

데이 트레이딩에 관한 미국 증권규제기관의 대응

양 석 완*

목 차

- I. 문제의 제기
- II. 데이 트레이딩 증권회사에 관한 SEC 조사보고서
- III. 시기적인 광고활동
- IV. 위법한 대부의 알선
- V. 탈법적인 청약의 권유
- VI. 결론

I. 문제의 제기

데이 트레이딩은 '온라인 트레이딩(online trading)'과 함께 인터넷 혁명으로 촉발된 사이버 거래 시대의 중심 축을 형성하고 있다. 증권산업이 시작된 지 약 200년 동안 증권산업의 전문가들은 마치 비밀조직처럼 자기들끼리만 어울리는 집단이었다. 거래소에는 오직 그들만의 출입이 허용되었다. 그러나 이제는 누구라도 자신의 PC 앞에서 주문을 낼 수 있게 되었다. 전 세계 어느 곳이라도 컴퓨터의 마우스만 클릭하면, 오로지 증권업자들만의 성지였던 거래소의 매매체결 시스템을 모든 투자자들이 마음대로 질주할 수 있게 된 것이다.

연혁적으로 본다면, 미국에서 19세기 후반에 버켓숍(bucket shop)이 투자자들 간에 커다란 인기를 누리면서부터 시작되었다. 정식으로 허가를 받거나 증권거래소와 밀접한 관계를 맺고 있지는 않았지만 투자자들 사이에서는 적은 돈으로 소량의 거래가 허용되고 더 낮은 수수료를 부과하는 버켓숍이 진짜 거래소나 마찬가지였다. 그 당시 많은 사람들이 불법인데도 증권거래소를 통한 합법적인 매매보다 버켓숍에서의 매매를 선호한 이유는 주문의 즉각적인 처리와 낮은 비용 때문이었다.¹⁾

데이 트레이딩이란 간단히 말하면 당일 포지션은 당일 모두 정리하고 현금보유로 장을 마감하는 주식매매기법으로, 매수·매도한 계약을 장기간 보유하는 거래기법인 포지션트

* 제주대학교 법경대학 법학부 교수

1) Marc Friedfertig & George West. *The Electronic Daytrader*. McGraw Hill, 1997. pp.4~5 ; 김경미, "데이 트레이딩이 주말효과에 미치는 영향." 충남대 대학원 경영학석사학위논문, 2003. 2. p.7

레이딩과 구별되는 개념이다. 그럼에도 불구하고 사이버거래가 곧 데이 트레이딩인 것처럼 생각하듯이 많은 포지션 트레이딩 거래자(위탁매매자)들이 사이버거래로 전환하면서 스스로를 데이 트레이더라고 생각하는 현상이 일어나고 있다. 이러한 데이 트레이딩이란 매매 기법이 우리나라에서 직접적으로 적용된 것은 사이버거래의 활성화, 수수료인하, 연속 매매의 허용이 실시되고 나서부터이다.

결국 데이 트레이딩이란 기존의 포지션 트레이딩과는 구별되는 개념으로, 컴퓨터와 통신의 결합으로 인한 정보 통신 기술의 발전, 사이버 거래 활성화 이후 급속히 진전된 매매수수료의 인하로 사이버 시장에서 새롭게 태어난 대안매매라 하겠다.

그러나 사이버를 통한 데이 트레이딩은 과거에는 상상도 하지 못할 정도로 빠르고, 쉽고, 편리하게 시장에 접근할 수 있는 새로운 환경을 제공해 주고 있지만, 여기에 새로운 함정과 위험이 내재되어 있다는 사실을 기억할 필요가 있다. 일반적인 투자보다 위험(risk)이 상당히 크다는 것이다. 데이 트레이딩의 위험성을 이야기할 때 1999년 8월 5일, 미국의 애틀랜타에서 발생한 마크 바튼(Mark Barton)의 비극적 이야기를 빼놓을 수 없을 것이다. 그는 전문 데이 트레이더였다. 그는 사건 당시 2달 동안에만 나스닥의 첨단주에 투자하여 10만 5,000달러의 손해를 입었다. 그리고 당시 1년 동안 약 30만 달러를 잃은 것으로 보도되었다. 그는 자신의 실패에 대해서 좌절하였고, 데이 트레이딩을 통해 돈을 벌 수 있다고 유혹했던 데이 트레이딩 전문회사에 분노하였다. 그는 자기가 거래하였던 All-Tech사와 Momentum Securities사를 찾아가 2개의 권총으로 직원 7명을 쏘 죽였다. 그는 이들을 사살하기 이틀 전에 자신의 아내와 두 자녀를 죽였다. 이 사건으로 모두 12명이 사망하였는데, 이 끔찍한 사건은 평화롭게 저녁 식사를 하면서 뉴스를 보던 미국인들을 경악시켰다(『Time』, 1999. 8. 9).²⁾

이 사건은 데이 트레이딩이 가진 위험성을 극적으로 보여주면서 미국 사회와 증권계에 충격을 주기에 충분하였다. 최근 미국은 데이 트레이딩에 대해 어떠한 형태로든 규제하려는 움직임을 보여 왔다.

이에 이 논문은 SEC에 의한 「데이 트레이딩 증권회사에 관한 조사보고서」를 중심으로, 미국 데이 트레이딩에 대한 법적 규제에 대하여 설명하고자 한다.

II. 데이 트레이딩 증권회사에 관한 SEC 조사보고서

SEC 조사보고서의 작성에 있어서, SEC 檢査部(Office of Compliance Inspections and Examinations)의 조사 스태프(staff)이 조사대상으로 삼은 것은 일반공중에게 데이 트레이딩

2) 김정수, "데이 트레이딩, 개미들의 마지막 전쟁", 『시민과 변호사』 2000년 9월호, pp.39~40

시설을 제공하고 있는 47개社의 등록 증권회사이고, 조사기간은 1998년 10월 1일부터 1999년 9월 30일까지에 걸쳐 이루어졌다. 본 건 조사의 목적은 각 데이 트레이딩 증권회사에 의한 연방 증권관계법 및 자주규제기관(SRO) 규칙의 준수상황을 검사하는 데 있고, 나아가 데이 트레이딩 활동이 어느 정도 현행의 증권규제 구조에 들어맞는가를 검사하여 개선을 요하는 규제상의 문제를 검토하는 데 있다.

이 조사에 있어서의 중점 항목은 데이 트레이딩 증권회사의 조직구조, 데이 트레이딩에 관한 위험(risk) 開示, 광고활동, 순자본규제의 준수, 대여업무, 空賣 규제의 준수, 적합성 및 적절성, 훈련 프로그램, 감독 및 등록 등이다. 조사 과정에서는 광범위한 면접조사를 거친 후, 데이 트레이딩 업무와 각 데이 트레이딩 증권회사의 특징에 관하여는 새롭게 이해가 도모되어, 구체적으로는 거래 데이터, 예외항목 보고서(exception reports),³⁾ 회계서류 그리고 法定帳簿 및 法定기록을 분석하고 있다. 조사 결과, 대규모로 사기(fraud)가 드러나지는 않았지만, 여러社에서 순자본 규칙 및 증거금 그리고 대여조건에 관한 개시에 관하여 SEC법규집행국에 넘길만한 중대한 증권관계법 위반이 이루어졌다. 다수 회사에 있어서 증권관계법에 대한 중대한 위반이라고 할만한 사항은 없었지만, 대다수 회사가 순자본규칙, 空賣규칙 및 법령준수의 감독에 관한 규칙에 관하여 보다 확실하게 준수를 하도록 하기 위한 조치를 강구할 필요가 있다고 보고 있다. 위반 또는 不備가 드러난 회사에 대하여는 불비통지서(deficiency letters)가 발송되고 수정조치를 할 의무가 부과되었다. 또한, 당시의 조사에서 명백하게 된 不備 자체는 데이 트레이딩 증권회사에 특유한 것은 아니지만, 데이 트레이딩 자체의 성질, 즉 빈번하고 신속하면서 위험(risk)을 수반하는 거래가 증권관계법의 준수를 곤란하게 하는 것은 분명하고, 자동화된 법준수 시스템을 정비하는 데 대한 중요성이 강조되었다. 특히, 위험(risk) 개시에 관하여는 조사 시점에서 대다수의 회사가 고객에 대하여 데이 트레이딩의 위험(risk)에 관한 정보를 제공하지 않고 있는 것이 명백히 드러났지만, 데이 트레이딩 증권회사의 광고활동 및 위험(risk) 개시에 관한 최근의 재조사에서는 개선의 움직임이 나타나고 다수의 회사가 이에 알맞은 광고활동을 함으로써 잠재적인 고객에 대하여 데이 트레이딩의 위험(risk)에 관한 보다 적절한 정보를 제공하고 있는 점도 판명되고 있다.

아울러, 데이 트레이딩 증권회사에 대한 징계처분 사례는 각 州의 증권규제당국, 증권거래소, NASDR⁴⁾ 및 SEC에 의해 상당수가 이루어지고 있다. 이러한 사례에 있어서는 SEC의 데

3) 예외항목보고서(exception reports)란 브로커(broker) 업무에 있어서는 고객 구좌의 과당거래, 이례적으로 고액인 수수료 및 매우 잦은 빈도로 발생하는 거래 訂正 및 거래취소 등을 감시하기 위하여 작성된 보고서이고, 통상 컴퓨터에 의해 자동 작성되고 자동 보존된다. -村上 誠, “アメリカにおけるデイ・トレーディング規制(二)~アメリカ証券取引委員会による調査レポート” Report of Examinations of Day-Trading Broker-Dealers”を中心に~, 『法研論集(早稻田大學大學院)』 第101號(2002), p.246 註56

이 트레이딩 증권회사에 관한 조사보고서(Report of Examinations of Day-Trading Broker-Dealers)가 지적한 대로 다양한 법령 및 규칙 위반이 그 징계처분의 이유가 되고 있다. 또한, NASAA의 데이 트레이딩에 관한 보고서⁵⁾에 있어서도 동일한 사례가 소개되고 있다.

그 중에서도 데이 트레이딩 증권회사가 사기적인 광고활동(deceptive marketing) 및 대여의 위법한 알선(unlawful arrangement of loans)을 하는 배경에는 데이 트레이딩 증권회사가 트레이딩 설비 및 소프트웨어 등에 관해 고액의 경비를 부담하고 있는 사정이 있었을 것으로 지적되고 있다.

데이 트레이딩 전문증권회사인 Momentum Securities社 사장이며, 전자 트레이더 협회(ETA) 회장인 James H. Lee씨에 따르면 개략적으로, 온-라인 증권회사의 경우, 신규 고객 1인당 250 달러의 비용이 소요되는 데 대하여, 데이 트레이더를 위한 거래시설을 보유하는 데이 트레이딩 증권회사의 경우, 신규 고객 1인당 30,000 달러의 비용이 걸린다고 한다.⁶⁾ 그리하여, 이것이 데이 트레이딩 증권회사를 일련의 위법행위의 연쇄로 유인한다.

요컨대, 데이 트레이딩 증권회사는 기존 고객에 대하여는 수수료 수입을 증대시키기 위하여 과당매매를 권유하고, 특히 기존 고객의 연결을 끊기 위하여 회사관계자 등의 구좌를 통한 위법한 신용공여(예컨대, 대여의 위법한 알선(arrange))를 한다. 따라서 과당매매 및 과대한 신용공여는 조기에 고객자금을 고갈시키기 때문에 고객회전율이 높고 항상 신규고객의 획득을 필요로 한다. 그 결과, 신규 고객을 끌어들이기 위해 지속적인 광고활동을 하게 되므로 이것이 사기적인 광고활동으로 이어질 위험성을 내포하고 있다.⁷⁾

Ⅲ. 사기적인 광고활동(deceptive marketing)

1. 광고활동

NASD 및 필라델피아 증권거래소(PHLX)의 광고규칙은 브로커·딜러에 의한 공중에

4) NASDR, 2001 Notices to Members, DISCIPLINARY ACTIONS, *NASD Regulation Settles Five Disciplinary Actions Involving Day Trading*.

5) North American Securities Administrators Association (NASAA), Day Trading Project Group Report : *Findings and Recommendations* (Aug. 9, 1999), at 41-44. - <http://www.nasaa.org>.

6) North American Securities Administrators Association (NASAA), Day Trading Project Group Report : *Findings and Recommendations* (Aug. 9, 1999), at 4, 16.- <http://www.nasaa.org>.

7) Ibid. : John C. Coffee Jr., "Day Trading", *The National Law Journal*, Nov. 1, 1999, at B7 ; Barbara Black, "Securities Regulation in the Electronic Age : Online Trading, Discount Broker's Responsibilities and Old Wine in New Bottles", 28 *Securities Regulation Law Journal* 15, 32-35 (2000) ; 村上 誠, 前掲論文(四), p.357

대한 광고활동이 사실에 입각하고 있다는 것을 보증하고, 그리하여 경우에 따라서는 공표 또는 방송 전에 자주규제기관(SRO)에 의한 커뮤니케이션(communication)⁸⁾의 사전승인을 의무화하기 위한 규칙이다.⁹⁾ NASD의 규칙은 회원에 의한 공중에 대한 광고에 과장되거나(exaggerated), 근거 없는(unwarranted) 또는 오해를 야기하는(misleading) 설명이 포함되는 것을 금지하고 있다.¹⁰⁾ 연방증권거래소법에는 광고활동만을 대상으로 한 규정은 없지만, 그 反詐欺규정이 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 「여기서의 설명이 오해를 야기하지 않도록 하기 위하여 필요한 중요사실에 관하여 부실한 설명을 하거나 그와 같은 중요사실을 설명하지 않는 것」은 위법한 것이라고 하고 있다.¹¹⁾ 따라서 사기적인 광고활동은 연방증권관계법의 反詐欺규정¹²⁾에 위반할 가능성이 있고, 동시에 상술한 NASD의 광고규칙(NASD Conduct Rule 2210 (d)), NASD 회원회사에 대한 「거래에 있어서의 공정 및 형평의 원칙(just and equitable principles of trade)」의 준수를 의무화하는 NASD Conduct Rule 2110,¹³⁾ 反詐欺규칙인 NASD Conduct Rule 2120¹⁴⁾ 및 판매활동에 있어서 공중을 공정하게 취급하도록 하는 NASD IM-2310-2¹⁵⁾에 위반할 가능성이 있다.

SEC의 조사를 받은 데이 트레이딩 증권회사는 잠재적인 고객에 대한 광고에 있어서 다양한 방법을 이용하고 있다. 그 중에서도 신문광고, 잡지광고, 투자정보지(newsletter), 웹사이트 및 TV commercial이 가장 일반적인 광고방법이고, 개인에 대한 광고로서는 「10 대 1이라는 최대로 차입금(leverage)을 통한 자금」, 「예술적인 거래 시스템」, 「시간외 거래의 집행 가능」, 「최대 수익 가능성」 그리고 「경험이 풍부한 전문가에 의한 훈련」이라고 한 것이 전형이었다. 조사 스태프(staff)이 특히 염두에 둔 것은 데이 트레이딩 증권회사에 의해 실제로는 제공되고 있지 않는 서비스에 관한 주장 및 정보 팔아먹기 그리고 오해를 야기하는 광고활동과 과대광고였다. 여기서 과대광고란, 換言한다면, 데이 트레이딩의 이점에 관하여는 상세히 설명하고 있는 데 대하여, 데이 트레이딩에 관계된 위험(risk) 및 비용에 관하여 충분한 설명이 이루어지지 않는 광고이다. 이와 같은 광고활동은 연방증권관계법의 反詐欺규정 위반의 수준에는 이르지 못하더라도, SRO의 광고규칙에는 위반할 가능성

8) 커뮤니케이션(Communications with the public)에 포함되는 것은 광고(advertisement), 판매문서(sales literature) 및 통신문서(correspondence)이다.- NASD Conduct Rule 2210(a), NASD Manual (CCH) (2000)

9) NASD Conduct Rule 2210, NASD Manual (CCH) (2000) ; PHLX Rule 605, 1 PHLX Guide (CCH) 2605, at 2203 (1998)

10) NASD Conduct Rule 2210(d) (1) (B), NASD Manual (CCH) (2000)

11) 17 C.F.R. § 240. 10b-5(2000)

12) 연방증권법 제17조 (a)항, 그리고 연방증권거래소법 제10조 (b)항 및 그에 기한 Rule 10b-5

13) NASD Conduct Rule 2110, NASD Manual (CCH) (2000)

14) NASD Conduct Rule 2120, NASD Manual (CCH) (2000)

15) NASD Conduct Rule IM-2310-2, NASD Manual (CCH) (2000)

이 있고, 데이 트레이딩 증권회사에 대하여는 그 광고에 과장된 주장이 포함되어 있는 것처럼 보이거나 그 광고가 규칙에 의해 필요로 하는 정보를 흠결함으로써 不備통지서(deficiency letters)가 發하여졌다. 또한, 데이 트레이딩 증권회사는 광고활동에 관한 기록을 적절히 보존하지 않고, 특히 광고활동에 대한 적절한 감독상의 승인을 결여하고 있는 것도 SEC의 조사결과에 의해 명백해졌다.¹⁶⁾

2. 사이버 증권업자의 책임에 관한 문제

사이버 증권중개업자(Internet Brokerage)는 그들의 고객에 대하여 적합성(suitability)의 원칙에 의한 책임을 지는가 하는 점이 문제될 수 있다.

데이 트레이딩 구조의 승인에 관한 규칙인 NASD Conduct Rule 2360¹⁷⁾은 기관투자자가 아닌 고객¹⁸⁾에게 데이 트레이딩 투자기법(day-trading strategy)¹⁹⁾을 장려 선전하는(promoting) 회원회사에 대하여 고객의 구조개설에 앞서, NASD Conduct Rule 2361에 규정된 위험(risk)개시서류의 고객에 대한 제공, 그리고 (1) 데이 트레이딩 투자기법을 위하여 그 고객구조를 이용하는 것에 관한 승인, 또는 (2) 그 고객에게는 데이 트레이딩을 목적으로 하여 그 구조를 이용할 의지가 없다고 하는 서면을 그 고객으로부터 수취하는 것 등을 의무화하고 있다.²⁰⁾ 또한, 데이 트레이딩을 위해 구조를 이용할 의지가 고객에게 있다는 것을 회사가 알고 있는 경우, 회사는 데이 트레이딩을 목적으로 하여 구조를 이용할 의지가 없다고 하는 고객으로부터의 서면에 의한 합의에 의거하는 것은 인정되지 않는다. 특히, 데이 트레이딩을 목적으로 하여 구조를 이용할 의지가 없다고 하는 서면에 고객이 서명하고 있는 경우에도, 그 고객이 데이 트레이딩 활동을 위해 구조를 이용하고 있는 것을, 후에 회사가 발견했다라면, 실무상 가능한 범위에서 신속하게, 회사는 NASD Conduct Rule 2360 (a) (1)에서 규정하고 있는 고객 구조의 승인을 하지 않으면 안되고, 이 승인은 여하한 경우에도 발견된 날(發見日)보다 10일을 초과해서는 안 된다.²¹⁾

데이 트레이딩 투자기법을 위해 구조를 이용하는 것을 승인하고 있는 회사는 데이 트레이딩 투자기법이 그 고객에게 「적절한(appropriate)」 것이라고 믿을 만한 합리적인 근거를 가지지 않으면 안되며, 그 결정을 하기 위해서는 (1) 고객의 투자목적, (2) 투자 및 거래에 있어서의 경험 및 지식(예컨대, 거래年數, 거래규모, 거래빈도 및 거래유형 등), (3) 일

16) 村上 誠, 前掲論文(二), pp.242~243

17) NASD Conduct Rule 2360, NASD Manual (CCH) (2000)

18) NASD Conduct Rule 3110 (c) (4) ; NASD Conduct Rule 2360 (f), NASD Manual (CCH) (2000)

19) NASD Conduct Rule 2360 (e), NASD Manual (CCH) (2000)

20) NASD Conduct Rule 2360 (a), NASD Manual (CCH) (2000)

21) NASD Conduct Rule 2360 (c), NASD Manual (CCH) (2000)

체의 수입원으로부터 概算된 연간수입, (가족용 주택을 제외하고) 概算된 순자산 및 (현금, 유가증권, 기타 등을) 概算한 유동성 순자산을 포함한 자산상황, (4) 납세상황, (5) 고용상황(고용주의 성명, 자영업 또는 퇴직 등), (6) 혼인관계 및 부양가족의 수, 그리고 (7) 연령 등을 포함한 고객에 관한 본질적인 사항에 관하여 확인하기 위해 합리적인 주의를 기울일 것을 의무화하고 있다.²²⁾ 또한, 회사는 고객구좌를 승인한 근거에 관하여 설명할 기록을 작성할 의무가 있고, 회사가 작성하거나 취득한 여하한 기록 또는 서면에 관해서도 NASD Conduct Rule 3110 (a)에 따라 보유하지 않으면 안 된다.²³⁾

요컨대, 권유되지 않는 거래에서는 적합성의 의무가 인정되지 않는다. 따라서 통상 이 같은 권유가 없는 사이버 증권중개업자는 원칙적으로 적합성원칙에 따른 책임을 지지 않는다고 본다.²⁴⁾

그런데 사이버 증권중개업자는 엄청나게 많은 양의 투자정보를 웹사이트에 올려놓고 있다. 따라서 어떠한 경우를 종목의 '추천'으로 볼 것인가에 따라 이 책임의 인정 여부는 달라질 수도 있다.²⁵⁾

그런데, SEC는 등록된 증권 브로커·딜러에 대한 감독권한을 가지고 있다. 이 같은 SEC의 감독권한에 기하여 증권 브로커·딜러에게 사이버상의 허위정보에 대하여 代位責任(vicarious liability)을 물을 수 있는가 하는 점이 논의되고 있다. 이와 관련하여 NASD는 증권 브로커·딜러가 자신의 사이트를 오해를 유발시킬 수 있는 웹사이트에 연결하는 것을 금지하고 있다. 그러나, 이 같은 방안은 사이버 기술의 급속한 발전속도를 고려할 때 현실성이 희박하다고 보고 있다.²⁶⁾ 이 같은 사정은 우리나라의 경우에도 마찬가지이다. 이와 관련하여, 최근 우리나라 서울민사지방법원 민사6부에서 증권사가 제공한 인터넷 홈트레이딩 시스템(HTS)의 잘못된 정보를 믿고 투자해 손해를 입었다면 증권사가 투자자에게 손해를 배상할 책임이 있다고 판결을 내린 바 있다.²⁷⁾

22) NASD Conduct Rule 2360 (b), NASD Manual (CCH) (2000)

23) NASD Conduct Rule 2360 (d), NASD Manual (CCH) (2000)

24) 양석완, "판례로 본 증권투자권유에 따른 적합성원칙," 『기업법연구』 제12집, 2003. 3. pp.299 이하 참조

25) 이영성, "인터넷에 의한 증권거래의 법적 규제에 관한 연구," 동국대학교 박사학위논문, 2002. 2. p.203

26) Nancy Toross, Double Click on This : Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, *Loyola of Los Angeles Law Review*, June, 1999, at 1444 ; 이영성, 전제논문, pp.203~204

27) 서울민사지방법원 민사6부, 2000. 8. 31 판결에 따르면, G사의 주가가 떨어지고 있는데도 S증권의 홈트레이딩시스템(HTS)은 G사의 외국인 보유율을 54%로 표기해 이를 믿고 백모씨가 G사의 주식을 2,500주나 집중매수하여 손해를 보게 했다면, 백모씨의 G사의 주식에 대한 투자결정은 S증권의 잘못된 자료의 전송으로 인해 이루어졌다 할 것이므로, S증권은 백씨의 손해를 배상할 의무가 있다고 함과 아울러, 주식보유율이 100%를 넘어 540%를 보유할 수 있다는 것

이와 관련하여, 특히 '거래시간 후 거래(after-hour trading)' 또는 시간외 거래가 문제된다. 사이버를 통하여 전 세계의 증권시장에서 거래할 수 있게 된 현시점에서는 거래시간 후 거래를 인정할 필요성이 더욱 커지고 있다. 그런데 거래시간 후 거래가 기술적으로는 가능해졌다고 하더라도 투자자보호를 위하여 거래시간 후에 이루어지는 증권거래의 투명성을 확보하는 것이 중요한 과제로 남게 된다.

미국의 Working Groups for Investor Protection & Education, Trading Conventions and Clearance/Settlement & Operation은 거래시간 후 거래에 관한 보고서를 NASD와 NYSE에 제출했다. Working Group은 거래시간 후 거래의 환경과 위험 등에 대하여 고객에게 적절한 설명을 해 줄 것을 브로커·딜러가 지켜야 할 지침으로 제시하였다. 또한, 동 그룹은 거래시간 후 거래에 대하여도 통합된 거래결과의 보고체계 및 호가전달체계를 적용할 것을 제안하였다.²⁸⁾

3. 증권사이트 운영자의 책임에 관한 문제

사이버상의 정보제공업자가 특정 회사의 주식을 추천하거나 선전해준 대가로 당해 회사로부터 금품이나 주식을 제공받았음에도 불구하고 자신들이 마치 독립적으로 얻은 객관적인 정보인 것처럼 속여 일반 투자자들로 하여금 당해 주식을 사거나 팔도록 유도하는 경우가 있다.

이에 대하여, 미국에서는 헌법상의 언론의 자유와 표현의 자유에 근거하여 특정 주식에 대하여 선전하고 추천하는 행위 그 자체를 금지하지는 않는다. SEC는 증권에 관한 분석이나 추천 또는 펀드매니저의 작전이 포함되어 있지 않고 수리적 계산에 한정되어 있는 발행인의 소프트웨어 프로그램은 투자자문법에 의한 등록이 필요하다는 태도를 취하였다.²⁹⁾ 이에 따르면, 투자정보지(newsletter) 등의 발행인은 원칙적으로 등록할 의무가 없다. 판례도 또한 일반 공중을 상대로 출판물에 의하여 개인적 이해관계와 무관하게 중립적인 조언(impersonal advice)을 하는 자는 투자자문법에 의한 등록을 요하지 않는다고 판시하였다.³⁰⁾ 그 대신 연방증권법은 투자정보지(newsletter)의 운영자에게 대가를 지불한

은 일반인들이 보기에라도 잘못된 것이라는 S증권의 항변에 대해 백씨의 과실을 인정할 수는 있으나, S증권의 책임을 완전히 면제할 만큼이라고 볼 수는 없으며 과실율이 50 : 50이라고 하면서 S증권은 백씨에게 380여만원을 배상하라고 원고 일부승소판결을 내리고 있다.

28) Securities Exchange Act Release No. 42003, 42004 (Oct. 13, 1999) : Subcommittee on Securities, Hearing on "The Changing Face of Capital Markets and the Impact of ECN's," Prepared Testimony of the Honorable Levitt Chairman Securities and Exchange Commission, Oct. 27, 1999

29) Wilson Associates, SEC No-action letter (May 25, 1988)

30) Lowe v. SEC, 472 U.S. 181 (1985), Lani M. Lee, "The Effects of Lowe on the Application of the Investment Advisers Act of 1940 to Impersonal Investment Advisory Publications," *Bus.*

당사자와 금액 그리고 대가의 지급형태(예컨대, 현금, 주식 또는 다른 가치가 있는 것)를 공개할 의무를 부과하고 있다.³¹⁾ 미국의 투자자문법(Advisers Act)에 의하면, 누구든지 대가를 받고 증권에 관한 조언, 추천, 보고서의 발간, 분석정보의 제공을 영업으로 하는 자는 원칙적으로 등록하여야 한다.³²⁾ 다만, 고객의 수가 연간 15명에 미달하고, 미국의 등록된 투자회사를 조언하지 않으며, 미국인을 상대로 한 투자자문이 아닐 때에는 등록이 면제된다.³³⁾ 한편, SEC는 투자정보지(newsletter)에 의하여 정보를 제공하는 행위의 사기성 여부를 판단하는 방법에 대하여 '투자정보지 검증요령'을 발표한 바 있다.³⁴⁾

그런데, 사이버 대화방(chatting room)에는 회원가입을 관리하고 통제하는 운영자(sponsor)가 대부분 존재한다. 운영자는 온라인 정보제공자에게 출처 미상의 정보에 대하여는 이를 삭제하도록 그 권한을 행사할 수 있다. 이 때문에 사이버 증권사기를 규율하는 방안으로 대화방 등의 운영자에게 책임을 물을 수 없을까 하는 점이 문제된다.

이에 대하여, 증권정보를 다루는 대화방이나 뉴스그룹을 운영하고 감시할(monitor) 수 있는 자에게 '문지기(gatekeeper)'로서의 책임을 지우는 방안을 제안하는 견해가 있다.³⁵⁾ 그런데 미국의 1996년 통신윤리법(Communications Decency Act)에 의하면, 사이버 정보제공자는 다른 사람에 의하여 제공된 정보의 '출판자 또는 발표자'가 아니므로, 사이버상에 올려진 내용을 적극적으로 감시해야 할 법적 의무가 없다고 보고 있다.³⁶⁾ 증권투자는 기본적으로 투자자 자신의 책임인 만큼 투자자는 원칙적으로 사이트 운영자에게 정보의 오류를 이유로 하여 책임을 물을 수 없다고 본다. 그러므로 미국에서 위와 같은 제안이 받아들여지기 위해서는 새로운 입법이 필요하게 된다. 실무상 증권관련 사이트의 운영자는 자신의 사이트에 올려진 정보의 오류에 대하여 어떠한 책임도 지지 않는다는 것을 약관에 명시하기도 한다.³⁷⁾

4. 증권업자가 개설한 홈페이지에 대한 규제와 역외(域外)적용

위와 같은 규제와 관련한 문제와 동일한 상황은 역외의 증권업자가 개설한 홈페이지 등

Law, Feb. 1987, at 507-51

31) Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77q(b)

32) 15 U.S.C. 80b-3(b) (1994)

33) 15 U.S.C. 80b-3(b)(3) (1994)

34) 'Tips for Checking out Newsletters,' SEC, Oct. 1998

35) John C. Coffey Jr., "Brave New World? : The Impacts of the Internet on Modern Securities Regulation," 52 *Bus. Law*, 1195, 1196 (1997) ; 김성탁, "인터넷을 이용한 증권정보의 유통과 증권사기," 『비교사법』 제7권 2호, p.242

36) 47 U.S.C. 230(c)(1) (1994)

37) 김성태, "인터넷 증권거래의 법적 문제와 증권거래약관," 『비교사법』 제7권 2호, pp.129 이하 참조

에 있어서 발생할 수 있다. 즉 어떤 국가에 있어서 업무인가를 취득한 증권업자가 인터넷 홈페이지상에서 투자서비스에 관한 정보의 제공이나 구좌개설 기타 절차 등을 행하는 경우, 업무인가를 취득하고 있지 않은 다른 국가, 지역에 있어서도 투자서비스업무를 운영하고 있는 것으로 판단될 가능성이 발생하는 것이다.

이 점에 대하여, 북미의 주 차원의 증권감독당국이 가맹하는 국제기구인 NASAA는 1997년 4월 사이버상에서 정보제공 등을 행하는 증권업자에 대한 규제에 관한 모델해석포고(Interpretive Order)를 채택했다. 이 포고는 법적 구속력을 가지는 것은 아니지만 NASAA로서는 가맹 각 주의 당국이 포고의 내용에 근거하는 형태의 입법조치를 진행할 것을 기대하고 있다.

포고에 의하면, 사이버상에서 투자권유나 광고를 행하는 증권 브로커·딜러, 광고업자 등이 어떤 주에서 업무를 운영하고 있다고 판단되지 않기 위해서는 다음과 같은 기준을 만족할 필요가 있다.

(1) 당해 주에 있어서 사이버에서 제공한 정보의 follow-up이나 개별고객에 대한 대응이 없다는 것

(2) 당해 주 내에 있어서 목표고객과의 직접의 접촉이 불가능하다고 합리적으로 판단되는 것과 같은 '방화벽(fire wall)' 및 기타의 조치가 사이버상에서의 교환에 관하여 강구되어 있을 것

(3) 사이버상에서 제공된 정보가 당해 주에 있어서는 증권거래를 집행한다거나 대가를 징수하여 개별화된 투자자문을 제공한다는 것이 아니라, 상품서비스에 관한 일반적인 정보를 제공하는 것에 그치고 있다는 것

NASAA에 의하면, 이러한 기준을 만족시키지 못한 홈페이지를 개설한 업자에 대하여는 각 주의 법규제에 기해 증권회사등록이나 투자고문업등록이 요구된다.

또한, SEC는 1998년 3월의 해석통지에 있어서 사이버상에서의 투자고문서비스의 제공에 따른 투자고문법상의 문제나 증권거래서비스의 제공에 따른 증권거래소법상의 문제에 대하여 견해를 분명히 하고 있다.

1940년 투자고문법의 규정에 의하면, 미국 외의 투자고문업자로 미국 내에 15인을 초과하는 고객을 가지고 있지 않는 자에 대하여는 SEC에 대한 등록의무가 면제된다. 그러므로 SEC는 해석통지에 있어서 사이버상에서 투자고문서비스를 제공하는 경우 미국 내의 고객을 15인 이하로 한정하는 합리적인 조치를 취하고 있다면 등록은 요구되지 않는다고 하는 견해를 명백하게 했다. 이러한 조치의 구체적인 예로서는 (1) 홈페이지상에 제공된 정보가 누구를 향해 이루어진 것인지를 나타내는 담보문서가 확실히 명기되어 있다는 것, (2) 홈페이지를 개설하는 투자고문업자가 14인 이하의 미국 내의 고객 이외의 미국 거주자에 대하여 투자고문서비스에 관한 정보가 전달되지 않도록 주소나 전화번호의 확인이라

고 하는 예방적 조치를 강구하고 있다는 것 등을 들 수 있을 것이다.

증권회사 규제에 대하여도 동일한 방법이 취해져 있다. 즉 미국 외의 증권업자가 선전 등을 행하고 있는 홈페이지는 미국 내의 투자자와의 사이에서의 증권거래에 연결되지 않도록 합리적인 조치가 강구되어 있는 한 미국법상의 증권브로커·딜러로서의 등록이 요구되는 것은 아닌 것으로 되어 있다. 이 경우에도 담보문서의 명시나 거래개시에 선행한 주소 등을 확인하고 미국 내의 투자자라고 의심이 가는 경우에는 거래를 거절하는 것 등의 합리적인 조치로 인정될 것이다.

아울러, SEC는 증권회사의 홈페이지가 실제의 거래집행으로 연결하는 기능을 가지고 있는지에 따라 다른 취급을 하는 방법을 취하고 있지는 않고 있다. 일반적인 시장정보, 실시간 혹은 지연된 주가정보, 리서치정보, 수수료체계에 대한 정보, 점포망이나 연락처 등 정보의 모두에 대하여도 브로커·딜러가 잠재적인 고객에 대해 증권거래를 행하고자 하는 의도하에 행하는 선전이며 미국 내의 투자자를 목표로 하고 있는 한 증권브로커·딜러 등록이 요구되는 것으로 된다고 하고 있는 것이다.

한편, 1934년 증권거래소법의 규정에 따르면, 미국 외의 증권거래소 등 시장기능을 제공하고 있는 자가 개설한 홈페이지 등에 대하여도 증권거래소로서의 등록의무 등이 발생할 가능성이 없지는 않다. 이 점에 대하여 SEC는 사이버상에서 투자정보를 제공한다거나 시장에 대한 접근이 가능한 해외시장에 미국 거주자가 당해 시장에 접근하지 않도록 합리적인 조치를 강구하고 있는 한 등록의무의 대상이 되지 않는다는 견해를 명백히 했다. 구체적으로는 다음과 같은 조치를 강구하는 것이 요청되는 것으로 본다.

- (1) 홈페이지상에 거래소의 서비스를 받을 수 있는 국가를 한정하든지 또는 미국 거주자가 서비스의 대상이 아니라는 것을 명기한 담보문서가 있다는 것
- (2) 거래소의 회원 또는 직접참가자로 되고자 하는 자에 대해 주소, 우송처 주소를 신고하게 하는 것
- (3) 거래소가 어떠한 이유에서 미국 거주자라고 믿음이 가는 자에 대하여는 홈페이지를 통한 직접거래를 거절하는 것
- (4) 거래소회원을 통한 미국 거주자가 간접적으로 홈페이지상의 거래기능을 이용하는 것이 없도록 조치를 강구하는 것

이 통지가 제정되기 이전은 국내에서의 홈페이지 작성의 경우에 있어서도 특히 영어정보를 발신한다거나 다른 페이지에 링크를 한 경우에 미국의 투자권유 규제상 문제가 발생하는 것은 아닌가라는 잠재적 가능성이 논의되는 것이 적지 않았던 것이다. 그러므로 SEC가 적절한 담보문언의 게재라고 하는 어느 정도 큰 비용부담을 요하지 않는 방법으로 문제의 발생을 회피할 수 있다는 것을 명시한 것에 대한 의의는 크다.³⁸⁾

Ⅳ. 위법한 대부의 알선(unlawful arrangement of loans)

1. 데이 트레이딩 증권회사에 의한 신용공여

데이 트레이딩이란 주가의 근소한 변동에서 이익을 얻는 것을 목적으로 한 거래방법이고, 거래대상으로 하는 증권으로서는 기본적(fundamental) 분석보다 기술적인(technical) 분석이 중심이 된다. 데이 트레이더는 단기적인 시세를 예상하는 기술적 분석을 행하고 있고, 심하게 말한다면 증권에 착안하는 것이 아니라 주가 그 자체에 주목하고 있다. 기술적인 분석에는 전용 소프트웨어가 이용되어, 데이 트레이더는 실시간(real time)으로 주가의 움직임을 감시하면서 아울러 기술적 분석을 한 차트, 시장정보 및 포지션(position)의 손익상황 등을 확인함으로써 짧은 시간에 매매를 반복하는 것이 전형이다.

또한, 매매수수료를 고려에 넣은 주가의 근소한 변동(예컨대, 1 거래에 1/8 또는 1/16 달러의 변동)으로부터 이익을 얻는 데는 당연히 이에 상응한 투자자금을 필요로 함으로, 통상 데이 트레이딩에 있어서는 증거금계정(margin account)이 이용된다. 또한 미국의 경우에는 데이 트레이딩 증권회사가 독자의 포지션관리를 함으로써 차액결제(credit)가 가능하게 되어,³⁹⁾ 데이 트레이더는 특정 주식을 매수한 직후에 매각하고 그 대금을 특히 동일한 주식의 매수에 충당하는 형태로 매매를 부풀리는 수법, 즉 회전매매를 할 수 있다.

데이 트레이딩 증권회사는 1거래당 15~25달러의 주식매매수수료⁴⁰⁾와 함께, Real Tick III⁴¹⁾ 데이터의 공급, 뉴스 및 거래소 수수료(또는 ECN 수수료) 등의 부가 서비스료로 1개월에 50~675달러의 다액의 청구를 하는 것이 예사이고, 데이 트레이더는 상당액의 거래비용을 부담하게 된다. 데이 트레이더는 그 손익분기점을 결정하는데 있어서 위 수수료 및 비용을 계산에 넣어야 하고, 가령 평균적인 수수료(1거래당 16.70달러, 1개월당 부가 서비스료 150달러)를 제공하는 데이 트레이딩 증권회사에 있어서 1일에 50회의 거래를 하는 데이 트레이더는 그 거래비용을 회수하기 위해서는 매월 거래에서 16,850달러의 이익을 얻지 않으면 안 되는 셈이다.

또한, 다수의 데이 트레이딩 증권회사는 구좌를 개설하는 경우에, 고객에 대하여 일정액 이상의 자금을 보유하도록 의무화하고 있다.⁴²⁾ 2000년 2월의 데이 트레이딩 전문증권회사

38) 이영성, 전계논문, pp.148~149

39) 大崎貞和, 『ネット証券取引』, 日本経済新聞社, 2000, pp.92-95

40) 예컨대, 데이 트레이딩 전문증권회사인 Cyber Trader社에서는 1개월간의 거래수에 따라 다음달의 수수료가 변동되는 수수료 체계를 채택하고 있고, 1개월간의 거래수가 1~249회인 경우는 다음달의 수수료는 14.95달러, 250~499회인 경우는 12.95달러, 500회 이상은 9.95달러이다.- <http://www.cybertrader.com/fees/default.asp>.

41) 미국에서 가장 주요한 직접 접근 거래(direct access trading : DAT) 전용 소프트웨어이다.

7개社에 대한 조사에서는 5개社가 당초 예입액으로 20,000~75,000달러를 예입하도록 의무화했지만, 그 가운데 2, 3개社는 당초 예입액의 요건을 고객의 경험에 따라 완화하여 적용하고 있다. 7개社 가운데 나머지 2개社는 최저자금 요건을 나타내지 않았다.

이처럼, 데이 트레이더는 1/8달러 또는 1/16달러라고 하는 주가의 근소한 변동으로부터 이익을 얻으려고 하는 것이 일반적이고, 주식매매수수료 등 비용을 감안한 손익분기점을 고려한다면, 당연히 한번의 매매에 그에 상응한 투자자금을 필요로 한다. 그 때문에 대부분의 데이 트레이더가 증거금거래(margin transaction)를 이용하지만, 그 증거금거래에 관한 규칙인 Regulation T(당초증거금율 : initial margin requirements에 관한 규정)⁴³⁾ 및 자주규제기관(NASD, NYSE 증거금규칙(최저유지증거금율 : maintenance margin requirements에 관한 규정)⁴⁴⁾에 증거금율의 산정은 날마다 최후에 행하여지기 때문에 일반적으로는 하루(1일)의 최후의 시점에서 그 증거금계정(margin account)을 flat(모든 포지션이 증권의 청산거래에서 受渡기일 전에 반대매매 등으로 거래관계가 완료되고 있다고 하는 일)으로 종료시키는 데이 트레이더는 그 계정 활동이 적자가 되지 않는 한 추가증거금을 받지 않는 데 있다. 그러나, 데이 트레이딩 증권회사는 고객인 데이 트레이더에게 日中 포지션을 위한 신용공여를 행하고 있고, 그 때문에 데이 트레이딩 증권회사는 부당한 위험(risk)에 처하게 되고 있다.⁴⁵⁾

2. 증거금율을 초과한 신용공여

브로커·딜러가 직접적 또는 간접적으로 Regulation T 및 SRO의 최저유지증거금규칙에서 규정된 증거금율을 초과하여 신용을 공여하는 경우, Regulation T 및 SRO의 증거금규칙 위반이 된다. Regulation T 또는 SRO의 증거금율을 초과하여 신용을 공여하는 브로커·딜러는 사실상, 본래 고객에게 發하여져야 하는 추가증거금에 스스로 응하고 있는 셈이 된다. SEC의 조사에서는 여러 社의 데이 트레이딩 증권회사가 고객의 증거금의무를 부과했기 때문에 상기 규칙에 위반된 대부를 행한 것으로 드러나게 되고, 그와 같은 위법한 대부의 경우에 데이 트레이딩 증권회사의 종업원명의로의 구좌가 이용된 사례, 예컨대

42) 예컨대, 데이 트레이딩 전문증권회사인 Cyber Trader社에서는 구좌개설조건을 초기자금 10,000달러 이상, 연간수입 35,000달러 이상, 토지 가옥을 제외한 유동성 순자산 50,000달러 이상으로 하고 있다.

43) 연방증권거래소법 제7조에 기하여, 연방준비제도이사회(FRB)가 채택하며, 그 당초 증거금율을 결정한다. 현재의 당초 증거금율은 50%이다.

44) NASD Conduct Rule 2520 (c), NASD Manual (CCH) (2001) : NYSE Rule 431 (c), 2 NYSE Guide (CCH) (2001). 현재의 최저유지증거금율은 25%이다.

45) 村上 誠, 前掲論文(三), p.242

All-Tech Direct, Inc. 사례도 있다.⁴⁶⁾ 본래, 추가증거금에 응할 수 없는 고객의 증거금계정은 폐쇄되지 않으면 안되고, 이러한 고객에 대하여 법정 증거금율을 초과하는 위법한 대부를 행하는 것은 그 고객을 과도한 위험(risk)에 처하게 할 뿐만 아니라, 아울러 증권회사 자체의 재무기반을 위협하는 요인도 된다. 따라서, 이와 같은 추가증거금에 응할 수 없는 고객에 대하여 데이 트레이딩 증권회사가 스스로 재무 위험(risk)을 부담하면서도 위법한 대부를 하는 배경에는 이러한 고객에게 거래를 계속하게 함으로써 주식매매수수료를 중심으로 한 데이 트레이딩 사업으로부터 거둬들이는 수익을 얻으려고 하는 영업전략을 엿볼 수 있다.

1) 타인으로부터의 신용공여의 알선(arrange)

브로커·딜러가 증권을 매수하는 고객을 위하여 신용의 알선(arrange)을 하는 것은 최근까지 금지되었지만, 1996년 연방준비제도이사회(FRB)가 Regulation T의 개정을 채택하고, 브로커·딜러에 의한 대여의 알선(arrange)이 인정되었다.⁴⁷⁾ 그 결과, 대여가 연방신용규제에 위반하지 않게 된다면, 브로커·딜러는 고객을 위하여 신용의 공여 또는 신용의 유지에 관하여 알선(arrange)을 할 수 있게 되었다.⁴⁸⁾ SEC의 조사에 의하면, 고객이 추가증거금에 응하도록 함과 아울러 그 거래의 계속을 가능하게 하기 위하여, 다수의 데이 트레이딩 증권회사가 대여를 알선(arrange)하고 있고, 이는 다음에서 보는 바와 같이 고객간의 대여의 알선(arrange) 또는 증권회사와 관계없는 타인간 또는 기업체로부터의 대여의 알선(arrange)이라고 하는 형태를 취하고 있다.

2) 고객간의 신용공여

데이 트레이딩 증권회사는 특정한 고객으로부터 다른 고객으로의 자금의 대여에 관한 알선(arrange)을 빈번하게 행하고 있고, 이와 같은 대여는 고객의 「授權狀(letter of authorization)」에 기하여 행하여지는데, 그 수권장에는 주로 채무자가 추가증거금에 응하는 것을 목적으로 한 자금의 공여에 관하여 채권자는 동의한다고 기재되고 있다. 대여의 필요성이 있게 되면, 하루(1일)의 최후의 시점에서의 증거금율을 충족시키기 위하여, 특정한 고객의 구조

46) Exchange Act Release No. 44415 (June 13, 2001), Exchange Act Release No. 44416 (June 13, 2001), Exchange Act Release No. 44417 (June 13, 2001), Exchange Act Release No. 44418 (June 13, 2001), Exchange Act Release No. 44419 (June 13, 2001)

47) Board of Governors of the Federal Reserve System Docket No. R-0772 (May 6, 1996), 61 Fed. Reg. 20386 (1996)

48) 12 CFR § 220.3 (g) (2000)

로부터 다른 고객의 구좌에 자금이 이전되거나 分介된다(journalized).⁴⁹⁾ 그 자금은 다음 (이튿날) 영업일에 이자를 붙여 반환되는 것이 일반적이고, 필요한 경우 그 프로세스(process)는 그 다음날에도 되풀이된다. 조사에 의하면, 대여에 기하여 지급되는 이자는 일반적으로 日數로 계산하여 0.05%~0.1%(연리 18%~37%)의 범위 내였다. 이러한 대여는 연방증권관계법상 합법적이지만, 그럼에도 조사 스태프(staff)가 염려를 하는 것은 대여의 당사자가 이와 같은 대여의 조건과 위험(risk)을 인식하지 못할 가능성이 있기 때문이다. 이와 같은 分介(journaling)가 많이 이용되고, 특히 데이 트레이딩 증권회사가 채권자 및 채무자 쌍방에 대하여 모든 위험(risk)을 완전 개시하지 않고, 고객간의 대여를 적극적으로 알선(arrange)하는 것은 크게 우려할 만한 사항이 되고 있다.⁵⁰⁾

3) 타인에 의한 신용공여

SEC의 조사에서 나타난 바에 의하면, 고객간의 신용공여의 알선(arrange)과 아울러 private partnership 등 외부 기업체로부터의 고객에 대한 신용공여에 관해서도 알선(arrange)을 하고 있다. 데이 트레이딩 증권회사는 그 고객에 대하여 추가증거금에 응하도록 하기 위하여 외부의 채권자로부터 신용을 공여 받을 수 있는 것에 관한 통지를 허용하고 있다. 이와 같은 거래는 공여된 신용에 대한 이자를 채권자가 받았다고 하는 단순한 대여계약으로서 조성되는 것이 일반적이다. 조사에 따르면, 대여에 기하여 지급된 이자는 日數로 계산하여 0.03%~0.04%(연리 10%~15%)의 범위 내인 것이 일반적이고, 상술한 바와 같이 이러한 알선(arrange)은 연방증권관계법상 합법적으로 풀이되고 있다. 그러나, 채권자가 데이 트레이딩 증권회사와 매우 긴밀한 관계에 있고, 그 결과 데이 트레이딩 증권회사가 간접적으로 고객에게 자금의 대여를 하고 있을 가능성이 있는 경우, 이러한 알선(arrange)은 Regulation T에 위반될 가능성이 있다. 예컨대, 데이 트레이딩 증권회사의 사장이 채권자 기업의 partner이기도 한 경우, 또한 데이 트레이딩 증권회사의 종업원이 고객에게 자금의 대여를 행하고 있는 경우 등 채권자와 데이 트레이딩 증권회사와의 사이에 강고한 관계가 확립되고 있는 경우 그 데이 트레이딩 증권회사는 법정 증거금율을 초과하는 위법한 대여를 고객에게 행하고 있다고 볼 가능성이 높다.⁵¹⁾

49) 이와 같은 고객간의 용자는「journaling」이라고 일컬어지고, 전통적으로는 고객의 가족간에 주로 이루어졌다.- <http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1999/tsty2199.htm>.

50) <http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1999/tsty2199.htm>.

51) 村上 誠, 前掲論文(三), pp.246~248

3. SEC 등의 대응

1) 신용공여에 관한 개시

SEC는 대여진실법(Truth in Lending Act)⁵²⁾의 취지에 따라, 연방증권거래소법 Rule 10b-16⁵³⁾을 채택하고 있다. Rule 10b-16은 공여된 신용의 일정한 특질 및 각 고객의 구좌 상황에 관하여 그 개시서류의 고객에 의한 수리를 보증하는 절차가 브로커 또는 딜러에 의해 확립되고 있지 않는 한, 증권거래와 관련하여 고객에 대하여 직접적으로 또는 간접적으로 행하는 신용공여를 위법하다고 하고 있다.⁵⁴⁾ 브로커·딜러는 증거금계정 개설시 고객에 대하여 이자의 발생시기, 연이율 및 그 산정방법을 포함한 일정한 사항에 관하여 통지하지 않으면 안 된다.

데이 트레이딩 증권회사는 Regulation T의 범위내에서 신용공여를 하는 경우에는 Rule 10b-16을 준수한 것이지만, Regulation T에 기하여 추가증거금을 받은 고객에 대하여 회사 관계자를 통한 직접적 또는 간접적으로 위법한 대여를 행한 경우에는 곧바로 Rule 10b-16에 위반한 것으로 보아 여러 社가 소환되었다.

또한, 고객과 제3자와의 사이에 이루어진 대여에 관하여 그 알선(arrange)을 데이 트레이딩 증권회사가 행한 경우에는 Rule 10b-16과 같은 대여조건의 개시를 의무화하는 직접적인 규칙은 없고, 이러한 대여의 알선(arrange)시에는 반드시 Rule 10b-16과 같은 정보가 개시된 것은 아니었다.

52) 연방의 'Consumer Credit Protection Act(소비자신용보호법)'의 제1편으로 1968년 제정되었고, '대여조건표시법'이라고도 한다. 대여진실법은 금융기관 및 신용의 공여를 업무로 하는 금융기관 이외의 회사에 의한 신용대여의 조건에 관하여 그 완전개시 및 중요개시에 주목함으로써 고객이 신용대여를 비교하고 더욱이 그 신용대여의 위험에 관하여 이해할 수 있도록 하고 있다. 대여진실법이 브로커에 의한 고객에 대한 증거금대여(margin loan)에 관하여 그 개시요건을 명확히 면제한 것은 SEC가 규칙을 이용하여 실질적으로 동일한 개시를 의무화하고 있는 데 대하여 은행업 및 통화에 관한 상원위원회가 이를 인정한다고 선택했기 때문이다.- Exchange Act Release No. 8773 (Dec. 8, 1969) (adopting Rule 10b-16), 34 Fed. Reg. 19717 (1969) : 村上誠, 前掲論文(三), p.261 註133).

53) 17 C. F. R. § 240. 10b-16 (2000)

54) Rule 10b-16은 최초개시 및 정기개시를 의무화하고 있다. 최초개시는 구좌개설 전에 투자자가 증거금 계정의 조건에 관하여 이해하도록 하는 것을 보증하기 위한 것이었다. 이에 의해 투자자는 자기가 받을 수 있는 다양한 신용 조건을 비교하는 것이 가능하게 되고, 실제 신용액을 산정하는 데 사용되는 방법에 관하여 이해할 수 있게 된다. 정기개시서류는 투자자에 대한 신용대여에 관한 실제의 비용을 알게 하고, 나아가 최초개시에 힘입은 대여 채무의 비용에 관하여 투자자에 의한 정확한 산정을 가능하게 한다.

2) 데이 트레이딩 증거금거래(margin transaction)에 관한 신규칙

이 사태에 대처하려고 NASD 및 NYSE는 그 증거금율에 관한 규칙을 정하고, 데이 트레이딩만을 대상으로 하는 증거금규제를 추가했다.⁵⁵⁾

NASD 및 NYSE의 신규칙⁵⁶⁾은 각각 2001년 9월 28일(NASD)과 동년 8월 27일(NYSE)에 시행되고 있다. 양 규칙은 그 구성에 다소의 차이는 있지만, 기본적으로는 동일하고, 이하에서는 NASD의 규칙에 기하여 설명하기로 한다.

우선, 첫째로 신규칙에 있어서는 「pattern day trader」라고 하는 새로운 개념을 채택하고 있다.⁵⁷⁾ 「pattern day trader」란 5영업일 내에 4회 또는 그 이상의 「데이 트레이딩」⁵⁸⁾을 행하고, 아울러 그 데이 트레이딩의 횟수가 당해 5영업일간의 구좌에 있어서 총거래수의 6%를 초과하는 경우⁵⁹⁾의 고객으로서, 고객이 「pattern day trading」에 종사하고 있다는 것을 회원회사가 알고 있는 경우, 또는 그러하다고 믿을 만한 합리적인 근거를 회원회사가 가지고 있는 경우, 그 고객에게는 NASD Conduct Rule 2520 (f) (8) (iv)에 규정된 특별 증거금율이 부과된다. 또한, 고객이 「pattern day trader」라고 믿을 만한 합리적인 근거를 가지고 있는 경우란 예컨대, 회사가 고객에 대하여 구좌개설을 예상하여 데이 트레이딩에 관한 훈련 프로그램을 제공하고 있던 경우 등이다.

또한, 이 신규칙에 있어서의 「데이 트레이딩(day trading)」이란 증거금계정에 있어서 同一日 내에 동일한 증권에 관하여 매수 및 매도, 또는 매도 및 매수를 하는 것을 말하고, 다음날(overnight) 매수유지 포지션으로 되는 증권(long security position)을 익일(翌日)에, 그 동일 증권의 신규 매수 전에 매각하는 경우 및 다음날(overnight) 매도유지(空賣) 포지션으로 되는 증권(short security position)을 익일에, 그 동일 증권의 신규 매도 전에 환매하는 경우에는 제외된다고 규정되고 있다.⁶⁰⁾

신규칙에 규정된 「pattern day trader」에 해당하는 고객은 항상 그 구좌에 최저 25,000달러의 지분(equity)⁶¹⁾을 유지할 의무가 있다. 25,000달러라고 하는 최저지분요건(minimum

55) NASD Conduct Rule 2520 (f) (8) (B), NASD Manual (CCH) (2001) ; NYSE Rule 431 (f) (8) (B), 2 NYSE Guide (CCH) (2001) ; 66 Fed. Reg. 13608 (Mar. 6, 2001)

56) Ibid.

57) NASD Conduct Rule 2520 (f) (8) (B) (ii), NASD Manual (CCH) (2001)

58) NASD Conduct Rule 2520 (f) (8) (B) (i), NASD Manual (CCH) (2001)

59) 예컨대, 어떤 고객이 5영업일 내에 100회의 거래(매수 또는 매도)를 행하고, 그 거래 가운데서 4회의 데이 트레이딩(사고 팔고, 또는 팔고 사고)을 행한 경우, 데이 트레이딩의 횟수는 총거래수의 4%이고, 6%를 초과하지 않기 때문에 「pattern day trader」가 되지는 않는다.

60) NASD Conduct Rule 2520 (f) (8) (B) (i), NASD Manual (CCH) (2001)

61) 증거금계정에 있어서의 지분(equity)이란 증거금계정에 있어서 보유하고 있는 포지션의 시가에 동 계정상의 대변 잔고(예컨대, 현금)를 덧붙인 다음, 동 계정상의 차변 잔고를 공제한 額이다.

equity requirement)을 미달하는 경우에는 「pattern day trader」는 그 계좌에 25,000달러를 유지할 때까지 데이 트레이딩이 인정되지 않게 된다. 특히 「pattern day trader」에는 1일에 집행된 모든 데이 트레이딩에 소요되는 비용의 25%, 또는 1일에 2회 이상의 데이 트레이딩을 행할 경우는 그 날의 최대 오픈 포지션(open position)의 25%⁶²⁾ 중 어느 하나에 상당하는 특별최저유지증거금이 의무화되고 있다. 요컨대, 「pattern day trader」에는 그 계좌 지분의 4배까지의 매수권한('day-trading buying power')⁶³⁾이 인정되고 있고, 매수권한의 산정은 날마다 거래 전에 계좌에 유지되고 있는 지분에 기한 것이다.

다만, 그 매수권한을 초과함으로써 본 규칙에 규정된 특별최저유지증거금에 미달되는 경우에는 추가증거금이 필요하고 그 추가증거금은 5영업일 이내에 응해야 할 의무가 있다. 따라서 추가증거금에 응할 때까지의 기간(5영업일 이내)에는 「pattern day trader」의 매수권한은 그 계좌 지분의 2배까지로 감소되며(즉, 이 경우 증거금률은 50%로 된다), 이 경우의 증거금률(50%)은 그 날의 가장 큰 오픈 포지션(open position)에 기하여 산정되지 않고, 그 날의 모든 데이 트레이딩에 소요되는 비용에 기하여 산정된다. 이 증거금 거래에 대한 제약은 실질적으로 데이 트레이딩 활동을 제한하는 효과를 갖게 된다. 특히, 추가증거금에 대하여 5영업일 이내에 응하지 않는 경우에는 증거금거래는 90일간 또는 그 추가증거금에 응할 때까지 인정되지 않게 된다. 또한 「pattern day trader」가 5영업일 이내에 추가증거금에 응하지 않는 경우, 회원회사는 추가증거금을 요구한 후 6영업일에 연방증권거래소법 Rule 15c3-1에 기하여, 그 추가증거금의 금액을 순자본에서 공제해야 할 의무가 있다. 또한, 신규칙에 있어서는 상기의 최저지분요건 및 특별최저유지증거금요건을 갖추기 위하여 「pattern day trader」가 상호보증(cross guarantees)⁶⁴⁾을 이용하는 것은 금지된다. 전체적으로 본다면, 이들의 의무는 「pattern day trader」의 계좌에 대한 가일층의 재무 안정성을 제공하기 위한 것이고, 「pattern day trader」에 대하여 사실상 그 계좌에 있어서의 현실의 예입에 기한 자금의 이용을 의무화한 것이다.⁶⁵⁾

62) 그 날의 가장 큰 오픈 포지션(open position)에 기한 증거금률(25%)을 산정하는 경우, 연속적으로 집행된 각 데이 트레이딩에 대하여 'time and tick'(시간과 가격)을 나타내는 기록을 데이 트레이딩 증권회사는 보유해야 한다.

63) NASD Conduct Rule 2520 (f) (8) (B) (iii), NASD Manual (CCH) (2001)

64) 상호보증(cross guarantees)이란 동일한 브로커·딜러에 있어서의 2개의 고객구좌를 1로 하여 최저유지증거금을 산정하는 것이다. 데이 트레이딩에 있어서는 hedge [시세의 하락 따위로 일어나는 손실을 막기 위하여 공매하는 것] 목적으로, 데이 트레이더인 본인 이외에 예컨대, 배우자나 양친의 성명 및 사회보장번호를 사용하여 별개로 1구좌를 개설하는 경우도 많다.

65) 村上 誠, 前掲論文(三), pp. 242~244

4. 공매에 대한 SEC의 대응

空賣란 시장참가자가 스스로 보유하고 있지 않는 증권을 매도하는 것으로서, 매도 후의 주가하락에 의해 이익을 올릴 수 있지만, 주가가 상승하게 되면 공매시 보다 높은 가격으로 그 주식을 환매해야 하므로 손실을 입게 된다. 데이 트레이더는 주가의 하락에 따라 증가하는 이익의 획득을 기대하고 자주 공매를 행하게 된다. 연방증권거래소법은 공매에 관한 규제를 행하는 권한이 SEC에 있다는 것을 명확히 규정하고 있고,⁶⁶⁾ 공매가 주가하락의 매우 강한 원인이 될 수 있다는 것을 차단하기 위하여 SEC는 연방증권거래소법 Rule 10a-1을 채택하고 있다.⁶⁷⁾ 일정한 예외는 있지만, Rule 10a-1 (a) (1)은 거래소상장 증권(exchange-listed security)을 다음에 열거하는 가격으로 공매하는 것을 인정하고 있다. 그 가격을 본다면, (i) 직전에 성립한 매도가격을 초과하는 가격 (plus tick), 또는 (ii) 직전의 매도가격이 그 직전의 매도가격보다도 높은 경우, 그 직전의 매도가격(zero-plus tick)이다. 환언한다면, 직전의 거래가격보다 낮은 가격(minus tick)으로 공매하는 것, 또는 직전의 매도가격이 그 직전의 매도가격보다도 낮은 경우, 그 직전의 매도가격(zero-minus tick)으로 공매하는 것은 인정되지 않는 셈이다. 이를 대부분의 경우, 「tick test」라 부른다.

NASD규칙은 全美市場시스템(National Market System : NMS) 증권에 관하여 NASDAQ에 제시되고 있는 현재의 매수가격의 최고치(inside bid)가 그 증권에 있어서의 직전의 매수가격의 최고치를 하회하는 경우, 현재의 매수가격과 같은 가격이나 이를 하회하는 가격으로 공매하는 것을 금지하고 있다.⁶⁸⁾

이러한 규정과 아울러, 공매에 적용되는 SEC 및 NASD의 요건은 다른 데에도 존재한다. 「tick test」 및 다른 공매에 관한 규칙을 준수하기 위하여, 브로커·딜러는 먼저, 발주되려고 하고 있는 매도주문(potential sale)이 롱 세일(long sale : 매수유지하고 있는 증권을 매도하는 것)이라든가 숏 세일(short sale : 매수유지하고 있지 않는 증권을 매도, 즉 공매하는 것)인가를 결정해야 한다.⁶⁹⁾ 브로커·딜러는 매도인이 증권을 보유하고 있으며

66) 15 U. S. C. § 78j (a) (2000)

67) 17 C. F. R. § 240. 10a-1 (2000)

68) NASD Conduct Rule 3350, NASD Manual (CCH) (2000)

69) 연방증권거래소법 Rule 3b-3은 空賣에 관하여 정의하고 있다. 17 C. F. R. § 240. 3b-3 (2000). NASD는 이 정의에 의거하여 그 NASD Conduct Rule 3350 中에서 공매에 관하여 정의하고 있다. 회사는 long 포지션(position)이라든가 short 포지션(position)인가를 결정하기 위하여, 공통관리하에 있는 구좌에 있어서의 증권의 포지션을 종합해야 한다. 고객에 의한 공매에 관하여 회사는 모든 구좌에 있어서의 고객의 全 포지션을 종합해야 한다. 회사의 자기매매계정에서 거래를 행하는 데이 트레이더에 관하여 회사는 일체의 매도주문이 집행되기 전에 long 포지션(position)이라든가 short 포지션(position)인가를 결정하기 위하여, 데이 트레이더의 全 포지션과 회사의 다른 포지션(position)을 종합해야 한다.

그 증권의 교부가 가능하다는 것을 결정하지 않는 한, 롱(long) 매도주문을 받는 것이라든가 집행하는 것은 불가능하다.⁷⁰⁾ 특히, 공매를 하는 NASD의 회원회사, 또는 그 고객에게 공매를 허가하고 있는 NASD의 회원회사는 먼저, 주식을 차용할 수 있다든가, 결제일까지 주식을 매수인의 수중에 교부할 수 있다는 것을 확인하지 않으면 안 된다.⁷¹⁾

일단 매도주문이 long인가 short인가가 결정된다면, Rule 10a-1에 기하여 브로커·딜러에게는 거래소상장증권(exchange-listed security)의 모든 주문에 「long」 또는 「short」이라고 기록하는 것(mark)이 의무화되고, 그 기록이 이루어지지 않는 주문을 집행하는 것은 금지된다.⁷²⁾ 마찬가지로 NASD의 규칙에 있어서도,⁷³⁾ 회사는 고객의 주문표에 「long」 또는 「short」이라고 기록하는 것이 의무화되고 있다. 이러한 기록요건(marking requirement)은 공매가 규칙대로 집행되는 것을 보증하기 위하여 매우 중요하다. NASD는 회원회사에 대한 최근의 통지서 중에서 회원회사는 주문을 전화에 의해 받는 경우 또는 私設 전자주문 회송시스템을 통하여 전자적으로 받는 경우에도 공매에 관한 모든 규칙을 준수하지 않으면 안된다고 하는 입장을 오랫동안 견지하고 있다.

한편, SEC 조사 스태프(staff)이 8社の 데이 트레이딩 증권회사에 관하여 그 거래활동을 분석한 바에 의하면, 수다한 회사가 Rule 10a-1에 위반되는 「minus tick」 혹은 「zero-minus tick」으로 공매를 허가하고 있다. 사실 이러한 회사에 의한 공매 거래 중 상당한 비율의 공매가 위법 집행되는데, 어떤 1社에서는 공매 중 40% 정도가 위법한 것으로 드러났다. 또한, 상당수의 회사가 주문전표에 기록하지 않거나 부실기록을 하고 있고, 공매(short sale)로 기록하지 않았다고 하는 법령 不遵守의 비율은 모든 공매 가운데 10%~59%에 이르렀다. 또한, 여러 社は NASD의 「Affirmative Determination Rule」⁷⁴⁾에 위반하고 있다. 상당수의 공매 위반을 행하고 있던 회사는 공매를 확인 기록하기 위한 자동화된 법준수 시스템을 홈결하고 있었던 것으로 보인다.⁷⁵⁾

70) 17 C. F. R. § 240. 10a-1 (c) and (d) (2000) ; NASD Conduct Rule 3370 (b) (1), NASD Manual (CCH) (2000)

71) NASD Conduct Rule 3370 (b) (2) ("Affirmative Determination Rule"), NASD Manual (CCH) (2000)

72) 17 C. F. R. § 240. 10a-1 (c) (2000)

73) NASD Conduct Rule 3110 (b) (1), NASD Manual (CCH) (2000). 이 규칙은 고객(customer) 주문에만 적용되는 것이지만, LLC의 구성원(member)에 의한 全美市場시스템(NMS) 증권의 공매에 관해서도 역시, 「bid test」에 따라 이루어져야 한다. 거래소상장증권(exchange-listed security)에 관하여 회사는 또한 Rule 10a-1 및 기타로 적용되는 일체의 거래소규칙에 따라 고객에 의한 공매주문 및 자기매매계정에 의한 공매주문에 기록해 두어야 한다.

74) NASD Conduct Rule 3370 (b) (2) ("Affirmative Determination Rule"), NASD Manual (CCH) (2000)

75) 村上 誠. 前掲論文(三), pp.250~253

V. 탈법적인 청약의 권유

1. 전자매체에 의한 정보공시의 규제

유가증권신고서가 수리되기 전에 당해 발행인은 자신의 웹사이트에 발행인에 관한 정보를 미리 올려놓아 잠재적인 투자자에게 회사의 내용을 알리려고 하는 시도가 있을 수 있다. 미국의 경우 등록준비기간(pre-filing period)에는 투자자를 대상으로 하는 매도청약이나 매수청약의 권유가 금지되므로,⁷⁶⁾ 증권매각을 용이하게 할 목적이 인정되고 있는 정보공시행위가 허용되는가의 문제가 제기된 바 있다.

이에 대하여, SEC는 당해 정보 내용이 발행인의 통상적인 업무(ordinary course of business) 또는 재무정보(financial information)에 관한 것인 경우, 예컨대 제품 또는 서비스에 관한 광고, 법률에 의하여 SEC에 제출된 보고서, 주주에 대한 연차 보고서, 증권분석가 또는 재무분석가의 전화질문에 대한 응답 등에 관한 사항이 웹사이트에 올려진 경우에는 위법하지 않다는 지침을 발표한 바 있다.⁷⁷⁾ 그리하여 제품 및 서비스의 광고, 영업과 재무정보에 관련된 언론보도 등은 허용되지만, 재무상황에 관한 예측 또는 전망 기타 증권의 가치에 관련된 의견의 공표 등은 허용되지 아니한다.⁷⁸⁾

따라서 이 준비단계에서는 증권분석가의 보고서에 발행인의 웹사이트상으로 하이퍼링크(hyperlink)되는 것도 허용되지 않는다고 보아야 할 것이며, 발행인이 아닌 제3자인 증권보고서의 인수증권회사가 발행인의 웹사이트를 통하여 공표하는 경우에도 미국 증권법상으로는 이들은 모두 gun-jumping 또는 market conditioning으로서 허용되지 않는다.⁷⁹⁾

사이버에 의한 증권발행과 관련하여, 미국의 경우에는 공모와 사모(私募)의 구별을 위한 구체적인 수적 기준이 없지만, 청약권유의 상대방인 잠재적 투자자의 범위를 제한하는 원칙에 따라 정해지고 사이버에 의한 사모의 인정 여부가 결정되고 있다.⁸⁰⁾ 즉 그 청약권유의 상대방 요건으로는 투자에 관한 전문성을 가진 자 또는 발행회사와 사전의 관계를 가진 자 이른바 적격투자자(pre-qualified accredited investor)이어야 하고, 청약의 권유에는 신문, 방송 등의 언론매체에 의한 광고나 구두설명 등을 이용하지 않아야 하고(일반적 투자권유의 금지), 매각된 증권이 다른 투자자에게 재매각되지 않아야 한다(전매가능성의

76) Securities Act (1933) § 5(c)

77) SEC Release, No. 33-7289, 34-37183 at 11

78) John R. Hewitt & James B. Carlson, *Securities Practice and Electronic Technology*, Law Journal Press, 1999, § 2.02[1][b]

79) Ibid., at § 2.02[1][d]

80) SEC Release No. 33-7233, Use of Electronic Media for Delivery Purposes, Oct. 6, 1996

제한).⁸¹⁾ 그런데, 청약의 권유에 관한 일반적 투자권유(general solicitation)의 금지의 원칙은 사이버를 이용하는 경우에는 사이버 웹사이트에 접속이 가능한 자의 범위를 적격투자자 등으로 제한하는 방법, 예컨대 사이버상에 질문란을 만들어 투자자가 이에 응답하도록 한 다음 적격성이 인정되면 암호를 부여하여 발행회사의 정보자료에 접속할 수 있도록 하는 등으로 충족시킬 수 있다. 여기서 질문란의 설치의 증권매매를 위한 일반적인 청약의 권유행위(general solicitation)가 아니다.⁸²⁾

2. 하이퍼링크정보와 발행회사의 책임

전자매체를 이용한 정보공시에 있어서 허위사실을 유포하거나 중요한 사실을 누락하는 등의 부실공시에 대하여는 전통적인 서면에 의한 정보공시의 경우와 마찬가지로 발행회사에 부실공시에 대한 손해배상책임을 추궁할 수 있다. 그러나 컴퓨터 기술의 특성상 공시된 정보의 범위는 특정한 홈페이지나 웹사이트에 올려진 정보로만 국한되는 것이 아니라 다른 웹사이트나 홈페이지에 올려진 정보에 접근할 수 있도록 하이퍼링크될 수 있다. 이 때문에 전자매체에 의한 공시정보의 범위가 문제될 수 있고, 또 그에 따른 부실공시의 책임에도 영향을 줄 수 있다. 이에 관하여, 1995년 SEC의 고시에서는 전자매체에 의한 정보 전달 요건의 충족문제와 관련하여 이른바 '봉투이론(envelope theory)'이 제시되었다.⁸³⁾

이 이론하에서는 웹사이트상의 정보의 범위에 관하여 발행회사의 웹사이트 메뉴에 근접(close proximity)해 있는 전자문서와 다른 웹사이트와 하이퍼링크된 전자문서도 발행회사가 공시한 정보에 포함되는 것으로 취급한다. 이 이론은 하나의 웹사이트가 개설되었다고 다른 사이트로 상호 연계할 수 있는 인터넷의 특성상 어느 사이트의 정보가 발행회사의 정보인가를 식별하기가 어려운 점을 해소하기 위한 것이다.

그러나, 봉투이론을 적용하면 사업설명서를 올려놓은 웹사이트상의 모든 것이 사업설명서의 일부로 취급되는 문제점이 있기 때문에, 2000년의 SEC의 고시에서는 웹사이트상의 정보가 사업설명서의 일부로 되기 위해서는 발행회사가 그것을 사업설명서의 일부로 삼기 위한 행위를 한 경우에만 인정되도록 그 이론의 적용기준을 명확히 하였다. 따라서 발행인이 사업설명서에 하이퍼링크를 포함시킨 경우에 그 링크를 통하여 연결된 정보는 사업설명서의 일부가 된다는 것이다.

이와 대조적으로 외부의 전자문서(external document)로부터 사업설명서로 연결되는 하이퍼링크가 있는 경우에도 양자를 모두 사업설명서로 한다는 특별한 표시가 없는 한, 비록 하

81) Hewitt & Carlson, op. cit., at § 2.05[1]

82) IPOnet, SEC No-action letter, July 26, 1996

83) 송종준, "인터넷증권거래와 정보공시문제," 『비교사법』 제7권 2호, p.200

이퍼링크가 되어 있더라도 사업설명서가 아닌 문서는 사업설명서의 일부로 취급되지는 않는다.⁸⁴⁾ 이 이론은 하이퍼링크된 정보에 대한 미국 증권법상의 신고의무와 부실공시에 대한 민사책임의 성립 여부를 결정하는 중요한 기준이 된다는 점에서 그 의의가 있다.⁸⁵⁾

발행회사가 하이퍼링크를 설치한 제3자의 정보가 발행회사에 귀속될 수 있는가의 여부는 하이퍼링크에 대하여 발행회사가 기술한 문맥 또는 관련상황의 의미에 따라 영향을 받을 수 있다. 발행회사가 하이퍼링크된 정보를 명시적으로 승인하는 내용을 기술하는 경우, 하이퍼링크된 정보가 발행인의 웹사이트상 특정 내용을 지지하는 것을 시사하는 경우 등이 이에 해당한다. 더욱이 발행인이 하이퍼링크에 대하여 침묵하고 있더라도 전후의 관련 상황으로 미루어 하이퍼링크된 정보가 발행회사에게 귀속할 수 있는 경우도 있는 것이다.

SEC는 연방증권법에 따라 제출되어야 하는 정보서류의 웹사이트에 발행회사가 하이퍼링크를 설치하면 발행회사는 그 하이퍼링크된 정보를 승인한 것으로 본다. 그리고 등록신고 중에 있는 발행회사는 자기의 사이트로부터 미국 증권법상 증권의 매도청약의 개념을 충족시키는 정보에 하이퍼링크를 설치한 경우에는 발행회사가 당해 정보를 승인한 것으로 추정한다고 하고 있다. 그리하여 발행회사는 이러한 기준에 해당하는 제3자 정보의 부실공시에 대해서도 민사책임을 지게 되는 것이다.⁸⁶⁾

또한, 정보원(source of information)에 대하여 투자자가 혼돈하는 것을 방지하기 위한 예방장치가 마련되어 있는가의 여부도 하이퍼링크된 제3자 정보에 대한 발행회사의 승인 여부를 결정하는 기준이 된다. 그 예방장치로는 발행회사가 자기의 웹사이트를 방문하는 자에게 방문자가 검색하는 정보는 발행회사의 정보가 아님을 분명하게 표시하는 중간화면을 제공하는 경우, 발행회사가 제3자 정보에 대한 책임이 없다거나 정보내용의 진실성을 담보하지 않는다는 것을 명시한 경우 등을 들 수 있다. 그러나 이러한 예방장치가 있더라도 관련사실과 상황으로 보아 제3자 정보를 승인한 사실이 인정되는 경우에는 발행회사의 책임은 면제되지 않는다.⁸⁷⁾

3. 전자게시판 운영회사의 등록의무

발행회사가 사이버상에 전자게시판을 설정하는 것은 자사주식에 대한 유동성을 높이고,

84) SEC Release No. 33-7289, 34-37183, at 8~9

85) 송종준, 전계논문, p.201 ; 이영성, 전계논문, pp.178~179

86) Lola Miranda Hale, "Beyond the Stock Issues : Securities Law Implications for Public Companies on the Internet," *E-Commerce Law : New Rules for a New Way of Doing Business*, IICLE program Section 13, 2000, 9, at D. b. ; 이영성, 전계논문, p.180

87) Colby, 817 F. Supp. at 213.

자사주식의 잠재적인 매도인·매수인에게 정보를 제공하는 데 목적이 있다. 자사주식의 매매를 위한 전자게시판에는 참가자들의 성명, 접촉방법, 매매하고자 하는 발행회사의 주식수량, 매도 또는 매수희망가격 그리고 이러한 정보의 입력날짜 등을 게재하도록 한다. 게재된 정보는 발행회사가 거래가 종결된 때 또는 게재정보의 삭제의사에 관한 통지를 받을 때까지 게시판에 존속한다. 이 시스템상에 정보를 게재해 놓는 기간을 제한할 수 있는 권한을 발행회사에 유보시켜 두는 경우도 있다.⁸⁸⁾ 발행회사가 매매하고자 하는 주식은 상장주식일 수도 있고(예컨대, Real Goods Trading Corporation은 Pacific Stock Exchange에 상장된 자사주식을 매매할 수 있도록 하기 위하여 전자게시판을 개설한 경우), 비상장주식일 수도 있다(예컨대, Spring Street Brewing Company는 자사의 비상장주식의 매매를 위하여 인터넷게시판거래시스템[Wit-Trade]를 개설한 경우).⁸⁹⁾

그런데, 위와 같은 전자게시판거래에 대하여 SEC는 이 게시판을 개설, 운영하는 발행회사는 투자자문업자, 증권거래소 또는 증권업자가 아니므로 미국 증권법상의 등록의무가 없다고 확인한 바 있다.

다만, SEC는 발행회사에게 (1) 스크린상으로는 하드-카피로든 이 시스템의 운영 및 참가에 관한 정보를 제공할 것, (2) 정기적인 정보와 현재의 정보를 시장과 시스템참가자에게 제공할 것, (3) 이 시스템상에서 형성된 모든 시세를 보존하고 필요한 경우에는 그 기록을 SEC와 그 주식이 거래되는 증권시장에서 볼 수 있도록 할 것, (4) 발행회사의 광고는 관련규정을 따를 것, (5) 발행회사 또는 그 관계회사는 증권법을 위반하여 증권의 매도 또는 매수의 청약을 위하여 게시판을 이용하지 말 것, 그리고 가장 중요한 것으로서 (6) 발행회사는 ① 게시판의 개설, 유지 또는 참가자의 게시판 이용에 따른 대가를 수령하지 말 것, ② 게시판에 형성되는 거래의 매매협상에 개입하지 말 것, ③ 발행회사의 증권매매의 권고에 관한 정보를 제공하지 말 것, ④ 게시판 운영과 관련하여 자금 또는 증권을 수령하거나 양도 또는 보유하지 말 것 등의 6가지 사항을 명시하였다.⁹⁰⁾

발행회사 이외에도 제3자가 자기의 주식이 아니라, 증권시장에 상장 또는 등록된 다른 회사의 주식을 매매할 수 있도록 하기 위하여 인터넷상에 전자게시판을 설정하는 수가 있다. 이러한 제3자의 전자게시판의 운영에 있어서는 모든 참가자는 제3자의 웹사이트에 접속하기 전에 등록하고 비밀번호를 받아야 한다. 일단 사이트에 들어오면 참가자들은 게시판뿐만 아니라 다른 관련정보에도 접속할 수 있다. 이 시스템하에서도 발행회사의 경우와 같이 이 시스템이 거래를 체결하지 아니하고 시스템참가자들 상호간에 직접 거래를 협상하고 성립시켜야 한다. 다만 발행회사의 경우와는 달리, 이 경우에는 제3자의 웹사이트에

88) Hewitt & Carlson, op. cit., at § 2.08[1]

89) 송종준, 전계논문, p.184 ; 이영성, 전계논문, pp.192~193

90) Real Goods Trading Corp., SEC No-action letter, June 24, 1996

회사정보를 제공한 대가로서 일회의 정액요금과 월간정보 이용료를 참가자에게 부과하는 것이 보통이다(예컨대, Internet Capital Corp.의 경우가 대표적이다).⁹¹⁾

이와 같이 상장회사 등의 주식을 발행회사 이외의 제3자가 개설한 전자게시판을 통하여 매매가 이루어지도록 하는 서비스의 제공에 대하여 SEC는 그것이 증권법에 해당하지 않는다는 것을 확인하였다. 다만, SEC는 이 경우 전자게시판을 개설 운영하는 자가 제3자인 점을 고려하여 3가지 사항을 지적하였다. 즉 (1) 제3자(ICC)는 자신의 웹사이트에서 증권 거래소 또는 나스닥시장에 상장이 폐지된 발행회사의 전자게시판을 삭제할 것, (2) 제3자는 자신의 웹사이트로부터 대가를 수령할 수 있지만, 그것은 증권의 거래와 관련된 대가가 아닐 것, (3) 제3자 또는 그 관계회사는 참가자에게 은행이 아닌 자에 대한 결제대금의 지급을 위탁하지 말 것 등이다.

그러나, 게시판거래시스템은 유사 투자자문업자와 같은 역할을 수행하고 있기 때문에 증권거래법상 일정한 규제를 받을 수 있음에도 불구하고, 현재 시스템 운용자들은 아무런 규제도 받지 않고 있어서 투자자의 피해가 우려되고 있다.⁹²⁾

VI. 결 론

이상에서 살펴본 바와 같이, 데이 트레이딩 증권회사는 기존 고객에 대하여는 수수료 수입을 증대시키기 위하여 과당매매를 권유하고, 특히 기존 고객의 연결을 끊기 위하여 회사관계자 등의 구좌를 통한 위법한 신용공여(예컨대, 대여의 위법한 알선(arrange))를 한다. 따라서 과당매매 및 과대한 신용공여는 조기에 고객자금을 고갈시키기 때문에 고객 회전을 높고 항상 신규고객의 획득을 필요로 한다. 그 결과, 신규 고객을 끌어들이기 위해 지속적인 광고활동을 하게 되므로 이것이 사기적인 광고활동 등 위법행위의 연쇄로 이어질 위험성을 내포하고 있다.

데이 트레이딩이란 마치 파도타기와 같이 주가의 '흐름(momentum)'을 타는 것이다. 주가가 예측한 방향으로 가면 1~2%, 트레이더에 따라 이른바 '고수'는 4~5% 정도의 목표 수익률만 나도 처분하는 것이다. 즉 주가의 방향이 꺾이기 전에 처분하여 빠져 나오는 것이다. 일반적으로 데이 트레이딩의 승률은 매우 낮다. 현재 우리나라 증권시장에서 이에 대한 전력 분석은 정확히 나오지 않고 있다. 그러나 미국 북미증권행정협회(NASAA)의 자료에 따르면 데이 트레이딩의 70%가 손해를 입고 있고, 이익을 낸 사람은 단지 15%에

91) Hewitt & Carlson, op. cit., at § 2.08[2]

92) 同旨 : 송중준, 전계논문, p.206 ; 이영성, 전계논문, p.194

불과하다고 한다.

최근 미국은 데이 트레이딩에 대해 어떠한 형태로든 규제하려는 움직임을 보이고 있다. 주가가 오르면 빠지든 주가의 흐름을 타고 가다가 그 방향이 바뀌기 전에 빠져나오는 데이 트레이딩 매매 방법은 '파도타기'에 비유할 수 있는 하나의 '게임'에 불과하다는 것이다. 그리고 게임치고는 너무 위험하다는 것이다.⁹³⁾

이와 관련하여, 미국의 증권감독기구인 SEC의 경우 데이 트레이딩은 투자가 아니라는 입장이다. 미 상원의 한 위원회는 데이 트레이딩을 도박으로 규정하면서, 대부분의 데이 트레이더들은 적은 이익을 노리고 하루에도 수십 번 사고 팔지만 거의 이익도 못 낸 채 수만 달러씩의 손해를 보고 있는 현실을 개탄하는 보고서를 작성하였다. 그리하여 SEC도 데이 트레이딩 전문회사에 대한 규제를 강화하였다. 영국의 금융감독청(FSA)도 데이 트레이딩의 위험성에 대해 투자자들에게 경고하고 나섰다.

이러한 움직임에 대해 미국의 대표적인 온라인 증권사인 찰스 스왑(Charles Swab)이나 데이 트레이딩 회사들이 반대하고 나서고 있다. 데이 트레이딩을 규제하는 것은 재산권 침해라는 것이다. 또한 미국의 유명한 데이 트레이더 중의 하나인 도널드 러스킨(Donald Luskin)은 단지 주식의 '장기보유'와 '단기보유'의 차이가 '투자(investment)'와 '투기(speculation)'의 차이를 만들지는 않는다고 주장한다. 더욱이 '도박(gambling)'은 아니라는 것이다.⁹⁴⁾

우리나라가 지금과 같이 온라인 증권거래시장이 활성화된 계기는 무엇보다도 틈새시장으로 성장한 미국과 달리 대부분의 증권사가 경쟁적으로 사업을 확장시킨 점이 가장 크게 작용한 점에 비추어 본다면, 데이 트레이딩 규제의 필요성에 관한 찬반논쟁은 더욱 치열해질 것이다.

참고문헌

大崎貞和, 『ネット証券取引』, 日本經濟新聞社, 2000

James D. Cox/Robert W. Hillman/Donald C. Langevoort. *Securities Regulation*. New York : Aspen Law & Business, 1997

93) SEC. Testimony of Arthur Levitt, Chairman of the U.S. Securities and Exchange Commission Before the Senate Permanent Subcommittee on Investigations Committee on Governmental Affairs. Concerning Day Trading (Sept. 16, 1999). <http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1999/tsty2199.htm>.

94) 김정수, 앞의 글, p.40

- Marc Friedfertig & George West, *The Electronic Daytrader*, McGraw Hill, 1997
- Misha T. Sarkovich, *Electronic Day Trading Made Easy*, Prima Publishing, 1999
- Richard W. Jennings/Harold Marsh, Jr./John C. Coffee, Jr./Joel Seligman, *Securities Regulation*, New York : Foundation Press, 1998
- 김경미, “데이 트레이딩이 주말효과에 미치는 영향,” 충남대 대학원 경영학석사학위논문, 2003. 2
- 이영성, “인터넷에 의한 증권거래의 법적 규제에 관한 연구,” 동국대학교 박사학위논문, 2002. 2
- 김성탁, “인터넷을 이용한 증권정보의 유통과 증권사기,” 『비교사법』 제7권 2호(2000)
- 김성태, “인터넷 증권거래의 법적 문제와 증권거래약관,” 『비교사법』 제7권 2호(2000)
- 김정수, “데이 트레이딩, 개미들의 마지막 전쟁”, 『시민과 변호사』 2000년 9월호
- 곽관훈, “데이 트레이딩에 대한 규제,” 『상사법연구』 제21권 제3호(2002)
- 박도준, “데이 트레이딩- 어떻게 볼 것인가?”, 『한화경제』 2000년 4월호
- 송종준, “인터넷증권거래와 정보공시문제,” 『비교사법』 제7권 2호(2000)
- 양석완, “판례로 본 증권투자권유에 따른 적합성원칙,” 『기업법연구』 제12집, 2003. 3
- 이준행·전춘옥, “데이 트레이더가 코스닥시장의 변동성에 미친 영향,” 『증권』 제105호(2000. 9)
- 森田 章, “証券會社と顧客との關係,” 『民商法雜誌』第113卷 4・5號(1996. 2)
- 村上 誠, “アメリカにおけるデイ・トレーディング規制(二),(三),(四)~アメリカ証券取引委員會による調査レポート “Report of Examinations of Day-Trading Broker-Dealers” を中心に~”, 『法研論集(早稻田大學大學院)』 第101號(2002), 第103號(2002), 第104號(2002)
- Barbara Black, “Securities Regulation in the Electronic Age : Online Trading, Discount Broker’s Responsibilities and Old Wine in New Bottles”, 28 *Securities Regulation Law Journal* 15 (2000)
- John C. Coffey Jr., “Brave New World? : The Impacts of the Internet on Modern Securities Regulation,” 52 *Bus. Law*, 1195 (1997)
- John C. Coffee Jr., “Day Trading”, *The National Law Journal*, Nov. 1, 1999
- John R. Hewitt & James B. Carlson, *Securities Practice and Electronic Technology*, Law Journal Press, 1999
- Lani M. Lee, “The Effects of Lowe on the Application of the Investment Advisers Act of 1940 to Impersonal Investment Advisory Publications,” *Bus. Law*, Feb. 1987
- Lola Miranda Hale, “Beyond the Stock Issues : Securities Law Implications for Public

- Companies on the Internet.” *E-Commerce Law : New Rules for a New Way of Doing Business*. IICLE program Section 13. 2000. 9
- Nancy Toross, Double Click on This : Keeping Pace with On-Line Market Manipulation. *Loyola of Los Angeles Law Review*, June, 1999
- North American Securities Administrators Association (NASAA), Day Trading Project Group Report : *Findings and Recommendations* (Aug. 9, 1999)
- SEC. Testimony of Arthur Levitt, Chairman of the U.S. Securities and Exchange Commission Before the Senate Permanent Subcommittee on Investigations Committee on Governmental Affairs, Concerning Day Trading (Sept. 16, 1999)
- Subcommittee on Securities, Hearing on “The Changing Face of Capital Markets and the Impact of ECN’s,” Prepared Testimony of the Honorable Levitt Chairman Securities and Exchange Commission, Oct. 27, 1999