

## 자본시장법상 불완전판매 규제제도 연구

한국자본시장연구원  
정윤모 연구위원, 법학박사

### I. 서론

최근 금융투자상품의 불완전판매로 인하여 투자자에게 피해가 발생한 사례가 속출하면서 투자자의 보호와 자본시장의 공정성을 확보하기 위한 불완전판매 규제의 중요성이 부각되고 있다. 금융투자업자들이 금융투자상품의 판매에 급급하여 고객에게 금융투자상품과 그 투자위험에 대한 설명을 불충분하게 또는 과장되게 하고, 고객의 투자목적이나 투자경험·재무상황 등 고객정보를 제대로 파악하지 않고 고객에게 부적합한 투자를 권유하는 일이 자주 발생하고 있기 때문이다. 이러한 불완전판매는 자본시장에 참여하는 투자자들에게 피해를 입히는 한편, 금융투자업의 신뢰를 떨어뜨린다는 점에서 그 부작용이 매우 심각하다.

금융투자상품의 불완전판매 문제가 발생하는 근본적인 이유는, 양 거래당사자간에 존재하는 정보의 비대칭성(information asymmetry)으로 인해 거래에 관한 중요정보를 토대로 하여 거래당사자 상호간의 이해가 적절하게 반영된 공정한 거래가 체결되기 어렵다는 점에 있다. 전 세계적으로 자본시장에서 거래되는 금융투자상품의 종류와 위험구조가 더욱 다양화되고 복잡해져 감에 따라서, 이들 상품의 설계자·판매자·구매자 등 거래관련 이해당사자들 간의 상품에 관한 정보비대칭성도 확대되고 있다. 특히 기초자산의 종류가 거의 무한대로 확대됨에 따라 파생상품 및 파생결합증권의 범위도 대폭 확대되었고, 한편으로는 금융상품들을 연계·결합하여 설계한 새로운 형태의 복합금융상품이 대거 출현하면서, 이러한 금융상품의 내용이나 그에 내재된 위험성과 적절한 가격에 대해 일반투자자들이 충분히 파악하고 상호 대등한 거래능력에 기하여 공정한 거래를 하기는 갈수록 어려워지고 있다.

물론 모든 금융투자상품의 투자에 있어서는 자기판단·자기책임의 원칙이 전제되는 것이지만, 이러한 원칙에 대한 너무 형식적인 집착은 투자자들의 피해를 방지하고 금융투자업에 대한 불신을 초래하게 되어 결국에는 중요한 경제 인프라에 해당하는 자본시장의 근간마저 무너뜨리게 될 우려가 있다. 본래 민법상 원칙에 따르면, 계약자유의 원칙에 의해 양 당사자 간 의사 합의에 의해 계약이 성립하면, 사기·강박 등 취소원인이 없는 한은 원칙적으로 계약은 유효하고, 통상은 설명의무 등이 존재하지 않아서 상대방에게 손해가 생겨도 업자에게 손해배상 책임이 인정되는 것은 아니다.

그렇지만, 계약당사자간에 정보량에 현저한 격차가 있는 경우에도 자기책임 원칙을 관철하기 위해서는, 정보의 격차를 시정할 필요가 있다. 따라서 금융투자상품의 종류와 위험구조가 다양화되고 복잡해져 가는 상황에서는 거래당사자 간의 정보비대칭성을 해소할 수 있는 방안을 마련함으로써 자기판단·자기책임 원칙의 내용을 보다 실질화하는 것이 더욱 합리적인 접근방법이다. 이러한 이유로 대부분의 금융선진국들은 정보의 비대칭성을 해소하여 일반투자자들도 충분한 정보에 기하여 공정한 거래를 할 수 있도록 금융투자상품의 투자권유 규제를 도입하여, 자기판단·자기책임의 원칙을 관철할 수 있는 토대를 제공하고 있다.

미국이나 일본과 같은 금융선진국이 도입하고 있는 금융투자상품에 대한 설명의무나 적합성 원칙 등은, 날로 복잡해져만 가는 금융투자상품 전반에 대한 투자권유나 판매 과정에서, 매도

인과 매수인 사이에 존재하는 금융상품거래와 관련된 정보의 비대칭성을 해소하여 금융비전문가인 일반투자자도 충분한 정보에 기하여 상호 공정한 거래를 할 수 있도록 뒷받침해주려는 장치이다. 이처럼 복잡한 금융투자상품을 대상으로 하여 일반투자자가 거래하려는 상품의 내용과 구조, 위험성, 그리고 수수료 등에 대해 충분한 정보를 획득할 수 있도록 지원하고 이를 토대로 거래당사자가 공정한 계약을 체결할 수 있도록 함으로써 자기판단·자기책임의 원칙을 실질화하는 것이, 바로 금융선진국들이 투자권유 규제를 도입한 취지이다.

2007년 8월에 제정된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’)상 투자권유 규제제도도 금융선진국들의 규제 취지 및 내용과 다르지 않다. 자본시장법은 금융투자상품의 개념을 정의하면서 ‘투자성’이라는 특징을 가지는 모든 금융상품을 ‘금융투자상품’으로 간주하는 ‘포괄주의 방식’과 경제적 실질이 동일한 ‘금융기능’에 대하여 동일하게 규제하는 ‘기능별 규율체계’를 도입하는 일대 규제 개혁을 단행하였다. 그 결과 금융투자상품의 범위가 대폭 확대되면서 복잡하고 새로운 상품이 개발될 여지가 늘어나게 되었고, 금융투자상품에 대한 이해능력이 각각 상이한 증권회사, 은행, 보험회사 등이 판매상품을 제대로 파악하지 못한 채 판매활동에 나설 수 있는 법제도적인 여건이 조성되었다. 이로 인한 부작용에 선제적으로 대처하고자 자본시장법은 선진적인 투자권유 규제로서 적합성 원칙이나 설명의무 등을 입법적으로 수용하여 투자자들이 충분한 정보에 근거한 투자결정(informed decision-making)을 할 수 있도록 유도하였고, 투자권유 규제를 위반한 경우에는 그 책임을 효과적으로 추궁할 수 있는 제도적 장치들을 마련하였다.

그러나 이러한 자본시장법상 투자권유 규제제도의 대대적인 정비에도 불구하고, 현재 금융투자상품을 둘러싼 불완전판매 사례는 줄어들고 있지 않다. 투자자 보호를 위한 자본시장법상의 투자권유 규제는, 그 내용이 너무 추상적이고 불분명한 용어로 규정되어 있기 때문에 실제 투자권유 규제제도를 운용하는 단계에서는 정작 그 기준이 모호하여 위반행위에 대한 규제의 실효성이 낮은 상황이고, 규제 위반 시 제재수위도 낮아 불완전판매가 지속된다고 비판받고 있다.

그 동안 규제의 실효성을 높이고 분쟁의 소지를 제거하기 위하여 하위 규정이나 자율규제기관의 표준투자권유준칙 등을 통해 그 규제내용을 구체화하는 작업이 진행되었다. 그럼에도 불구하고, 규제대상 상품이나 행위의 속성상 여전히 추상적이고 불분명한 부분에 대해서는 현행 투자권유 규제의 문제점을 찾아내고 그에 대한 합리적인 해결방안을 제시하려는 노력이 필요하다. 특히 투자위험성이 높고 새롭게 등장하는 복잡한 장외파생상품이나 파생결합증권과 같은 금융투자상품에 적절히 대응하기 위해서는 더욱 더 규제내용과 그 위반에 대한 책임을 구체화하려는 노력이 요구된다.

본 논문에서는 투자자보호 강화 측면에서 실제로 대다수 불완전판매 사례에서 주된 쟁점이 되고 있어 실천적 연구의 중요성이 높은 영역이라 볼 수 있는, 일반투자자를 대상으로 거래당사자 간의 정보비대칭을 해소하기 위한 적합성 원칙, 설명의무 그리고 적정성 원칙을 중심으로 연구하고자 한다.

## II. 금융투자상품 불완전판매 사례의 특징 분석

### 1. 대표적 사례들의 쟁점

그 동안 우리 자본시장에서 발생하였던 몇 가지 사례들을 통하여 그 심각성을 살펴보기로 한다. 먼저 통화옵션계약인 KIKO 상품의 경우, 예상환율의 급격한 변동으로 인하여 수많은 투자기업들이 대규모 손실을 입으면서, 금융투자상품의 투자위험에 관한 사회적 주목을 이끌어내고 금융투자업자의 고객보호의무에 관한 법적 논란을 촉발시키는 계기가 되었다. 이 사건에서는 판매자인 은행이 KIKO 상품의 투자위험성을 투자기업들에게 제대로 알려주었는지 그리고 기업들이 KIKO 상품거래로 인한 손실 위험을 감당하기에 적합하였는지의 여부가 주된 쟁점이 되었는데, 자본시장법에 적정성 원칙이 도입되는 계기가 되었다.

주가연계증권(ELS) 불완전판매 사례의 경우에는, 상품구조를 이해하기 힘든 고령의 은퇴자에게 원금비보장형 ELS를 판매하는 과정에서 판매자가 설명의무와 적합성 원칙을 지켰는지 여부가 쟁점이 되었다. 파생형 펀드상품인 우리과워인컴펀드 불완전판매 사건의 경우, 은행이 장외파생상품으로 구성된 상품을 일반투자자들에게 확정고정금리상품으로 판매한 결과, 2008년 금융위기 이후에 80% 이상의 투자손실이 발생하였다. 상품의 판매 시에 은행의 판매담당자들조차 장외파생상품 구조가 내재된 상품의 위험성을 인식하지 못하고 국채와 동일한 수준의 안전상품으로 투자자에게 설명하였다.

또한 2013년 발생한 동양그룹사태의 경우, 동양그룹 전체의 경영위기 및 지배구조 문제가 계열 증권회사의 취약한 투자권유·판매 규제와 맞물리면서, 계열 증권회사를 동원하여 일반투자자를 상대로 하는 투자부적격 회사채나 상업어음(CP) 등의 불완전판매를 통하여 그룹의 자금난을 해소함으로써 그룹의 부실위험을 투자자에게 전가하는 결과를 초래하였다. 2013년 9월 말 기준, 동양증권이 개인투자자에게 판매한 동양그룹 CP·회사채 등의 총금액은 약 1.6조원, 순고객수는 4만 1천명(1인당 약 3,836만원)으로, 그 이전에 발생하였던 저축은행 후순위채 불완전판매 사건에서 개인투자자가 입었던 피해규모인 총금액 7,143억원, 순고객수 2만 2천명(평균 3,222만원)에 비해 그 피해규모가 훨씬 크다. 투자자 중 약 40%가 불완전판매의 피해를 호소하며 금융감독원에 분쟁조정 신청을 접수하였는데, 신고된 불완전판매의 유형은 전화계약 체결, 대리서명, 투자성향 조작, 불충분한 위험고지 등으로 다양하였다.

### 2. 발생원인

다수 투자자의 피해가 동시에 발생하는 대규모 불완전판매는 경제상황 급변시마다 발생하였으며, 대우 회사채부터 최근 동양그룹 계열사 CP에 이르기까지 반복되었다. 이들 사례를 살펴보면, 상품구조적 특성, 투자자의 위험성 인식 소홀, 의존적 투자판단, 장점 위주의 설명 관행, 피해발생후 사후적 조치 관행과 같은 불완전판매 발생의 공통적 원인이 잠재되어 있음을 알 수 있다.

먼저, 상품구조적 특성으로서 대규모 불완전판매가 문제된 상품은 손실발생 가능성이 낮고, 투자목적이 시세차익보다는 만기보유수익 중심으로, 처분성에 제약이 있는 회사채, CP, 부동산펀드, ELS 등과 같은 투자상품이었다. 오히려 주식, 선물·옵션 등 시세변동이 심하고, 시장처분이 자유로운 투자상품에서는 대규모 불완전판매 논란이 적었다.

둘째, 이런 금융투자상품 매수로 수익을 경험하면, 심리적 관성으로 인해 투자판단시 해당 금융투자상품에 대한 위험성 인식이 소홀해지는 경향이 발생하였다. 성공경험을 축적한 투자자는 해당 상품의 위험성에 대한 진지한 고민 없이 재투자를 반복하여, 결혼준비자금, 노후자금, 전세자금 등 안전성을 최우선시해야 할 자금을 채권, CP 등에 계속적으로 투자하였다.

셋째, 예상을 뛰어넘는 손실이 발생하였다. 대체적으로 일반투자자도 금융투자상품이 은행 예금과 다른 인지하고, 어느 정도 손실을 감수할 의사는 존재하지만, 100%에 가까운 투자손실을 예상하거나 준비하는 투자자는 거의 없다.

넷째, 의존적 투자판단의 관행이 존재하였다. 문제된 금융투자상품을 판매직원이 권유한 경우에 불완전판매 논란으로 연결되었지만, 투자자가 HTS 등을 통해 자기주도적으로 투자결정 경우에는 불완전판매 논란이 발생할 개연성은 거의 없었다. 많은 일반투자자들은 판매직원의 권유에 의존하는 경향이 있어 투자결정이 판매직원에게 의해 이루어졌다고 생각한다. 투자자들이 제대로 된 설명을 듣지 않고, 설명서의 내용도 정확히 읽지 않았음에도 서명날인하는 잘못된 관행이 아직도 존재한다.

다섯째, 장점위주로 설명하는 관행이 존재하였다. 금융투자업자도 영리를 추구하는 회사이므로 투자권유시 투자자의 이익보다는 회사의 이익을 우선시 하는 마케팅 유인이 존재한다. 따라서 최악의 경우 발생가능한 손실규모 등과 같은 상품의 약점에 대해서는 명확히 설명하지 않는다.

여섯째, 피해발생 후에만 사후적으로 조치를 취하는 관행이 존재하였다. 통상의 경우 판매절차상 다소 문제가 있더라도 성공한 투자에 대해서는 강하게 조치하지 않아 잘못된 투자권유관행이 방치되었다.

### 3. 피해구제의 곤란성

실제로 발생하였던 불완전판매 사례에서 투자자가 피해를 구제받기는 쉽지 않았다. 불완전판매는 민사상 손해배상청구 사건으로 처리되지만, 설명의무 위반에 대한 판단과 사실관계 규명이 어려워 투자자의 피해구제가 곤란하다. 특히 사실규명에 있어서 금융투자상품 판매는 통상 금융투자업자를 방문하여 설명을 듣고 관련서류에 서명하는 절차를 거치는 데, 사후 문제가 발생하는 경우, 방문 시의 설명내용에 대해 확인할 수단이 없고, 투자자와 판매직원 간의 주장이 상반되는 경우 투자설명서 내지 확인서 등의 자필서명이 판단기준이 될 수밖에 없어 투자자의 주장을 수용하기 어렵다. 또한 손해배상책임 여부의 판단이 곤란하여, 설명의무 위반 여부는 투자자의 개별특성(투자경험, 지식, 사회활동, 연령 등)과 실제 설명내용을 함께 고려하는데, 그 결과 사실관계의 작은 차이에 의해 설명의무 위반 여부가 결정되는 사안별 판단(case by case) 영역이 된다. 그리고 금융투자업자의 손해배상책임이 인정된다고 하여도, 손해배상액 산정시 피해 투자자의 과실도 상계하게 되므로 투자자가 실제로 손해배상을 받는 금액은 피해를 입은 손해액에 비해 매우 적어 손해배상액에 대해 불만이 크다. 예를 들어 우리 파워인컴펀드 손해배상청구 사건에서 법원은 금융회사의 책임을 인정하면서도 투자자들 또한 위험을 분석해 신중히 투자할 필요가 있다고 과실상계를 하여 금융회사의 손해배상책임을 20~40% 정도만 인정하였다.

### Ⅲ. 현행 불완전판매 규제제도의 내용

#### 1. 서설

자본시장법은 금융투자업자의 영업행위규제 중 투자권유에 관한 규제를 대폭 개선하여 투자자들이 충분한 정보에 근거한 투자판단을 할 수 있도록 유도하고 있다. 이를 위하여 고객숙지의무 및 적합성 원칙을 도입하고, 설명의무의 적용대상을 모든 금융투자상품으로 확대하여 설명의무를 강화하였다. 또한 투자자의 원활한 피해구제를 위하여 손해배상액 추정규정을 신설하고 모든 금융투자상품을 대상으로 하여 적용하였다. 한편, 파생상품 등에 대해서는 적합성 원칙과는 다른 차원에서 투자권유행위가 없더라도 한층 높은 투자자 보호를 위하여 적정성 원칙도 적용된다. 투자자가 원하는 경우를 제외하고 방문·전화 등에 의한 투자권유를 금지(unsolicited call)하는 규정을 신설하였고, 금융투자업자가 아닌 자에 의한 투자광고를 금지하는 규정도 신설하였다.

금융투자업자의 영업행위에 관한 규제인 투자권유를 자본시장법령 차원에서만 접근하는 경우, 설명의무 및 적합성 원칙의 실효성을 제고하기가 어렵다. 따라서 다양한 형태의 부당한 투자권유로부터 투자자를 효율적으로 보호하기 위해서는 금융투자업자가 자발적으로 대처할 수 있는 실질적이고 구체적인 규제의 마련이 필요하며, 바람직한 형태의 투자권유행위가 능동적이고 자율적으로 시장에 정착되도록 유도하기 위해서 금융투자업자가 투자권유준칙을 정하도록 하고 있다.

#### 2. 적합성 원칙

##### (1) 고객숙지의무

고객숙지의무(know your customer rule)는 적합성 원칙 준수를 위한 전제조건으로서의 의미를 갖는다. 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하기 전에 면담·질문 등을 통하여 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악해 두어야 한다. 적합성 원칙은 일반투자자에 대해서만 적용되므로, 투자자정보를 수집하기에 앞서서 일반투자자인지 전문투자자인지 확인하여야 한다. 자본시장법은 투자자의 위험감수능력을 고려하여 투자자보호에 차별성을 두는 규제방식을 도입하고 있다. 투자권유자가 적합성에 관한 판단을 내리기 위해서는 합리적인 근거를 가지고 있어야 하며, 합리적인 근거에 기한 적합성 판단을 행하기 위해서는 ‘금융투자상품에 관한 정보’ 이외에도 ‘투자자에 관한 정보’가 필수적이다.

금융투자상품 판매시 고객숙지의무 규정을 통하여 금융투자업자에 대해 투자자 보호의 전제조건으로서 투자자에 대한 조사 및 파악을 적극적 의무로 인정하고 있다. 종래 판례에서의 적합한 투자권유 해당여부의 판단기준을 보면 증권회사나 그 임직원이 투자권유 전에 고객의 상황을 파악하여야 한다는 것이 함축되어 있는데, 이를 하나의 절차적 의무인 고객숙지의무로 명시함으로써 명확히 하였다는 점에 의미가 있다. 증권시장의 현실에서는 자기책임의 전제가 되는 증권거래에 관한 정보에 대한 투자자의 신뢰가 충분히 보호되지 않으면 안되기 때문에 증권회사는 투자자의 투자목적, 재산상태 및 투자경험 등을 신중히 고려하여(고객숙지의무) 투자자에게 적합한 권유를 하여야 하고(적합성 원칙), 당해 거래에 필연적으로 수반하는 위험성

에 관하여 정확한 인식을 형성하는데 족한 정보를 제공하여야 한다(설명 의무).

## (2) 상품숙지의무

자본시장법은 금융투자업자의 상품숙지의무(know your products)에 관한 규정을 직접 명시하고 있지 않지만, 적합성 원칙의 전제로서 금융투자업자에게는 고객숙지의무와 더불어 금융투자상품에 대한 숙지의무도 당연히 전제되어 있다고 보는 것이 타당할 것이다. 금융투자업자가 특정한 투자자에게 투자를 권유하는 경우에는 권유대상인 금융투자상품이 당해 투자자에게 적합하다는 신뢰에 합리적 근거가 있어야 하는데, 이를 위해서는 당해 금융투자상품에 대한 지식을 가지고 있어야 하기 때문이다.

따라서 금융투자업자는 투자권유를 하기 전에 권유대상인 상품에 대하여 합리적인 조사를 하여야 한다. 금융투자업자가 투자권유를 하는 경우에는 그에 대한 합리적인 근거가 있어야 하며, 투자자의 요청이 있을 때에는 자신의 투자권유를 뒷받침하는 정보를 제공할 수 있어야 한다고 본다. 금융투자업자가 금융투자상품에 대해 유리한 내용에 대해서만 설명을 하고 불리한 내용에 대해서는 설명을 하지 않는 경우는 설명의무 위반에 해당될 수 있다.

금융투자업자의 투자권유는 그 자체로 금융투자상품에 대한 합리적인 조사에 의해 도출되었다고 보아, 금융투자업자가 권유대상 상품의 발행회사가 제공한 정보만을 맹신하여 별도의 독자적인 조사를 하지 아니하는 경우에는 적합성 원칙을 위반한 행위에 해당한다. 그러므로 금융투자업자는 고객에게 충분하고 합리적인 근거 없이 특정 금융투자상품에 대한 투자를 권유해서는 안 되며, 권유대상 증권에 대한 중요 정보가 부족한 경우에는 당해 상품의 위험성과 정보부족 사실을 투자자에게 알려주어야 한다.

## (3) 적합성 원칙

투자자에게 정확한 정보의 제공이나 설명의무를 다했다고 하더라도 투자자에게 완전한 자기책임의 원칙을 지우기에는 부족하므로, 투자자에게 적합하지 않은 투자권유는 하지 못하도록 금지하여 자기책임 원칙을 실질적으로 담보하도록 하여야 한다. 적합성 원칙(suitability rule)은 금융투자업자의 소극적인 의무 형태로 규정되어 있다. 금융투자업자는 투자자의 투자목적, 재산상황, 투자경험 등에 비추어 보아 당해 고객에게 적합한 투자가 아니면 해당 고객에 대해서는 투자를 권유해서는 안 된다고 하는 규정 형태를 취하고 있기 때문이다.

어떠한 투자자에게 특정한 금융투자상품을 권유하는 경우에는 당해 금융투자상품이 해당 투자자에게 적합하다는 신뢰에 합리적인 근거가 있어야 한다. 권유가 투자자에게 결과적으로 부적합하였다 하더라도 권유 시에 합리적인 근거가 있었다면 투자권유자는 면책된다. 적합성 원칙은 원래 미국에서 증권회사가 투자권유 시 투자자의 처지에 부적합한 투자를 권유하는 것을 막는 원칙으로 발전된 것으로 현재 선진 자본시장에서 널리 수용되어 있다. 다만, 투자권유 없이 투자자가 스스로 원하여 투자하는 경우에는 파생상품 등 일부의 투자위험성이 높은 금융투자상품에 대한 적정성 원칙이 적용되는 경우를 제외하고는 적합성 원칙은 적용되지 않는다. 대부분의 국가에서도 적합성 원칙은 금융회사가 고객이 상품을 구입하도록 권유하거나 또는 자문(advice)을 제공할 때에만 적용된다. 적합성 원칙의 한계와 관련하여, 금융투자업자에게 계약의 내용을 투자자에게 적합하도록 변경하여 권유하거나 투자자의 손실을 제한할 수 있는

다른 거래조건을 모색하여 권유할 의무까지는 인정되지 않는다.

자본시장법은 적합성 원칙의 적용대상으로 하는 상품에 대하여 직접적인 제한을 하고 있지 않다. 이에 비해 설명의무의 경우에는 명문으로 금융투자상품을 대상으로 함을 규정하고 있으며, 적정성의 원칙의 경우에도 그 적용대상 상품을 파생상품, 기타 대통령령으로 정하는 금융투자상품으로 제한하고 있어 다른 입법태도를 보이고 있다. 그러나 특정 투자자에게 적합한 상품을 선택하여 권유한다는 적합성 원칙의 성격상 일부 금융투자상품으로 그 적용범위를 제한하지 않는 것이 자본시장법의 해석에 부합한다고 본다. 따라서 현행 자본시장법상 적합성 원칙은 금융투자상품 전체에 적용되는 일반 원칙이라 할 수 있다.

적합성 판단의 기초가 되는 정보는 투자자가 제공한 정보에 한한다. 금융투자업자가 적극적으로 다른 곳에서 투자자에 관한 정보를 수집할 의무까지 부담하는 것은 아니다. 권유자가 투자자의 신고내용에 따라 적합성 판단을 내리는 경우, 결과적으로 부적합한 것이었다 하더라도 권유자는 신고내용에 따라 적합성 판단을 내렸다면 이는 합리적인 근거가 있다고 판단할 수 있다. 투자자가 정보제공을 거부하거나 투자자가 제공한 정보가 불충분한 경우에는 금융투자업자가 적합성 판단을 적정하게 수행할 수 없다. 이 경우에는 금융투자업자가 제공된 정보의 불충분성을 이유로 적합성 판단이 불가능함을 통지하고 그에 따른 위험을 경고하여야 하며, 투자권유를 하여서는 안 된다고 본다.

적합성은 투자의 결과가 확정된 후에 이루어지는 사후적 또는 결과적인 적합성이 아니라 권유시점을 기준으로 하는 사전적 또는 예측적인 적합성을 말한다. 또한 적합성은 객관적으로 최선의 권유에만 인정되는 것은 아니다. 일정한 시기에 투자자에게 적합한 권유는 복수 존재할 수도 있다. 금융투자업자는 권유대상 거래가 투자자의 투자목표를 충족하고 투자자가 재무적으로 관련 투자위험을 감수할 수 있다고 신뢰할 만한 합리적인 근거를 가지고 있어야 하며, 합리적 근거는 투자자에게 제공되는 서비스의 맥락에 따라 판단된다. 실무상 입증은 중요하므로 금융투자업자는 권유과정의 기록을 유지하고, 특정한 권유가 이루어진 이유를 명시하여야 한다. 적합성 판단은 투자자의 투자지식이나 경험 등에 비추어 행한다. 투자자 스스로 금융투자상품의 위험성과 구조를 파악할 수 있을 정도의 전문성을 가진 전문투자자에 대해서는 적합성 원칙이 적용되지 않는다.

### 3. 설명의무

#### (1) 의의

투자자에게 자기책임의 원칙을 지우기 위해서는 투자자가 투자판단을 내리는 시점에서 합리적인 판단을 할 수 있도록 정확하고 충분한 양과 질의 정보제공이 보장되어야 한다. 이에 따라 금융투자상품의 투자권유시 금융투자업자는 고객인 투자자가 충분한 정보에 근거한 투자판단을 할 수 있도록 상품의 내용과 위험성 및 계약의 형태 등을 정확하게 알려주어야 하는데, 이를 금융투자업자의 설명의무라고 한다. 즉, 금융투자업자는 고객인 투자자가 거래의 내용과 투자의 위험성에 대한 인식이나 판단을 잘못하지 않도록 배려하여야 하고, 당해 거래에 관한 정확하고 충분한 설명을 해주어야 한다.

설명 의무는 금융투자업자에게 부과되는 신의성실의무를 구체화한 것으로, 금융투자업자가 투자자에게 금융투자상품의 투자를 권유하는 경우, 상품의 내용과 투자위험 등 법령에 정한 사

항을 투자자가 이해할 수 있도록 설명하여야 할 의무를 부과하는 것이다. 설명의무는 금융투자상품에 대한 전문지식과 분석능력이 부족한 일반투자자에 대해서만 적용하여 일반투자자에 대한 보호를 강화하려는 것이다.

설명 의무의 이론적 근거는 정보의 비대칭성으로부터 투자자를 보호하기 위한 것에서 찾을 수 있다. 투자자는 금융투자상품 거래에 관련된 충분한 정보를 취득하여야만 적절한 투자판단을 할 수 있는데, 그러한 정보를 고객 스스로 수집하기란 현실적으로 매우 어렵다. 반면에 금융투자업자는 금융투자상품거래 업무 전반에 대하여 많은 투자정보와 경험을 축적하고 있다. 따라서 금융투자업자에게 설명의무를 부과한 것은 기본적으로 정보의 비대칭성을 해소하여 투자자를 보호하기 위함이다.

자본시장법은 종래 판례에서 고객보호의무를 근거로 하여 인정되고 있던 설명의무를 명문화하였다. 판례는 일반적인 고객보호의무를 근거로 투자권유를 하는 금융투자업자의 투자자에 대한 설명의무를 인정하여 왔으나, 종래 일반 사법법리에 의존하고 있는 거래당사자간의 법률관계를 사전에 명확히 하기 위해 자본시장법에 설명의무를 명시한 것이다.

## (2) 설명사항

금융투자업자는 설명시 투자자의 합리적인 투자판단이나 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 중요사항을 허위로 설명하거나 왜곡 또는 누락해서는 안 된다. 금융투자상품의 거래와 관련된 모든 내용이 아니라, 투자자가 투자의 여부와 그 정도를 결정함에 있어서 중요한 판단기준이 되는 일정한 사항을 설명하도록 하였다. 과도한 정보제공은 오히려 투자자의 이해와 투자결정을 방해할 수 있으므로 투자자가 합리적인 판단이 가능할 정도의 범위로 정보를 제공하여야 한다. 설명사항은 금융투자상품의 내용, 투자에 따르는 위험, 금융투자상품의 투자성에 관한 구조와 성격, 수수료·조기상환에 관한 사항, 계약의 해제·해지에 관한 사항이다.

금융투자상품의 내용은 증권과 파생상품의 구분에 따라 증권의 경우에도 증권의 종류별로 그리고 파생상품의 경우도 장내외파생상품의 구분과 기초자산의 종류, 기본구성요소의 차이에 따라 다양하다. 그리고 자본시장법상 설명사항으로 규정되어 있는 “투자에 따르는 위험, 금융투자상품의 투자성에 관한 구조와 성격, 수수료에 관한 사항, 조기상환조건이 있는 경우 그에 관한 사항, 그리고 계약의 해제·해지에 관한 사항”도 크게 보면 모두 금융투자상품의 내용에 포함된다고 볼 수 있다.

금융투자상품의 투자성에 관한 구조와 성격은 해당 금융투자상품의 수익과 위험이 발생하는 구조와 성격을 설명하라는 의미이다. 투자성이란 결국 위험을 의미하는 것이라는 점에서 법률상 설명사항으로 규정되어 있는 투자에 따르는 위험은 금융투자상품의 투자성에 관한 구조와 성격과 같은 의미라고 할 수 있다. 예컨대 장외파생상품의 경우 기초자산의 내용, 기초자산으로부터 가치가 파생되는 방법, 기초자산가치의 변동에 따른 파생상품 가치의 변동 내역, 기초자산가치의 변동에 따른 손실가능액 등을 설명하여야 한다. 위험의 발생가능성과 관련하여서는, 계약구조상 손익이 발생할 수 있는 위험요소와 그 위험이 현실화된 경우의 효과, 즉 손익 구조에 대한 일반적 설명을 의미하는 것으로 보는 것이 타당하다. 수수료에 관한 사항도 설명하도록 하였는데, 일본의 금융상품거래법 제37조 제3호 및 제37조의3에서도 수수료에 관해 고객에게 고지하도록 규정하고 있다. 이와 관련하여 금융투자업자의 원가나 마진에 대해서도 고

객에게 설명하여야 하는지가 문제될 수 있지만, 거래상대방이 되는 것에서 나오는 대가는 수수료라고 볼 수 없으므로 설명할 필요는 없다고 본다.

### (3) 설명의 정도

자본시장법은 금융투자업자의 설명이 형식적인 것에 그치지 않도록 하기 위해 설명의무의 이행 정도에 있어서 일정한 제한을 두었다. 금융투자업자는 설명 내용을 일반투자자가 ‘이해할 수 있도록’ 설명하여야 한다. 그러나 ‘이해할 수 있도록’이라는 설명의무의 이행 기준은 일반적·추상적 기준에 불과하며 그 표현이 구체적이지 못하다. 그 때문에, 현실적으로 금융투자업자의 설명의무 이행은 간단한 요식절차로 전락할 우려가 있다.

설명 정도는 각 투자자가 자신의 투자가 합리적인지 여부에 대해 정확한 판단을 내릴 수 있을 정도이어야 하고, 설명을 들은 투자자가 어느 정도 구체적인 이해를 할 수 있어야 할 것이다. 일반적인 기준에 따라 설명을 하였음에도 불구하고 투자자의 개별적인 사정에 따라 투자경험이나 투자지식의 부족으로 설명내용을 이해할 수 없는 경우라면, 당해 투자자를 특정한 금융투자상품에의 투자행위가 부적합한 자료 분류하여 추가적인 투자권유가 행해져서는 안 될 것이다.

투자자 각자의 사안마다 구체적인 상황이 다르므로 설명의 정도를 획일적으로 정하는 것은 어렵다. 즉 설명의무를 일반투자자에게만 적용하도록 하고 있으나, 일반투자자라고 하더라도 그 구체적인 스펙트럼은 매우 다양하고, 한편으로 설명은 해당 고객의 이해에 필요한 방법 및 정도에 의할 것을 요구하고 있으므로, 평균적인 고객이 이해가능한 설명이 아니라 특정 고객이 이해가능한 설명이 되어야 한다는 기준에서 설명의무의 수준이 결정되어야 하므로, 개별적인 투자자의 사정을 충분히 반영하여 설명내용의 범위를 정하기가 어렵다. 일본에서는 투자자의 개별적 사정에 대해 관례를 통해 고객의 일반적 투자경험, 신용거래경험 유무, 고객의 투자성향이 투기적인지 여부, 일반적인 이해력의 정도, 자금력과 투자자금의 성격, 투자목적, 투자 판단에 있어서의 신중성 여부 등을 구체적으로 예시하고 있어 참고할 만하다.

투자자가 금융투자상품의 내용이나 위험성 등에 대해 구체적으로 이해할 수 있도록 하기 위해서 금융투자업자가 이행하여야 할 설명의무의 정도를 어떠한 관점에서 결정하여야 할지는, 적합성 원칙을 적용하여 개별 투자자 각자의 사정에 따라 투자자 속성 중 어떠한 요소에 중점을 두어야 할지 여부와 관련된다. 대법원 관례에서도 고객에게 어느 정도의 설명을 하여야 하는지는 투자대상인 상품의 특성 및 위험도의 수준, 고객의 투자 경험 및 능력 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 할 것이라고 보고 있다.

일본에서는 설명의무의 이행 정도와 관련하여 적합성 원칙을 고려하도록 하는 명시적 규정을 두고 있다. “고객에 대한 설명은 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 당해 금융상품의 판매에 관한 계약을 체결하는 목적에 비추어서 당해 고객을 이해시키는데 필요한 방법 및 정도로 하여야 한다”고 규정하고 있는데, 여기서 설명의 방법과 정도를 결정하는 데에 있어서, 일반적으로 적합성 원칙 내지 고객숙지의무에서 금융투자업자가 파악하여야 하는 고객정보에 해당하는 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 계약체결 목적을 고려하도록 하였다는 점에서, 설명의무와 적합성 원칙을 포괄적으로 판단하는 일본 관례의 추세를 입법화한 것으로 보인다. 이러한 의무를 위반한 금융상품 판매자에 대해서는 설명의무 위반에 따른 손해배상책임을 부과한다.

설명 의무의 이행 정도와 관련하여 획일적이고 표준화된 기준을 마련하기는 어려우나, 판매자가 설명의무를 이행하는데 있어 투자자의 개별적인 사정을 고려하도록 의무화하는 설명의무의

적합성 고려 규정이 마련되어야 할 것이다. 지금처럼 단순히 금융투자상품을 판매하는데 있어 투자자가 ‘이해할 수 있도록’ 설명하여야 한다고만 규정할 것이 아니라, 금융투자상품 판매자가 설명의무를 이행함에 있어 개별적인 투자자의 사정을 고려하도록 의무를 부과하는 설명의무의 적합성 고려규정을 마련하여야 할 것이다.

#### 4. 적정성 원칙

##### (1) 의의 및 대상상품

자본시장법은 2009년 2월 3일 개정시 투자권유 없이 이루어지는 일반투자자의 위험 금융투자상품에 대한 적정성 원칙(appropriateness rule)을 도입하였다. 원래 2007년 제정 당시에는 자본시장법에 투자권유가 있는 경우에 적용되는 적합성 원칙이나 설명의무에 대해서만 규정하고 투자권유가 없어도 적용되는 적정성 원칙은 존재하지 않았지만, 통화옵션계약인 KIKO 사건을 계기로 하여 투자권유가 없는 경우에도 특히 위험한 일부 금융투자상품의 거래시에는 금융투자업자가 고객에게 그 투자의 부적정성에 대해 경고하도록 하는 적정성 원칙을 도입하였다. 이는 EU의 MiFID에 의하여 2007년 새로이 도입된 원칙을 모델로 한 것이다. 적정성 원칙이 적용되는 것은 파생상품 등 특별히 위험한 상품에 한정된다.

##### (2) 적정성 파악의무

적정성 파악의무는 금융투자업자가 일반투자자에게 투자권유 없이 ‘파생상품 등’을 판매하려는 경우에는 면담이나 질문 등을 통하여 그 투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악할 의무를 말한다. 적정성 파악의무의 대상정보도 투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등으로 하여 적합성 원칙의 대상 정보와 동일하게 규정하고 있다.

이와 관련하여 적정성 원칙의 경우와 적합성 원칙의 경우에 각각 파악하여야 할 대상정보를 다르게 하는 것이 타당한지 여부가 문제된다. 적정성 원칙이 2008년 이후 장외통화파생상품 거래와 관련한 대규모 손실사태에 대한 대응으로 파생상품 등 위험성이 높은 상품에 한정하여 금융투자업자의 판매부담을 강화한다는 취지에서 도입된 제도라는 점을 고려하여, 양자를 차별하여야 할 필요성이 인정된다고 판단된다. 여기서 적시하는 논거는 적정성 원칙은 금융투자상품에 대한 투자권유가 없는 경우에 투자자가 상품의 위험이나 복잡성을 이해할 수 있는 금융역량을 가지고 있는지 여부를 판단하기 위한 원칙이라는 점에서 금융역량은 물론이고 투자성향에 관한 정보를 토대로 투자자에게 적합한 상품을 권유하도록 하는 적합성 원칙과는 근본적으로 차이가 있으므로 투자권유를 원하지 않는 고객에게 금융역량 이외의 질문을 할 필요는 없다는 것이다.

##### (3) 부적정성 고지의무

금융투자업자는 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등에 비추어 해당 파생상품 등이 그 일반투자자에게 적정하지 아니하다고 판단되는 경우에는 그 사실을 알리고, 일반투자자로부터 서명, 기명날인, 녹취 등의 방법으로 확인을 받아야 한다. 이 경우 금융투자업자가 알

려야 할 사실은 ① 해당 파생상품 등의 내용, ② 해당 파생상품 등에 대한 투자에 따르는 위험, ③ 해당 파생상품 등이 일반투자자의 투자목적, 재산상황, 투자경험 등에 비추어 그 일반투자자에게 적정하지 아니하다는 사실이다.

#### IV. 외국의 불완전판매 규제제도 현황

##### 1. 미국

###### (1) 신인의무이론

미국의 경우 브로커·딜러가 SEC 규정을 위반했을 때, SEC가 제재할 수 있지만, 해당 규정 위반으로 손해를 입은 고객이 존재하는 경우에 그 고객에 대하여 어떤 책임을 지게 되는 것이냐가 의문이다. 1934년 증권거래법은 SEC에게 징계 권한을 주고 있지만, 고객에 대한 책임을 부과할 수 있도록 규정하고 있지 않기 때문이다. 이러한 법률 하에서 브로커·딜러의 규정 위반에 의해 직접 손해를 입은 고객은 무엇을 근거로 책임을 물을 수 있는 것이냐가 문제된다.

미국 법원은 고객에 대한 책임의 근거를 주로 일반적인 사기금지조항인 증권거래법 제10조(b) 및 그를 기초로 하여 제정된 SEC Rule 10b-5에 두어왔다. 증권거래법 제10조(b)란 ‘시세조종적 및 사기적 책략’ 이라고 하는 제목 하에 있는 조항의 하나로 증권의 매매에 관련된 시세조종적 혹은 사기적 책략 혹은 계약의 사용을 금지하고 있다. 그리고 무엇이 ‘시세조종적 혹은 사기적 책략’ 에 해당하는지를 정한 것이 SEC Rule 10b-5이다. SEC Rule 10b-5는 증권매매에 관하여 세 가지를 위법으로 하고 있다. 세 가지란 기망을 위해 책략·계약을 사용하는 것, 중요한 사실의 부실표시를 하거나 또는 중요한 사실을 기술하지 않고 오도적으로 하는 것, 누군가에 대하여 사기가 되거나 또는 될 것인 행위·관행·업무에 종사하는 것이다. 이 문언으로부터 명확한 바와 같이 증권거래법 제10조(b)도 SEC Rule 10b-5도 고객이 브로커·딜러에 대하여 책임을 묻기 위한 조문이 아니다. 그러나 미국의 법원은 SEC Rule 10b-5 제정 직후인 1946년에 Kardon 사건을 계기로 하여 동 규정을 기초로 사인이 소송을 제기하는 것을 인정하여, 그 이후 SEC Rule 10b-5는 많은 민사판례에서 원용되게 되었으며, 연방증권거래법 중에서 가장 많이 사용되는 규정이 되었다.

법원은 SEC Rule 10b-5와 관련하여, 다음 두 가지 이론을 이용하여 브로커·딜러의 고객에 대한 책임을 인정하였다. 하나는 신인의무이론(fiduciary theory)이고, 다른 하나는 간판이론(shingle theory)이다. 신인의무이론이란, 브로커·딜러는, 고객으로부터 신뢰를 얻은 딜러로서 행동하는지 또는 브로커로서 행동하는지에 상관없이, 상반된 이익도 포함된 거래에서 중요한 정보 모두를 공시하고, 그리고 고객의 최선의 이익을 위해 행동할 신인의무(fiduciary duty)를 부담한다는 것이다. 금융상품에 대해 충분히 설명하지 않고서 판매한 경우에는, 신인의무이론에 의하면 해당 브로커·딜러는 해당 신인의무를 완수하지 않은 것이다. 왜냐하면 중요한 정보 모두를 공시하지 않았고, 고객의 최선의 이익을 위해서 행동했다고는 말할 수 없기 때문이다.

브로커·딜러가 고객에 대해 적절한 정보를 충분히 주지 않고서 손해를 입힌 사례에 있어서, 미국에서는 브로커·딜러에게 고객과의 신인관계로 발생하는 신인의무를 부과하는 것(신인의무

이론), 또는 전문가로서의 기준을 따라서 행동한다고 묵시적으로 표시하고 있다고 이해하는 것(간판이론)에 의해서, 손해를 입은 고객을 구제하여 왔다.

미국에서 신인의무이론이나 간판이론이 활용되는 것은 책임의 근거조문인 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC Rule 10b-5가 금지하려고 하는 것이 사기이기 때문이다. 미국에서 사기가 성립하기 위해서는 ① 표시가, ② 중요한 사실에 대해서, ③ 허위이며, ④ 허위인 것을 피고가 알고 있고, ⑤ 원고의 행위에 영향을 주게 되고, ⑥ 원고가 실제로 그 표시를 신뢰하여 계약을 체결하는 등 행위를 하고, ⑦ 그 결과 원고가 손해를 입는 것이라고 하는 요건을 충족할 필요가 있다. 브로커·딜러의 책임에서 주로 문제가 되는 것은 ①의 표시요건이 충족되지 않는 것이다. 브로커·딜러는 고객에게 사실과 다른 정보를 주었다는 것이 아니고, 단지 중요한 정보를 제공하지 않았다는(미공시) 것일 뿐이다.

미공시는 법적 책임을 생기게 하지 않는다고 보는 것이 영미법의 대원칙이다. 이러한 상황에서 브로커·딜러의 행위가 사기에 해당한다고 어떻게 볼 수 있는지가 문제로 된다. 일반적으로 미공시는 법적 책임을 발생시키지 않는다고 하여도, 예외가 존재한다. 그 하나가 공시의무를 부담하고 있는데도 공시하지 않을 경우이며, 이 예외의 해당성 판단에서, 이용할 수 있었던 것이 신인의무이론이다. 신인의무이론이란 브로커·딜러에게 고객에 대해 중요한 정보 모두를 공시하는 것 및 고객의 최선 이익을 위해 행동하는 것을 요구하는 것이다. 즉 브로커·딜러는 고객과의 신인관계로부터 생기는 공시의무를 부담함에도 불구하고, 공시의무를 이행하지 않으면 사기에 해당한다고 하여, SEC Rule 10b-5의 책임이 인정되는 것이다.

## (2) 간판이론

미국의 증권감독당국인 SEC는 증권사기에 관한 포괄적인 규정으로 볼 수 있는 1934년 증권거래법 제10조(b) 등에 의하여 브로커·딜러들을 엄격한 행위기준에 구속시키는 많은 원칙들을 발전시켰는데 그 중 하나가 간판이론이다. 이 이론은 1943년 Charles Hughes & Co v. SEC 판결에서 최초로 채택되었다. 간판이론에 따라 브로커·딜러의 표시위반은 연방증권법상의 사기(fraud)조항에 따른 책임을 부담하며, SEC는 연방증권법의 집행을 통하여 브로커·딜러의 책임에 관한 간판이론을 발전시켰다.

간판이론은 기본적으로 브로커·딜러가 고객에 대하여 공정한 거래를 할 특별한 의무(a special duty of fair dealing)를 부담한다는 것을 전제로 한다. 브로커·딜러는 영업을 개시할 때, 즉 간판을 내걸 때(When he hangs out a shingle) 고객에 대하여 공정하고 성실하게 업무를 수행하겠다는 묵시적인 표시(implied representation)를 하였다고 보아야 한다. 간판이론에 의하면 스스로 표명한 것을 이행하지 않은 결과가 되어, 공정하게 전문가로서의 기준을 따라 행동했다고는 말할 수 없기 때문에, SEC Rule 10b-5의 책임이 인정되게 된다. 이를 통하여 브로커·딜러와 해당 브로커·딜러를 신뢰하여 거래하는 고객간에는 신인관계(fiduciary relationship)가 형성된 것으로 볼 수 있다. 이러한 경우 브로커·딜러는 최선의 신뢰와 성실로써 업무를 수행하여야 할 뿐만 아니라, 일반인에게 요구되는 이상으로 그의 직업상 요구되는 상당한 정도의 능력과 판단에 따라 행동할 주의의무가 있는 동시에, 고객의 이익을 위해 행동하고 고객의 이익과 상충되는 행동을 하여서는 안 되며(no-conflict), 고객으로부터 부여받은 권한을 남용하여 자신의 이익을 추구하는 것이 금지된다(no-profit).

따라서 브로커·딜러가 신인의무를 위반한 경우 그 행위유형에 따라 계약관계의 불이행 등을

이유로 브로커·딜러에게 채무불이행 책임을 추궁할 수도 있고, 행위의 기망성이 인정된다면 보통법상의 사기(fraud)에 따른 불법행위 책임을 물을 수도 있을 것이다. 그러나 신인의무에 관한 이론은 그 요건이나 판단기준, 손해배상책임 등에 관해 제정법과 같은 명확한 법리상의 구조를 가지고 있지는 않으며, 형평의 관념에 따라 그때그때 사실관계를 검토하여 신인관계 여부를 판단하여야 한다. 실제 브로커·딜러가 어떠한 불공정한 행위를 한 경우, 해당 행위가 신인의무 위반행위에 해당하는지 여부를 판단하는 것은 쉽지 않다.

한편 브로커·딜러의 불공정한 행위가 단순히 부실한 계약이행이나 이행지체가 아니라, 기망행위에 가까운 경우에는 연반증권법상의 사기행위에 해당하는지의 여부가 문제될 수도 있다. 이러한 문제에 대해 SEC는 브로커·딜러가 수탁자(fiduciary)로서 책임을 져야 한다는 것을 간판이론으로 설명한다. 브로커·딜러가 신인의무를 위반하여 공정하고 정직하게 행위하지 않은 경우 SEC가 그러한 불공정한 행위에 대해 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC Rule 10b-5을 적용하기 위한 가교로서 동 이론을 채택하고 있는 것으로 이해된다.

법원에 의해 사용될 수 있었던 간판이론은, 공시의무를 부과하는 것에 의해서가 아니라, 표시가 있었다고 간주하는 것에 의해 사기를 인정한 이론이다. 브로커·딜러가 전문가로서의 간판을 내걸고, 전문가로서의 기준에 따라 행동한다고 표시했음에도 불구하고, 그것과는 다른 행동을 취했다는 것이 허위표시에 해당한다고 하여 사기책임을 인정한다고 구성하는 것이다.

이처럼 법원에 의해 발전되어온 신인의무이론 및 간판이론은 브로커·딜러가 공시하여야 할 정보를 공시하지 않은 사례에서도, 책임을 인정하는 것을 가능하도록 하기 위해 만들어진 이론이었다. 이들 이론에 의해 SEC Rule 10b-5가 요구하는 사기의 존재가 인정되어, 브로커·딜러의 책임이 인정될 수 있게 된 것이다.

### (3) 적합성 원칙

#### 1) 고객숙지의무

브로커·딜러가 특정한 고객에게 행하는 투자권유가 해당 고객에게 적합한지 여부를 판단하기 위해서는 해당 고객에 관한 기본적인 사실을 알아야 한다. 투자권유는 반드시 투자자의 투자목적, 재무상황, 투자경험 등을 고려하여야 하기 때문이다.

자율규제기관인 FINRA Rule은 명시적으로 자신의 고객에 대해 알아야 한다고 규정하고 있다. 먼저 FINRA Rule 2090은 ‘know your customer’ 라는 제목 하에서 “모든 회원은 모든 고객에 관한, 그리고 당해 고객을 대신하여 행위하는 자의 권한에 관한 중요한 사실(essential facts)을 알고 그리고 유지하기 위하여, 모든 계좌의 개설 및 유지에 관해 합리적인 실사를 하여야 한다” 고 규정하였다.

한편, 적합성 원칙, 그리고 적합성 판단을 위한 전제로서 고객에 대해 알기 위하여 파악하여야 할 사항들에 대해서는 FINRA Rule 2111에서 정하고 있다. 동 규정에 따라 고객에게 증권거래 또는 투자전략을 권유하기 이전에 당해 권유가 사실관계에 비추어 당해 고객에게 적합하다는 합리적 근거(reasonable basis)가 있어야 한다. 즉 회원이나 그 종업원은, 회원 또는 그 종업원이 고객의 투자 프로파일을 확인하기 위하여 합리적인 실사를 통하여 얻은 정보에 근거하여, 증권을 포함하는 권유된 거래 또는 투자전략이 고객에게 적합하다고 믿을 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다. 고객의 투자 프로파일은, 고객의 연령, 다른 투자대상물, 재무상황

과 니즈, 세무상황, 투자목적, 투자경험, 투자기간, 유동성 니즈, 위험감수성, 그리고 고객이 당해 권유와 관련하여 회원이나 종업원에게 공개할 수 있는 정보를 포함하지만, 이에 한정되는 것은 아니다. 그런데, FINRA는 위 규정의 해석에 있어서 고객이 제공하는 정보에 근거하면 되는 것이지 브로커·딜러 스스로가 고객의 투자목적 및 재무상황을 조사할 의무, 즉 적극적인 고객정보수집의무 내지 고객조사의무는 없다고 해석하였다.

## 2) 증권숙지의무

브로커·딜러는 투자를 권유하기에 앞서 고객숙지의무 이외에도, 증권숙지의무(know your securities rule)를 부담한다. 브로커·딜러는 투자권유를 하기 전에 권유대상인 증권에 대하여 합리적인 조사를 하여야 한다. 브로커·딜러가 어떠한 투자자에게 투자를 권유하는 경우에는 그 증권이 당해 고객에게 적합하다는 신뢰에 합리적인 근거가 있어야 하며, 투자자의 요청이 있을 때에는 자신의 투자권유를 뒷받침하는 정보를 제공하여야 한다. 브로커·딜러가 권유대상 증권에 대해 낙관적인 설명(optimistic representation)만을 늘어놓고 자신이 알고 있거나 예상할 수 있는 악재(adverse information)를 알리지 않는 경우는 사기(fraud)에 해당될 수 있다.

브로커·딜러의 투자권유는 그 자체로 합리적인 조사에 의해 도출된 것임을 묵시적으로 나타낸다. 브로커·딜러가 권유대상 증권의 발행회사가 제공한 정보만을 맹신하여 별도의 독자적인 조사를 하지 아니하는 경우에는 적합성 원칙을 위반한 행위에 해당한다. Hanly v. SEC 판결은 증권숙지의무에 관한 대표적인 판례로 Gladstone이라는 증권판매원이 Sonics사의 임원이 확인해 준 정보만을 믿고 이 회사가 발행한 주식을 투자자에게 적극 권유하여 소속회사의 브로커·딜러 면허가 취소된 사건이다. 제2항소법원은 간판이론에 입각하여 브로커·딜러는 권유를 하기 전에 적정하게 조사하여야 한다고 판시하였다. 고객에게 충분하고 합리적인 근거 없이 특정 증권에 대한 투자를 권유해서는 안 되며, 이런 의미에서 미국의 증권숙지의무는 투자권유 서비스를 제공하는 전문가로서의 브로커·딜러에게 투자권유 대상에 대해 제대로 알고서 권유하라는 비교적 엄격한 의무라 이해된다. 권유대상 증권에 대한 중요정보(essential information)가 부족한 경우에는 당해 증권의 위험성과 정보부족 사실을 투자자에게 알려주어야 한다.

## 3) 적합성 원칙

미국의 적합성 원칙(suitability rule)은 간판이론에서 비롯된 것이다. 적합성 원칙은 FINRA라는 자율규제기관의 규정 형태로 정해져 있지만, 그 연혁은 판례에 기초한 SEC의 간판이론에서 찾을 수 있다. 1960년대까지는 주로 간판이론을 근거로 브로커·딜러의 영업활동을 규제하여 왔고 적합성 원칙은 규제수단으로서 거의 주목을 받지 못하였으나, 1960년대 소위 보일러룸(boiler-room)이라고 하는 부당투자권유행위가 사회문제화 되자 이에 대한 대책으로서 NASD(현재는 FINRA) 공정관습규칙(Rules of Fair Practice)에 있던 적합성 원칙이 크게 각광받게 되었다. SEC는 브로커·딜러의 부당행위를 방지하기 위한 대책으로서 NASD의 공정관습규칙에 있는 적합성 원칙의 개념을 보다 분명히 하고 이를 위반하는 행위에 대한 제재를 강화할 것을 제안하였다. 이를 계기로 적합성 원칙은 최근까지 브로커·딜러의 부당한 투자권유행위를 규제

하는 핵심적인 수단으로 사용되게 되었다. 간판이론이나 적합성 원칙은 브로커·딜러의 신인관계(fiduciary relationship)를 규제하기 위해서, 신인의무를 보다 구체화하는 것으로서, 브로커·딜러의 신인의무 위반의 기망행위성을 강조하여 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC Rule 10b-5의 적용을 받을 수 있도록 하는 근거를 마련하거나(간판이론), 고객에 대한 투자조언이나 권유에 있어서 브로커·딜러의 신인의무를 보다 명확히 하는 근거가 되는 것이라고(적합성 원칙) 볼 수 있다.

미국에서는 브로커·딜러의 투자권유를 주로 적합성 원칙에 의해 규율한다. 이는 판매자가 특정한 소비자의 필요에 적합한 증권만을 추천할 의무라고 정의할 수 있다. 브로커·딜러는 자신의 고객에게 투자권유를 하기 전에 ① 투자종목에 대한 충분한 조사를 하여야 하고, ② 고객의 사정을 정확히 파악하여, 그에게 적합한 투자종목을 권유하여야 한다. ‘know your customer rule’은 투자자의 주관적 사정에 적합한 투자권유를 하여야 할 의무이고, ‘know your securities rule’은 합리적 근거에 의해 투자권유를 하여야 할 의무라고 할 수 있다. 브로커·딜러가 고의로 적합성 원칙을 위반하여 고객에게 손해를 끼쳤을 때에는 연방증권법상의 사기(fraud) 금지조항에 저촉될 수 있다.

적합성 원칙에 대한 구체적인 기준은 FINRA의 규정에 의해 정해진다. 현재 적합성 원칙에 대해서는 FINRA Rule 2111(a)에서 정하고 있는데, “브로커·딜러는 고객의 투자 프로파일을 확인하기 위하여 합리적인 실사를 통하여 얻은 정보에 근거하여, 권유된 거래 또는 투자전략이 고객에게 적합하다고 믿을 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다”는 형태로 적합성 원칙을 규정하였다. 또한, FINRA Rule 2111(b)에서 만일 (1) 기관고객(institutional customer)이, 일반적으로 그리고 증권을 포함하는 특정한 거래 및 투자전략에 관하여, 투자위험을 독자적으로 평가할 수 있다고 회원이나 그 종업원이 믿을 합리적인 근거(reasonable basis)가 있고, (2) 기관고객이 회원이나 그 종업원의 권유를 평가하는 데 있어서 독자적인 판단을 하고 있다고 명백하게 표시하면, 회원이나 그 종업원은 당해 기관계좌(institutional account)에 대해 고객에게 특화된 적합성 의무(customer-specific suitability obligation)를 부담한다.

한편, 위험성이 큰 파생상품의 경우 적합성 원칙이 더욱 엄격하게 요구된다. 선물거래와 같이 상품의 구조가 더욱 복잡하고 고위험을 수반하는 금융상품에 대해서 보다 엄격한 특별규칙을 두고 있다. 고객이 옵션거래를 충분히 이해할 수 없다고 판단되는 경우(고객능력 확인의무), 또는 리스크가 현재화하여 손실이 발생하는 때에 손실을 감당할 수 있는 재산을 가지고 있지 않은 경우라면(고객재산 확인의무), 브로커가 옵션거래의 권유를 하지 못하도록 금지하고 있다.

SEC도 적합성 원칙에 관한 특별규정으로 Rule 15c-9를 두고 있다. 이 규정에는 저가주 거래와 관련하여 고객정보 수집의무, 적합성 판단의무, 고객능력 확인의무, 적합성 판단의 근거를 기술한 서면을 고객에게 교부할 의무 등이 명시되어 있다.

브로커·딜러가 단순히 투자자에게 부적합한 증권을 권유하였다는 사실만으로 당연히 Rule 10b-5에 의한 민사상 손해배상책임이 발생하는 것은 아니다. 적합성 원칙의 위반을 이유로 브로커에게 책임을 묻기 위해서는 다음과 같은 일정한 요건을 충족하여야만 한다. 즉 ① 부실표시(misrepresentations), 정보누락(omission) 또는 사기적 책략(fraudulent device)의 존재, ② 사기가 증권의 매매와 관련된 사실(a purchase or sale of a security in connection with the fraud), ③ 사기의 주관적 요건으로서 scienter의 존재(scienter by the defendant), ④ 부실표시 또는 공시하지 않은 사실의 중요성(materiality of the misstated or omitted fact), ⑤ 원고의 정당한 신뢰(justificable reliance) 등의 입증을 하여야 한다.

## 2. 일본

### (1) 규제근거

일본의 경우 금융상품의 판매·권유 등 금융상품거래업자의 영업행위 중 투자권유에 대한 규제는 「금융상품거래법」, 「금융상품판매 등에 관한 법률」(이하 ‘금융상품판매법’) 등에 의해 이루어지고 있다. 금융상품거래법에서 적합성 원칙에 대해 규제하고 있으며, 금융상품판매법은 금융상품판매업자 등의 고객에 대한 설명의무 위반에 관한 손해배상책임 및 손해액의 추정 등을 규정하고 있다. 그 이외에도 일본 증권업협회 규정은 고객의 투자경험, 자산규모 등을 고려하여 적합한 경우에 한하여 거래계약을 체결하도록 의무화하고, 투자경험 및 지식, 재산 등이 부족한 고객에 대해 투기적 위험성이 높은 증권거래의 권유를 금지한다.

일본의 경우 금융상품거래법, 금융상품판매법 등의 법률규정을 통해 설명의무는 고객에 대한 정보제공의무로서 적합성 원칙과는 엄격히 구분되어 있었다. 그러나 판례의 경우에는 설명의무와 적합성 원칙을 일체로서 판단하여 업자의 설명의무 위반을 인정함에 있어서 고객의 적합성(지식, 경험, 재산상황이나 투자의향 등)을 고려하는 경향이 많았다. 금융상품거래업자의 판매·권유와 같은 영업행위 규제는 주로 금융상품거래법을 중심으로 이루어지고 있으며, 설명의무에 관해서는 금융상품판매법에서 규정하고 있다. 그러나 금융상품거래법도 계약체결 전 서면교부의무를 통해 사실상 설명의무에 관해 규정하고 있다.

그 후 2006년에 금융상품거래법 제정을 계기로, 금융상품판매법도 개정하여 설명의무의 이행여부에 대한 판단기준으로서의 적합성 원칙을 도입하였다. 금융상품판매법 제3조 제2항에서 “고객에 대한 설명은 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 당해 금융상품의 판매에 관한 계약을 체결하는 목적에 비추어 당해 고객을 이해시키는데 필요한 방법 및 정도로 하여야 한다”고 규정하여 설명의 정도와 방법에 있어서 적합성 원칙을 고려하도록 하고 있다.

### (2) 적합성 원칙

금융상품거래법 제40조에 따라 금융투자업자는 투자권유를 함에 있어서 당해 고객의 지식, 경험, 재산상황 등에 비추어 부적당하다고 인정되는 권유를 하여서는 안 된다. 적합성 원칙은 프로투자자에게는 적용되지 않는다. 설명의무와는 별도로 적합성 원칙을 권유규칙으로 정한 의미는 투자대상에 적합하지 않은 고객에 대해서는 애초 권유를 하여서는 안 될 의무를 업자에게 부과하는 것이다.

이는 종래 일본 증권거래법 제43조 제1호 규정과 유사한 것으로 1990년에 채택된 국제증권감독자기구(International Organization for Governmental Securities Commission: IOSCO)의 행위규범원칙이 1992년 증권거래법에 반영된 것이다. 일본 증권거래법 제43조 제1호에서는 증권회사가 고객의 지식, 경험 및 재산상황에 비추어 부적당하다고 인정되는 권유를 하여 투자자의 보호에 흠결을 주거나 또는 흠결을 줄 우려가 있는 경우에는 당해 증권회사에 대해 영업정지 등의 제재를 가할 수 있도록 규정하고 있었다. 이는 적합한 거래를 권유할 적극적 의무를 의미하는 것이 아니라, 적합하지 않은 거래를 권유해서는 안 된다는 소극적 의무를 의미한다. 일본 최고재판소 판결은 증권회사 직원에 의한 주식투자신탁 등의 권유행위가 위법으로 된다는 사례로서, ① 고객의 지식, 경험, 재산상황뿐만 아니라, 고객의 의향(투자목적)도 적합

성의 판단기준이 된다는 것, 그리고 ② 적합성 원칙으로부터 현저한 일탈이 불법행위법상의 손해배상책임을 발생시킨다는 것을 명백히 하였다. ①을 수용하여, 금융상품거래법에서는 ‘계약을 체결하는 목적’을 적합성의 판단기준에 추가하였다. 따라서 금융상품거래업자 등의 임직원은 아무리 재산이 있어도 안전한 운용을 바라는 고객에게 리스크가 높은 상품을 권유해서는 안 되게 되었다.

### (3) 설명의무

유가증권이나 파생상품을 판매하는 것은 눈에 보이지 않는 계약을 파는 것이기 때문에, 업자는 고객에게 상품내용을 설명하지 않으면, 실제로는 판매가 불가능할 것이다. 그러나 종래 증권거래법에는 상품내용의 설명의무를 정한 규정이 없었다. 증권거래법 시대의 관례는, 고객과 증권회사 사이에 정보의 비대칭성이 있다는 것을 이유로, 증권회사의 임직원에게 신의칙상의 설명의무가 있다고 판단하였다. 따라서 증권회사의 임직원이 설명의무에 위반하여 권유를 했을 때는, 고객에 대한 불법행위가 성립하게 된다. 다만, 무엇을 어디까지 설명하여야 설명의무를 이행한 것으로 되는지 여부는 명확하지 않았다.

#### 1) 금융상품판매법상의 설명의무

금융상품판매법은 금융상품에 대한 설명의무 부과와 설명의무 위반에 대한 손해배상책임 명문화, 그리고 판매업자의 권유의 적정성 확보를 주요 내용으로 한다. 동법은 각 업법에 개별적으로 규정되어 있던 금융기관의 업무에 대하여 설명의무에 초점을 맞추어 횡단적인 규율을 행한 것으로, 종래 증권거래법 등의 경우 투자자에 대한 사법상 구제가 불충분하였기 때문에 이와 같은 규정을 마련하였다.

금융상품판매업자는 원본손실의 우려가 있다는 등의 중요사항에 관하여 금융상품을 판매하는 때까지 고객에게 설명하여야 한다. 즉 ① 시세의 변동이나 발행인·판매업자의 신용상황의 변화에 의해 원본결손이 발생할 우려가 있다는 것, ② 판매대상인 권리에 행사기간의 제한이 있는 것이나, 판매계약에 해제기간의 제한이 있다는 것, ③ 시세의 변동이나 발행인·판매업자의 신용상황의 변화에 의해서 당초 원본을 상회하는 손실이 생길 우려가 있다는 것을 고객에게 설명하여야 한다.

설명은 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 당해 계약을 체결하는 목적에 비추어 당해 고객을 이해시키기 위해 필요한 방법 및 정도에 의하는 것이어야 한다. 고객의 적합성을 배려한 설명이 요구되어, 지식·경험 등이 부족한 고객에게는 보다 상세한 설명을 하지 않으면 설명의무를 이행한 것으로 되지 않는다. 금융상품판매법 제3조 제2항은 동조 제1항의 설명은 해당 고객의 이해에 필요한 방법 및 정도에 의한 것을 요구하고 있으므로, 평균적 고객에 이해가능한 설명이 아니라 해당 고객을 기준으로 설명의무의 수준이 결정된다. 따라서 표준적인 설명을 이해할 능력이 없는 고객에게는 금융상품판매법상의 설명을 할 수 없기 때문에 판매불능이 될 것이다.

업자가 금융상품판매법상의 설명의무를 위반한 때는, 그에 의해서 고객이 입은 손해를 배상할 책임을 진다. 즉 중요사항에 관한 설명이 없었던 때에는 금융상품판매업자가 고객의 손해에 대하여 배상책임을 부담하며, 손해배상을 함에 있어서는 원본손실액을 손해액으로 추정한다.

손해액 추정규정으로 인해 설명의무 위반에 대한 입증책임은 금융상품판매업자에게 전환되었다고 볼 수 있다. 일반 불법행위에 기한 책임과 비교하면, ① 금융상품판매업자의 책임이 무과실책임이고, ② 원금결손액이 고객이 입은 손해액으로 추정되는 점에서, 고객 측에게 유리하게 되어 있다. 한편 전문투자자에 해당하는 특정투자자에 대해서는, 금융상품판매법상의 설명의무 및 손해배상책임 규정은 적용되지 않는다.

## 2) 금융상품거래법상의 설명의무

금융상품판매법상의 설명의무는 금융상품거래업자의 민사책임만을 발생하게 할 뿐이며, 행정감독의 직접적인 근거가 되지 않는다. 그래서 금융상품거래법은 설명의무를 금융상품거래업자에 대한 행위규제로 구성하여, 업자가 설명의무를 위반한 경우에는 직접적으로 행정감독상 처분을 발동할 수 있도록 하였다.

금융상품거래법은 설명의무를 금융상품거래 계약체결 전 서면교부 의무라는 형태로 도입하였다. 계약체결 전에 고객의 판단에 영향을 미치는 중요한 사항을 기재한 서면의 교부의무를 부과하고, 서면의 교부시에 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 계약체결의 목적에 비추어 당해 고객이 그러한 사항들을 이해할 수 있도록 필요한 방법 및 정도에 따른 설명을 하여야 한다. 계약 체결 전에 중요사항을 담은 서면이 교부되면 투자자는 충분한 정보를 습득하고 계약체결 여부를 판단할 수 있으므로 투자자 보호에 유리하다. 그 밖에 계약 체결 이후에도 체결된 계약내용을 담은 서면이 투자자에게 교부되도록 함으로써, 고객과의 사후분쟁에 대한 예방에 도움이 되도록 계약체결 시의 서면교부의무를 규정하고 있다.

우리 자본시장법이 금융투자업자가 투자자와 계약을 체결한 경우 그 계약서를 투자자에게 지체없이 제공하도록 하는 계약체결 시의 서면교부의무만을 인정하고 있는 것과 비교하여, 일본은 계약체결 시의 서면교부의무뿐만 아니라 계약체결 전 서면교부 의무까지 도입하고 있어 투자자 보호 더욱 철저하다.

## (4) 투자권유 규제위반에 대한 책임

금융상품거래업자로부터 금융투자상품을 권유받은 고객이, 해당 상품을 매수하여 손해를 입은 경우, 어떤 때에 해당 금융상품거래업자의 책임을 물을 수 있는 것이냐가 문제된다. 원래 투자고객이 손해를 입었다고 하여도 자신의 판단으로 거래한 결과는 자신이 책임지는 것이 원칙이기 때문이다. 그러나 자신의 판단으로 거래하였다고 하더라도, 금융상품에 대해 정보를 가지고 있지 않은 고객에게, 상품의 투자위험성에 대해 충분히 설명을 하지 않고 장점만을 강조하여 매수하도록 유인하여 손해를 입힌 경우, 금융상품거래업자에게 일정한 책임을 부담시키는 것이 공평하다. 금융상품거래업자는 해당 고객과의 정보비대칭성을 이용하여 금융투자상품을 매도하여, 수수료 등의 이익을 얻기 때문이다.

### 1) 설명의무 위반에 대한 책임

먼저, 금융상품거래법은 설명의무를 금융상품거래 계약체결 전 서면교부의무와 계약체결 시 서면교부의무 형태로 도입하고 있는 데, 이러한 서면교부의무를 위반한 경우에는 행정처분의

대상이 되는 이외에도 위반행위자와 법인은 형사처벌(벌금 또는 징역)의 대상이 된다. 설명의 무 위반에 대해 제재의 실효성을 확보하려고 형사처벌을 부과하고 있다는 점에서 우리 자본시장법과는 다른 입법 태도를 보이고 있다.

금융상품거래법에는 금융상품거래업자가 고객에 대해 적절한 정보를 주지 않고 손해를 입힌 사례에서, 고객이 금융상품거래업자의 책임을 물을 수 있는 규정은 존재하지 않는다. 금융상품거래업자가 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 계약체결의 목적에 비추어 부적당하다고 인정되는 권유를 금지하는 조문은 존재하지만(적합성 원칙), 이를 근거로 하여 금융상품거래업자의 책임을 추궁하기에는 충분하지 않다. 왜냐하면 동 조문은 문언상 고객에게 적합하지 않은 권유를 금지하는 것에 그치고, 적합하지 않다고까지는 말할 수 없지만 설명이 불충분한 상황에서는 기능하지 않을 것이기 때문이다. 더욱이 동 조문은 고객에게 적합하지 않은 권유를 하는 것을 금지할 뿐이고, 그 권유에 의해 거래를 하여 손해를 입은 고객에게 손해배상청구권을 인정하는 것이 아니라는 문제도 있다.

금융상품거래업자가 고객에게 적절한 정보를 충분히 제공하지 않고 손해를 입힌 사례에 원용되는 금융상품거래법의 조항은 고객에 대한 성실의무 및 적합성 원칙 정도이며, 오히려 민법의 일반조항인 신의칙 및 일반불법행위 책임을 정한 원칙규정의 활용도가 높다. 즉, 일본 재판소가 주로 채택한 이론구성은, 사법의 일반법인 민법 조문(신의칙)을 근거로 금융상품거래업자에 설명의무를 부과하거나, 또는 금융상품거래법 제40조 제1호의 적합성 원칙을 원용하고, 그 위반에 대해 불법행위책임을 인정하는 것이다. 채무불이행에 의한 손해배상책임을 정한 민법 제415조도 책임의 근거가 될 수 있지만, 실제에 있어서는 주로 민법 제709조의 책임이 더 자주 인정된다.

다음으로, 금융상품판매법에서 설명의무 위반에 대해서는 금융상품의 원본손실 가능성 등 중요사항에 대한 설명을 하지 아니한 경우 판매업자에게 손해배상책임을 부과하고 있다. 또한 원본손실액을 손해배상액으로 하는 손해배상액 추정규정을 둠으로써 입증책임을 판매업자가 부담하도록 하였다. 금융상품판매법은 예적금·신탁·보험·유가증권·파생상품 등 폭넓은 금융상품을 대상으로 하여, 금융상품판매업자의 고객에 대한 설명의무 위반에 대해, 민법상의 불법행위책임을 특칙을 정하여 고객의 효율적인 사법적 구제를 도모하는 법률이다. 이 법률은 사법적 성질을 보유하는 법률이므로, 금융상품판매업자에게 이 법률상의 설명의무위반이 있었다고 하여도 감독당국이 행정처분을 부과하는 등의 형태로 작동할 수 있는 것은 아니고, 이 법률은 피해를 입은 고객이 스스로 업자에 대해 손해배상청구를 하는 형태로 고객보호의 강화를 목표로 한 법률이다.

한편, 이러한 금융상품판매법상의 손해배상책임 규정은 민법의 적용을 방해하지 않는다. 즉 중요사항에 대해 설명하지 않거나 단정적 판단을 제공함에 의한 금융상품판매업자의 손해배상책임에 대해서는 금융상품판매법에 의하는 이외에도 민법에 의한다.

## 2) 적합성 원칙 위반에 대한 책임

일본의 경우 적합성 원칙 위반에 대해서는, 금융상품거래법상 행정처벌의 대상이나 형사처벌의 대상은 아니다. 이는 적합성 원칙을 위반한 금융투자업자에 대해 자본시장법에 의한 행정적 제재는 가능하나 형사적 제재는 부과하고 있지 않은 우리나라와 동일한 입법 태도이다. 금융상품판매법과 금융상품거래법 모두 적합성 원칙 위반에 대해 민사책임을 묻는 직접적인 규

정은 없고, 이를 학설과 판례에 맡기고 있다. 그러나 금융상품판매법에 의해 적합성 원칙을 준수하지 않은 설명의 경우에는 동법에 따른 손해배상책임의 대상이 될 수 있다. 금융상품판매법은 제3조 제2항에서 “고객에 대한 설명은 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 당해 금융상품의 판매에 관한 계약을 체결하는 목적에 비추어서 당해 고객을 이해시키는데 필요한 방법 및 정도로 하여야 한다”고 규정하고 있다.

적합성 원칙 위반의 거래가 불법행위가 되는지 아닌지에 관하여, 1996년 3월 29일 시즈오카 지방법원 하마마츠 지부 판결에서는, 주식거래에 대해 현물거래를 시작한지 3개월이 된 고객에 대해 신용거래를 권유한 사안에서 적합성 원칙의 위반이 인정되었다. 그 후, 교토지판 2002년 9월 18일 판결은, “증권회사의 종업원으로서, 고객이 옵션거래의 구조와 위험성을 이해하는 능력과 거래경험 및 사회경험을 가지고 있다고 인정되는 경우에만 옵션거래를 권유하여야 하고, 그렇지 않은 경우에는 권유해서는 안 되는 의무를 부담한다고 해석하여야 한다”고 판시하여 적합성 원칙의 위반을 이유로 불법행위 책임의 성립을 인정하였다. 그 결과, 금융상품의 리스크가 설명에 의해 이해되더라도, 투자자의 적합성이 분명하게 당해 상품에 합치하지 않는 경우, 그것을 알면서 권유한 때에는 불법행위가 성립할 가능성이 있다는 판례가 확립되었다.

### 3. 각국의 투자권유 규제제도 비교

투자권유에 관한 외국의 입법례를 살펴보면, 어떤 형태이든지 투자권유에 대해서는 일정한 규제를 하고 있음을 알 수 있다. 우리나라나 일본의 경우에는 자본시장법이나 금융상품거래법 및 금융상품판매법과 같이 법률의 형태로 적합성 원칙 및 설명의무 등을 규정하고 있다. 반면, 미국의 경우에는 자율규제기관인 FINRA의 자율규정의 형태로 투자권유에 관한 규제를 하고 있다. 이에 대해서는 한국의 투자권유 규제 체계가, 위로는 자본시장법과 동 시행령, 그리고 자율규제기관인 협회의 표준투자권유준칙으로 이어지는 법적 규제와 자율 규제간의 상호 유기적인 보완협력 관계를 통하여 추상적이고 포괄적인 투자권유 규제의 내용이 단계적으로 구체화될 수 있다는 점에서 바람직하다고 판단된다.

이러한 투자권유 규제에 위반한 금융투자업자의 행위에 대해서는 감독기관의 행정적 제재나 사법기관에 의한 형사적 제재 그리고 손해배상청구와 같은 민사적 제재 수단이 다양한 형태로 조합되어 적용되고 있다. 각국의 입법례나 실제 운영사례를 보면, 이 중에서도 투자자가 입은 손실을 가해자를 상대로 하여 직접 구제받을 수 있는 민사소송이 가장 중요한 제재수단으로 활용되고 있으며, 투자자에게 있어서도 중요한 의미가 있다고 본다. 우리 자본시장법이 투자권유 규제에 대해 일본과는 달리 형사적 제재수단을 도입하지 않고 사법 영역에서 해결을 도모하고자 한 점은 타당한 입법태도였다고 생각한다. 다만, 향후 투자권유에 관한 규제가 그 실효성을 확보하지 못하고 명목상의 운영으로 흘러서 투자자 보호문제를 지속적으로 야기한다면, 실효성을 강화한다는 차원에서 일본식의 형사적 제재수단을 도입하는 문제에 대해 검토할 가능성은 남아있다.

미국의 경우 FINRA 규정 위반은 직접적으로 민사소송을 위한 근거가 되지는 않지만, 동 규정을 위반하는 행위가 연방증권법의 반사기조항을 위반하는 경우에 해당하게 되면 사기행위로서 연방증권법을 근거로 한 손해배상소송의 대상이 된다. 이에 비해 한국이나 일본의 경우에는 자본시장법 등에서 정한 구성요건을 충족하게 되면 곧바로 투자권유 규제의 위반에 해당하게

되어 자본시장법에서 정한 손해배상책임을 물을 수 있게 되거나 나아가 민법상의 불법행위의 요건에 해당하게 되면 불법행위에 의한 손해배상책임을 물을 수도 있게 된다. 이러한 점에서 한국의 투자권유 규제위반에 대한 손해배상책임 시스템은 투자자 보호를 위해 효율적으로 설계되어 있다고 판단된다. 그러나 무엇이 설명의무 위반에 해당하고, 무엇이 적합성 원칙 위반에 해당하는지 여부에 대한 판례의 불충분으로 인한 적용단계에서의 형식화 문제가 우려되는 것도 사실이다. 이에 대해서는 실제 소송사례에서 투자권유 규제가 적용되는 현황에 대한 지속적인 모니터링이 요구되며, 투자자 보호 측면에서 문제가 되는 점은 해석론이나 입법론을 통해 보완하는 것이 필요하다.

투자권유에 대한 각국의 규정과 운영사례를 보면, 규제의 추상성 및 포괄성으로 인해 각 개별 단계에 있어서 투자권유의 위반에 해당되는지 여부를 판단하는 것이 매우 어렵다. 이에 따라 실제 사례에 대한 법원의 판단을 통해 추상적인 규정을 구체화하는 노력이 매우 중요한 의미를 갖고 있음을 알 수 있다. 따라서, 다양한 금융투자상품에 대한 판례의 축적이야말로 투자권유 규제를 실질화하는 과정에서 필수불가결하다.

## V. 결론: 불완전판매 규제의 개선방안

자본시장법은 선진 입법례를 모델로 하여 투자권유 규제제도를 대대적으로 정비하였음에도 불구하고, 현재 금융투자상품을 둘러싼 불완전판매 사례가 줄어들고 있지 않다. 투자자 보호를 위한 자본시장법상의 투자권유 규제는 그 내용이 너무 추상적이고 불명확한 용어로 규정되어 있기 때문에, 실제 투자권유 규제제도를 운용하는 단계에서는 정작 그 기준이 모호하고, 규제의 실효성이 그다지 높지 않다고 비판받고 있다. 실제로 발생하였던 불완전판매 사례들을 분석해 보아도, 투자자가 피해를 구제받기는 쉽지 않다는 사실을 확인할 수 있었다.

여기서는 외국의 입법례와의 비교 분석을 통하여, 우리 자본시장법이 안고 있는 해석·운영상 미흡하고 불분명한 점에 대하여 명확히 조망하고, 이를 통하여 불완전판매 문제를 근절하고 투자권유 규제제도의 적정한 해석·운영을 확보할 수 있는 방안과 미흡한 부분에 대해서는 입법론적으로 보완할 수 있는 방안에 대하여 살펴보기로 한다.

### 1. 투자권유 규제요건에 관한 쟁점 검토

첫째, 투자자가 금융투자상품의 내용이나 위험성 등에 대해 구체적으로 이해할 수 있도록 하기 위해서 금융투자업자가 이행하여야 할 설명의무의 정도를 어떠한 관점에서 결정하여야 할지가 문제이다. 일본에서는 설명의무의 이행 정도와 관련하여 적합성 원칙을 고려하도록 하는 명시적 규정을 두고 있다. 지금처럼 단순히 금융상품을 판매하는데 있어 투자자가 ‘이해할 수 있도록’ 설명하여야 한다고만 규정할 것이 아니라, 금융상품 판매자가 설명의무를 이행함에 있어 개별적인 투자자의 사정을 고려하도록 의무를 부과하는 설명의무의 적합성 고려규정을 마련하여야 한다.

둘째, 적정성 파악의무의 대상정보도 투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등으로 정하여 적합성 원칙의 대상 정보와 동일하다. 적정성 원칙의 경우와 적합성 원칙의 경우에 각각 파악하여야 할 대상정보를 다르게 하는 것이 타당한지 여부가 문제될 수 있다. 적정성 원칙은

금융투자상품에 대한 투자권유가 없는 경우에 투자자가 상품의 위험이나 복잡성을 이해할 수 있는 금융역량을 가지고 있는지 여부를 판단하기 위한 원칙이라는 점에서 금융역량은 물론이고 투자성향에 관한 정보를 토대로 투자자에게 적합한 상품을 권유하도록 하는 적합성 원칙과는 근본적으로 차이가 있다. 따라서 투자권유를 원하지 않는 고객에게 금융역량 이외의 질문을 할 필요는 없다.

셋째, 자본시장법은 설명의무 위반에 대해 행정적 제재와 민사적 제재를 인정하면서도 형사적 제재에 관해서는 별도의 규정을 마련하지 않고 있다. 자본시장법에서는 금융투자업자에 대해 민사책임과 관련하여 손해액의 추정규정을 도입하여 그 입증책임을 금융투자업자에게 전가하는 등 투자자보호를 강화하고 있으므로 행정적 제재와 민사적 제재로 충분할 것이며, 형벌책임까지 부과하는 것은 금융투자업자에 대해 지나치게 과도한 책임을 지게 하는 것으로 판단된다. 투자권유 규제 위반과 같이 사법상의 거래관계에서 발생한 분쟁은 가능하면 사법적 영역에서 사법 이론으로 해결토록 하는 것이 바람직하다.

넷째, 고객숙지의무의 실효성을 확보하기 위해서 적합성서면(suitability reports) 교부의무를 부과할 필요가 있다. 자본시장법은 적합성 원칙에서 투자자의 주관적 사정을 조사하여야 하는 고객숙지의무를 부과하고 있으나, 이러한 고객숙지의무의 실효성을 보장하기 위한 구체적인 방법은 규정하고 있지 않다. 고객숙지의무의 취지를 제대로 실현하기 위해서는, 투자자에 대한 정보를 파악하고 단순히 고객정보의 확인 내용만 서면으로 제출하는데 그치지 않고, 조사한 고객정보를 바탕으로 해당 상품이 고객에게 적합한지 여부와 그 이유를 제시하는 적합성서면을 교부하도록 하는 것이 바람직하다.

다섯째, 투자경험이 많지 않은 일반투자자가 적정성 원칙의 적용대상은 아니지만 투자위험성이 존재하는 금융투자상품에 대한 거래를 희망하는 경우에 금융투자상품에 대한 일반적인 투자원칙이라 할 수 있는 자기판단·자기책임 원칙에 의해 투자권유 규제제도로부터 방치하는 것이 타당한지 여부에 대해 검토할 필요가 있다고 본다. 비록 자본시장법상 파생상품 등 적정성 원칙의 대상으로 되는 금융투자상품이 아니라도, 공격적 투자자가 자신의 성향이나 능력보다 위험이 높은 금융투자상품의 거래를 원할 경우에는 투자자 보호를 강화하는 차원에서 해당 상품의 위험성 등을 충분히 경고하도록 하는 내부통제장치를 마련할 필요성은 인정된다. 이것은 자본시장법이 규제하는 내용보다 그 적용대상 금융투자상품의 범위를 확대하는 강화된 적정성 원칙이라고 볼 수 있는 바, 이를 시행하기 위해서는 금융투자협회의 자율규제 방식에 의하고, 또한 그 위반에 대해서도 자율규제규정의 위반으로 자율규제기관에 의한 회원 제재만 부과되도록 하는 타협적인 방안의 모색이 요구된다.

## 2. 투자권유 규제위반에 관한 쟁점 검토

첫째, 적합성 원칙을 위반한 투자권유에 대해서도 손해배상책임을 인정할 것이지 여부에 대해서는 논란의 소지가 있다. 그러나 자본시장법상 적합성 원칙의 독자적 지위를 인정하여야 하고, 실제로도 적합성 원칙만을 위반한 사례가 발생할 가능성이 존재하므로 어떠한 형태로든지 적합성 원칙의 위반에 대해 손해배상책임을 인정하는 것이 타당하다고 본다. 다만 적합성 원칙의 구성요건의 불분명성이 아직 명확하게 되었다고 볼 수 없으므로 설명의무의 경우처럼 단순히 적합성 원칙 위반행위에 대해 손해배상책임을 물을 수 있도록 할 수 없다는 점과 다른 한편으로는 투자권유의 현실을 직시했을 때 투자자 보호를 강화할 필요성이 인정된다는 점을

고려하여, 일본 최고재판소가 적합성 원칙 위반에 대한 불법행위 인정 기준으로서 채택하고 있는 ‘적합성 원칙을 현저하게 일탈한 권유를 하여 거래를 성사시킨 경우’ 라는 엄격한 기준 하에서 손해배상책임을 인정하는 것이 타당하다고 본다.

둘째, 자본시장법 제48조 제2항이 손해액 추정조항을 도입함에 따라 불법행위 성립요건 중에서 어느 범위까지 추정되는지에 대해서는 논란의 소지가 있다. 원본손실액을 손해액으로 추정하고 있지만, 금융투자업자의 설명의무 위반과 투자자의 손해간의 인과관계 자체를 추정하거나 이에 대한 입증책임을 전환하는지 여부가 분명하지 않기 때문이다. 발생한 손해액이나 위반행위와 손해와의 인과관계 입증은 쉽지 않기 때문에 이러한 현실을 감안하여 투자자의 보호를 강화하기 위해 자본시장법은 설명의무의 위반 사실만 입증하면 손해의 발생과 손해액, 의무위반과 손해 사이의 인과관계는 추정하는 규정을 도입하였다고 보는 것이 타당하다고 본다.

셋째, 설명의무의 이행 여부에 대한 입증은 누가 할 것이지가 문제이다. 입증에 필요한 대부분의 서면이나 녹음·녹화자료 등은 금융투자업자 측에 있을 것이고, 설명의무를 제대로 이행했는지, 설명의무 위반과 손해발생 사이의 인과관계 증부는 투자자보다는 전문가인 금융투자업자가 입증하기 용이하므로, 손해의 공평한 분담을 지도원리로 하는 손해배상책임제도의 취지에서 본다면 금융투자업자 측에 설명의무를 이행한 데 대한 입증책임이 있다고 해석하는 것이 바람직하다.

넷째, 설명의무 위반에 대한 손해배상책임을 추궁하는 경우, 자본시장법상의 손해배상책임은 물론 민법상의 손해배상책임도 추궁할 수 있다. 따라서 양자의 관계를 어떻게 볼 것이냐가 문제될 수 있다. 자본시장법은 일반투자자만을 설명의무의 대상으로 보기 때문에, 일반투자자의 경우에는 자본시장법 제48조와 민법 제750조 양자의 경합 문제가 제기되는데, 투자자 보호를 강화하기 위해서는 다양한 법적근거에 기하여 피해를 구제받을 수 있는 기회를 제공하는 것이 바람직하다. 따라서 일반투자자의 경우에는 이들 자본시장법과 민법의 경합을 인정하여야 할 것이다.

다섯째, 적합성 원칙을 설명의무와 독립하여 규정한 자본시장법의 입법취지를 고려한다면, 적합성 원칙을 설명의무와는 독립된 의무로 다루어야 할 것으로 본다. 적합성 원칙과 설명의무 위반은 서로 적용되는 국면이 다르므로 양자는 개별 독립된 위법성 판단기준이라고 해석하여야 할 것이다. 실제로 충분한 설명을 하더라도 금융상품의 내용을 이해하지 못하는 자도 있으며, 여유자금이 부족하기 때문에 리스크가 높은 투자를 할 수 없는 자도 있으므로 본래 권유 자체를 금지하여야 한다. 적합성 문제가 설명의무 위반의 평가에 흡수되어 어떠한 부적격자도 증권거래에서 배제되지 않는다거나, 증권회사가 충분한 설명을 하여 투자위험을 고객에게 이해시킨다면 나중에 투자자의 자기책임으로 리스크의 투자자 부담이 정당화되게 되는 부작용이 초래된다.

여섯째, 손해배상책임 규정과 관련하여 손해배상청구권의 행사기간이 명시되어 있지 않다. 금융투자상품은 원본손실 위험이 내재된 상품이므로 투자자와의 분쟁 가능성이 높고, 거래소라는 집중화된 시장에서 거래가 연속적으로 이루어진다는 특성을 가지고 있으므로, 일반상품에 비해 거래의 안전이 특별히 강조될 뿐만 아니라 거래 과정에서 분쟁이 발생할 때에는 이를 신속히 해결할 필요성이 있다. 따라서 시효의 중단이나 정지 등으로 법률관계가 장기간 불안정한 상태에 놓이는 것은 바람직하지 않다고 본다. 또한 금융투자상품은 자본시장에서 끊임없이 거래가 이루어지므로 오랜 시간이 경과한 뒤에 이에 관한 분쟁이 발생한 경우에는 사실관계의 입증이 곤란해 질 수 있다. 따라서 손해배상의 청구기간에 있어서도 거래의 특성을 고려하여

신속한 분쟁 해결을 위해 단기의 제척기간을 명문화할 필요가 있다.

일급제, 적합성 원칙의 경우에 종래의 판례에서 인정되었던 고객보호이론은 여전히 위법성 인정 근거로서 활용될 가치가 있다고 판단된다. 또한 자본시장법에 투자권유 규제가 도입되었다고 하지만 그에 근거한 손해배상청구권을 인정하고 나아가 판례에서 인정된 고객보호의무 이론에 의한 손해배상청구권도 인정하여, 법적 근거가 서로 다른 손해배상청구의 경합을 인정하는 것이 투자자 보호의 강화 측면에서 유리하다. 자본시장법에 의한 손해배상책임 추궁과 고객보호의무 이론에 의한 손해배상책임 추궁은 서로 보유하고 있는 장단점이 교차할 수 있는 영역이 있으며, 특히 고객보호의무 이론은 민법 제750조의 개방적 구성요건을 최대한 포괄적으로 확대할 수 있는 이론적 토대를 가지고 있어서 자본시장법상의 제한적인 요건에 포섭되지 못하는 투자권유 규제로부터 투자자를 보호할 수 있으므로, 자본시장법상의 손해배상책임과 판례에 의한 고객보호의무 이론은 서로 경합을 인정하는 것이 타당하다.

여덟째, 자본시장법은 금융투자업자가 설명의무나 적합성 원칙을 위반하는 경우에는 손해배상 책임을 부담하도록 규정하고 있으나, 그러한 손해배상책임의 법적 성질에 대해서는 특별히 명시하고 있지 않다. 투자권유 규제위반에 대해 계약책임을 물을 수는 없는 것인지에 대한 검토가 필요하다. 왜냐하면 투자권유란 금융투자상품의 매매계약, 투자자문계약, 투자일임계약, 신탁계약과 같은 ‘계약의 체결’을 권유하는 것이기 때문이다. 따라서 투자권유 과정에서 설명의무나 적합성 원칙, 적정성 원칙의 위반으로 거래상대방인 일반투자자에게 손해를 입힌 경우에는, 일견 계약상의 책임을 물을 수 있는 여지가 있을 것으로 보인다. 투자권유 규제 위반에 관한 판례는 일관되게 불법행위 책임론을 고수하고 있으나, 자본시장법의 목적인 투자자 보호, 투자권유의 계약적 성질, 투자자의 책임추궁방법의 선택가능성 부여 등을 감안하여 불법행위책임과 계약책임을 경합을 인정하는 것이 타당하다.

## 참 고 문 헌

- 권순일, 「증권투자 권유자 책임론」, 박영사, 2002.
- 김건식·정순섭, 「자본시장법(제3판)」, 두성사, 2013.
- 김유돈, “자본시장법상 부당투자권유의 법적 책임에 관한 연구”, 연세대학교 대학원 박사학위논문, 2011.
- 김지환, “증권투자권유와 적합성 원칙”, 「상사법연구」 제21권 제1호, 한국상사법학회, 2002.
- 박선중, “온라인 증권거래와 증권회사의 권유규제”, 「기업법연구」 제16집, 한국기업법학회, 2004.
- 법무법인 율촌, “적합성 원칙에 관한 미국 및 영국의 사례 연구”, 「Bulls Review」 제4호, 금융투자협회, 2010.3.
- 손영화, “증권법상 적합성 원칙의 보험상품의 판매·권유에 대한 적용”, 「증권법연구」 제8권 제1호, 한국증권법학회, 2007.
- 안수현, “금융소비자 보호와 자본시장법의 과제”, 「기업법연구」 제22권 제4호, 한국기업법학회, 2008.
- 양석완, “금융기관의 금융상품설명 의무 및 투자권유의 적합성에 관한 연구”, 「비교법학연구」 제1집, 한국비교법학회, 2002.
- 오성근, “부당투자권유행위에 대한 불법행위책임론”, 「증권법연구」 제6권 제1호, 한국증권법학회, 2005.
- 오승현 외, 「금융고객 보호 시스템 통합 및 개선 방안」, 한국증권연구원, 2004.11.
- 이병래, “자본시장통합법의 투자자보호제도: 선진화의 실천적 함의를 중심으로”, 「BFL」 제22호, 서울대학교 금융법센터, 2007.
- 임재연, 「자본시장법(2014년판)」, 박영사, 2014.
- 장근영, “투자권유 없이 거래하는 고객에 대한 금융투자업자의 의무”, 「증권법연구」 제12권 제2호, 한국증권법학회, 2011.
- 정순섭, “일본의 금융기관 설명의무 입법에 대한 연구”, 「홍익법학」, 제8권 제1호, 홍익대학교법학연구소, 2007.2.
- 전영준, 「불완전판매로 피해 입은 펀드투자자의 법적 구제 - 적합성 원칙을 중심으로」, 좋은기업지배구조연구소, 2008.
- 정윤모, “금융투자상품 완전판매를 위한 개선과제”, 세미나 발표자료, 금융감독원·금융투자협회, 2013.12.5.
- 정준우, “증권업자의 부당한 투자권유행위의 합리적 규제방안”, 「비교사법」 제11권 제3호, 한국비교사법학회, 2004.
- 최승재, “고객보호의무법리에 대한 연구”, 「증권법연구」 제11권 제1호, 한국증권법학회, 2010.
- 한국증권법학회, 「자본시장법 [주석서 I]」, 박영사, 2009.
- 한병영, “투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결 규제”, 「증권법연구」 제11권 제2호, 한국증권법학회, 2010.

- Bank for International Settlements, *Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services*, April 2008.
- Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C., *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Publishers, Inc., 1997.
- Davies, Jonathan, *What Is Misselling*, Journal of International Banking Law and Regulation, 2004.
- Garten, Helen A., *The Consumerization of Financial Regulation*, Washington University Law 287, 1999.
- Gedicks, Frederick Mark, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: a Theory of Broker-Dealer Liability*, 37 Arizona State Law Journal 535, Summer 2005.
- Goldman, Geoffrey B., *Crafting a Suitability Requirement for the Sale of Over-the-Counter Derivatives: Should Regulators “Punish the Wall Street Hounds of Greed?”*, 95 Columbia Law Review 1112, June 1995.
- Johnson, Kevin R. *“Liability for Reckless Misrepresentations and Omissions Under Section 10 (b) of the Securities Exchange Act of 1934”*, 51 University of Cincinnati Law Review, 667, 684, 685, 696, 1991.
- Loss, Louis & Seligman, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5th Ed., Aspen Publishers, 2004.
- Markham, Jerry W., *Protecting the Institutional Investor - Jungle Predator or Shorn Lamb?*, Yale Journal on Regulation, Vol. 12, No 2, 1995.
- Pardieck, Andrew M., *Kegs, Crude, and Commodities Law: On Why It Is Time to Reexamine the Suitability Doctrine*, 7 Nevada Law Journal 301, Spring 2007.
- Poser, Norman S., *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, 2001 Brigham Young University Law Review 1493, 2001.
- Roberts, Lyle, *Suitability Claims under Rule 10B-5: Are Public Entities Sophisticated Enough to Use Derivatives?*, University of Chicago Law Review 801, Spring 1996.
- Wallace, Blair H., *A Proposal to Refine the Suitability Standard by Quantifying Recommendation Risk and Client Appropriate Risk Levels*, Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 231, Fall 2006.

今川嘉文, 「投資取引訴訟の理論と實務」, 中央経済社, 2011.

アンドリュース・M・パーデック, 「証券取引勧誘の法規制」, 商事法務研究会, 2001.

黒沼悦郎, 「金融商品取引法入門(第5版)」, 日本経済新聞出版社, 2013.

櫻井健夫・上柳敏郎・石戸谷 豊, 「新・金融商品取引法ハンドブック - 消費者の立場からみた金商法と関連法の解説(第3版)」, 日本評論社, 2011.

金融商品取引法研究会, 「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販賣法」, 日本証券経済研究所, 2009.

山田剛志, “金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販賣法”, 金融商品取引法研究会, 研究記録 第27号, 2009.1.15.

山下友信，“証券投資の勧誘と説明義務－ワラントの投資勧誘を中心として－”，金法 第1407号，1995.

青木浩子，“米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆(上)”，「証券経済研究」第55号，日本証券経済研究所，2006.9.

\_\_\_\_\_，“米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆(下)”，「証券経済研究」第56号，日本証券経済研究所，2006.12.