

〈논 문〉

미국증권법상의 감독자책임*

安 修 賢**

I. 서론

우리 증권거래법의 모국은 미국이다. 그러나 두 나라 증권규제의 실상은 많은 차이를 보이고 있다. 미국의 증권규제에서 두드러지고 있는 감독자책임(supervisory responsibility)이라는 것도 그러한 차이 중 하나로 들 수 있다. 감독자책임은 비단 증권법뿐 아니라 노동법, 공해법 등 여러 법분야에 존재하는 개념이다. 이 논문에서는 증권법상의 감독자책임을 중심으로 살펴보겠지만 이 논문에서 제기되는 여러 논점은 다른 법에서도 대부분 공통적으로 적용될 수 있는 것이다.

감독자책임은 어느 분야보다도 미국의 증권업계에서 커다란 관심의 대상이다. 감독자책임이 대두된 배경은 대체로 다음과 같다. 미국의 증권감독기관인 SEC가 오랜 기간동안 유명한 대규모 증권회사들의 판매관행을 종합적으로 조사한 결과, 이들 회사의 최고경영자를 비롯한 상급자의 감독이 매우 미흡하다는 점을 밝혀냈다. 증권시장에서 일어나고 있는 상당수의 사기적인 행위에 증권회사 직원이 관여되어 있을 가능성이 높고 사실 그러한 경우도 적지 않았기 때문에 감독기관으로서는 당연히 그러한 사태를 우려하게 되었다. 그에 대한 대응조치로서 SEC가 내놓은 것이 증권회사와 관리자를 대상으로 한 조사횟수를 대폭 늘리고 감독소홀을 이유로 연방 증권법상의 감독자책임을 물어 증권회사와 경영자에 대하여 제재조치를 종래 수준보다 훨씬 강화시켰다. 이에 긴장한 증권회사의 최고경영자들은 감독자로서 자신이 책임질 수도 있음을 우려하여 증권법상의 감독자책임을 유발시킬 수 있는 위법성향이 높은 직원에 대하여 감독수준을 높이거나 아예 기업에 스카우트하는 것을 꺼리는 경향을 보이고 있다. 그러

* 본고는 서울대학교 법과대학 김건식 교수의 추천에 따라 게재하는 것임.

** 서울대학교 BK21법학연구단 박사후연구원

나 규모가 큰 증권회사와 달리 중소기업의 증권회사나 신설된 증권회사의 경우 여전히 판매실적이 높은 자에 대해서는 과거 범위반으로 인해 감독기관으로부터 제재조치를 받았는지 등의 제재내력도 조회해 보지 않고 영입하는 실정으로서 종래의 관행이 완전히 쇠신되었다고는 보기 어렵다. 더욱이 증권업계에서 임직원의 이직률은 다른 업계에 비교하여 높은 편이기 때문에 회사경영자가 항상 전직원들의 과거의 법준수경력 내지 범위반으로 인한 감독기관의 제재내력을 세밀히 조사하여 고용한다고 기대하기는 매우 어렵다.

현재 다른 나라에 비하여 미국에서는 경영자의 감독자책임을 엄격하게 추궁하고 있다. 따라서 감독자의 지위에 있는 자들은 직속직원들이 저지른 범위반행위가 다시 반복되는 일이 없도록 예방을 위한 노력을 기울이고 있다. 다른 나라와 비교하여 미국에서 증권범위반행위에 대한 사내 예방장치가 한발 앞서 있다는 평가를 받는 것은 바로 그러한 이유 때문이라고 할 수 있다. 특히 발행기업과 투자자를 직접 상대하는 증권회사와 그 임·직원의 행동을 규제하는 법적 환경이 큰 몫을 차지하고 있는데 그 중심에 있는 것이 바로 연방 증권법상의 감독자책임이다.¹⁾ 감독자책임을 부과할 것인지 여부는 감독자가 사전에 범위반의 재발가능성을 방지하기 위하여 구체적으로 실제 어떠한 조치를 취하였느냐에 달려있다. 감독자책임의 대상은 회사만이 아니라 최고경영자도 포함된다. 그 결과 사실상 아랫사람으로 하여금 위법행위를 하지 않도록 사전에 방지하는 것이 최고경영자의 중요한 임무라고 할 수 있다. 다만 감독자책임은 무과실책임이 아니라 합리적으로 위법행위의 발생을 막기 위하여 주의를 다하였음을 입증하는 경우에는 면책을 받을 수 있다. 즉 감독자가 법규준수시스템 (compliance system)이 제대로 작동하고 있다는 것을 입증할 경우 감독자의 책임은 면책되고 위법행위를 한 직원 개인의 책임만 인정된다.

미국에서는 감독기관 뿐 아니라 법원도 증권회사를 포함하여 모든 회사 및 최고경영자로 하여금 자발적으로 증권범위반행위를 억지하고 내부적으로 범위반의 소지가 높은 행위들을 사전에 포착하여 미연에 방지함으로써 법규준수문화를 정착시키도록 하는데 있어 연방 증권법상의 감독자책임을 활용하고 있다. 증권감독기관인 SEC가 감독자책임에 대하여 높은 관심을 갖고 있음은 물론이

1) 여러 규정에서 감독책임을 논할 수 있지만 그 중에서도 연방 증권거래법 15(b)(4)(E)와 (b)(6)의 규정은 증권회사와 그 관계자의 감독의무를 논하는데 있어 1차적인 근거가 되고 있다.

다. 그것은 증권시장의 건전성을 확보하기 위하여 사기적 행위들의 발생을 억제하는데 있어 회사와 경영자에게 이러한 감독자책임을 인정할 경우 그러한 정책목표를 달성하는데 보다 효과적으로 기여할 것으로 보기 때문이다. 즉 규제에 필요한 인적·물적 자원이 증권시장이라는 규모에 비하여 턱없이 부족한 규제·감독기관으로서의 한정된 자원을 기업과 경영자에게 집중함으로써 결과적으로 기업과 경영자의 행동변화를 유도하며 이들의 영향력을 통해 기업문화를 법규준수문화로 정착시키도록 기업경영방식에도 신경을 쓰는 등 영향을 미칠 것이기 때문이다.

증권감독정책면에서 이러한 감독자책임은 우리나라의 증권감독체제를 정비함에 있어 적지 않은 시사점을 줄 수 있을 것이다. 당국의 여러 노력에도 불구하고 우리 증권시장에서는 각종 증권범죄들이 줄어들지 않고 있다.²⁾ 아직도 자사 임·직원의 위법행위에 대하여 회사경영자들은 그다지 관심이 없는 실정이다. 경영자가 스스로 증권거래법 위반행위를 주도하지는 않는다 하더라도 그것을 눈감아주는 경우가 없지 않은 것 같다. 이러한 행위들은 투자자에게 손해를 입히는 것은 물론 증권시장에 대한 투자자 일반의 신뢰를 무너뜨려 증권시장의 기능을 저해시킬 수 있다.

이하에서는 증권업계의 자발적인 준법경영노력을 뒷받침하는 핵심적인 제도라고 할 수 있는 감독자책임이 미국에서 어떻게 운용되고 있으며 우리 감독체제를 개선하는데 어떻게 도움이 될 수 있는지를 살펴보고자 한다.

II. 미국 연방증권법상의 감독자책임 일반

감독자책임은 독립하여 주된 위법행위를 한 자에 대하여 책임을 묻는 것과 별도로 그를 감독하는 자 나아가 최고상급감독자에게도 감독소홀 내지 해태에 대한 민사상 내지 행정상의 책임을 묻는 것을 말한다.

미국의 경우 회사와 경영자가 임·직원의 위법한 행위에 대하여 감독자로서 책임지는 경우 다음과 같은 네 가지 이론에 기초한다. 즉 감독소홀(failure to

2) 1999년 이후 코스닥시장의 확대 및 사이버거래의 증가로 증시규모가 큰 폭으로 확대되면서 감독당국의 불공정거래 조사사건이 급증, 1998년에는 175건이던 것이 2001년 11월에는 345건으로 발표됐다. 금융감독원의 조사실적에 대한 상세한 자료는 2001. 12. 4. 보도자료, 금융감독원 조사1국 조사총괄팀, <http://www.fsc.go.kr> 참조.

supervise), 지배자책임(controlling person liability), Aiding and Abetting(공모), respondeat superior(주인이 부담할 지어다, 즉 사용자책임) 등이 그것이다. 감독소홀에 대한 책임과 지배자책임(controlling person liability)은 미국 연방 증권법에 명문화되어 있는 점에서 공통점이 있다. 그러나 전자의 감독소홀에 대한 책임은 감독자에 대하여 SEC가 행정처분에 의하여 제재를 가하는 행정상의 책임을 진다는 점에서, 후자의 지배자책임은 투자자가 위법행위를 한 자에 대하여 책임을 묻는 것과 별도로 그자를 지배한 자에게도 손해배상을 청구할 수 있는 민사책임이라는 점에서 차이가 있다. Aiding and Abetting,³⁾ respondeat superior⁴⁾는 우리에게도 인정하고 있는 제도라는 점에서 이하에서는 앞의 두 가지 책

3) 이 책임은 문제된 행위에 적극적으로 참여하고 있는 것을 의미한다. 이 책임은 문제된 행위에 대하여 무관심한데 따른 감독소홀책임(failure to supervise)과는 개념상 완전히 대조되는 개념이다. 1960년대로 거슬러 올라가 보면 SEC는 증권회사가 직원에 대하여 부지런히 감독하지 못해 결과적으로 고객에 대한 사기적 행위를 야기한 경우 그러한 감독소홀은 곧 위반행위(misconduct)에 대한 참여(participation)가 된다는 입장을 취했었다. 이 때문에 법인들은 판매담당자의 사기적 행위와 관련하여 공모(aiding and abetting) 이론에 의하여 책임을 지지 않을 수 없었다. 위반행위자가 1차적 책임을 지는 자가 되고 도와준 자는 aiding and abetting한 자가 되는 것이다. 다만 이 책임을 지우기 위해서는 다음과 같은 세 가지 요건을 충족시켜야 하는데 즉 i) 위반자(broker)의 범위위반행위의 존재 ii) 공모한 자가 문제된 행위에 대하여 실제 인지하고 있거나 그러한 행위에 자신도 일부 역할을 하고 있다는 사실을 일반적으로 인식하고 있을 것, iii) aiding and abetting한 자가 상당히 주된 행위자를 보조했어야 한다는 요건이다.

4) 이 이론에 의하면 기업(principal)은 다음과 같은 경우에 대리인(broker)의 사기적 행위에 대하여 책임을 진다. 즉 principal은 대리인으로 하여금 사기적 행위를 하는 지위에 두었고 그것이 고용의 범위에서 일어난 경우 책임을 지는 것이다. 이러한 책임은 투자자인 원고에게 있어 매우 강력한 이론이 된다. 왜냐하면 위반행위가 고용의 범위 내에서 일어난 경우(within the scope of agents employment) 피고에게 어떠한 항변도 허용하지 않기 때문이다. 대부분 투자상담사가 고용범위 내에서 하는 행위는 임무를 수행하기 위하여 하는 것으로 대부분의 행위들은 그들이 할 것으로 기대되는 행위들이 되며 따라서 보통법상의 이론인 Respondeat Superior이론에 의해 법인에게 책임을 물을 수 있는 것이다. 이 경우 법인은 그 임·직원에게 허가한 행위(authorized conduct)뿐 아니라 허가하지 않은 행위(unauthorized conduct)에 대해서도 책임을 져야 한다. 단 후자의 경우에도 책임을 지우기 위해서는 그것이 고용의 범위 내(within the scope of employment)에서 일어난 행위여야 한다. Respondeat Superior의 책임을 묻기 위해서 원고는 허가하지 않은 행위가 broker의 고용범위 내에 있는 것을 입증하여야 한다. 이 경우 통상 원고는 허가하지 않은 행위(unauthorized conduct)가 허가한 행위와 동일한 내지 충분히 유사한 성격을 가졌다는 것을 입증하는데 주력하게 된다. 이처럼 사용자책임은 투자자에게 있어 소송을 하는 경우 강력한 소송무기가 될 수 있는데도 불구하고 지금까지 법원이 이 이론을 적용한 예는 그리 많지 않다. 미국에서 이 이론을 주장하여 유가증권 매입과 관련하여 입은 손해에 대하여 배상할 것을 구하는 소송에 대하여 용

임만을 논하고자 한다.

1. 감독소홀책임(Failure to Supervise liability)

(1) 개관

사실상 회사, 최고경영자 내지 다른 감독자들은 불법행위에 관여하지도 않았고 그러한 범위위행위들이 발생하고 있음을 암시하는 조기경고들이 나타나도 이에 대하여 알지 못했었을 수도 있다. 그럼에도 불구하고 SEC는 증권을 발행한 기업과 증권회사에 대해서는 감독소홀을 이유로 감독자에게 엄격한 감독상의 책임을 물어 행정제재를 가하고 있다. SEC는 이러한 감독책임을 통해 특히 증권회사의 불건전한 영업관행에 대하여 췌기를 박고자 제재하는 것이다.

감독책임을 묻는 것과 관련하여 SEC는 회사에 대해서는 주저 없이 감독자 책임을 묻은 것과 달리 경영자 내지 상급감독자에 대해서는 다소 신중한 태도를 보이기는 했다.⁵⁾ 그러나 대체로는 최고경영자(CEO)든, 준법감시인이든, 문 제된 자의 직급상급자이든 불문하고 부사장, 지점장, 펀드파트너 등 매우 넓게 적극적으로 증권범위반자에 대한 감독상의 책임을 묻는 경향을 나타내고 있다.

(2) 법적 근거

SEC는 조사결과 위법이 확인되면 위법행위자 외에 별도로 회사와 최고경영자에게도 제재조치를 한다. 이러한 조치는 연방 증권법에 명문화되어 있는 감독자책임을 근거로 한 것이다.

대표적인 감독자책임에 관한 규정으로는 1934년 증권거래법(이하 '34년법으로 약칭) 제15조를 들 수 있다. 제15조에서는 증권회사(broker-dealer) 또는 감

인한 법원판결은 단 1편만을 찾을 수 있었는데, 이 사건에서 유가증권매수금액이 회사에 들어오지 않았고 회사 경영자가 주식중개인과 고객에 대하여 매입을 하지 않을 것을 권유했는데도 불구하고 법원은 Respondent Superior 책임을 지운 것이다. 투자상담사의 그러한 행위를 금지하지 못한데 대하여 책임을 지운다는 내용이였다. 다만 이 책임은 고객이 허가되지 않은 행위(unauthorized conduct)라는 것 내지 위법한 행위라는 것을 알고 거래상대방이 된 경우에는 책임을 인정하지 않는다.

5) 최고경영자가 감독권을 합리적으로 위임한 경우 감독자책임을 지우지 않은 예가 있으며(In re White, Exchange Act Release No.34398, 57 SEC Docket(CCH) 481 (July 19, 1994), 피고가 감독자에 해당하지 않으며 설사 감독자라 하더라도 합리적으로 행동하였다고 하여 감독자책임을 묻지 않은 예가 있다(In re Huff, Exchange Act Release No. 29017, 48 SEC Docket (CCH) 767 (Mar. 28, 1991).

독자(supervisory person)에 대하여 감독자책임을 인정하고 있으며 이 경우 다른 자의 범위반의 발생을 방지하는데 필요한 감독을 합리적으로 수행하는데 있어 소홀히 한 경우 그리고 그 범위반자가 감독을 받는 자인 경우 증권회사(broker-dealer)와 감독자가 그 위반에 따른 책임을 진다는 내용을 담고 있다('34년법 15(b)(4)(E), 15(b)(6)).

그러나 이 규정이 입법화된 이후에도 1968년까지 SEC는 어떠한 경우에 감독소홀책임(fail to supervise)을 지는지 여부에 관한 감독기준을 명확히 제시하지 않았었다.⁶⁾ 이 때문에 이른바 자율규제기관(SRO)들이 나름대로 감독기준과 절차를 만들어 제안하였으나 사실상 많은 증권회사들이 이러한 제안을 따르지는 않았다. 그 결과 SEC는 release를 발표하여, 감독기준을 제시하기에 이르렀으며 현재 이를 반영하여, SROs들도 나름대로 감독기준과 절차를 규정하여 각 회원들로 하여금 채택하도록 권고하고 있다.⁷⁾⁸⁾

(3) 행정조치

감독소홀로 SEC가 행정처분에 의하여 부과하는 제재조치로는 견책(censure), 등록기업의 활동, 기능, 운영 등에 대한 제한(limitations on the registrant's activities, functions, or operations), 등록취소(revocation of registration), 민사제재금(civil penalty)⁹⁾을 들 수 있다. 1975년 연방증권법 개정전에는 감독소홀에 대한 행정적 조치로 견책과 등록취소만이 가능했었다. 이때문에 SEC가 취할 수 있는 제재조치가 다양하지 못한 채 너무 약한 조치이거나 아니면 너무 강

6) 게다가 1964년 이전에는 증권회사와 관계가 있는 개인에게 감독자책임을 지우는 규정을 두고 있지 않았다.

7) SROs가 정한 기준중 대표적인 것을 들면 다음과 같다. (i) NASD rules: Each member shall establish, maintain, and enforce written procedures which enable it to supervise properly the activities of each registered representative and associated person to assure compliance with applicable security law, rules, regulations and statements of policy promulgated there under and with the rules of this association; (ii) NYSE rules: Each member organization is required through a general partner or any officer who is a holder of voting stock to.... supervise diligently all accounts handled by registered representatives of the organization.

8) 본래 SROs가 제시하는 감독기준과 절차를 회원사가 따르지 않는 경우 이들 기관은 특별히 자체적으로 정한 규정의 위반행위가 증권법위반행위에 해당하지 않더라도 회원사를 제재할 수 있다.

9) '34년법 Sec. 21B. (commission Authority to assess money penalties) 참조.

한 조치인 두 가지 조치만이 가능하여 비판이 있었다. 이후 1975 증권거래법 개정 때¹⁰⁾ 기업활동 등에 대한 제한조치가 제재조치로서 추가되었다. 그리고 1990년 SEC가 취할 수 있는 행정제재조치에 민사제재금이 추가됨으로써¹¹⁾ 감독소홀에 대하여 현재 증권감독기관은 보다 다양한 제재조치를 이용할 수 있게 되었다.

(4) 감독자의 범위

SEC는 회사는 물론 감독자가 문제된 행위자가 직제상의 상급자인지를 불문하고 최고경영자(CEO)든, 준법감시이든 부서장이든 상관없이 매우 적극적으로 넓게 증권법위반자에 대한 감독상의 책임을 묻고 있다.

(5) 면책

위의 행정상의 책임은 면책될 수 있다. 즉 34년법 제15(b)(4)(E)에서는 i) 범위반을 저지하고 적발할 것으로 합리적으로 기대되는 절차와 시스템이 갖추어져 있는 경우 ii) 그러한 시스템하에서 감독자가 합리적으로 의무를 다하였다고 본 경우 감독자는 면책될 수 있다. 따라서 감독자로서는 어떠한 경우에 면책을 받을 수 있는 요건을 충족한 것으로 보일 수 있는지에 대하여 높은 관심을 갖지 않을 수 없게 된다.

(6) 행정절차

행정조치를 부과하는 절차는 우선 위법행위 여부를 탐지하는 조사절차로 개시된다. 조사결과 위법이 확인되면 제재를 위한 심리에 들어간다. SEC에 의해 진행되는 모든 절차는 Federal Administration Procedure Act(연방행정절차법, FAPA)가 적용되고 헌법상의 적법절차요건을 구비하여야 한다. 심리는 피심리자로 지정된 모든 자에게 심리영장이 송달되면서 개시되며 심리는 심판관(administrative law judge)으로 불리우면서 독립한 지위가 인정된 SEC의 직원의 주재하에 재판과 유사한 방식으로 진행된다. 심리가 종결되면 심판관은 자신의 사실인정과 결론을 포함한 1차심결을 제출하고 이에 대하여 SEC는 직권

10) Pub. L. No. 94-29, 89 Stat. 101.

11) 이 조치는 Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act에 의하여 '34년 증권거래법 sec. 21B로 추가되었다.

으로 또는 당사자의 신청에 의해 1차심결을 재심할 수 있다. 이러한 심결에 불복하는 당사자는 컬럼비아 특별지구, 당사자의 거주지 또는 당사자의 주된 영업소를 관할하는 연방고등법원에 SEC의 심결의 당부에 대한 재심을 청구할 수 있다.

(7) 감독자책임을 인정한 사례

특히 '34년법 15(b)(6)을 적용하여 SEC가 증권회사의 최고경영자에게 감독자책임을 묻는 경우가 적지 않은데, 그중 대표적인 사건들을 소개하면 다음과 같다.

1) Drexel case: 증권회사의 최고경영자¹²⁾에게 감독자책임을 인정

Drexel사의 CEO인 Frederick Joseph에 대하여 SEC는 영구적으로 증권회사의 CEO는 물론 이사회회장의 직위에 취임하는 것을 금지하였다. 아울러 3년 동안 어떤 증권회사든 그 회사의 감독자지위에 있는 것을 금지하는 조치를 내렸다. Michael Milken을 합리적으로 감독하는데 있어 태만하였다는 것이 그 이유다. Michael Milken은 1980년 당시 Drexel사의 고수익채권 채권부서의 담당자로 Joseph은 Milken을 직접 감독하지는 않았지만(따라서 Milken의 업무행위에 대하여 알지도 못했다) SEC는 Joseph이 최고경영자로서 의문시되는 Milken의 고수익채권매수행위가 범위반의 소지가 있는 행위인지 여부를 준법감시부서나 기업내법무팀에 문의하지 않은데 대하여 감독책임을 묻은 것이다.

2) Painewebber case: 지점장에 대한 조치

SEC는 Painwebbers사의 Omaha, Nebraska지점의 지점장에게 Nebraska 지점에서 일하는 투자상담사에 대한 감독상의 태만을 이유로 감독자책임을 지웠다. 감독자책임을 묻은 이유는 지점에서 유독 유동성이 적고 부적합한 투자수단에 고객계좌가 집중되어 있는 것이 명백함에도 불구하고 이에 대하여 합리적으로

12) 최고경영자를 포함하여 고위임원들에게 행정상의 책임을 지운 또 다른 유명한 사건으로 In re John H. Gutfreund, Exchange Act Release No. 31554, 52 SEC Docket (CCH) 2849 (Dec. 3, 1992)를 들 수 있다. 이 사건은 사전에 위법행위가 발생하지 않도록 예방조치를 취하지 않은데 대하여 조치한 것이 아니라 위법행위가 발생한 것을 인식한 후 그 사후조치가 충분하지 않은 것을 이유로 감독소홀에 따른 행정적 조치를 내린 사건이라는 점에서 의미가 있다.

조사하지 않은데 대하여 책임을 물은 것이다. 고객계좌기록만 봐도 거래가 유독 집중되어 있는 것을 알 수 있는데 이를 통해 적발하지 않은 것은 감독태만이 된다고 밝히고 있다.¹³⁾

3) First Capital case: 투자자문사 파트너에 대한 조치

1997년 8월 13일 SEC와 CFTC는 투자성과에 대하여 과대광고(및 허위표시) 그리고 거래담당자의 임의거래행위가 밝혀진 데에 대한 제재조치로서 그 펀드 파트너에게 거래담당자에 대한 감독태만을 들어 감독자책임을 물었다. SEC는 투자자문사인 First Capital사의 파트너의 지위상 허용되지 않는 임의매매로 인하여 펀드가 수용할 수 없는 수준의 위험에 노출되었음을 알아야 하였다고 결정했다. 임의매매를 한 투자자문사에게는 등록취소와 함께 파트너에게는 1년 동안 증권업영위를 금지하였으며 증권산업에서 감독자의 지위에 있는 것도 금지했다. 다만 5년이 경과한 후 자격을 얻어 감독자로서 종사할 수는 있도록 하였다. 행정상의 책임과는 별도로 거래담당자에게는 임의거래에 대한 형사책임을 물었는데 징역 34개월과 임의거래로 인하여 유발된 손해에 대한 배상책임이 부과되었다.

4) In the Matter of Orlando Joseph Jett, Melvin Mullin(May 20, 1996)¹⁴⁾

SEC는 Kidder, Peabody & Co.의 정부채권부서의 부장이었던 Joseph Jett의 상급감독자인 Melvin Mullin에 대하여 3개월 동안 정직명령을 내렸으며 이 기간동안 일체의 증권회사, 투자회사, 투자자문사 내지 주발행증권거래에 참여하는 것을 금지하였다. 아울러 감독태만에 대한 책임으로 25,000달러의 민사제재금을 부과하였다.

SEC의 조사에 의하면 Mullin은 3년 동안 Jett를 감독하는데 태만하였는데, 이 기간동안 Jett는 재무성발행채권 거래시 변칙적인 거래와 허위장부를 작성한 것으로 나타났다. 사실상 Jett는 대규모손실을 보았음에도 불구하고 정반대로 대규모의 이득을 발생시킨 것처럼 꾸몄다. 이러한 Jett의 행위에 대하여 SEC는 Jett의 위반행위를 탐지하고 예방하는데 있어 충분하고 세밀히 감독하

13) In re James Warren, 62 SEC Docket(CCH) 2447, 1996 WL 539165(N.A.S.D. Sept. 24, 1996).

14) Exchange Act Release No. 34-37226, 61 SEC Docket (CCH) 2440.

지 않았음을 이유로 Mullin에 대하여 감독자책임을 지웠다.

5) In re: Gary W. Chambers¹⁵⁾: 준법감시인에 대한 조치¹⁶⁾

Gary W. Chambers사건에서 SEC는 과당매매와 적합하지 않은 거래를 한 투자상당사에 대한 감독소홀을 이유로 준법담당이사(compliance director)에 대하여 제재조치를 가하였다. Chambers는 준법담당이사로서 위법행위를 한 투자상당사의 직속 상급자는 아니지만 임직원 내부통제 및 준법감시를 위한 규정 및 규칙을 담은 매뉴얼을 최신화하고 부족한 사항을 파악하여 적절히 매뉴얼에 담아야 하는 책임을 맡은 사람으로서 그러한 맡은바 소임을 다하지 못하였음을 이유로 그에게 제재조치가 내려졌다. SEC는 이 회사의 준법감시매뉴얼에는 고객의 계좌에서 발생한 거래를 검토할 수 있도록 준법감시를 위한 권한과 의무가 충분히 반영되어 있지 않음을 지적했다. 아울러 Chambers는 이러한 사항을 알았거나 충분히 알 수 있었으므로 회사내 다른 임원 내지 감독자에게 준법감시권한 및 책임을 부여하지 않은 이상 고객계좌에서 발생하는 거래에 대하여 검토할 의무가 있다고 결정했다.

6) In re: Refco Securities, Inc.

SEC는 Refco증권회사에 대하여 공중에 대한 위반행위게시 및 제재금부과조치를 가하였다. 그 이유는 Stephen Wymer라는 주식중개인이 Refco사에서 일하는 투자상당사의 도움을 받아 고객에 대하여 사기적 행위를 하였던 것에 대하여 Refco사에게 사실 조사, 검사, 고객에 대한 확인메일 등 적절한 문서에 의한 내부통제절차를 구비하지 않은데 대하여 감독상의 책임을 물은 것이다.¹⁷⁾

7) In re: Westcap Securities, L.P.

SEC는 Westcap Securities사에게 투자상당사에 대한 감독태만을 이유로

15) Exchange Act Release No. 27963, 46 SEC Docket (CCH) 183(Apr. 30, 1990).

16) 이외에 준법감시인에 대하여 제재조치를 내린 다른 예로는, In re First Albany Corp., Exchange Act Release No. 30515, 51 SEC Docket (CCH) 87 (Mar. 25, 1992). 참조 이 사건에서는 비록 투자상당사의 판매행위에 대하여 일정한 제한을 두고는 있었지만 실제 이용되지 않았다는 점에서 그 책임을 물었다. 회사와 지점상 역시 감독소홀을 이유로 제재받았다.

17) 62 SEC Docket (CCH) 1322 (N.A.S.D. Aug. 6, 1996).

800,000달러의 민사제제금과 이득환수명령을 발하였다. 아울러 증권업자로서의 등록이 취소되었다. SEC는 중개인이 부동산저당투자에 있어 발생할 수 있는 위험에 대해 고객에게 현저하게 부실하게 표시하였음을 알았으며 기업 내에 이러한 위험을 확실히 고지하도록 담보하는 절차를 마련해두지 않은데 대하여 회사에 대하여 감독태만에 따른 책임을 물은 것이다. 아울러 Wepcap사는 준법감시인(compliance officer)이 고객을 직접 접촉하여 고객계좌를 확인하려는 것을 허용하지 않아 자사 준법정책(compliance policy)에도 위배되었다고 밝혔다.¹⁸⁾

8) In the Matter of William A. Lobb(2000. 4. 6.)

이 사건에서 Lobb는 감독자로서 투기적인 종목을 주로 하는 투자상담사인 Vaughan에게 이상거래로 보고된 거래에 대하여 거래종목을 축소시키고 우량종목으로 변경하도록 지시하였다. 그 다음날 본사 준법감시인과 자신이 내린 조치를 상담하고 이러한 조치에 대하여 승인을 받았다. 그러나 이 과정에서 해당고객과 연락하지 않았다는 사실이 밝혀졌다. 그는 고객인 VB는 문제되는 행위를 한 투자상담사와 여러 해 동안 거래했고 그가 이직해도 그 거래를 유지한 점에서 거래에 대한 통제권은 Vaughan에게 있다고 판단하여 고객과 연락하지 않았다고 증언하였다. 소속사인 Oppenheimer사의 경우 고객과 연락하도록 하는 규정을 내부감독규정에 두고 있지 않았다. 이 사건은 내부통제에 대한 소홀을 이유로 Oppenheimer사에 대하여 행정조치가 내려졌다.

9) In the matter of A. S. Goldmen & Co., Inc.(1999. 5. 14)

이 사안에서는 문서로 된 감독절차와 감독시스템을 적절히 작동시키지 않았음을 이유로 제재조치가 부과되었다. Goldmen사의 경우 NASD의 mark-up policy를 준수할 특정의 절차와 시세조종을 탐지하고 예방할 적절한 방법을 절차에 포함해 두지 않았었다. 특히 어떤 조사가 있을 것이고 누가 그것을 할 지에 관하여 절차에 명확하게 두지 않았다. 법준수를 담보할 장치로는 하지 말 것을 열거하는 수준이고 메커니즘을 구축해두지 않는다. 이에 대하여 SEC는 책임을 지운 것이다(동지: In re Gary E. Bryant, 51 S.E.C. 463(1993)). 또한 내부통제도 열악하였는데 책임자(head trader)인 Meyer는 준법감시매뉴얼(compliance manual)을 못 받았다. 따라서 이러한 감독부주의를 이유로 감독자책임을 인정

18) 61 SEC Docket(CCH) 709 (N.A.S.D. February 14, 1996).

하였으며 유일한 주주이며 사장에게도 감독자책임을 인정하였다. 비록 다른 자에게 준법감시의 권한을 위임했어도 그에 대한 감시시스템을 구축하고 감독을 지속적으로 할 수 있어야 하는데 이를 하지 못한데 대하여 책임을 인정한 것이다. 따라서 감독기능을 위임한 경우에도 묵시적으로 그러한 권한이 적절히 잘 행사되게 사후적으로 추적할 책임이 있음을 분명히 보여주고 있다(In re Rita H. Malm, Exchange Act Rel. No. 35000(Nov. 23, 1994) 참조).

10) In re James Allen Merten and City Securities Co.,(1997. 10. 31)

이 사건은 문제되는 거래로 사전에 경고되었음에도 불구하고 해당 문제자를 조사하지 않아 그 대표자에게 감독자책임을 지운 사안이다(동지: In re John H. Gutfreund., 51 S. E. C. 93, 109, 1992). 준법감시인은 문제성 거래를 대표자인 Merten에게 메모형식으로 보고하였고 이를 Merten은 Neal과 논의하였을 뿐 해당 문제된 직원을 불러 해명하도록 하지 않았다. 다시 준법감시인이 고객에게 적합하지 않은 투자권유행위를 한 사실을 보고하였으나 Merton은 고객계좌나 고객의 투자목적, 수입을 조사하지 않고 조사를 시키지도 않았다. 이에 대해 일단 문제성 거래로 경고가 나타나는 데도 문제된 행동을 한 자의 진술에 의존하는 것만으로는 대표자는 감독자책임을 면할 수 없다고 결정했다(In re Shearson Lehman Hutton Inc., 49 S.E.C. 1119, 1123(1989); In re Prudential-Bache Securities, Inc., 48 S.E.C. 372, 396(1986).

2. 지배자책임(controlling person¹⁹⁾ liability)

(1) 개관

타인의 행위에 대해 책임을 지는 자가 그 타인 외에 별도로 있다면 피해자에게는 유리하다. 피해자보상도 중요하지만 타인을 지배하는 자를 처벌한다면 그러한 자는 지배할 수 있는 힘을 위반행위를 하지 않도록 하는, 보다 좋은데 이용할 유인도 있게 된다. 종종 증권사기의 경우 직접적인 위반자를 지배하는 자

19) controlling person liability에 정확히 맞아 떨어지는 용어를 찾아내기란 그리 쉽지 않다. 가능한 용어로 영향력 행사자, 지배력행사자, 지배하거나 할 수 있는 자 등을 생각해볼 수 있지만 영향력은 control과 다투어 다른 측면이 많고 지배력 행사자는 현재 지배력을 행사하고 있는 자를 포함하는 다투어 강하다. 원문에 가장 근사한 것은 지배하거나 할 수 있는 자로 가급적 넓게 control을 해석하여 지배자로 부르기로 한다.

가 배후에 존재할 수 있고 직접적인 행위자를 처벌하는 것만으로는 증권사기를 일소하기에는 역부족인 것을 경험한다. 따라서 직접적인 위반자가 아니라도 그자를 지배하는 자에게도 직접 위반자와 동일한 책임을 부과한다면 적어도 위반 행위를 억지하는 효과를 기대할 수 있다. 더욱이 직접 행위한 자만 처벌하고 그를 지배하여 위법한 행위를 하도록 하는 자는 처벌하지 않는다면 그러한 시장에 참여하는 투자자의 신뢰를 상실시킬 수 있다. 지배자책임(controlling person liability)규정은 바로 이러한 피해자가 특히 증권투자자인 경우 그러한 투자자의 보호 강화를 위하여 그리고 한편으로 증권사기를 방지하고 궁극적으로 증권시장의 신뢰성제고를 위하여 입법화된 것이다.

지배자(controlling person)책임은 감독(control)을 받는 자가 행한 일체의 증권법 위반행위에 대하여 직접 위반행위를 한 자와 동일한 책임을 그 지배자에게도 인정하는 것을 말한다. 물론 이러한 책임이 인정된다고 해서 주된 위반행위를 한 자의 책임이 면책되는 것은 아니다.

이 책임은 다음과 같은 사례에서 보여지듯이 피해자에게는 매우 유용할 수 있다. 편의상 증권회사와 투자상담사 그리고 고객인 투자자를 예로 들기로 하자. i) 첫 번째 경우로서 고객에게 투자상담사가 상품을 허위로 광고하거나 고객이 맡긴 돈을 전용한다고 가정하자. 물론 증권회사는 내부 감독을 위하여 준법감시부서도 두고 적극적으로 감시하고 있지만 피해자가 손해를 호소하기 전까지는 문제되는 투자상담사를 파악하지 못했다. ii) 두 번째의 경우 문제된 투자상담사가 재차 종전에 써왔던 동일한 허위광고와 투자금을 유용하는 행위를 하였으나 이에 대하여 준법감시부서와 경영진은 이러한 투자상담사의 행위를 제지하거나 사전에 재발가능성을 줄이고자 감독수준을 높이는 등의 하등의 노력을 보이지 않았다. 그러면서 이들은 내부적으로 감독시스템에 문제가 있다고 느끼고 있는 상황이다. iii) 세 번째의 경우 투자상담사가 고객으로 하여금 고수익을 약속하고 그 조건으로 투자금을 회사에 입금하지 않고 자신의 계좌로 입금하도록 권하였다. 그 후 입금된 돈을 사적 용도로 전용하였다. 이 때문에 증권회사로서는 전혀 이러한 거래에 대하여 알지 못했다.

이상 세 가지 경우에서 투자자가 자신이 입은 피해보상을 위하여 소송을 제기할 경우 지배자책임은 이 세 가지 경우에 모두 유용하게 이용될 수 있다. 즉 투자자는 회사, 위반행위를 한 투자상담사, controlling person으로서 이사 및 경영진을 피고로 소송을 제기할 수 있는 것이다. 후술하겠지만 회사에 대

해서는 사용자책임과 지배자책임(controlling person liability) 모두 물을 수 있게 된다.

물론 회사, 이사 및 경영자들이 언제나 지배자(controlling person)로서 책임을 지는 것은 아니다. 비록 입법 당시부터 controlling person에 대하여 정의규정을 두지 않고 control개념을 통해 지배자를 넓게 해석할 여지를 열어두고 있으나 언제, 누가 그 책임을 지는가에 대해서는 아직까지 학설과 판례 모두 통일된 견해를 취하지 못하고 있다. 게다가 비록 지배자에 해당해도 일정한 기준만 충족하면 책임을 피할 수 있는 여지, 즉 면책됨을 명문의 규정으로 인정하고 있다. 다만 구체적으로 어떠한 경우 면책사유에 해당하는지는 법원에서 각기 달리 판단하고 있어 당사자에게는 그리 명확한 기준이 되지 못하고 있는 실정이지는 하다.

결과적으로 지배자책임(controlling person liability)이론이 정립되어 있지 못함에 따라 현재 원고와 피고가 되는 당사자에게는 다음과 같은 점들이 중요한 법적 이슈가 되고 있다. 즉 피고의 경우 과연 문제된 거래와 관련하여 지배자(controlling person)에 해당되는가? 그리고 지배자에 해당되는 경우 책임을 피할 수 있는 면책사유에 해당되는가 하는 것이다. 이는 피고가 개인이든 기업이든 동일하게 문제가 되는 것들이다.

(2) 법적 기초

연방 증권법 '33년법 제15조와 '34년법 제20조 (a)항 모두 증권법 및 그에 기초한 규정 및 하위규칙 등 일체의 법령위반에 대하여 위반행위를 한 자와 함께 지배자(controlling person)에 대해서도 그의 감독을 받는 자가 지는 책임과 동일한 책임을 부담한다고 규정하고 있다.

이러한 책임은 앞서 서술한 감독소홀로 지는 행정상의 감독자책임과는 달리 위법행위를 한 자와 별도로 원고에 대하여 손해배상을 지는 민사책임이라는 점에서 차이가 있다.

'33년법 제15조에서는 주식의 소유, 대리 또는 기타 방법으로 제11조와 제12조(a)(2)하에서 유가증권신고서와 사업설명서의 부실기재에 대하여 책임을 지는 자에 대하여 control을 행사하는 자가 그러한 부실기재가 있음을 몰랐거나 안다고 믿을만한 합리적인 근거가 없는 경우에 한하여 그러한 control을 받은 자와 동일한 책임을 부담한다고 규정하고 있다. 한편 '34년법 제20조 (a)항

에서는 ‘누구든지’라고 규정하고 있어 다른 자에 대하여 영향력을 행사하는 자는 누구든지 증권법 위반에 있어 그 다른 자가 지는 책임과 동일한 책임을 진다고 규정하고 있다. 또한 내부자거래의 경우와 관련하여 책임주체로서 지배자(controlling person)가 책임을 진다는 점을 특별히 규정하고 있다(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)²⁰⁾ 이러한 일련의 규정으로 말미암아 기업들은 지배자(controlling person) 책임을 피하기 위하여 고심하지 않을 수 없다. 게다가 SEC는 지배자(controlling person)에게도 민사제재금을 부과할 수 있다.²¹⁾ 결과적으로 지배자책임이론에 의하면 회사는 물론 지배자(controlling person)에 포함되는 자들은 누구든지 직원이 저지른 일체의 증권법 위반행위에 대하여 책임을 질 가능성에 있게 된 것이다.

(3) 규정의 의의

위법한 행위를 한 자와 동일한 책임을 지배자(controlling person)에게도 귀속시키는 것은 실제 증권법위반행위를 한 자를 지배하는 자가 배후에 있는 경우가 적지 않고 그 자가 control하에 있는 자의 위법행위로 경제적 이익을 얻고 있다면 그 배후자 또한 그러한 위법한 행위에 대해서 동일한 책임을 져야 한다는 논리에 기초한 것이다.

사실 이러한 타인의 행위에 대한 책임은 지배자책임규정이 없어도 회사에 대해서는 사용자책임에 의하여 지을 수 있었다. 그러나 회사가 위반자인 경우 — 증권법위반의 경우 주로 회사가 위반자가 될 것이지만 — 이어나 경영진에게 타인의 행위에 대하여 책임을 지도록 하는 것은 그리 쉬운 일은 아니다. 왜냐하면 미국의 agency이론에 의하면 일방(agency)이 다른 일방(principal)을 대신하여 한 행위에 대하여 다른 일방은 항상 회사가 될 뿐 그 위법행위에 대해 책임을 이어나 경영자에게 물을 수는 없기 때문이다. 그러한 점에 비추어

20) corporations, brokerage firms or other “controlling persons” who supervise a person who violates the insider trading rules may also be liable. A “controlling person” can be penalized if he knew or recklessly disregarded the fact that the controlled person was likely to engage in insider trading and failed to take steps to prevent it.

21) 지배자(controlling person)에게 \$1,000,000 또는 위법행위로 얻은 이익 내지 회피한 손실액의 3배의 금액 중 높은 금액을 벌금으로 물을 수 있다(‘34년법 제 21A(a)(3)).

본다면 증권법상 지배자(controlling person)가 책임을 진다고 하는 규정이 갖는 근본적인 의의는 증권법 위반행위를 회사나 그 직원이 한 경우 그 책임을 이 회사나 경영자에게 물기 위하여 특별히 마련된 것이라 할 수 있다.

이처럼 타인의 행위를 그 행위로 인하여 이득을 보는 수혜자의 행위로 귀책시키기 위해서는 별도의 명문의 규정을 필요로 한다. 미국에서 지배자책임(controlling person liability)규정은 '33년 연방증권법이 제정되는 때와 탄생을 같이 하고 있다. 그리고 입법시부터 책임을 지는 지배자(controlling person)에 대하여 개념을 규정하고 있지 않고 '누구든지'라고 정하고 있어 탄력적으로 응용할 수 있도록 의도하고 있다. 그러나 이때에는 면책사유를 인정하고 있지 않았었다. 이 때문에 엄격한 책임이라는 세간의 비난을 받아 '34년법에서부터 면책될 여지를 두었으며 그 후 '33년법에도 면책사유를 추가한 입법역사를 갖고 있다.

(4) 책임의 법적 성질

증권법상의 위반행위에 대하여 지배자(controlling person)가 책임을 지는 것은 그것이 자신의 control하에 있는 자의 행위에 대하여 책임을 지는 점에서 자신의 행위가 아닌 타인의 행위에 대하여 책임을 지는 것이다. 그리고 이 책임은 우선 주된 위법행위자가 존재할 것을 전제로 한다. 그 다음에 이 자를 control하는 자에 대하여 위법행위를 한 자와 동일한 책임을 지우는 것이다.

이러한 책임의 성질에 대하여 미국에서는 대리인관계(agency relationship)를 기초로 한 일종의 감독자책임이라고 보는 것이 일반적이다. 다만 미국에서 감독자책임이라 하면 respondeat superior원칙에 의해 무과실책임이 원칙이다. 이 때문에 지배자(controlling person)에 대하여 책임을 지우는 것과 관련하여 여러 가지 견해가 다투어지고 있다. 대표적인 것으로 두 가지 견해를 들 수 있는데 이중 한 견해는 명문의 규정으로 지배자책임은 면책을 허용하고 있는 점에서 기본적으로 과실책임이라고 주장하고 있다. 이와 다른 견해는 책임발생에는 과실만으로 부족하고 고의에는 이르지 못했지만 거의 인식하였고 알면서 무시한 상태(reckless)여야만 책임이 발생한다고 보고 있다.

(5) 기능

실무상 연방 증권법상의 책임규정들은 증권발행 및 증권거래와 관련하여 회

사 임·직원들이 행한 사기나 기망행위(deceit)에 대하여 위법행위를 한 자 외에 지배자(controlling person)에게 책임 있음을 법적으로 추정하여 지배자에 대해서도 피해자가 소송을 제기할 수 있도록 기능하고 있다. 특히 증권회사와 같이 증권거래에 깊숙이 관여하고 있는 기업의 경우 투자자는 개인브로커를 신뢰하기보다는 증권회사의 명성과 브랜드에 신임을 두어 거래하는 경우가 적지 않은데 이러한 경우 투자자는 증권회사의 임·직원이 관련된 위법행위로 손해를 본 경우 증권회사가 책임을 질 것으로 생각하기 쉽다. 또한 현실적으로 증권회사 역시 직원인 투자상담사의 판매활동을 통해 약정고 등의 수익을 얻고 있으며 이들의 판매활동이 회사의 주된 수익원이기도 하다. 다른 자를 이용하여 의도되는 편익이 항상 실현되지 않고 때로는 제3자에 대하여 손해를 끼치는 일도 있지만 다른 자를 이용함으로써 얻는 편익에 상응하여 회사는 손해발생의 가능성이라는 위험을 무릅쓰지 않으면 안된다. 그리고 편익을 위하여 도모한 행위였다면 그 결과에 대해서 용납하도록 하는 것이 마땅하다. 이러한 논리에서 임직원의 위법행위에 대하여 회사에게 책임을 물을 수 있다.

한편 회사가 면책요건을 충족하지 못하는 한 대부분 회사 임원들도 회사와 동일한 책임을 부담할 수 있다. 왜냐하면 면책요건으로서 정한 선의(good faith)의 여부는 결국 임원을 거쳐 판단하는 것이고 그 결과는 회사에게 귀속되기 때문이다. 결과적으로 회사가 지배자책임규정에 의한 책임을 지는 경우 그 임원도 면책사유요건을 충족시키지 못하게 된다.²²⁾

(6) control의 개념

입법 당시부터 의회는 일부러 control에 대한 개념정의를 하지 않았다. 그러한 이유는 전술한 바와 같이 법원에서 자유롭게 해석하도록 하기 위함인데, 증권법의 목적이 투자자보호라는 점에서 시대와 상황에 맞게 넓게 투자자를 보호하기 위해서라는 점에서 개념규정을 두지 않은 것은 일용 이해할 수 있다.

그러나 책임을 지는 주체인 지배자로서는 자신이 지배자(controlling person)의 범주에 속하는지는 매우 민감한 사항이 된다. 따라서 지배자(controlling person)의 범위가 어디까지인가는 지배자에게는 매우 중요한 관심거리가 아닐 수 없다. 물론 피해자 내지 소를 제기하는 원고의 입장에서조차 자신이 입은 손해를 배상 받기 위해서는 책임지는 지배자(controlling person)를 확정하는 것이

22) G.A. Thompson & Co. v. Patridge, 636 F.2d 945, 959(5th Cir. 1981).

매우 중요한 문제가 된다. 책임을 지는 자로서는 그러한 책임을 지지 않을 방법을 찾게 될 것이고 피해자로서는 가능한 한 지배자책임을 지는 대상이 광범하고 또 자력이 많은 자일 수록 보상을 받는데 유리하기 때문에 지배자(controlling person)의 범주에 있는 자 중 자력 있는 자를 우선적으로 선호하게 된다.

지배자(controlling person)가 누구인가를 알기 위해서는 지배자(controlling person)에 대한 조문에서부터 시작되어야 하는 것이 원칙일 것이다. 그러나 전술한 바와 같이 원채 이 규정을 만들 때부터 지배자책임을 지우는 최종판단은 법원의 자유로운 해석에 맡기고자 의도하였기 때문에 누가 지배자(controlling person)인가에 대한 명확하고 일의적인 기준은 어디에서도 찾아 볼 수 없다. 더욱이 법원마다 control의 개념을 달리 보는 경향이 있다. 법에서도 control의 수단에 대해서만 예시하고 있을 뿐이다.²³⁾

이를 감안해볼 때 특정인을 지배자(controlling person)로 염두에 두기보다는 control에서 출발하는 것이 타당할 것으로 생각된다. control을 보는 시각은 크게 두 가지 입장으로 구분된다.²⁴⁾ 하나는 증권시장의 도덕성 및 신뢰 강화를 위하여 감독자책임을 넓게 인정할 목적에서 control개념을 광범하게 보는 입장이다. 이러한 개념은 사실상 지배력을 행사할 수 있는 힘이 있는 경우든 지배력을 행사할 수 있는 권한이 법상 주어진 경우(회사, 지배주주, 경영자, 이사 등이 이에 속한다)든 이를 구분하지 않고 넓게 control로 보는 것이다. 다른 하나는 그와는 달리 control 개념을 실제 위법행위자의 행위에 관여하여 위반행위를 하도록 지배력을 행사한 경우로 제한하여 책임을 지우려는 입장이다. 후자의 입장은 지배자면서 그 지배를 받는 자에 의해 이루어진 사기적 거래에 귀책이 될 정도의 참여(culpable participation)가 있을 것을 요구하고 있다. 다만 이때의 참여는 직접 위반행위에 개입한 정도를 요구하는 것은 아니고 위반

23) 소송기술적으로 원고인 투자자는 통상 NASD의 BD Snapshot과 CRD(Control Registration Depository)를 통해서 controlling person을 확정한다.

24) control을 파악하는 판례법의 입장은 세 부류로 구분되기도 한다. 자세한 설명은 김병연, “미국증권법상 부실공시에 대한 지배력을 가진 자(controlling person)의 책임 —우리 상법상 업무집행지시자의 범위와 관련하여—”, **상사법연구** 제19권 제2호(2000), 680면 이하; control을 actual control과 legally enforceable control 내지 authority to control과 actual control로 구분하는 견해로는 Loftus C. Carson, “The Liability of Controlling Person Under the Federal Securities Acts,” 72 *Notre Dame L. Rev.* 263(1997) 참조.

행위를 교사·방조하려는 의도만으로 충분하다고 본다.²⁵⁾ 두 입장중 전자의 견해가 미국법원의 다수의견이다.

미국의 판례와 학계의 다수적인 견해에 의하면 어떤 자가 다른 자에 대하여 직·간접적으로 영향력을 행사할 수 있는 수단 내지 힘을 갖고 있다면 그 자는 다른 자에 대하여 control하는 지위에 있는 것으로 보고 있다. 다만 일부 법원에서는 문제되는 특정 거래와 관련하여 지배자(controlling person)가 실제 영향력을 행사하였음을 입증할 수 없는 경우 그러한 책임을 인정하지 않기도 한다. 그러나 대부분의 법원은 감독자가 행위자를 control할 수 있는 권한(authority) 내지 사실상의 힘(power)이 있어 그자의 결정에 영향력을 행사할 수 있으면 지배자책임을 지우는 경향이 있다.

이러한 다수적 견해를 취한다면 원고로서는 입증의 부담을 덜어줌과 동시에 지배력을 가진 자로 하여금 위반행위를 하지 못하게 하는 억지작용을 할 것으로 기대할 수 있다.²⁶⁾ 원고로서는 실제 control하고 있으며 위반행위를 하도록 control하였다는 것을 입증할 필요없이 control할 수 있는 권한 내지 힘을 가지고 있음을 입증만 하면 책임을 지우는데 충분하기 때문이다.

(7) 지배자: 연방증권법상의 control 개념의 적용

'33년 증권법 제15조를 보면 “every person who, by or through stock ownership, agency or otherwise, or who, pursuant to or in connection with an agreement or understanding with one or more persons by or through stock ownership, agency, or otherwise, controls any person liable...” 하고 있다.

이 규정으로부터 control의 수단은 stock ownership, agency, agreement, otherwise 등 예시함으로써 매우 넓게 보고 있음을 알 수 있다. 일견 agency관계에서만 본다면 회사가 포함되며, stock ownership면에서 보면 지배주주(지배회사 포함), 다수주주도 지배자(controlling person)에 포함되는 것임을 알 수 있다. 또한 지배개념을 직·간접적으로 어떤 자의 결정에 영향을 미치는 힘 내지 권한이라고 한다면 회사를 지배하는 자는 실상 조직 내에서 의사결정권

25) Nancy C. Staudt, “Controlling Securities Fraud: Proposed Liability Standards for Controlling Person Under the 1933 and 1934 Securities Acts,” 72 *Minn. L. Rev.* 930. 943 (1988).

26) Note, “The Buck Stops Where?: Defining Controlling Person Liability,” 73 *S. Cal. L. Rev.* 169. 182 (Nov. 1999).

을 가진 자가 되며 기업지배구조상 이사회가 그룹으로서 회사의 지배자가 되며 이사 개인도 회사의 지배자가 될 수 있다.

회사에서 이상의 지위를 가진 자들은 일용 증권법상 지배자(**controlling person**)으로 추정되는 것이라고 보아야 할 것이다.²⁷⁾ 추정하는 것으로 보는 이유는 이들 지위에 있는 자들은 통상 증권법 위반행위를 억지할 수 있는 권한이 있다고 통상 인식되어 있어 **control**할 수 있다고 볼 수 있기 때문이다. 그리고 지배자(**controlling person**)로의 추정은 반증될 수 있어야 한다. 즉 지배자(**controlling person**)로 추정되는 자가 사실상 위법행위를 한 자에 대하여 **control**할 권한이 없었으며 다른 자가 **control**하였다는 사실을 주장·입증하는 경우에는 그러한 책임에서 면할 수 있도록 하여야 한다. 또한 비록 반증하는데 실패하더라도 이들은 면책사유에 해당됨을 성공적으로 입증할 경우 또 한번 책임에서 피할 수 있는 기회가 주어진다.

(8) 사용자책임과의 관계

미국에서는 증권법상의 지배자책임(**controlling person liability**)과 보통법상의 사용자책임(**respondeat superior**)과의 관계가 오랫동안 법적 이슈거리였다. 그 이유는 우리와 달리 불법행위법상의 사용자책임은 무과실책임주의를 취하고 있는데 증권법상의 지배자(**controlling person**)책임은 과실책임을 취하고 있기 때문이다. 이 때문에 지배자(**controlling person**)는 자신이 **control**하는 자의 위법행위를 사전에 저지하는데 충분히 주의를 기울였으며 합리적인 조치를 취하였음을 입증할 경우 면책될 가능성을 가지고 있어 원고로서는 면책이 성공할 수 있는 증권법상의 지배자책임(**controlling person liability**)보다 보통법상의 사용자책임을 주장하는 것을 더 선호할 수 있기 때문이다.

이 때문에 양 책임이 경합하는 상황에서 증권법상의 책임이 단순히 사용자책임을 확인한 것인지, 아니면 이 경우에는 사용자책임을 물을 수 없고 전적으로 증권법상의 책임만을 물어야 하는 것인지 등의 의구심이 제기되었다.

그러나 현재는 양 책임을 모두 물을 수 있다는 점에 이견이 없다.²⁸⁾ 다만 연방 증권법상의 지배자책임규정에서는 모든 자로 하여금 책임을 지게 함으로

27) Loftus C. Carson, Id., at 284.; Herm v. Stafford, 466 F. Supp 439 (W. D. KY. 1979).

28) Hollinger v. Titan Capital Corp., 914 F.2d 1564 (9th Cir. 1990).

써 사용자책임을 이용하는 것을 배제시키려는 의도가 적지 않게 깔려있다고 추측해볼 수 있다.²⁹⁾

(9) 면책

지배자(controlling person)는 자신이 control했다는 것을 인정하더라도 일정한 경우에는 증권법상의 지배자책임(controlling person liability)으로부터 벗어날 수 있다. '33년 연방증권법 제15조와 '34년 증권거래법 제20조(a)항에서는 그러한 경우를 명시하고 있다. 즉 '33년법에서는 “every person who, by or through stock ownership, agency or otherwise, or who, pursuant to or in connection with an agreement or understanding with one or more persons by or through stock ownership, agency, or otherwise, controls any person liable under section 11 or 12, shall also be liable jointly and severally with and to the same extent as such controlled person is liable *unless the controlling person had no knowledge of the facts by reason of which the liability of the controlled person is alleged to exist.*” 즉 위반사실을 알지 못했고 알만한 합리적인 근거가 존재하지 않은 경우에 그렇다.

한편 '34년 연방 증권거래법에서는 “brokerage firm and its management must prove that they acted in good faith and did not directly or indirectly induce the act or acts constituting the violation or cause of action.” 즉 지배받는 자에 의한 위반행위를 알지 못한 채 선의로 행동했고 직·간접적으로 문제된 당해 행위를 유발하지 않은 경우에는 지배자(controlling person)라도 그 책임을 지지는 않는다고 하고 있다. 물론 피고가 지배자(controlling person)라는 것은 원고가 입증하여야 하나 전술한 바와 같이 이사·임원 등의 지위에 있는 한 그러한 입증은 그리 어렵지 않다.

이들 연방법상의 규정들은 다소 차이가 있는데, '33년 증권법하에서는 범위반사실을 몰랐으며 범위반을 했다고 믿을 만한 합리적인 이유가 없었음을 입증하지 않으면 안된다고 하고 있다. 이처럼 범위반사실을 몰랐다는 것에서 나

29) 이와 달리 법인에 대해서는 사용자책임을, 개인에 대해서는 controlling person 책임을 물어야 한다는 견해를 제시하는 글로는 James L. Burns, “Pruing the Judicial Oak: Developing a Coherent Application of Common Law Agency and Controlling Person Liability in Securities Cases,” 93 Colum. L. Rev. 1185 (1993) 참조.

아가 범위반을 했다고 믿을만한 합리적인 이유가 없었음을 입증하도록 하는 것은 많은 경우 눈가리고 아웅하는 식의 몰랐다는 주장으로 책임을 벗어나는 것을 일소하기 위함이라 추측해볼 수 있다. 범위반사실을 몰랐다면 다음은 범위반을 암시하는 사실이나 정보에 대해서도 몰랐는지가 문제될 수 있다. 이러한 경우는 범위반가능성에 대해서 조사하거나 적극적으로 대처하려는 노력이 없었다면 귀책성이 인정되어 범위반사실을 알고 있는 것으로 보아야 마땅할 것이다. 이와는 반대로 범위반가능성이 암시되는 경우 적극적으로 그러한 위반행위를 억제하거나 예방하는데 노력을 기울였다면 면책사유에 해당하는 것으로 보아야 할 것이다.³⁰⁾

'34년 연방 증권거래법에서는 면책사유로 good faith와 non-inducement(directly or indirectly)要件을 두고 있다. 학계에서는 이러한 두 가지 요건은 불필요한 것으로 해석되고 있다. 그 이유는 증권법위반행위를 하도록 유도(induce)했다면 적어도 개념상 선의(good faith)의 범주 안에 포함될 수 없기 때문이다.³¹⁾ 그러나 적어도 간접적으로도 유도(induce)하지 않았다는 요건을 포함시킨 것은 매우 의미가 있는 것으로 평가받고 있다. 왜냐하면 실제 지배받는 자의 경우 명시적인 지시가 없더라도 조직 분위기상 법을 준수하였는지와 상관없이 성과에 따라서만 보상한다면 법을 준수하지 않을 가능성이 크고 오히려 법을 준수하지 않더라도 성과만 좋다면 그러한 위반행위를 할 유인이 크기 때문이다. 또한 상급자의 감독이 철저하지 않으면 않을수록 법위반행위를 할 유인이 적지 않게 된다. 따라서 증권법을 준수하도록 증권관련업무를 적극적으로 감독하지 않을 경우 이것은 간접적으로 증권법위반을 유인하는 것으로 해석할 수 있다. 이처럼 간접적으로 유도하지 않았다는 것이 면책사유에 포함됨으로써 지배자(controlling person)는 단순히 위반사실을 몰랐거나 위반행위에 참여하지 않았다는 것을 입증하는 것만으로는 면책사유로 충분하지 않고 적극적으로 그러한 위법행위가 발생하지 않도록 주의를 다 하였다는 적극적인 행동을 필요로 한다.

그러나 감독이 소홀한 경우 구체적인 상황에서 어느 정도로 적극적으로 주의를 기울여야 하는지에 관해서는 법원은 통일된 기준을 제시하지 않고 다양한 태도를 취하고 있다. 또한 '33년 연방증권법상의 면책사유와 '34년 증권거래법상의 면책사유를 동일하게 해석할 것인지에 대해서도 학계와 법원의 의견

30) Hollinger v. Titan Capital Corp., 914 F.2d 1564, 1576 (9th Cir. 1990).

31) Loftus C. Carson, Id., at 303.

은 통일되어 있지 않다. 상황에 따라 그리고 지배자(controlling person)가 관여한 정도 등에 따라 다양하게 해석하는 경향이 있다. 다만 증권회사의 경우에는 증권시장의 도덕성 확립을 위하여 그리고 자율규제기관 및 업계에서도 높은 수준의 내부통제 및 감독관행을 요구하고 있는 분위기를 반영, 법원에서는 이러한 업계관행을 기초로 면책사유에 해당하는지 여부를 결정하는 경향을 보이고 있다.

III. 증권법상의 감독자책임이 실무에 미친 영향

1. 증권규제 및 감독 측면

(1) 증권사기 방지목적에서 감독자책임 이용 확대

최근에 미국의 SEC는 증권회사에 대하여 감독자책임으로 묻는 처벌조치들을 크게 강화하고 있다. 이러한 조치들이 갖는 특징을 두 가지로 요약할 수 있다. 즉 i) 감독자책임을 지는 주체의 범위를 확대하고 있다는 점이다. 즉 최고경영자 뿐 아니라 감독상 위법행위자의 상급자는 거의 전부 포함시키는 경향을 보이고 있다. 둘째, ii) 이러한 범주에는 준법감시인도 포함시키고 있다는 점이다. 결과적으로 경영자인 톱에서부터 직급상의 감독자들은 모두 감독태만을 이유로 책임질 수 있는데 이에 대비하여 이들은 조기부터 범위반가능성을 가져오는 일체의 사안들에 대하여 주의하여 적극적으로 예방조치를 취하지 않으면 안되게 되었다.

(2) SROs의 내부통제절차 및 규정 변경

미국의 이른바 자율규제기관들(SROs)은 각 회원사로 하여금 내부통제절차와 규정들을 두도록 요구하고 있다. 특히 NASD는 Rule 3010, 2110에 기초하여 NASD규정 위반행위와 관련하여 내부통제절차와 규정들을 검토하여주고 부족한 것을 보완해줄 컨설턴트(independent consultant)를 외부에서 고용하도록 요구하고 있다(대표적으로 NASD 징계사건중 1999년 A. S. Goldman & Co., Inc. 사건을 예로 들 수 있다). 또한 NASD Rule 27(c)에서는 증권회사로 하여금 거래시 반드시 대표자의 동의를 받는 정책을 취하도록 요구하고 있다.³²⁾ 때문

32) 대표자(principal)가 매일 결제하여야 할 것으로 1) 주문표(order tickets) 2) P &

에 실무상 관련 서류와 주문표(order ticket)에는 그러한 대표자의 결재를 거쳤음이 명시적으로 나타나지 않으면 안되게 되어 있다.

(3) 법원의 면책사유 인정요건³³⁾

미국의 법원들은 통상 지배자(controlling person)책임에서 벗어나게 하는 데 있어 준법시스템(compliance system)이 제대로 작동하는지를 주된 요소로 보고 있다. 그리고 이러한 시스템이 작동하는지는 다음과 같은 5가지 요소로 판단하고 있다. 즉,

- ① 사전에 예방하는 절차와 사항들에 관하여 규정을 두었는지 여부이다. 사후에 규정을 둔 경우는 충족되지 못한다.
- ② 내부감독 및 통제규정이 회사사정에 맞게 규정화되어 있는지 여부가 된다. 이들 규정의 존재와 내용들이 내부적으로 상호 의사소통이 되는지, 직원들이 이를 쉽게 알 수 있도록 하고 있는지 여부, 이러한 의사소통이 e-mail이나 핸드폰 등 내부직원이 인식하고 실천할 수 있도록 대중화되어 있는지 여부 등을 중시한다.
- ③ 내부통제기준이 업계평균보다는 수준이 높은지 여부도 판단한다.
- ④ 직원에 대하여 법규준수 등의 교육을 지속적으로 하고 있는지 여부를 본다. 직원에 대하여 서약서를 쓰는 것만으로는 충분하지 않고 비디오교육이나 규정에 알 수 있도록 다양한 교육이 이루어지지 않으면 안된다.
- ⑤ 지속적으로 내부통제기준 내지 절차가 최신화되어 있어야 하고 이에 대한 기록이 되어 있어야 한다.

물론 회사 내에 만들어둔 규정이나 절차대로 행위하였다고 면책되는 것은 아님을 유의하여야 한다. 주된 위법행위에 관여한 정도, 재발을 막고자 예방조치를 취하는데 적극적으로 행동하였는지 등 다른 요소와 함께 종합적으로 고려하는 경향을 띠고 있다.

S Blotter 3) exception reports가 있다. 조사할 대상이 되는 증표가 나타나면 반드시 조사하여야 한다. 이상거래의 징표는 다음과 같이 나타날 수 있다. 예컨대 order errors나 고객에 대한 부적절한 권유, 고객계좌의 부적절한 거래 등이 해당된다. 4) 투자상담사 내지 그 가족의 주식거래 5) 특수관계인의 주식 거래내역(sale of control stock) 등이 된다.

33) 이 부분은 특히 김유니스 변호사의 많은 도움을 받았다.

2. 미국기업들의 행동 변화

SEC나 SROs로 하여금 회사 내지 그 경영자에게 감독자책임을 지우는 주된 단서가 되는 것은 바로 고객이 이들 기관에게 불만을 접수하거나 기업 및 경영진을 상대로 소송을 제기하는 것이다. 이 때문에 기업들은 고객의 불만을 해소하는데 주력하고 있다. 그렇지 않으면 연방 증권법상의 감독자책임으로 인하여 회사의 경우 행정적 제재가 부과되기 십상이기 때문이다. 이러한 점을 고려하여 대부분의 증권회사들은 특히 SROs들이 정한 증권판매관행(sales practices)을 준수하고자 노력하고 있다. 예컨대 무작위로 매달 고객계좌를 조사하고 고객의 투자목적과 경제적 상황에 맞게 되어 있는지 조사하는 것이 보편화되어 있다.

고객과 직접 대면하는 거래일수록 분쟁의 소지가 많고 불만이나 법위반행위들이 빈번히 발생하기 때문이다. 이때 회사는 투자상담사에게 문서나 구두로 설명을 요청하고 문제되는 거래로 의심되는 경우 해당 고객과 거래를 논의하기 위해 접촉하기도 한다. 그리고 이러한 접촉시 나눈 대화는 기록되며 많은 경우 대화내용에 대하여 고객에 확인편지(confirming letter)를 보낸다. 이외에도 일부 회사들은 무작위로 증권회사 투자상담사들의 업무용 전화를 녹취하기도 한다.

그런데 이러한 감독권한을 다른 자에게 위임하였다도 연방증권법상의 지배자책임(controlling person liability)으로부터 벗어나는 것은 아니다. 그러나 적어도 적극적으로 증권법 위반행위를 사전에 억제하고자 노력하거나 조치를 취해 동일한 위반행위가 재발되지 않도록 주의를 기울였다면 그러한 책임에서 벗어날 여지가 인정된다.

더욱이 오늘날과 같이 기업이 거대해지고 조직화된 경우 그 조직에 속한 직원들의 위반행위를 사전에 일일이 감독하기란 쉽지 않은 일이다. 이러한 상황을 감안한다면 합리적으로 감독할 것이 요구된다. 때문에 많은 기업들은 내부통제를 보다 강화할 목적에서 준법감시인(compliance officer)을 두고 법위반행위를 사전에 억지하는 시스템의 구축, 법준수 절차 및 규정 확립, 임·직원에게 대한 법규준수교육, 고객과의 분쟁 처리 등을 담당하도록 하고 있다.³⁴⁾ 특히

34) 반면 우리의 경우 금융기관의 경우에는 준법감시인을 두지 않으면 안되도록 되어 있다. 금융회사의 내부통제기능 강화를 위해 2000. 1월 은행법, 종합금융회사에관한법률, 상호신용금고법, 증권거래법, 증권투자회사법, 증권투자신탁업법, 선물거래법, 보험업법 등을 개정

증권회사의 경우 준법감시인(Compliance officer)은 특히 고객과의 문제가 발생하는 거래에 대하여 법규준수(Compliance) 여부를 체크하는데, 실무상 고객계좌에서 적합하지 않은 거래가 있는 경우 이를 경고하는 방법들이 다양하게 고안되어 있다. 예를 들면 ① 컴퓨터를 통하여 지점에서의 법준수 여부를 감시하며 “Compliance Review Run”이라고 불리는 각 고객구좌의 수수료를 나타내는 리스트를 보고 이상거래가 있는지 여부를 탐지한다. 그 외 다른 방법은 고객이 보유한 증권(holdings)과 신규고객계좌에 대한 정보를 조사하는 것이다. 이러한 조사 후에는 “Compliance Review Report”를 작성하여 각 지점에 보내어 결과를 알게 한다. 왜냐하면 이상거래로 조짐이 있는 데도 이를 간과하거나 무시한 경우에는 감독자책임을 면책받을 수 없기 때문이다.

그러나 준법감시부서를 둔 것만으로는 감독자책임을 면책되는 것은 아니다. 그러한 시스템이 제대로 작동하지 않고 있다는 것을 알고 있는 경우에는 전술한 바와 같이 면책사유에 해당되지 않기 때문이다. 다만 적어도 그러한 내부통제시스템을 구축하여 두고 그러한 시스템이 제대로 적절히 작동되는지 내부에서 감시하는 자가 있다는 점에서 그렇지 않은 기업보다 증권법위반가능성이 줄어들고 억제될 것이라는 효과를 기대할 수는 있다.

IV. 우리나라에 대한 시사점 — 결론에 갈음하여

증권시장의 건전성·신뢰성 강화는 증권시장의 발전에 필수적인 요건이다. 그러나 현재 우리나라의 투자자들에게 증권시장의 도덕성은 크게 신뢰받지 못한 실정이다. 도덕성 회복을 위하여 여러 측면에서 제도개선이 이루어져야 할 것이지만 증권을 발행하고 거래하는데 주되게 관여하는 증권업 종사자의 법규준수의식의 강화가 어느 때보다 요청된다 할 것이다.

미국 증권법상의 감독자책임과 지배자책임규정은 이러한 점에서 투자자보호와 증권감독정책측면에서 시사점을 준다. 그러나 미국에서도 타인의 행위에 대하여 경영자 등 상급감독자에 대하여 특별책임을 지우는 것과 관련하여 논의는 일치되어 있지 않고 전통적으로 확립된 견해도 없다. 그럼에도 불구하고 행정상의 감독자책임의 경우 증권업종사자 개인의 위법행위에 대하여 합리적

하여 준법감시인제도의 도입, 시행조치를 마련하였다.

인 감독을 기대하는데 있어 그리고 지배자책임(controlling person liability)은 증권시장의 신뢰 회복 및 현재의 미국시장에 인식을 높이는데 주된 기여를 했다는 평가를 받고 있다. 이러한 점에서 우리 법제에서도 이러한 책임에 대하여 관심을 갖는 것이 필요한 시점이라고 생각된다.

입법적인 측면에서 볼 때 감독자에게 감독소홀을 이유로 행정상의 감독자책임을 지우는 것은 기술적으로 어렵지 않을 것으로 보인다. 반면에 타인의 행위에 대하여 지배자에게 민사상의 책임을 지우는 것은 차원이 달라 어려움이 많을 것으로 보인다. 대표적으로 우선 사용자책임과의 관계가 문제될 것이다. 그러나 미국에서 보았듯이 사용자책임과는 별도의 규정으로 증권거래법에 명문의 규정을 두어 운용할 수 있을 것으로 생각된다. 이 규정은 기업에 대하여 책임을 물고자 의도된 것이 아니라 직원들의 위법행위를 감독하고 통제할 권한을 가진 그리고 궁극적으로 이들의 위법행위를 억지하는데 영향력을 발휘할 수 있는 회사의 이사와 경영자를 타겟으로 한 규정이기 때문이다.

다만 이러한 규정을 둘 경우 구체적인 상황에 따라 직접 위반행위를 하는 자에 대하여 영향력을 발휘하는 자가 달리 있을 수 있기 때문에 지배자(controlling person)의 범위를 넓게 인정하는 것이 필요하다. 아울러 면책사유도 함께 두는 것이 필요하다. 왜냐하면 미국 연방증권법상의 지배자(controlling person)책임규정은 귀책에 대한 책임 부과에도 의미가 있지만 실질적으로는 위법행위가 발생하지 않도록 적극적으로 행동이나 조치를 취해 사전에 위법행위를 예방하는 것을 보다 본질적인 기능으로 보고 있기 때문이다. 결국 지배자(controlling person)책임 규정이 명문화될 경우 증권실무에서 이 규정이 갖는 의의는 증권법위반행위를 쉽게 생각하는 기업에 대한 각성을 촉구하는 외에 종래 위법행위에 대하여 무관심하고 소극적이었던 경영자와 이사들에 대한 행동 변화를 요구할 수 있다는 데 있다.

<Abstract>

Supervisor Liability in the US Securities Law

Soo-Hyun Ahn*

There exist diverse differences between the US and Korean securities regulation even though the latter modelled after the former. One of the differences is the supervisory responsibility, which is strictly claimed in the US securities law compared to other countries. As a result, the supervisors in a corporation exert themselves to prevent their employees from violating laws and regulations. In particular, the supervisory responsibility in the federal securities takes the largest part of the legal environment to control the business activities of the securities firms and their directors/employees. The supervisory responsibility depends on the supervisors' prior measures to prevent the recurrence of illegal activities. The responsibility applies to the CEOs as well as the corporations. However, as the supervisory responsibility is a strict liability, the supervisors are allowed to exempt themselves from the supervisory responsibility by proving that they performed their duty.

In the US, the supervisory responsibility is used by the regulators and the courts as a method to encourage the corporations and CEOs to prevent activities in breach of the securities law. In this way, the supervisory responsibility can be an essential component to cultivate and support internal compliance system and compliance culture. By using the supervisory responsibility as a regulatory measure, the SEC can concentrate its limited regulatory resources on the corporations and CEOs to make changes in their behaviour, and in turn, encourage them to prevent illegal activities in their corporations.

From the standpoint of the securities regulatory policy, the supervisory responsibility can provide various important insights for us when adjusting the securities regulatory system in Korea. In spite of various efforts of securities

* Reserch Fellow, BK21Law

regulators, securities crimes are still very popular in Korean securities markets. The CEOs of most Korean securities firms have less interest in finding and preventing illegal activities of their directors and/or employees. They often overlook such activities for their corporate profits. These practices in aggregate jeopardize the efficiency and effectiveness of the securities markets by either inflicting losses to the customers or reducing investors' confidence on market integrity.

This Article examines the role of the supervisory responsibility as a core regulatory measure to back up the industry's voluntary efforts for fair and transparent business in the US. This Article also shows that the supervisory responsibility can be of assistance for us to renew the securities regulatory system in Korea.