의 문언에 의하면 증권업자가 해서는 안되는 행위는 이른바 손실보증약정에 의한 권유인 것은 분명하지만, 예를 들면 事前に 일정의 이익을 보증하는 약속을 하고 하는 권유, 즉 이익보증약정에 의한 권유나 권유시에는 어떠한 약정도 하지 않고 事後的으로 손실보전 또는 이익보전을 하는 행위도 동조항의 금지대상행위에 포함되는가는 論難의 여지가 있었다. 이러한 문제를 입법으로 해결한 것이 1992년의 개정증권거래법 50조의 3이다. 동조항의 개정경위 및 종래의 일본 증권거래법 50조 제1항 3호와 동일내용의 우리나라 증권거래법 52조 제1호에 위반한 보증약정의 효력에 관해서는 金建植, 「證券會社職員の 利益保證約定과 投資者의 救済」 民事判例研究 제19집(1997) 282면을 참조.

조의 3은 증권거래와 관련한 고객의 손실 또는 일정 이익에 관해 증권회사가 ㉠ 事前に 保證하는 것을 약정하는 것(1항 1호), ㉡ 사후에 補填하는 것을 약정하는 것 (1항 2호), 그리고 ㉢ 이러한 보증 및 보전약정을 實行하는 것을 금지하고 있다 (1항 3호). 이 규정에 위반한 증권회사에 대해서는 그 임직원에게는 1년이하의 징역 또는 100만엔 이하의 벌금 (併科 가능)이 가해진다 (207조).

증권업자의 이익보증약정 등에 의한 권유행위에 대해 이처럼 형사벌까지 가하는 이유는 이러한 행위는 증권회사의 책무, 즉 증권시장의 가격형성기능을 정상적으로 保持할 責務 및 市場仲介者로서의 중립성, 공정성을 保持할 責務에 반할 뿐만 아니라, 증권시장의 공정성과 건전성에 대한 투자자의 신뢰를 훼손하며 나아가 투자자의 자기책임을 저해하며 안이한 투자결정을 조장하고 약정의 이행에 의한 증권회사의 자산의 건전성을 해할 위험이 있는 것으로서 위법성이 높은 행위라고 인정되기 때문이다.¹¹⁾

와라트 소송에서는 손실보전 또는 이익보증약정에 의한 권유가 행해졌다고 주장하는 사례도 적지 않지만, 판례는 당해 약정이 증권거래법개정전에 이루어진 경우라도 현행법이 적용되는 것을 분명히 하는 동시에 당해약정은 기본적으로 公序良俗에 반하는 것으로 무효라는 것을 입장을 취하고 있다.¹²⁾ 그러나 후술하는 바와 같이 이러한 위법한 권유에 의해 성립한 증권거래위탁계약의 사법상의 효력에 대해서는 유효하다고 해석하는 것이 판례 학설의 일반적 경향이다.¹³⁾

(3) 적합성 원칙에 위반한 권유

적합성 원칙 (suitability rule) 이란 증권업자의 투자권유는 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미친다는 점에서 투자자의 실정에 적합한 것이 아니면 안된다는 것으로, 일반적으로 “증권업자의 투자권유는 투자자의 경험, 지식, 투자목적, 재산상태에 비추어 적합한 것이 아니면 안된다”는 원칙을 가리키는 것으로 이해되고 있다.

이 원칙은 본래 미국에서 증권거래소의 자율규제, 증권거래위원회 (SEC)의 규칙등을 통해 발전해 온 것으로서¹⁴⁾, 일본에서는 종래 通達(“투자자분위의 영업자세의 철저에 관하여”(藏證 2211호)(1992년 폐지)) 및 그것에 근거한 일본증권업협회의 “협회원의 투자권유 고객관리 등에 관한 규칙”(공정관습규칙 9호)에서 그 준수가 요청되고 있었다.

11) 證券法制研究會 編, 주6, 425면.

12) 大阪地裁 1994. 2. 14. 公刊物未登錄, 宋原, 주5, 73면.

13) 清水俊彦, “投資勧誘と不法行為” 判例タイムズ 853호(1994), 37면.

14) 이에 대한 상세는 8 Loss & Seligman, Securities Regulation 3845-48 (3d ed. 1991); Cohen, “The Suitability Rule and Economic Theory,” 80 Yale L. J. 1604 (1971); Roach, The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code, 29 Hastings L. J. 1067 (1978). 山下友信, “證券會社の投資勧誘” 證券取引法大系(河本一郎先生還暦記念論文集, 1986), 319면을 참조.

그리고 소송에서 주로 문제로 되고 있는 (일본국내에서 판매되고 있는) '일본기업이 외국에서 발행한 와란트', 즉 외환와란트와 관련해서는 "외국증권의 거래에 관한 규칙"(공정관습규칙 4호) 5조는 "협회원은 고객에 대한 외국증권의 투자권유에 즈음해서 고객의 의향, 투자경험 및 자력에 적합한 투자가 행해지도록 충분한 배려를 할 것"을 요구함으로써 외환와란트거래에 대한 투자권유의 경우에도 적합성 원칙이 적용되는 것을 분명히 하고 있다. 또한 공정관습규칙 9호 4조 1항에서는 투자자의 직업 및 연령, 재산상황, 투자경험 등에 관해 고객카드의 비치를 증권업자에게 요구하고 있으며, 그리고 동규칙 9호 5조 1항은 와란트거래의 개시기준으로서 "증권투자에 관한 상당의 지식과 경험을 갖고 있는 자로 예탁금이 500만엔 이상 또는 금융자산의 합계액이 1000만엔 이상인 경우"로 한정하고 있다.

적합성 원칙은 이처럼 종래에는 통달 및 공정관습규칙상의 원칙에 지나지 않았지만, 1990년 11월의 IOSCO (International Organization of Securities Commissions, 증권감독자국제기구) 총회에서 증권업자의 국제적인 행위규범원칙 7개가 채택된 것을 계기로¹⁵⁾ 1992년 증권거래법개정에서 동법 54조 1항 1호로 조문화되었다. "유가증권의 매매 또는 그 위탁에 관해 고객의 지식, 경험 및 재산 상황에 비추어 부적당하다고 인정되는 권유를 하여 고객의 보호를 缺하게 되고 또는 缺하게 될 염려가 있을 때에는 공익 또는 투자자의 보호를 위해 필요한 범위에서 大藏大臣은 증권회사에 대해 영업방법의 변경, 3개월 이내 영업의 전부 또는 일부의 정지 등의 經營保全命令을 발할 수 있다"는 것이 그것이다. 이러한 적합성원칙의 증권거래법상의 명문화에 의해 적합성 원칙에 위반하는 권유행위는 종래에 비해¹⁶⁾ 私法上도 違法을 구성하게 될 가능성은 훨씬 커졌다고 할 수 있다.

와란트소송에서는 적합성의 원칙은 두가지의 형태로 다루어진다. 첫째는 와란트를 권유한 것 그 자체가 투자자의 의향, 경험, 지식, 직업, 연령 및 재산상태에 비추어 적합했는가, 둘째는 증권업자의 설명이 투자자의 의향, 경험 지식등에 비추어 적합했는가이다.

판례는 전자의 경우는 (i) 투자자가 주부이거나 고령자이며, (ii) 투자경험이 주식의 현물 거래나 채권, 투자신탁과 같이 비교적 안정적인 상품에 국한하고, (iii) 투자는 자산형성을 주목적으로 하며 자산운용도 主體的으로 하는 것이 아니라 증권업자의 권유에 따라 소극적으로 행하는 것이 인정되는 경우에는 이러한 투자자를 대상으로 한 와란트거래의 권유는 적합성

15) 상례는 岡本桂郎, "IOSCO行爲原則のわが國への適用について" 商事法務 1245호(1991) 2면.

16) 적합성원칙위반의 권유행위의 私法上的 效力에 관해 학설은 종래에는 (i)적합성 원칙은 이미 증권거래제도에 있어서 정착하고 있으며, 특히 일반투자자의 보호의 관점에서 보면 단순한 윤리적인 準則의 영역을 넘어 투자권유시 증권업자가 고객에 대해 구체적으로 준수해야 할 법적인 주의의무로서 확립된 것이라고 생각해야 될 것이기 때문에 적합성원칙에 위반하는 권유는 민사책임의 발생원인을 구성한다는 입장(前田重行, "ワラント債證券投資と損害賠償責任" 消費者取引判例白選(1995), 142면)과 (ii)적합성 원칙은 거래윤리로서 영업준칙으로서의 성격을 갖는 데 지나지 않으므로 그 위반을 이유로 사법상의 책임을 추궁하는 것은 곤란하다는 입장(河本一郎・大武泰南・神崎克郎 編, "投資と顧客の適合性" 新證券取引ハンドブック(1994), 172면)으로 나누어져 있었다.

원칙에 반한다는 입장을 취하고 있고,¹⁷⁾ 또 후자의 경우에는 “증권업자의 설명의 내용, 정도 등은 개개의 투자가의 투자경험, 투자에 관한 지식이나 판단능력 등에 따라 다른 것”으로 해석하여, 설명의무와 관련해서는 적합성 원칙은 그 적용에 있어서 상대적임을 분명히 하고 있다.¹⁸⁾ 그러나 적합성 원칙이 갖는 규범으로서의 애매성 내지 그 상대성 때문에 이러한 입장이 구체적인 사안의 판단에 있어서 반드시 일관하고 있는 것은 아니지만¹⁹⁾ 이론상은 위험한 투자에 대한 ‘투자가로서의 적격성이 높은 고객, 즉 투자경험이 많으며 資力이 풍부하고 투기성이 강한 투자를 선호하는 투자가일수록 증권업자의 권유행위가 적합성 원칙에 위반할 가능성은 적게 될 것이다.

3. 不作爲에 의한 설명의무 위반: 증권업자의 誠實 公正 義務

일본의 경우 와란트도 증권거래법상의 유가증권이기 때문에(제2조 1항 6호) 증권업자는 와란트거래를 권유할 때에도 증권거래법상의 投資勧誘規制의 적용을 받는다. 그런데 와란트소송에서는 와란트거래의 개요나 위험성등에 관해 설명을 결하거나 또는 극히 불충분한 이른바 “부작위에 의한 설명의무위반”이 주로 문제가 되며, 이에 대해서는 앞에서 언급한 바와 같이 구체적으로 규제하는 법령은 없다.

단 증권업자의 성실, 공정의무를 정하고 있는 증권거래법 49조의 2가 투자권유에 즈음해서 투자가가 올바른 이해와 자유로운 판단에 있어서 증권거래를 행하는 것을 확보하기 위해 노력해야 할 증권업자의 주의의무를 요청한 것이라고 이해하는 견해에 의하면,²⁰⁾ 부작위에 의한 설명의무위반도 증권거래법에 위반할 가능성이 있다.

증권거래법 49조의 2는 “증권회사 및 그 임직원은 고객에 대해 성실, 공정하게 그 업무를 수행하지 않으면 안된다”고 규정하고 있으며, 일반규정의 성격을 갖고 있다. 동조는 위의 적합성 원칙과 마찬가지로 IOSCO 총회에서 채택한 증권업자의 국제적인 행위규범원칙 7개 중 하나인 “성실 공평 (Honesty and Fairness)의 원칙”을 1992년 증권거래법 개정시 채용한 것이다. 그러나 1993년 이후 1996년 6월 1일 현재까지 판례 정보지에 소개된 와란트 관련 판례 40건 중 증권업자의 설명이 증권거래법 49조의 2의 위반에 해당한다는 이유로 증권업자의 책임을 인정한 사례는 한 건도 없다. 그 의미에서 증권업자의 성실 공정의 의무는 적어도 판례 레벨에서는 부작

17) 예를 들면 大阪地裁 1994. 2. 10, 判例タイムズ 841호 271면, 東京地裁 1994. 9. 8, 判例時報 1540호 71면, 大阪地裁 1995. 8. 28, 判例時報 1564호 45면 등.

18) 大阪地裁 1994. 3. 30, 判例タイムズ 855호 220면, 大阪高裁 1995. 9. 12, 判例時報 1566호 39면.

19) 예를 들면 ①大阪地裁 1994. 12. 20, 判例時報 1548호 108면과 ②東京高裁 1995. 3. 30, 判例タイムズ 885호 216면은 원고가 회사의 경영자이며 과거에 주식등의 증권거래 경험을 갖고 있고 와란트거래에 대해서도 약간의 경험을 갖고 있는 등 직업 투자경험 등에 있어서 유사한 사안이었다. 그러나 와란트의 권유는 ①의 경우에는 원고의 지식, 경험 등에 비추어 적합하지 않다고 한 반면, ②의 경우에는 원고의 지식 경험 등에 비추어 적절하다고 판시하고 있다.

20) 神崎克郎, “證券業者の 行爲規範の 見直し” ジュリスト 977호(1991) 37면.

위에 의한 설명의무위반을 규제하는 근거 규정으로는 이해되고 있다고는 할 수 없을 것이다.

4. 그 외

(1) 자율규제에 위반한 권유

일본증권업협회의 자율규제인 공정관습규칙 9호 6조 3항은 증권업자에 대해 권유시에는 와란트거래의 개요 및 그 위험성에 관해 기술하고 있는 설명서를 교부하고 (설명서의 교부의무), 또 거래의 개시시에는 고객의 판단과 책임에 있어서 당해거래를 행한다는 취지의 확인서를 받을 것 (확인서의 징구의무)을 요구하고 있다.

와란트소송에서는 이러한 설명서교부의무와 확인서징구의무의 이행으로 증권업자는 권유시 요구되는 설명의무를 다했다고 할 수 있는지가 종종 문제로 되고 있다. 판례의 태도는 이러한 의무의 이행은 (증권업자의 책임이 인정되는 경우에 행해지는) 과실상제와의 관계에서는 중요한 중요한 의미를 갖지만, 설명의무와의 관계에서는 그 사실만으로 설명의무의 완수를 의미하는 것은 아니라는 입장이다.²¹⁾

설명서의 교부와 확인서의 징구는 분명히 와란트거래의 위험성을 투자자에 주지시키는 데 있어서 효과적인 수단임에는 틀림이 없다. 그러나 증권업자의 설명의무는 원래 투자자에 대해 투자상품의 개요나 위험성에 관해 올바른 인식을 형성시키기 위해 요청되는 것인 만큼, 설명서의 교부가 있었다 하더라도 예를 들면 이득획득의 가능성만 극도로 강조하고 손실의 위험성에 관해서는 적절히 언급하지 않은 경우에는 설명의무의 이행이 있었다고는 할 수 없을 것이다.²²⁾ 이 의미에서 설명서교부 및 확인서징구는 설명의무의 이행여부를 판단하는 때 하나의 참고자료로서의 의미 밖에 없다고 이해하는 것이 합리적일 것이다

(2) 권유금지원칙의 위반

판례 중에는 와란트의 위험성에 비추어 개인투자자에게 와란트거래를 권유한 것 그 자체가 증권회사가 준수해야 할 주의의무에 반한다는 주장이 다투어진 경우가 있다. 이에 대한 재판소의 태도는 한결같이 권유 그 자체는 어떠한 위법성도 구성하지 않는다는 것이다.

예를 들면 大阪地裁 1995. 11. 9 (判例タイムズ 909호 197면) 판결에서 원고는 “와란트는 기관투자자대상의 하이리스크 (high risk) 상품이며 개인투자자를 대상으로 하기에는 부적절한 상품임에도 불구하고 증권업자가 원고에 대해 와란트거래를 권유한 것은 그 자체로서 중대한 위법성을 띤다”는 취지의 주장을 하고 있지만, 이에 대해 大阪지방법재판소는 (i) 증권거래법상 개인투자자에 대한 와란트 판매가 금지되어 있지 않으며, (ii) 또한 증권거래법은 와란트거래의

21) 예를 들면 東京地裁 1994. 9. 8, 判例時報 1540호 71면.

22) 神崎, 주4, 629면.

당사자를 제한하는 것을 예정하고 있지 않고, 그리고 (iii) 와란트는 리스크에 相應하는 높은 투자수익효과가 있으며 투자손실이 투자금액에 한정되는 점에서 투자효율과 위험성간에는 균형이 유지되고 있는 상품이라는 점을 들어 “일반투자가를 대상으로 한 것일지라도 권유가 당해투자자의 자산, 경험, 의향 등에 적합한 것이며, 적절한 설명을 한 후에 이루어진 것이면 위법은 아니다”는 취지의 판단을 하고 있다.

V. 증권회사의 注意義務

1. 서 설

이상에서 살펴본 바와 같이 작위에 의한 설명의무위반에 대해서는 그것을 구체적으로 규제하는 명문규정이 있지만, 부작위에 의한 설명의무위반의 경우에는 구체적인 명문규정은 없다. 뿐만 아니라 근본적인 문제로서 일반적으로 말하는 증권업자의 주의의무 및 그것의 구체화라고 해야 할 설명의무에 관해서도 적어도 증권거래법상에는 그것을 정면으로 규정하고 있는 조항은 없다. 그렇다면, 이러한 주의의무 및 설명의무의 근거가 먼저 문제로 될 것이다. 또 증권거래법이나 그의 省令, 自律規制機關의 규칙등은 公法上的 단속규정 또는 자율규제로서의 성격을 갖는 데 지나지 않는 점과 관련해서는 증권업자의 권유에 대해 법령이나 자율규제의 위반을 이유로 사법상의 책임을 물을 수 있는가도 문제로 될 것이다.

이하에서는 이 문제에 관해 검토하기로 한다.

2. 注意義務의 근거

증권업자의 주의의무의 근거에 대해 판례는 통상 ①투자권유와 관련하는 法令 등의 趣旨나, ②증권업자에 대해 고객이 두는 信賴를 법적으로 보호해야 한다는 이른바 “信義則”으로 부터 “증권업자는 투자가가 올바른 이해와 자주적인 판단에서 증권투자를 할 수 있도록 노력해야 한다”는 이른바 증권업자의 주의의무를 먼저 導出하고, 그리고 그 주의의무의 일환으로 증권업자는 설명의무를 지는 것으로 판단하고 있다.²³⁾

설명의를 증권업자의 주의의무의 일환으로 이해하는 이러한 판례의 입장에 의하면, 설명의무의 위반은 먼저 주의의무 위반을 구성하게 된다. 그리고 (i)구체적인 위반의 態樣이 예를 들면 “단정적인 판단의 제공에 의한 권유”에 해당하면 주의의무의 위반은 바로 증권거래법의 위반이기도 하다. 그러나 (ii)부작위에 의한 설명의무위반의 경우는 주의의무위반에는 해당하지만

23) ①에 해당하는 판례로서는 예를 들면 大阪地裁, 1994. 2. 10. 判例タイムズ 841호 271면, 이에 대해 ②에 해당하는 것으로는 東京高裁, 1996. 3. 18. 金融商事判例 1000호 33면, 名古屋簡裁, 1993. 6. 30. 判例タイムズ 848호 266면, 東京地裁, 1995. 3. 3. 判例時報 1540호 71면 등이 있다.

증권거래법과의 관계에서는 위법을 구성하는 것은 아니다.

그러나 판례는 설명의무위반의 사법상의 책임에 관해서는 兩者를 구별하지 않는다. 즉 설명의무위반이 (i)에 해당하는 (ii)에 해당하는 그 자체로는 사법상의 책임을 인정하는 것은 드물고, 그것과 함께 설명의무위반의 정도가 사회적 상당성을 결할 정도로 심할 때 비로소 私法上도 위법이라는 입장을 취하고 있다. 즉 ① 설명의무위반이 법령 또는 주의의무 위반에 해당할 것, ② 그 위반이 사회적 상당성을 결할 정도로 현저할 것의 두가지 요건을 충족해서 비로소 설명의무위반이 있는 권유행위는 사법상도 위법이 된다는 것이다.

이는 일본의 경우 투자권유에 관련하는 법령이나 자율규제기관의 규칙은 공법상의 단속규정 또는 영업준칙으로서의 성격을 갖는 것에 지나지 않는 것으로 해석하는 것과 관련하여, 증권업자의 투자권유가 이러한 규정에 위반했다고 해서 사법상도 바로 위법이라고 평가되는 것은 아니다라는 인식에 바탕을 두고 있다.

설명무위반의 효력에 대한 대표적인 판례를 소개하면 다음과 같다.

앞의 [① 大阪高裁 1995. 4. 20 판결]

“법령, 통달, 협회규칙 등은 공법상의 단속규정 또는 영업준칙으로서의 성격을 갖는 것이고, 이러한 규정에 위반한 행위가 사법상도 바로 위법이라고 평가되는 것은 아니지만, 이러한 법령 등은 다수의 일반투자자가 증권회사의 추천, 조언 등을 신뢰해서 증권거래를 행하는 상황에서 투자자의 신뢰를 보호하기 위해 제정된 것이기 때문에 증권회사나 그 사용인은 투자권유에 즈음해서 신의칙상 ... 투자자에 대해 당해거래에 수반하는 위험성에 관해 正確한 인식을 가질 수 있도록 적절한 정보를 제공해야 할 주의의무를 진한다고 해야 할 것이고, 증권회사나 그 사용인이 이것에 위반해서 투자권유를 한 때에는 구체적인 상황에 따라서는 그 권유행위는 사법상도 위법으로 된다.”

설명무위가 법령이나 주의의무에 위반하는 경우 그것만으로는 사법상 위법이 아니라는 이러한 판례이론은 투자권유관련규정의 법규성을 지나치게 형식적으로 이해한 결과라고 생각되지만 투자권유에 관련하는 법규나 증권업자의 주의의무는 기본적으로는 투자자의 사적이익과 밀접한 관련을 갖기 때문에 그 법익의 침해에 대해서는 사법상도 위법을 구성한다고 새겨야 할 것이다.²⁴⁾ 또한 위법행위를 규율하는 사법상의 대표적인 법리인 불법행위법리에 대해서는 일반적으로 부당한 이익침해를 사후적으로 조정하는 기능을 갖는 것으로 이해되고 있는 점과 관련해서도 설명의무위반 등에 의한 부당한 권유행위가 사법상 위법을 구성하는냐 않느냐의 문제는 사후적으로 평가해서 투자자의 침해이익을 보호할 가치가 있는가에 의해 판단할 문제이며, 이 의

24) 渡邊, 주1, 18면.

미에서 부당한 권유가 있어도 그것을 규율하는 법규가 단속규정 또는 자율규제라는 이유로 사회적 상당성을 결할 정도로 현저할 때에만 사법상도 위법을 구성한다고 하는 일본의 판례이론은 설득적이라고는 할 수 없을 것이다.

3. 주의의무위반의 투자권유와 사법상의 효과

(1) 설명의무위반의 권유에 의해 성립한 위탁계약의 효과

설명 의무위반의 권유, 즉 부당권유에 의해 성립한 증권거래위탁계약 (이하 '위탁계약')의 사법상의 효력에 관해서는 유효하다는 것이 판례의 일관된 입장이다. 와란트소송에서는 이것을 구체적으로 명언하고 있는 판례는 발견하지 못했지만, 예를 들면 후술의 [④ 판결] 처럼 "권유 행위가 법령등에 위반하는 동시에 사회적으로 상당성을 결한 방법으로 행해진 경우에는 사법상으로도 채무불이행 또는 불법행위로 되고, 증권회사 또는 그 임직원은 이러한 위법한 투자권유에 의해 손해를 입은 투자가에 대해서는 채무불이행 또는 불법행위에 의한 손해배상책임을 면할 수 없다"는 취지의 판결은 '부당권유에 의해 성립한 위탁계약은 유효하다'는 것을 전제로 하고 있는 것은 말할 필요도 없다.

이러한 판례의 입장은 학설에 의해서도 지지되고 있는데, 그 이유는 위탁계약을 무효라고 하면 고객은 당해위탁계약에 근거한 매매거래를 통해 이익을 얻은 경우에는 무효를 주장하지 않고 단지 손실을 입은 경우에만 무효를 주장할 가능성이 있고 이는 오히려 당사자간의信義公正을 해하는 것으로 고객보호요청의 합리적인 범위를 넘기 때문이라는 것이다.²⁵⁾

게다가 위탁계약을 무효로 하는 경우에는 예를 들면 와란트거래가 "이익보증약정에 의한 권유"에 의해 이루어진 경우에도 문제가 될 수 있다.

일본의 경우 일반적으로 증권거래법 50조의 3이 금지하는 이익보증약정, 손실보증약정은 무효로 보고, 우리나라의 경우도 무효설이 유력하다. 이익보증약정, 손실보증약정에 의한 권유는 (i) 시장의 가격형성기능을 왜곡시키며 (ii) 시장의 공정성과 건전성에 대한 투자가의 신뢰를 훼손할 뿐만 아니라 (iii) 자산면에서 증권회사의 건전성을 해할 위험이 있으며 또한 (iv) 손실보증이나 이익보증과 같은 행위는 증권회사의 고유업무와는 그 성질을 달리하고, 그리고 (v) 이익 또는 손실보증약정에 의한 권유를 무효라 하더라도 그것에 의해 성립한 위탁계약을 유효로 보는 한은 증권회사의 책임은 불법행위법리등으로 취급할 수 있다는 것이 그 이유이다.²⁶⁾ 그런데 이익보증약정이나 손실보증약정에 의해 성립한 위탁계약을 무효로 보면 고객은 부당이익의

25) 河本一郎, "證券・商品取引の不當勸誘と不法行為責任" 商事法の解釋と展望(上柳克郎先生還曆記念論文集, 1984) 400면.

26) 金建植, 주10, 288-91면. 清水, 주13, 40면. 특히 본문의 사건에 해당하는 기술은 清水의 논문(주13) 40면 이하에서 시사를 얻었다.

법리에 의해 투자원금을 반환받을 수 있기 때문에 결과적으로는 적어도 손실보증약정을 유효로 하는 것과 마찬가지로 된다.²⁷⁾ 요컨대 부당권유에 의해 성립한 위탁계약의 사법상의 효력을 유효로 봐야하는 또 하나의 이유는 이익보증약정이나 손실보증약정에 의한 권유와의 관련에서는, 이러한 보증약정의 효력을 부인하는 것의 실효성을 확보하기 위해서 이기도하다.

증권업자의 권유행위는 위탁계약체결에 이르기까지 일련의 교섭과정에서의 (계약체결을 위한)유인행위이다. 따라서 부당권유문제는 계약체결에 대한 투자자의 動機에 있어서의 瑕疵를 구성하는 것에 지나지 않기 때문에 계약법의 일반원칙상 위탁계약체결 그 자체에 투자자의 동의가 있는 한은 위탁계약은 유효하다고 봐도 무방할 것이다. 이는 거래의 안전, 위탁계약을 무효로 할 경우에 생기는 불합리의 방지라는 측면에서 뿐만 아니라 위탁계약이 유효함으로써 증권업자는 계약상의 책임을 지지않으면 안되고, 투자가에 있어서도 당해계약에 근거해 발생한 이익을 향수하는 것이 가능하다는 점에서 합리적이라고 할 수 있을 것이다.

(2) '유효한 계약을 성립시킨 권유행위가 불법행위를 구성한다'는 판례이론에 대하여

일본의 경우 앞에서 설명한 바와 같이 부당권유에 의해 증권회사와 고객간에 성립한 계약은 유효라고 하면서, 한편으로는 부당한 권유는 고객에 대해 불법행위를 구성한다는 것이 판례이론의 전형을 이루고 있다. 이 이론은 계약 또는 그것과 유사한 관계에 있는 자간에 계약체결에 이르기까지 행해진 권유행위 등의 일련의 행위에 대해 위법성을 증명하는 것이 반드시 용이한 것은 아닌 점과 관련하여, 계약관계에 있어서 업자에게 가해지고 있는 다양한 의무, 예를 들면 설명의무나 정보제공의무 손해방지의무 등을 원용해서 그것이 충분히 이행되지 않았다는 것을 이유로 일련의 권유행위를 불법행위로 한 것으로 이른바 '불법행위책임의 계약책임화 현상'의 하나이다.²⁸⁾

이 이론은 원래 기본계약에 근거해 계속적 거래가 행해지며 선물거래인 상품거래에서 확립된 것으로서 유효하게 성립한 계약에 의해 고객이 부담하지 않을 수 없는 손익차손금 및 위탁수수료와 外務員의 부당한 거래행위에 의해 고객이 입은 손익차손금 및 위탁수수료 상당의 손해를 對當額으로 상쇄시킴으로써 고객의 위탁증거금을 반환받기 위해 고안된 것이지만 증권거래에 있어서도 기본적으로 수용되고 있다. 후술의 [⑤ 판결]이 그 일례이다.

단 최근 일본에서 소송상 문제로 되고 있는 와란트거래는 '일회(시)적 현물거래'이기 때문에 위탁증거금을 필요로 하거나, 위탁수수료가 추가되는 일은 없다. 따라서 상품거래에서 확립된 위의 판례이론을 와란트거래에 적용하면, 와란트거래에서는 위탁계약이 유효함에 따라 고객이 추가로 부담해야할 채무는 없기 때문에 단지 부당권유에 의한 증권업자의 배상책임만 남게 된다.

27) 金建植, 주10, 294면, 297면.

28) 吉村良一, "契約責任と不法行為責任" 法學教室 186호(1996), 45면.

그런데 '유효한 계약을 성립시킨 권유행위가 불법행위가 된다'는 이러한 판례이론에 대해서는 비판 또한 적지 않다.²⁹⁾ ①계약이 유효하게 성립하고 있는 데도 그 계약을 성립시킨 행위가 불법행위로 된다는 것이 논리상 성립할 수 있는가. 또는 ②판례이론에 의하면 위탁계약이 유효한 이상 증권업자는 고객에 대해 위탁의 본점에 따라 거래를 행할 의무를 지지만 이 의무를 이행하는 것은 불법행위가 되고, 그 반대로 의무를 이행하지 않으면 채무불이행책임을 지게 되는 바 이러한 책임관계를 인정하는 것은 문제다. ③부당권유에 의해서도 고객이 이득하는 경우가 있기 때문에 판례이론을 인정하더라도 부당한 권유행위와 고객의 손해간에는 불법행위성립을 위한 상당인과관계를 인정하는 것은 특단의 사정이 없는 한 곤란하다³⁰⁾는 것이 그것이다.

그러나 학설의 다수는 판례이론을 지지하고 있고³¹⁾ 그 이유로서는 예를 들면 ㉠위탁계약의 효력이 유효·무효인 것과 증권업자의 행위가 고객에 대해 불법행위를 구성하는 것은 별개의 문제이기 때문에 불법행위는 계약의 유효·무효와는 관계없이 성립할 수 있다고 해석해야 할 것이다. ㉡위탁계약이 公序良俗違反, 錯誤, 詐欺 등에 의해 무효 또는 취소될 수 있는 경우에는 고객은 계약의 효력이 발생하지 않은 것을 이유로 원상회복을 요구할 수 있는 것은 당연하다고 하더라도, 그것과는 별도로 증권업자의 행위가 불법행위에 해당한다고 해서 책임을 추궁하는 것은 가능하다. ㉢실무적으로 보더라도 불법행위로서 책임을 추궁하는 경우에는 고객은 위자료 및 변호사비용의 청구가 가능하며 또 임원이나 그 밖의 사용인에 대해서도 공동불법행위책임을 물을 수 있다는 것 등이 지적되고 있다.

판례이론에 관한 일본의 논의는 간단히 말하면 "유효한 계약에 있어서 계약당사자사이에 불법행위책임을 성립할 수 있는가"에 관한 것이다. 이 이론은 우리나라의 판례 학설에서도 기본적으로 답습하고 있는 것으로 여겨지지만³²⁾ 지지되어도 좋을 것이다.

불법행위는 우리나라의 통설에 의하면 (i) 가해자의 고의 또는 과실에 의한 행위, (ii) 가해자의 책임능력, (iii) 가해행위의 위법성, (iv) 가해행위에 의한 손해발생의 4가지를 성립요건으로 할 뿐³³⁾, 계약의 유효·무효와는 무관하다. 즉 위탁계약이 유효하더라도 증권업자의 권유행위가 불법행위의 성립요건을 충족하고 있으면 고객은 당연히 불법행위책임을 추궁할 수 있다. 특히 불법행위책임을 인정하더라도 구체적인 손해배상과의 관련에서는 과실상계의 법리에 의해 증권업자와 고객간에는 '손실부담에 관한 이익조정'이 행해지기 때문에 투자손실이 어느 일방의 고의·과실에 의해서가 아니라 예를 들면 증권업자의 부당권유와 고객의 수익욕심이 어우러

29) 상세는 清水, 주13, 25면에서 인용하고 있는 문헌 참조.

30) 酒卷俊雄・吉井博編著, 「商品取引の判例と紛議處理」(1976) 195면.

31) 栗山修, 「新證券商品取引判例白選」(1988) 113면, 清水, 주13, 25면, 酒卷=吉井編著, 주30, 195면.

32) 대법원 1996. 8. 23. 94다 38199판결, 金 建植, 주10, 291면.

33) 郭 潤直, 「債權各論」(1997), 682면.

저 발생한 경우에도 손실부담에 있어서의 합리성은 유지될 수 있다. 따라서 증권회사와 고객간의 거래(계약)가 유효하게 성립한 경우에도 그 계약을 성립시킨 증권업자의 권유행위가 증권업자에게 법적으로 當爲로서 요구되는 주의의무나 실정법에 위반하고 또 그것이 고의·과실에 의한 결과 고객에 손해가 발생한 경우에는 불법행위로서 고객은 증권업자에게 손해배상을 청구할 수 있다고 이해해야 할 것이다.

(3) 불법행위책임인가, 채무불이행책임인가

설명의무위반의 권유행위가 고의·과실에 의한 것이며 위법성을 구성하고 그리고 그것에 의해 고객의 손해가 발생한 결과 증권업자가 손해배상책임을 지지않으면 안된다고 할 때, 그 책임은 구체적으로 어떠한 책임인가. 이에 대해서는 판례의 입장은 다음의 3가지로 나누어져 있다.

(가) 債務不履行責任의 부정

이 입장을 분명히 하고 있는 것은 다음의 ②판결이다. 사안은 주식의 신용거래에 있어서 過當賣買(churning)가 문제로 된 것이지만, 와란트거래의 권유와 관련해서도 유익한 시사를 준다.

[② 東京高裁 1988. 10. 20. 金融商事判例 813호 24면]

“증권업자에 의한 투자권유는 그 대상이 一回的인 現物去來인 한에 있어서는 설령 거래가 반복적으로 행해 졌다고 하더라도 계약체결의 誘引行爲에 지나지 않고, 이것에 관해 채무불이행 책임이 발생할 여지는 없다. 그리고 … 증권회사와 고객間에 信用去來契約이 締結되어 繼續的去來關係가 존속하는 경우에도 通達 및 규칙이 직접적으로는 증권회사와 고객간의 法律關係의 規律을 목적으로 하는 것은 아니고 또 고객의 증권회사에 대한 위탁목적은 증권거래의 執行이고, 증권회사에 의한 투자권유는 이것과 관련해서 행해지는 서비스업무에 지나지 않는 점을 생각하면 통상은 채무불이행책임이 발생 할 소지는 없다고 해야 할 것이지만, 투자권유의 방법, 態樣이 투자가의 투자목적, 재산상태 및 투자경험 등에 비추어 현저하게 부적합하며 그 결과 투자자에게 손해를 준 경우에는 善管注意義務에 반하는 것으로써 채무불이행책임을 진다.”

본판결은 신용거래와 같이 기본계약에 근거해서 계속적 거래가 행해지는 경우에는 일정의 조건을 전제로 채무불이행책임을 인정하면서도, 일회적 현물거래의 경우에 한해서는 채무불이행 책임의 발생여지는 없다고 한 것이다.

와란트는 권리행사기간이 특정되는 등 증권의 특성상 신용거래의 대상이 될 수 없다. 뿐만 아니라 일본의 경우 신용거래대상 종목은 ‘上場株式’ 중 증권거래소가 정하는 것에 한정되기

때문에³⁴⁾ 와란트는 기본적으로 일회적 현물거래로서 권유가 이루어 진다. 따라서 본판결을 전제로 하는 한 와란트거래의 권유에 있어서의 설명의무위반은 적어도 채무불이행을 이유로 한 손해배상청구의 대상일 수는 없다.

(나) 不法行爲責任과 債務不履行責任의 競合인정

그러나 이하의 판결은 채무불이행책임 및 불법행위책임의 경합을 인정하고 있다.

[③ 奈良地裁 1995. 10. 5. 判例タイムズ 911호 155면]

“증권상품의 賣主(증권업자)는 고객에 대해 상품의 내용에 관해 명확히 설명하고 … (또) 이해할 수 있도록 해서 고객에게 不測의 손해를 주지 않도록 해야한다. 증권업자의 상품에 대한 설명이 … 불충분했기 때문에 고객에게 不測의 손해를 준 경우에는 매매계약의 附隨的義務 내지는 保護義務違反에 의한 채무불이행으로써 고객의 손해를 배상해야 할 것이고, 또한 고객의 손해에 관해 증권업자의 故意 또는 過失이 인정되는 경우에는 불법행위로서 증권업자의 説明懈怠와 因果關係가 있는 고객의 손해에 대해 배상할 책임이 있다.”

[④ 東京地裁 1993. 5. 12. 判例時報 1466호 105면].

“법령, 통달, 일본증권업협회규칙등 … 에 위반한 증권회사의 고객에 대한 투자권유 등이 곧바로 사법상도 위법이 되어 채무불이행 또는 불법행위를 구성하는 것이 아니라는 것은 말할 필요도 없지만, … 증권회사 또는 그 사용인은 … 사회적으로 상당성을 결한 수단 또는 방법에 의해 부당한 투자권유를 하는 것을 회피해야 할 주의의무를 진다고 해야 할 것이며, 증권회사 또는 그 사용인이 이것에 위반한 때는 … 당해거래가 행해진 구체적인 상황여하에 따라서는 사법상도 위법으로 된다고 해야 할 것이다. 증권회사 또는 그 사용인은 이러한 위법한 투자권유에 의해 손해를 입은 투자자에 대해서는 채무불이행 또는 불법행위에 의한 손해배상의 책임을 면할 수 없다고 해석하는 것이 상당하다.”

(다) 不法行爲責任의 인정

이에 대해 불법행위책임만을 인정하는 것으로는 [⑤ 広島高裁岡山支部 1996. 5. 31. 判例タイムズ 919호 187면] 판결이 있다.

“증권회사 및 그 종업원이 일반투자자에게 새로운 투자상품을 권유할 때에는 … 투자자의 판단을 그르치지 … 않도록 배려해야 할 의무가 있다. 이는 민법상의 매매의 목적물에 관한 … 瑕疵의 告知義務와 마찬가지로 신의칙상 요구되는 의무이다. 따라서 증권회사나 그 사용인이 이

34) 日本經濟新聞社 編, 「株式取引の手引き」(1992), 157면.

에 위반해서 社會的으로 相當하다고 인정되는 범위를 逸脫하는 수단, 방법에 의해, 혹은 투자목적에 상응하지 않는 위험성이 존재하는 사실에 관해 정보를 제공하 ... 지 아니하고 투자권유를 했기 때문에 투자가가 손해를 입은 경우에는 불법행위책임을 면할 수 없다.”

(라) 학 설

부당권유에 의한 증권업자의 배상책임이 불법행위법상의 책임인지, 계약법상의 책임인지를 기준으로 분류하면 판례는 이처럼 3가지의 입장으로 나눌 수 있지만, 그러나 압도적인 다수의 판례는 불법행위법상의 책임이라는 입장을 취하고 있다.³⁵⁾

이러한 불법행위법상의 책임론은 학설에서도 다수가 지지하는 입장이기도 하지만, 그러나 권유행위는 기본적으로 증권회사와 고객간에 증권 매매 내지는 매매의 위탁이라는 계약을 체결하기 위한 행위임에 착안해서 계약법상의 책임론으로 증권회사의 부당권유로부터 고객의 이익을 보호하는 것이 오히려 합리적이라는 견해가 유력하다.³⁶⁾

즉 계약법상의 책임론의 쪽이, 첫째 증권회사와 고객간의 계약적 접촉의 다양성을 전혀 고려하지 않는 불법행위책임론보다는 법률관계의 구체적인 처리를 피할 수 있으며, 둘째 증권거래법상의 금지규정은 그 위반에 대해 행정처분 내지는 벌칙이 예정되어 있는 것과 관련해서 계약성이 강한 행위의 소극적 금지의 성격이 농후하고, 또 증권업자의 증권투자에 관한 전문적 지식, 정보 수집력 등에 비추어 증권업자의 전문성은 지금 이상으로 강조되어도 좋은 점 등을 생각하면 전문가로서의 고도의 주의의무를 전제로 한 증권업자의 책임은 증권거래법의 금지규정과 결합한 불법행위책임법리로는 충분히 대응할 수 없다는 것이 그것이다.

이 견해는 부당권유를 행한 증권업자에 대해 증권거래법등의 투자권유관련법령위반을 매개로 불법행위법리에 근거해서 손해배상책임을 추급하는 것보다는, 오히려 투자권유관련법령과는 직접적으로는 무관한 계약책임의 쪽이 투자가의 보호 및 증권업자의 책임의 엄격화에 바람직하다는 것이지만, 이에 대해서는 계약적구성을 하면 주관적요건의 입증책임에 있어서는 투자가가 유리할 수 있지만, 계약법상의 책임론이든 불법행위법상의 책임론이든 손해배상책임을 발생시키는 증권업자의 주의의무(설명 의무)의 내용에는 차이가 없다는 점,³⁷⁾ 즉 계약적 구성을 하더라도 구체적인 손해배상책임의 문제에 이르러서는 증권거래법등의 투자권유관련법령이 관계하지 않을 수 없다는 점이 지적되고 있다.

이처럼 계약법적 구성이든 불법행위법리에 의하든 그 실질에 있어서는 그다지 차이는 없고,

35) 불법행위책임을 인정하는 판례에 대한 상세는 川村和夫, “フロント取引と説明義務” 判例タイムズ 883호(1995) 52면, 山下友信, “證券投資の勸誘と説明義務” 金融法務事情 1407호(1995) 28면을 참조.

36) 山下, 주14, 340면.

37) 川派, 주5, 651면.

특히 불법행위법리에 근거하는 경우에도 과실상계의 단계에서 증권업자의 주의의무위반과 투자자의 능력이나 상황을 고려한 이익조정이 행해지기 때문에 법리의 적용의 차이에 의해 결과에 결정적인 변화가 생기는 것도 아니다. 그 의미에서 어느 일방의 법리만을 적용하기 보다는 위의 판례의 입장 (나)와 같이 불법행위책임과 채무불이행책임의 경합을 인정하는 쪽이 오히려 투자자의 보호라는 관점에서도 바람직할 것이다.

4. 損害賠償責任

증권업자의 권유행위가 ①투자권유관련법령 또는 이러한 법령으로부터 導出된 주의의무에 위반하는 동시에 ②사회통념상 허용되는 범위를 일탈함으로써 불법행위나 채무불이행에 있어서 위법성의 요건을 충족한다고 할 때, 증권업자에게 구체적인 손해배상책임이 발생하기 위해서는 먼저 고객에게 있어서 구체적인 손해가 존재하여야 하며 그리고 그 손해와 부당한 권유행위간에는 인과관계가 인정되지 않으면 안된다. 여기서는 와란트소송에서 문제가 되고 있는 증권업자의 구체적인 손해배상책임에 대해 살펴보기로 한다.

(1) 고객의 손해

와란트소송의 경우 부당한 권유에 의해 고객이 입은 손해에 관해서는 이른바 “원상회복적 손해”로 보는 것이 판례의 일반적인 입장이다. 즉 부당권유에 의해 고객이 지불한 구입대금으로부터 당해증권의 매각대금 (내지는 확정가치액)을 공제한 것이 손해로 된다. 따라서 예를 들면 부당권유에 의한 와란트의 구입시 지불한 금액이 1000만원이고, 권리행사기간의 경과에 의해 와란트가 무가치화된 경우에는 판례이론에 의하면 고객의 손해는 1000만원이 된다.

이처럼 고객의 손해를 원상회복적 손해로 이해하고 증권업자에게 원상회복적 손해배상책임을 인정하는 것에 대해서는 이는 결과적으로 부당권유에 의해 성립한 거래의 효력을 부정하는 것과 마찬가지로 보는 점에서, 부당권유에 의해 성립한 거래(계약)는 유효하다고 하면서 한편으로는 이러한 형태로 불법행위책임을 인정하는 것은 자기모순이라는 비판이 가해지고 있고,³⁸⁾ 또 고객이 지불한 구입대금을 손해라고 하는 것은 증권을 구입한 것 자체가 손해라는 것과 같고, 이러한 논법은 고객이 와란트를 구입했을 시점에서는 구입가치상당의 유통가치를 갖고 있었을 것을 생각하면 실질적으로 의문이라고 하는 견해도 있다.³⁹⁾

실제로 고객의 손해 중에는 그 원인의 제공은 증권업자의 부당권유였을지라도 최종적으로는 증권시장의 시세의 변동에 의해 또는 고객의 매각시기의 부적절에 의해 발생한 것도 있을 수 있으며, 또 부당권유에 의한 손해를 주장하는 고객 중에는 부당권유가 없었더라도 당해투자를

38) 川浜, 주5, 657면.

39) 川村, 주35, 64면.

했을 고객도 있을 수 있다.⁴⁰⁾ 따라서 원상회복적 손해배상원칙은 반드시 설득적이라고는 할 수 없다. 그래서 판례 중에는 증권업자의 부당권유에 의한 고객의 손실 중 적어도 “와란트의 시장 가격이 대폭 하락한 것에 의해 발생한 손해라고 할 수 있는 손해부분에 관해서는 증권업자는 배상책임이 없다”는 취지의 판단을 하고 있는 것도 있다.⁴¹⁾

그러나 부당권유의 규제이유를 투자자의 ‘자주적 투자결정 (판단) 의 보호’에서 구할 경우에는 고객의 투자결정에 미친 영향의 유무에 관계없이 기본적으로는 투자자의 자주적 투자결정을 방해하는 부당권유는 엄격히 규제되어야 할 것이며, 이 점에서는 ‘원상회복적 손해배상원칙’은 오히려 바람직스러운 것이 될 수도 있다. 특히 名古屋簡裁 1993. 6. 30 (判例タイムズ 848호 266면) 판결처럼 원상회복적 손해배상원칙의 이론적 근거를 “부당권유가 없었더라면 고객의 투자는 없었을 것”이라는 것에 구할 경우에는 원상회복적 손해배상은 당연히 이치로 될 것이다.

그러나 원상회복적 손해배상원칙이 실질적으로 관철되는 경우란 거의 드물고 후술하는 바와 같이 대개의 경우는 증권업자의 구체적인 손해배상액은 고객측의 과실과의 상계를 통하여 결정되기 때문에 원상회복적 손해배상원칙이 갖는 의미는 실질적으로는 고객측의 손해를 산정하는 기준으로서의 의미 밖에 없다.

(2) 상당인과관계⁴²⁾

부당권유가 있어도 고객은 이익을 얻는 경우도 있으며 또 손실이 발생한 경우에도 그 손해는 앞에서 언급한 바와 같이 증권시장의 시세 변동이나 고객의 매각시기의 부적절 등에 의할 수도 있다. 그래서 부당권유와 고객의 손해간에는 상당인과관계의 존재를 인정하기 어려운 면이 없는 것은 아니지만, 위의 名古屋簡裁 1993. 6. 30. 판결처럼 “부당권유가 없었더라면 고객의 투자는 없었을 것”이라는 인식을 전제로 하거나, 또는 증권업자가 고객이 예상하지 못한 과대한 위험을 부담하게 되는 거래를 권유한 것 그 자체가 위법행위라고 하고 동시에 고객의 손해에 대해서는 ‘구입대금에서 매각대금을 공제한 것’(원상회복적 손해)으로 이해하는 경우에는 고객에게 손실이 발생하는 한은 부당권유와 고객의 손해사이는 당연히 상당인과관계가 인정될 것이다.

40) 이러한 경우에 一部無效의 法理가 적용될 수 있다고 한다면, 증권업자는 부당권유가 없었더라도 고객이 당해투자를 했었을 것이라는 이른바 고객이 의욕했을 假定的意思를 입증하는 것으로(민법 137조 但書) 배상책임을 면할 수 있게 된다. 그러나 가정적 의사는 일반적으로 “거래의 관행과 信義誠實의 原則에 따라 당사자가 이성적으로 하였으리라는 法斷”으로서 판단하여야 한다고 하지만(金相容, 『民法總則』(1996) 752면), 증권거래에 있어서 투자자의 가정적 의사를 입증한다는 것은 그다지 용이한 작업은 아닐 것이다. 부당권유가 없었더라도 고객은 당해투자를 했었을 것이라고 가정하더라도 즉 투자종목에 있어서는 변화가 없었을 것이라고 판단되더라도 투자규모(금액)에 있어서 까지 변화가 없을 것이라고는 단정할 수 없기 때문이다.

41) 東京地裁 1994. 2. 4. 判例時報 1518호 36면. 본 판결의 상세는 權鍾浩 “外貨建てワラントの投資勸誘と証券會社の説明義務” *ジュリスト* 1112호(1997) 99면을 참조.

42) 이하의 記述은 清水, 주13, 49면-50면에서 示唆를 얻었다.

(3) 損益相計

상품선물거래나 주식신평거래와 같이 기본계약에 근거해서 거래가 계속적으로 행해진 경우에 있어서 業者의 위법한 행위, 즉 說明義務의 懈怠, 단정적인 판단의 제공에 의한 권유, 이익보증적인 言辭, 사실상의 일임에 의한 과당거래 등의 행위에 대해서는 판례는 거래의 전과정을 일체로 하여 하나의 불법행위로 취급하기 때문에 통상은 일련의 거래 중 개개의 거래에서 이익이나 손실이 발생한 경우에는 이익분을 공제한 純損失, 즉 損益相計後の 純損失이 고객의 손해로서 인정된다.

이에 대해 와란트거래의 경우에는 일회성 현물거래이기 때문에 와란트거래가 반복적으로 행해졌다고 하더라도 이론상은 일련의 거래에 있어서 일체성이나 관련성을 인정하기는 곤란하다. 따라서 일련의 거래 중 개개의 거래에서 발생한 이익과 손실은 기본적으로 손익상계의 대상으로 될 수 없고, 또 이러한 시각에서 대개의 경우 원고는 일련의 와란트거래 중 손해가 발생한 거래에 대해서만 증권업자의 불법행위책임을 추궁하고, 판례의 다수도 일련의 와란트거래에 있어서 이익과 손실은 상계의 대상으로 되지 않는 것을 전제로 판단하고 있다.⁴³⁾

그러나 이처럼 거래의 개별성을 강조해서 손익상계를 인정하지 않으면 예를 들면 부당권유를 통하여 數回の 와란트거래가 행해진 경우 고객은 이익을 얻는 거래에 대해서는 부당권유를 문제로 하지 않고 손해가 발생한 거래에 대해서만 부당권유를 이유로 손해배상을 청구할 가능성은 얼마든지 있고, 실제로 와란트소송에는 이러한 주장이 대부분이다. 물론 이러한 불합리에 대해서는 판례는 과실상계의 단계에서 고객측의 이득경험 등을 고려하는 것으로 고객이 부담해야 할 손해액을 대폭 증액시키는 것으로 보완하고 있지만, 불법행위책임에 있어서 손해액산정의 본래의 모습은 손익상계를 통해 확정하는 것이 일반적인 점을 생각하면 이 방법은 찬성하기 어렵다. 따라서 와란트거래의 경우에도 법률적으로는 기본계약이 존재하지 않지만 일련의 거래 중 근접해서 이루어진 거래에 대해서는 사회적 사실로서 거래의 일체성을 인정하여 손익상계를 인정하는 것이 손실만이 보상됨으로서 결과적으로 고객이 이익만을 얻게 되는 불합리를 방지할 수 있을 것이다.

(4) 過失相計

부당권유와 고객의 손해간에 相當因果關係가 성립하는 등 불법행위나 채무불이행책임의 성립요건이 충족되더라도 구체적인 손해배상에 있어서는 고객측의 자기책임원칙과의 과실상계를 통해서 결정하는 것이 판례의 일반적 경향이다.

43) 예를 들면 大阪地裁 1994. 2. 10. 判例タイムズ 841호 271면, 東京地裁 5. 5. 12. 判例時報 1466호 105면. 단 大阪地裁 1994. 12. 16. 判例時報 1564호 45면의 경우는 損益相計를 긍정하고 있다.

그러나 투자권유사건에 있어서의 과실상계는 통상의 불법행위의 경우와는 그 성격이 꽤 다르다. 즉 통상의 불법행위법리상의 과실은 加害者가 주의의무를 다했으면 손해의 발생을 방지할 수 있었을 것을 전제로 하고 있지만, 투자권유에 있어서는 증권업자가 주의의무를 다했더라도 손해의 발생을 방지할 수 없는 경우가 있고 또 손해의 발생의 원인제공자는 증권업자였을지라도 그 손해가 확대된 것에는 대개는 고객측의 과실이 관여하게 된다. 즉 투자권유와 관련하는 손해에는 증권업자 뿐만아니라 고객의 과실 계다가 시장시세의 변화 등의 다양한 요인이 복합적으로 관여하게 되는 것이 일반적이기 때문에 투자권유사건에 있어서는 불법행위법리의 이념인 '손해의 공평한 부담'을 실질적으로 확보하기란 용이한 문제가 아니다.

그러나 판례는 투자경험이 전혀 없는 고객에 대해 투자리스크에 대해서는 설명을 하지 않은 채 이득의 가능성만 강조하고, 또는 이익보증적인 言辭나 無斷 매매를 반복함으로써 고객에게 예상 밖의 손실을 입힌 등의 특단의 사정이 없는 한 기본적으로는 투자위험은 투자자의 자기책임원칙에 의해 투자자가 부담하는 것이 바람직하다는 입장을 취하고 있다. 이러한 경향은 설명의무위반과 같이 그 성질상 위법성의 인정이 극히 애매한 사안이 주종을 이루는 와란트소송에서 특히 현저하다. 예외적인 경우도 있지만⁴⁴⁾ 와란트소송에서는 와란트거래에 관한 고객의 투자경험은 말할 필요가 없고 주식의 현물거래에 대해서도 투자경험이 조금이라도 있는 경우 (예를 들면 3-4회) 에는 증권업자의 구체적인 손해배상액은 크게는 7-8割 이상 과실상계를 통해 대폭 감액하는 것이 일반적이다.⁴⁵⁾

이처럼 불법행위책임을 증권업자에게 인정하면서도 실질적으로는 손실의 대부분을 고객의 부담으로 하는 판례의 태도는 손실부담의 공평을 확보하기 위한 법기술적인 성격이 강한 과실상계제도의 본래의 취지에서 보면 지나친 감이 없는 것은 아니지만 증권투자는 원래 투자자의 자기책임에서 행하는 것인 이상은 일면에서는 수긍할 수도 있을 것이다.

그러나 전술한 바와 같이 투자자의 자기책임원칙은 증권업자가 주의의무를 다했을 때 비로소 물을 수 있는 성질의 것이라고 이해하면 지나친 과실상계는 결과적으로 증권업자가 준수해야 할 주의의무를 경감시키게 된다는 점에서 역시 문제로 될 수 있을 것이다.

VI. 결 어

본고는 일본에서 최근 급증하고 있는 와란트소송을 소재로 투자권유시 증권업자가 준수해야

44) 大阪地裁 1994. 12. 20. 判例時報 1548호 108면 및 大阪地裁 1995. 2. 23. 判例時報 1548호 108면은 어느 것도 과실상계를 하지 않고 증권업자의 책임을 인정하고 있다.

45) 예를 들면 東京地裁 1994. 2. 4. 判例時報 1518호 36면 : 과실상계 85%, 大阪地裁 1996. 1. 31. 判例タイムズ 916호 173면 : 과실상계 70%.

할 주의의무에 관해서 검토한 것이다. 일본에서 증권업자의 부당권유의 문제로서 특히 와란트가 문제되고 있는 이유는 원래가 일반개인투자자를 대상으로 한 투자상품으로서 거래의 내용이 복잡하며, 투자리스크가 큰데다가 특히 버블경제를 배경으로 유통시장에 대한 규제가 정비되지 않은 상태에서 증권업자에 의해 대량으로 추천판매된 때문이다.

이와 유사한 문제는 주가지수선물거래에서도, 또 보험법의 분야에서는 變額保險⁴⁶⁾을 둘러싸고도 생기고 있다. 그 외 증권업자의 부당권유가 전통적으로 문제가 되고 있는 분야로는 신용거래가 있고, 상품선물거래도 일본에서는 부당권유가 문제로 되는 단골 분야이다.

그런데 와란트소송에서 특징적인 것은 상품선물거래에 있어서와 같이 투자경험이 전혀 없는 자에게 무리하게 거래를 권유하거나 무단매매나 과당거래가 행해진 예를 드물다는 점이다. 이는 기본적으로 와란트라는 신종상품이 갖고 있는 투자리스크에 대해 증권업자가 어느 정도는 인식하고 있었던 점과 함께 와란트 거래는 일회성 현물거래로서 이루어진 것 때문이 아닌가 여겨진다. 그리고 와란트소송에서는 대개가 와란트거래의 높은 투자리스크에 대해 충분한 설명이 이루어 졌는가라는 설명의무의 위반을 이유로 한 불법행위책임에 관한 것이며 이는 은행의 신종금융상품이나 변액보험을 둘러싼 분쟁에 있어서도 공통하는 현상이다. 그러나 와란트소송에서는 대부분의 경우 원고는 와란트거래를 하기 전까지는 주식의 현물거래 또는 신용거래의 경험은 갖고 있는 자들이라는 점에서는 다르다.⁴⁷⁾

그러나 부당권유를 행한 자가 증권업자이든, 보험업자이든 상품거래업자이든 법률적인 관점에서 보면 어느 경우이든 당해상품의 내용이나 위험성에 관해 투자가가 올바른 인식을 가질수 있도록 증권업자는 주의의무를 다했는가 문제 되며, 이 의미에서는 본고에서 검토한 내용의 상당부분은 와란트거래에 한하지 않고 위에서 언급한 다른 분야에서도 적용될 수 있을 것이다.

증권업자의 부당권유의 문제는 冒頭에서도 언급했듯이 단지 고객에게 경제적 피해를 주는 문제를 넘어 증권시장의 가격형성기능을 왜곡시키며 증권시장에 대한 투자가의 신뢰까지 훼손시킬 수 있다. 그래서 증권거래법상의 투자권유규제는 행정처분 내지는 벌칙이라는 사후의 制裁的규제를 배경으로 해서 일정의 금지행위를 정해 두고 그것을 준수하도록 함으로써 사전에 부당한 투자권유가 행해지는 것을 방지하려고 하고 있지만 그러나 그것만으로는 충분하다고는 할 수 없다. 금지행위에 위반하더라도 制裁로서의 행정처분 벌칙은 그 결과의 중대성에 비추어 쉽게는 발동될 수 없고, 또 행정처분이나 벌칙의 제제가 증권업자에게 가해지더라도 부당한 투자권유에 의해 피해를 입은 투자가의 손실이 회복되는 것은 아니기 때문이다.⁴⁸⁾ 투자가의 손실의

46) 최근 일본의 변액보험소송에 관한 문헌으로서는 우선 金融法務事情 1465호 (1996년 10월 25일·11월 5일 합병號)을 지적해 둔다.

47) 山下, 주35, 28면.

48) 山下, 주14, 339면.

회복은 증권업자에 대해 민사책임을 묻는 것을 통해서만 가능하게 된다. 이 의미에서 또는 부당한 권유에 대한 事後的規制가 보다 실질적이고 효과적인 것이 되기 위해서는 증권업자의 민사책임을 보다 강화될 필요가 있을 것이다.

參 考 文 獻

1. 渡邊正則, “ワラント取引における投資勸誘と投資者保護”, 判例タイムズ 870號, 1995.
2. 三木俊博・田寛一・田端聰, “證券投資勸誘と民事的違法性”, 判例タイムズ 875호, 1995.
3. 森田章, “新株引受權證券と投資者保護”, 同志社法學 45권 1・2호, 1993.
4. 神崎克郎, “證券會社の投資勸誘における注意義務”, 民商法雜誌 113권 4・5호, 1996.
5. 松原正至, “投資勸誘における自己責任原則・適合性原則・説明義務”, 島大法學 38권 4호, 1995.
6. 川浜 昇, “ワラント勸誘における證券會社の説明義務”, 民商法雜誌 113권 4・5호, 1996.
7. 森田 章, “ワラント取引における説明義務違反”, 金融法務事情 1460호, 1996.
8. 證券法制研究會 編, 「逐條解説 證券取引法」, 1995.
9. 神崎克郎, 「證券取引法」, 1980.
10. 金建植, “證券會社職員의 利益保證約定과 投資者의 救濟”, 民事判例研究 제19집, 1997.
11. 清水俊彦, “投資勸誘と不法行爲” 判例タイムズ 853호, 1994.
12. Loss & Seligman, Securities Regulation 3845-48 (3d ed., 1991).
13. Cohen, “The Suitability Rule and Economic Theory,” 80 Yale L. J. 1604(1971).
14. Roach, The Suitability Obligations of Brokers : Present Law and the Proposed Federal Securities Code, 29 Hastings L. J. 1067(1978).
15. 山下友信, “證券會社の投資勸誘” 證券取引法大系(河本一郎先生還曆記念論文集, 1986).
16. 岡本桂郎, “IOSCO行爲原則のわが國への適用について” 商事法務 1245호, 1991.
17. 前田重行, “ワラント債證券投資と損害賠償責任” 消費者取引判例白選, 1995.
18. 河本一郎・大武泰南・神崎克郎 編, “投資と顧客の適合性” 新證券取引ハンドブック, 1994.
19. 神崎克郎, “證券業者の 行爲規範の 見直し” ジュリスト 977호, 1991.
20. 河本一郎, “證券・商品取引の不當勸誘と不法行爲責任” 商事法の解釋と展望(上柳克郎先生還曆記念論文集, 1984).
21. 吉村良一, “契約責任と不法行爲責任” 法學教室 186호, 1996.
22. 酒卷俊雄・吉井博編著, 「商品取引の判例と紛議處理」, 1976.
23. 栗山修, 「新證券商品取引判例白選」, 1988.
24. 川村和夫, “ワラント取引と説明義務” 判例タイムズ 883호, 1995.
25. 山下友信, “證券投資の勸誘と説明義務” 金融法務事情 1407호, 1995.
26. 日本經濟新聞社 編, 「株式取引の手引き」, 1992.

SUMMARY

Broker-Dealer's Fiduciary Duty: Focused
on the Japanese Cases Concerning Warrants

Woo, Hong Koo(Professor, College of Law, Kon-Kuk Univ)

(Kwon, Jong-Ho ((Ph.L). in Law, Tokyo Univ).

This article examined brokers and dealers' fiduciary duty with the warrant-related cases in Japan.

Warrants mean the stock purchase option in the bond. Institutional investors largely make an investment in warrants for hedging investment risk in the U.S. and the United Kingdom, But private investors in Japan had made an active investment in warrants by the recommendation of brokers and dealers during the period of bubble economy in the 1980s. As soon as the bubble economy gave way, the private investors suffering losses from investment in warrants frequently made a suit against brokers and dealers for damages. Most of cases were attributed to the violation of fiduciary duty of brokers and dealers, specially the explanation duty and suitability rule, in recommending the investment in warrants.

The courts in Japan were passive in recognizing the brokers and dealers' liability for damages. The first reason is that courts have thought these duties and rules to be nothing but the principles of the Securities Exchange Act or Self-Regulatory Organizations. The second is the concrete amount of damages is sharply retrenched by applying the legal doctrine of culpa compensation, even in case the damages liability of brokers and dealers is recognized by a court.

Beyond the problem of doing economic harm to the client alone, investment recommendation by brokers and dealers in violation of the fiduciary duty can distort the price-forming function of the securities market and derogate from the investor's trust in the securities market. Therefore, the Securities Exchange Act is providing for administrative measures or penalties in order to prevent brokers and dealers from violating the fiduciary duty. But, in light of the seriousness of its result, the sanctions such as administrative measures or penalties can not easily be triggered, and though those sanctions are imposed on brokers and dealers, the investors' loss is not restored. The restoration of the investors' loss is made only through applying to brokers and dealers' civil

liability for it.

The passive attitude of the Japanese courts in recognizing brokers and dealers' civil liability could not be justified, if such matters are considered as the recovery of the investor's loss or the factual effect of sanctions against the violation of broker-dealers' fiduciary duties.