

유가증권신고서류의 부실기재에 대한 인수인의 손해배상책임과 Due Diligence 항변

김 병 연*

I. 머리말

유가증권의 공모발행 즉 募集 또는 賣出¹⁾은 한 회사의 증권이 증권시장에 발행되어 나오는 중요하고 매우 복잡한 과정을 포함한다. 증권거래법과 부속법령 상의 모든 절차에 따라서 발행업무를 수행하는 것은 고도의 전문성을 요하기 때문에 이러한 유가증권의 발행업무에는 당해 증권의 발행회사 내부의 이사 및 관련업무에 종사하는 자들 뿐 아니라, 이러한 절차에 관하여 법률자문을 하는 변호사, 공시서류의 중요한 부분을 차지하는 재무관련서류의 작성에 관계하거나 자문을 하는 회계사·감정평가사 등의 여러 분야의 전문가들이 참여하게 된다. 또한 유가증권의 발행업무는 매우 복잡하기 때문에 유가증권발행인인 회사의 인력만으로 이를 감당하기는 어렵고 또 전문성을 요하는 절차이기 때문에 일반적으로 당해 유가증권의 발행과 관련하여 일반적으로 인수업무를 수행하는 증권회사와 인수계약을 체결하여 이루어지고 있다.

유가증권의 모집 또는 매출이 있는 경우에 증권거래법은 증권발행회사가 유가증권신고서를 작성하여 금융감독위원회에 제출하도록 요구하고 있으며, 유가증권신고서가 수리되지 않으면 유가증권의 모집 또는 매출을 할 수 없도록 규제하고 있다(증권거래법 제8조 제1항). 또한 사업설명서를 작성하여 유가증권발행회사의 본점 및 지점, 금융감독위원회, 증권거래소 또는 증권업협회, 그리고 청약사무를 취급하는 장소에 비치하여야 하며(증권거래법 제12조 제1항, 동법 시행규칙 제4조), 당해 유가증권신고의 효력이 발생하는 날에²⁾ 이를 금융감독위원회에 제출하여야 한다(동법 시행령 제6조 제4항). 이러한 서류들은 증권발행회사와 당해 유가증권의 발행에 관한 정보를 투자자들에게 제공함으로써 이를 바탕으로 하여 투자자들이 정확한 투자판단을 하도록 하는 것이며, 이는 결국 투자자를 보호하기 위함이다. 그런데 증권거래법에서는 유가증권신고서와 사업설명서의 내용에 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 유가증권의 취득자가 손해를

* 한림대 법학부 교수, 법학박사(S.J.D.)

1) 募集(public offering of new securities)은 신규로 발행되는 유가증권의 취득의 청약을 권유하는 것이고, 賣出(public offering of outstanding securities)은 이미 발행된 유가증권의 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유함을 말하며, 모집과 매출을 합하여 公募라고 부른다. 증권거래법 제2조 제3항 및 제4항, 한국증권업협회의 “유가증권인수업무에 관한규칙(이하 “인수규칙”이라 한다)” 제2조 제2항 참조.

2) 일괄신고서(증권거래법 제8조 제1항 단서)를 제출한 발행인의 경우에는 일괄신고추가서류를 제출하는 날에 이를 금융감독위원회에 제출하여야 한다(동법 시행령 제8조 제4항).

입은 때에는 법이 정하는 일정한 자에게 손해배상책임을 부담시키고 있다(증권거래법 제14조 제1항). 이러한 책임을 부담하는 자들 중에서 유가증권의 발행인과 인수계약을 체결하는 인수인(underwriter)의 경우는 유가증권신고서와 사업설명서의 작성에 직접·간접적으로 관련을 하지 않음에도 불구하고 그러한 공시서류의 부실작성에 대한 책임을 부담하도록 하고 있다.³⁾ 즉 증권거래법 제14조 제1항에 열거되어 있는 다른 자들은 공시서류의 작성에 직접·간접적으로 참여하는 자이기 때문에⁴⁾ 그 부실기재에 대하여 책임을 부담하는 것이 당연하지만, 유가증권신고서류의 직접적인 작성주체가 아닌 인수인이 당해 서류의 부실기재에 대하여 책임을 지도록 하는 것이 과연 타당한가 하는 문제를 제기할 수 있다. 자신의 직접적·간접적 행위의 결과에 대하여 책임을 지는 것이 법의 일반원칙임에 비추어볼 때 인수인이 직접 작성하지 아니한 유가증권신고서류의 부실기재에 대하여 책임을 부담하는 것은 예외적인 것이라고 할 수 있다. 또한 정책적 고려 내지 유가증권발행업무에 있어서 인수인이 차지하는 위치의 중요성 등에 비추어 부실기재에 대한 책임을 인수인에게 부담시킨다고 하더라도 유가증권신고서류의 작성에 직접적·간접적으로 참가한 자들의 책임과 그렇지 아니한 인수인의 책임의 내용이 왜 반드시 동일하여야 하는가에 대하여도 의문이 생긴다. 그리고 책임내용의 동일성을 인정한다 하더라도 당해 공시서류의 부실기재로 인한 책임으로부터 벗어나기 위해서 행사하는 소위 due diligence 항변의 내용의 차별성을 인정할 필요는 최소한 있지 않은가 하는 점도 고려해 보아야 한다.

유가증권신고서류의 부실기재에 대한 손해배상책임을 논하는데 있어서 지금까지의 논의는 주로 유가증권발행인인 회사의 이사들에게 집중되어 왔음이 사실이다. 이와 더불어 감사제도의 변화·확대로 인하여 사외이사제도의 도입 및 감사위원회 제도를 도입하여 이사의 권한행사에 대한 제한과 책임의 명확성을 기하려는 노력을 지속적으로 기울여온 것도 사실이다. 그러나 이제는 회사의 업무와 직접적·간접적으로 관계를 형성하고 있는 회사 외부의 자에 대한 책임도 논의의 대상으로 삼아야 할 필요가 있는데, 바로 주식회사의 외부감사인과 인수인의 책임에 대한 것이다. 주식회사의 외부감사인에 대한 연구는 최근까지 적지 않게 이루어졌지만, 유가증권의 발행시장에 있어서 인수인의 책임에 대한 연구는 소홀히 여겨져 온 것이 또한 사실이다. 본 논문에서는 이러한 문제점을 지적하고, 유가증권의 인수업무를 하는 인수인의 책임에 대하여 새로운 시각에서 접근하려고 한다.

최근 도입이 확정된 증권집단소송과 관련하여 보더라도 유가증권신고서류의 부실기재로 인한 손해의 발생이 집단소송의 제기원인 중의 하나가 된다.⁵⁾ 예를 들

- 3) 실질적으로 자문을 받는 경우도 있겠지만, 다른 분야의 전문가들이 신고서류의 작성에 직접 관여하거나 그 내용의 정확성을 공식적으로 확인하는 것과 같은 것은 아니므로 법률적으로는 참여하지 않는다고 보아야 할 것이다.
- 4) 유가증권신고서류의 작성주체는 발행인이지만, 변호사·회계사·감정평가사들도 이에 대한 자문·회계감사·재산평가 등을 행함으로써 유가증권신고서류의 정확성 여부에 대한 판단을 하게 될 것이므로 신고서류의 작성에 간접적으로 참여하게 되는 것이다.
- 5) 2003년 12월 22일 국회는 기업의 분식 회계나 주가 조작 등으로 피해를 본 소액 주주들이 해당 기업을 상대로 소송을 제기할 수 있도록 한 이 같은 내용의 증권 관련 집단소송

어 주가 하락의 원인이 유가증권신고서류의 부실기재에 있을 때 이에 대한 손해배상책임이 제기될 것인데, 인수업무를 담당하는 인수인도 여기에서 비껴갈 수 없는 것이다. 더구나 지금도 우리나라 증권시장에 참여하는 외국투자자들은 이러한 소송에 익숙한 반면, 우리나라에서 주로 인수업무를 담당하는 증권회사들은 이에 익숙하지 않다는 점을 고려한다면 더욱 심각한 문제이다. 지금까지 인수업무를 담당하는 증권회사의 책임의 문제는 주로 시장조성이나 투자자권유책임과 관련된 것에 국한되어 논의되어 왔지만, 증권집단소송이 도입되고 이에 의한 소송이 활발해지면 이제는 유가증권신고서류의 부실기재에 대한 인수인 특히 증권회사의 손해배상책임도 문제될 것임에 분명하다. 미국의 경우에는 이 부분에 대한 판례가 일찍부터 확립되어 있어서 현재 이에 관한 별다른 논란은 없어 보인다. 증권시장의 국제화는 시대적 대세이므로 유가증권의 모집·매출과 관련하여 유가증권신고서류의 부실기재와 관련하여 인수업무를 수행하는 증권회사의 책임에 대해서 미리 대비할 필요성이 있다고 본다. 따라서 이하에서는 현행 증권거래법상 공시서류의 부실기재에 대한 인수인의 책임내용에 대하여 검토해보고 미국의 경우와 비교하여 개선점을 찾아보고자 한다.

II. 유가증권의 인수업무와 인수인

1. 유가증권의 발행과 인수계약의 체결

유가증권을 발행함에 있어서 유가증권발행인이 직접 투자자에게 매각하는 ‘직접발행’의 방법으로 할 수도 있으나, 발행하는 증권을 직접 매각하는 것은 그 절차의 복잡성에 대한 부담이 있을 뿐만 아니라 증권시장에서 인지도가 높지 않은 기업의 경우에는 성공적인 유가증권의 발행을 담보하기가 어렵다는⁶⁾ 점에서도 직접발행을 택하는 경우는 거의 없다. 따라서 인수인(underwriter)이라고 부르는 전문중개인을 이용하여 증권을 시장에 매각하는 ‘간접발행’의 형태를 취하는 것이 일반적이다.⁷⁾ 그러나 유가증권발행인이 매각하는 증권의 총가액이 크면 클수록 간접발행의 형태를 취하게 되겠지만, 소규모발행이라면 직접발행도 가능할 것이다.

법안을 통과시켰다. 이에 따르면 자산 규모 2조원 이상인 기업은 2005년 1월 1일부터, 자산 규모 2조원 미만인 기업은 2007년 1월 1일부터 증권 관련 집단소송의 대상이 된다. 증권집단소송은 상장등록법인의 유가증권신고서 및 사업설명서, 사업보고서, 반기·분기보고서의 허위기재와 미공개정보의 이용, 시세조작, 부실감사 등으로 인해 유가증권 거래과정에서 손해를 입은 자가 있는 경우 50인 이상이 전체 유가증권 0.01%를 보유한 경우 전체를 대표해 손해배상청구소송을 제기할 수 있다.

6) 김정수, 현대증권법원론, 박영사, 2003, 105면.

7) 간접발행을 취하는 목적이 발행한 증권의 매각이 원활하게 이루어지지 않을 위험성에 대비하기 위한 것이라고 한다면, 우리나라에서는 대부분 시가발행이 아니라 할인발행에 의해서 이루어지기 때문에 간접발행의 실효성은 다른 나라의 경우와 비교하여 상대적으로 크지 않다고 보는 견해도 있다. 김정수, 전계서, 105~106면

유가증권의 引受라 함은 유가증권을 발행되어 分賣(distribution)되는⁸⁾ 과정에서 인수인이 유가증권의 발행인으로부터 유가증권의 전부 또는 일부를 취득하거나, 이를 취득하는 자가 없을 때에는 그 잔여분을 취득하는 계약을 하거나, 수수료를 받고 발행인을 위하여 당해 유가증권의 모집 또는 매출을 주선하는 것을 말하며,⁹⁾ 인수인은 이러한 인수업무를 행하는 자를 말한다(증권거래법 제2조 제7항).¹⁰⁾ 즉 인수인이 행하는 인수업무는 ① 유가증권을 발행함에 있어서 이를 매출할 목적으로 그 유가증권의 발행인으로부터 그 전부 또는 일부를 취득하는 것, ② 유가증권을 발행함에 있어서 이를 취득하는 자가 없는 때에 그 잔여분을 취득하는 계약을 하는 것, 혹은 ③ 수수료를 받고 발행인을 위하여 당해 유가증권의 모집 또는 매출을 주선하거나 기타 직접 또는 간접으로 유가증권의 모집 또는 매출을 분담하는 것을 말하는데, 이들 업무 중 하나를 행하게 되면 증권거래법상 인수인으로 본다(증권거래법 제2조 제6항 및 제7항).

인수인이 행하는 인수방법은 크게 3가지로 나누어지는데, 총액인수(firm commitment underwriting), 모집주선(best efforts underwriting), 그리고 잔액인수(stand by underwriting)가 바로 그것이다.¹¹⁾ 總額引受(firm commitment underwriting)의 방법은 발행하는 유가증권을 모두 인수인이 매수하는 것을 말하는데, 이 방법에서는 인수인이 유가증권의 매각의 주체가 되며 유가증권발행인으로부터 유가증권 매각에 대한 수수료를 받게 된다. 募集周旋(best efforts underwriting)의 방법은 유가증권발행인이 인수인을 유가증권의 매각주체로서 이용하는 것이 아니라 일종의 대리인(agent)으로 이용하는 것이다. 모집주선의 방법은 총액인수의 방법의 경우보다 유가증권발행인은 인수인에 대하여 상대적으로 적은 수수료를 지급할 수 있다는 장점이 있지만, 매각되지 않은 증권은 모두 발행인의 부담으로 돌아오게 된다는 것이 단점이라고 할 수 있다. 殘額引受(stand by underwriting)의 방법은 유가증권을 일반에 공모하여 주식인수인을 모집한 결과 매도잔량이 발생하는 경우 이를 인수인이 취득하도록 인수인과 계약하는 것을 말하는데, 총액인수와 모집주선의 중간형태라고 할 수 있다. 잔액인수의 방법을 택하게 되면 잔액인수를 하게 되는 인수인은 잔액을 인수한 후 이를 시장에 매각하여 수익을 올리는 외에 잔액인수 그 자체에 대한 수수료를 취득할 수 있다는 장점이 있고, 유가증권발행인의 입장에서라도 발행되는 증권을 전량 매각하지 못한 경우에도 잔액에 대한 부담을 덜고 예상한 자금조달액을 모두 조달할 수 있다는 장점이 있다고 할 수 있다.¹²⁾

8) 분매(distribution)라고 하는 것은 공모발행의 과정을 의미하며 일단의 증권(a block of securities)이 분산되어 궁극적으로 투자자들의 손에 취득되는 전 과정을 의미한다. Larry D. Soderquist & Theresa A. Gabaldon, Securities Regulation 224, 228~229 (5th ed, 2003).

9) 김정수, 전계서, 243면.

10) 인수업무를 여러 증권회사가 담당하는 경우에는 인수단(underwriting syndicate)이 형성되며 이러한 경우에는 유가증권의 발행인과 인수단 혹은 주간사회사(managing underwriter) 간에 주식총액인수 및 모집(매출)계약이 체결될 것이다.

11) Soderquist & Gabaldon, *supra* note 8, at 26.

12) 김정수, 전계서, 108~109면.

2. 기업공개절차에 있어서 인수인(underwriter)의 역할

인수인은 유가증권의 발행과정에서 일반적으로 유가증권발행회사에 대하여 조사하고 유가증권신고서류의 준비과정에 실질적으로 참여할 뿐 아니라 증권의 공모가를 결정하는데 있어서도 매우 중요한 역할을 수행하고 있다.¹³⁾ 실질적으로 주간사회사는 주식의 인수를 의뢰받은 경우에 주간사계약을 체결하고 그 사본을 증권업협회에 제출하게 되며(인수규칙 제3조 제1항), 공모주식을 인수하는 경우 유가증권발행회사와 당해 발행유가증권에 대한 정보를 분석하여 이에 대한 평가의견을 유가증권신고서에 기재하도록 하고 있다(인수규칙 제4조 제1항).¹⁴⁾ 투자자들은 그들이 어떤 유가증권에 투자할 것인가를 결정함에 있어서 그것이 최초의 기업공개인 신규공모발행(IPO)의 경우라고 한다면 인수인이 누구인가가 매우 결정적인 영향을 미친다. 인수인의 명성은 투자자들에게는 성공적인 투자의 길잡이가 될 수 있으며, 투자자들은 인수인의 명성에 의존함으로써 투자자들이 지불해야 할 정보비용(information cost)을 지불하지 않게 되는 것이다.¹⁵⁾ 현실적으로 미국에서는 많은 증권집단소송에서 인수인들이 투자자들로부터 소의 제기대상이 되어 왔다.¹⁶⁾

유가증권발행인이 인수인을 선정함에 있어서 가장 중요하게 고려하는 것은 당해 유가증권발행의 위험도와 그러한 유가증권의 인수업무를 성공적으로 행할 수 있는 인수인의 능력이다.¹⁷⁾ 성공적인 유가증권의 발행이 이루어졌는가의 여부는 발행 후 증권시장에서 발행된 유가증권의 거래에도 큰 영향을 미치게 된다. 따라서 유가증권발행인은 회사의 자금조달의 필요를 만족시켜줄 발행가액의 산정에서뿐만 아니라 빠른 시일 내에 유가증권의 매각을 성공적으로 할 수 있는 인수인을 찾게 되는 것이며 이것은 인수인이 유가증권발행인으로부터 받게 될 수수료수입을 정하는 하나의 중요한 기준이 될 것이다. 이러한 점은 결국 본 논문에서 다루게 되는 부실공시에 대한 인수인의 손해배상책임을 묻게 되는 하나의 이론적인 근거가 될 수도 있는 것이다.

13) Edward F. Greene, Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities Within an Integrated Disclosure System, 56 Notre Dame L. Rev. 755, 760, 761-62 (1981).

14) 물론 이것은 증권거래법상의 법적 의무는 아니라는 점에서 이를 이행하지 않았을 때 인수업무를 하는 증권회사에게 어떤 법적 제재가 가해지지는 않을 것이다.

15) Charles J. Johnson, Jr. & Joseph McLaughlin, Corporate Finance and the Securities Laws 257 (2d. ed., 1997).

16) See, e.g., Sanders v. John Nuveen & Co., 619 F.2d 1222, 1224 (7th Cir. 1980), cert. denied, 450 U.S. 1005 (1981); In re ITEL Sec. Litig., 89 F.R.D. 104, 107 (N.D.Cal. 1981); In re Gap Stores Sec. Litig., 79 F.R.D. 283, 288 (N.D.Cal. 1978); DiJulio v. Digicon, Inc., 339 F.Supp. 1284, 1285 (D.Md. 1972); Benzoni v. Greve, 54 F.R.D. 450, 452 (S.D.N.Y. 1972).

17) 김정수, 전제서, 106면.

Ⅲ. 不實公示書類에 대한 損害賠償責任

1. 부실공시서류에 대한 손해배상책임

1.1. 미국 증권법상 부실공시서류에 대한 손해배상책임

미국 1933년 증권법 제11조는 등록신고서(registration statement)와 사업설명서(prospectus)의 중요한 사실에 있어서의 부실기재(untrue statement) 또는 중요한 정보의 누락(omission)에 대하여 손해배상책임을 지는 자에 대하여 규정하고 있는데, ① 등록신고서에 서명한 모든 자,¹⁸⁾ ② 등록신고서 제출 당시의 이사 또는 이와 유사한 기능을 수행하는 자, ③ 본인의 동의 하에 이사 또는 유사한 기능을 수행하는 자로 재임중이거나 취임할 것으로 등록신고서에 기재된 자, ④ 본인의 동의 하에 등록신고서의 일부를 작성하거나 증명한 것으로 기재된 회계사(accountant), 기술자(engineer), 평가사(appraiser), 기타 전문가, 그리고 ⑤ 당해 증권의 인수업무를 담당하는 인수인(underwriter) 등을 그러한 책임을 부담하는 자로 규정하고 있다.¹⁹⁾ 그리고 발행인 등 부실공시에 대하여 책임을 지는 자에 대하여 지배력을 가진 자(controlling person)²⁰⁾에게도 유가증권신고서의 부실기재 또는 중요한 정보의 누락에 대한 손해배상책임을 부담하는 자와 함께 동일한 손해배상책임을 부과하고 있다.²¹⁾

1.2. 우리나라 증권거래법상 부실공시서류에 대한 손해배상책임

유가증권신고서는 일정 규모 이상의 유가증권을 모집 또는 매출하려고 하는 회사가 유가증권의 모집 또는 매출 및 발행회사와 관련된 사항을 기재하여 금융감독위원회에 제출하는 신고서를 말한다(증권거래법 제8조 1항). 사업설명서(동법 제12조)도 유가증권의 모집 또는 매출과 관련하여 더 자세한 내용을 담고 있으며, 이러한 유가증권신고서와 사업설명서는 유가증권을 취득하려고 하는 투자자들에게 유가증권의 발행 및 발행회사에 관한 중요한 情報提供源이 되기 때문에 그 정확성이 담보되어야 할 필요성이 있다.

18) 1933년 증권법 제6조(15 U.S.C.A. §77f)에서는 그러한 자로서, 증권의 발행인, 증권발행인의 이사 혹은 임원, 재무담당자, 회계담당자 등의 직무에 있는 자를 들고 있다("those persons are the issuer, its principal executive officer or officers, its principal financial officer, its comptroller or principal accounting officer, and the majority of its board or directors or persons performing similar functions").

19) 15 U.S.C.A. §77k(a).

20) "지배력을 가진 자(controlling person)"의 개념에 대하여는, 김병연, 미국증권법상 부실공시에 대한 지배력을 가진 자(controlling person)의 책임, 상사법연구 제19권 2호, 672면 이하(2000) 참조.

21) 15 U.S.C.A. §77o.

증권거래법에서는 유가증권신고서의 기재사항 중 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 유가증권의 취득자가 손해를 입은 때에는 일정한 자에게 그 손해에 대한 책임을 지도록 하고 있다(증권거래법 제14조 1항). 이러한 책임을 부담하는 자에는 ① 유가증권신고서상의 신고자와 신고 당시의 당해 법인의 대리인, ② 당해 유가증권신고서의 기재사항 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하였거나 서명한 공인회계사·감정인 또는 신용평가를 전문으로 하는 자, ③ 당해 유가증권의 발행인과 인수계약을 체결한 자, ④ 당해 사업설명서를 작성하거나 교부한 자, 및 ⑤ 매출의 방법에 의한 경우 매출신고 당시의 당해 매출되는 유가증권의 소유자가 해당된다(동법 제14조 1항 1호 ~ 5호). 이러한 자들 중에서 ③의 경우가 주로 유가증권의 인수업무²²⁾를 담당하여 증권업을 영위하는 증권회사들이며 발행주간사라고 불린다.²³⁾ 즉 직접적인 작성주체가 아닌²⁴⁾ 증권회사에게 유가증권의 인수업무를 담당한다는 이유로 유가증권신고서류의 부실기재에 대한 책임을 묻는 것이다.

2. 부실공시서류에 대한 인수인의 손해배상책임의 근거

2.1. 서

지금까지 유가증권신고서류의 부실기재에 대한 책임은 유가증권발행인인 회사의 이사들에게 집중적으로 제기되어 왔다. 이는 발행회사가 증권을 발행하는 핵심 주체이기 때문이다. 전술한 바와 같이 인수인은 기업공개절차에 있어서 매우 중요한 역할을 담당하지만 유가증권신고서류의 작성과 관련하여서는 어떠한 부분도 직접적으로 관여할 법적 의무를 부담하지 않는다. 따라서 유가증권신고서류의 부실기재에 대하여 인수인에게 손해배상책임을 부담시키는 것은 사법의 일반원칙에서 벗어나 보인다. 따라서 현행 증권거래법의 규정이나 미국 1933년 증권법의 규정에서 유가증권신고서류의 부실기재에 대하여 인수인에게 손해배상책임을 부과하는 것에 대한 이유는 법리적인 이유보다는 정책적인 고려에서 많이 비롯된다고 할 것이다.

증권시장의 구조에서 인수인의 역할을 담당하는 것을 주로 증권회사이다. 즉

22) 유가증권의 인수업무는 유가증권을 발행함에 있어서 이를 매출할 목적으로 그 유가증권의 발행인으로부터 그 전부 또는 일부를 취득하는 경우, 유가증권을 발행함에 있어서 이를 취득하는 자가 없는 때에 그 잔여분을 취득하는 계약을 하는 경우, 그리고 수수료를 받고 발행인을 위하여 당해 유가증권의 모집 또는 매출을 주선하거나 기타 직접 또는 간접으로 유가증권의 모집 또는 매출을 분담하는 경우를 이른다. 증권거래법 제2조 6항 참조.

23) ④의 경우를 본다면, 사업설명서를 작성하는 것은 증권의 발행인이지만(증권거래법 제12조 1항), 교부하는 자는 일반적으로 증권의 인수나 판매를 담당하는 증권회사가 될 것이므로 ④의 경우도 증권회사가 유가증권신고서류의 부실기재와 관련하여 책임을 지는 주체로서 거론될 수 있다.

24) 이러한 점에서 ②의 경우는 직접적인 작성주체는 아니지만 유가증권신고서의 기재사항 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하였거나 서명하였기 때문에 어떻게 본다면 부실기재에 대한 책임을 지게 하는 것은 당연하다고 볼 수 있다.

증권시장은 발행시장과 유통시장으로 크게 나누어지고, 발행시장(the primary market)에서는 주로 인수인을 통하여 주식의 공모발행(public offering)이 이루어지고²⁵⁾ 대주주가 소유하고 있는 대량의 주식을 시장에 매출하는 경우도 발행시장의 영역에서 유가증권발행인의 지위와 같이 인식되어 처리되고, 이러한 매출도 증권회사를 통하여 이루어지게 되므로 발행시장에서의 증권회사의 지위는 매우 중요한 것이다.²⁶⁾

발행시장에서는 공모발행의 경우라면 인수인인 증권회사의 역할은 절대적이며 유통시장에서도 투자자들이 증권회사의 분석가(analyst)들이 제공하는 회사에 대한 분석정보를 비롯한 투자정보와 투자권유를 접하면서 투자결정을 내리게 된다는 점에서 증권회사의 역할은 가히 증권시장의 성공적이면서도 안정적인 발전에 매우 중요한 역할을 담당하는 것이다. 따라서 인수인의 역할을 담당하는 증권회사는 유가증권의 인수업무에 따른 공시정보의 정확성을 담보하고 투자자를 보호하기 위하여 상당한 주의(due diligence)를 하여야 할 필요성이 있는 것이다.

유가증권신고서 등에 있어서 허위기재나 중요한 정보의 누락에 대하여 인수인에게 손해배상책임을 부과하는 정책적인 이유는 기본적으로 가능한 한 다수의 인수업무 관계자에게 손해배상책임을 부과시킴으로써 상호견제에 의한 분식결산을 방지하기 위한 것이라고 보는 견해도 있지만,²⁷⁾ 분식결산의 방지도 그러한 목적중의 한 가지 일뿐이며 자신의 불법행위 즉 허위의 사실을 기재하고 중요한 사실을 누락시킴으로써 타인에게 손해를 입혔다는 점에서 인수인을 제외하고는 당연한 법리적 결과이지 정책적 이유에서만 비롯되는 것은 아니다.

2.2. 인수인의 손해배상책임의 근거

유가증권신고서류의 부실기재에 대하여 직접적·간접적으로 관여하지 아니한 인수인에게 그 책임을 묻는 이유는 정책적인 이유에서 비롯된다. 즉 유가증권신고서류의 부실기재에 대한 인수인의 손해배상책임은 기업공개절차에 있어서 인수인이 차지하는 비중에서 비롯된다고 볼 수 있는데, 투자자들이 시장에 발행되는 회사의 증권을 매수하려 하는 경우에 누가 인수업무를 행하고 있느냐 하는 것은 당해 증권의 가치평가에 있어서 매우 중요한 역할을 한다. 투자자들이 매수하는 증권이 최초

25) 공모발행 중에서도 처음 기업의 주식이 시장에 상장되는 경우를 최초의 기업공개(Initial Public Offering: IPO)라고 한다.

26) 인수인의 지위는 아니지만 유통시장(the secondary market)에서도 증권회사는 상장주식이 거래되는 증권거래소의 회원으로서(증권거래법 제76조의 2) 투자자들을 대신하여 시장에서 주식을 거래하고 또한 자신이 직접 주식거래에 나서게 되는 역할을 수행함으로써 매우 중요한 역할을 수행하는 것이다. 결국 인수인의 역할을 수행하는 증권회사는 유가증권을 발행하여 자금을 조달하는 회사의 단순한 대리인으로서 자금조달의 역할만을 하는 것에 그친다고 보기 어렵고 증권시장 전반에 걸쳐서 매우 중요한 역할을 지속적으로 수행하는 것이다.

27) 이형기, “증권발행 인수심사의 적정화를 위한 연구 - 인수심사에 있어 Due Diligence의 범위”, 「상장협」 제47호(2003. 3), 175~176면.

로 시장에 공개되는 회사의 경우라고 한다면 더욱 더 인수인이 누구인가 하는 것은 투자자의 매우 중요한 관심사항이 될 것이고, 투자자들이 유가증권의 매입 여부를 결정함에 있어서 인수인의 명성에 크게 의존하게 되는 것이 사실이다.²⁸⁾ 그리고 인수인의 증권업계에서의 명성이 높으면 높을수록 인수인이 유가증권의 발행인으로부터 받게 되는 수수료의 액수는 증가하게 되는 것 또한 사실이다.²⁹⁾ 결국 인수인은 유가증권의 모집 또는 매출에 있어서 주도적인 역할을 수행하기 때문에 유가증권발행회사와 당해 발행증권에 대한 정보를 정확히 조사하여 당해 유가증권신고서류의 정확성 여부를 담보해야 할 지위에 있다고 보아야 하며, 만일 인수인이 유가증권신고서류의 정확성에 의문을 가졌다면 인수업무를 담당하지 않았을 것이라는 개연성이 존재한다고 보아야 한다. 유가증권신고서류에 기재되어 있는 사항이 부실기재되어 투자자가 손실을 입는다고 하더라도 유가증권의 인수업무를 행한 증권회사는 그 명성에 손상을 입는 것을 제외하고는 원칙적으로 직접적인 손실을 부담하지 않아야 되지만, 증권거래법은 유가증권의 인수인에게도 손해배상책임을 부과함으로써 투자자들에 대한 정보제공의 과정에서의 인수인의 상당한 주의(due diligence)를 촉구하고 있는 것이다.³⁰⁾

2.3. 주간사인수인의 손해배상책임의 근거

유가증권발행인과 직접 인수계약을 체결하게 되는 주간사회사는 유가증권발행회사로부터 주식인수를 의뢰받은 때에는 주간사계약을 체결한 후 계약서 사본을 첨부하여 증권업협회에 제출하여야 한다(인수규칙 제3조 제1항). 그리고 주간사회사는 유가증권발행회사가 속한 산업동향, 발행회사의 재무상태 및 영업실적 등 주식가치에 영향을 미치는 중요사항을 분석하여 이에 대한 평가의견을 유가증권발행회사가 제출하는 유가증권신고서에 기재하도록 함으로써(인수규칙 제4조 제1항) 주간사회사는 법적 의무는 아니지만 자신의 행위로 말미암아 투자자에게 직접 투자에 필요한 정보를 제공하게 된다. 이러한 점은 유가증권신고서류의 내용에 대하여 주간사인수인이 그 내용의 정확성을 사전에 파악하는 것이 가능할 뿐만 아니라 절차적으로도 요구된다는 점에서 매우 중요한 점이다. 즉 주간사인수인은 자기의 선행행위에 대한 책임을 진다는 측면도 존재하는 것이다. 결국 유가증권의 발행에 있어서 주간사인수인은 공모주식이 투자자에게 매도됨에 있어서 유가증권신고서 등의 공시서류에 대한 실질적인 심사와 유사한 기능을 수행하게 되는 것이므로 이는 실질적으로 due diligence를 하는 것이라고 볼 수 있다. 이러한 행위는 투자자에 대한 일종의 ‘保險機能’을 수행하는 것이라고 볼 수 있고,³¹⁾ 따라서 유가증권신고서 등의

28) Johnson & McLaughlin, *supra* note 15, at 257; Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643, 696 (S.D.N.Y. 1968).

29) 필자는 이 부분에 대하여 여러 증권회사의 인수업무 담당자들로부터 이러한 사실을 확인할 수 있었다.

30) 김건식, 증권거래법, 두성사, 2002, 142면.

31) 김정수, 전계서, 152면.

공시서류의 허위기재 또는 중요한 정보의 누락에 대한 손해배상책임을 당연히 부담시키는 것이라고 볼 수도 있는 것이다.

IV. 인수인의 손해배상책임과 Due Diligence 항변

1. Due diligence 항변의 개념

유가증권신고서류의 부실기재에 대한 배상책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하거나 당해 유가증권의 취득자가 증권취득의 청약 시에 허위기재의 사실을 안 때에는 그러하지 아니하다(증권거래법 제14조 1항). 즉 손해배상청구를 당한 자가 자신의 주의의무를 다하였음을 증명한다면 책임추궁으로부터 벗어날 수 있다. 따라서 이러한 유가증권신고서류의 부실기재에 대한 손해배상책임을 면하기 위해서는 인수인인 증권회사도 “상당한 주의를 다하여” 당해 서류들을 조사했다고 하는 것을 증명하여야 하는데(증권거래법 제14조 1항), 이것이 바로 미국 증권법상의 소위 “due diligence”라고 불리는 것이라고 할 수 있다.³²⁾

유가증권신고서류를 조사함에 있어서 인수인이 상당한 주의를 다하였음을 입증한다면 당해 서류의 부실기재에 대한 책임을 지지 않기 때문에 부실기재로 인한 손해배상청구가 있었을 때 인수인이 입증해야 하는 상당한 주의의 내용과 그 정도에 대한 연구는 매우 중요하다. 그런데 우리나라 증권거래법은 물론이고 미국의 증권관계법에 있어서도 “due diligence”의 개념 자체에 대한 법적 정의는 규정되어 있지 않다. 사전적인 의미로서의 “due diligence”는 “새로이 발행되는 증권과 증권의 발행인에 대하여 인수인이 조사 또는 분석하여야 하는 주의의무”라고 되어 있는데,³³⁾ 일반적으로 “상당한 주의(reasonable diligence)”의 정도로 이해될 수 있으며 이에 대한 위반은 일반적으로 책임을 발생시킨다.³⁴⁾

32) 본 논문에서는 미국법상 due diligence 항변은 우리나라 증권거래법상 “상당한 주의”를 다하였음을 말하는 것으로 사용하기로 한다. 그리고 이하에서는 인수인의 경우로 좁혀서 due diligence 항변에 대하여 알아보기로 한다.

33) 이에 대한 미국에서의 개념정의는 다음과 같다. 1. The diligence reasonably expected from, and ordinarily exercised by, a person who seeks to satisfy a legal requirement or to discharge an obligation. 2. A prospective buyer's or broker's investigation and analysis of a target company, a piece of property, or newly issued security (Black's Law Dictionary, 7th ed. p. 468).

34) 최근 부동산분야와 관련하여 “자산실사”라는 명목으로 미국법상의 “due diligence”의 개념을 빌려오는 경우도 있는 것으로 보이는데(한국토지신탁/금융사업팀, 「부동산을 움직이는 REITs」, 부연사, 2000, 143면 참조), 그 내용이 본 논문에서 고찰하려고 하는 유가증권신고서의 하자과 관련한 책임발생에 대한 항변사유의 의미로 사용되고 있는 것인지 불명확하다. 물론 책임발생을 면하기 위해서는 자산실사를 철저히 하여야 되는 것이지만 due diligence 자체를 자산실사라고 번역하는 것은 무리가 있다고 보며, 이러한 용어의 사용은 부정확하고 “주의의무의 성실한 이행”으로 사용하는 것이 바람직하다고 본다.

2. Due Diligence 항변의 주체

2.1. 미국 증권법상 Due Diligence 항변의 주체

상당한 주의(due diligence)를 다하였음을 주장하여 유가증권신고서류의 부실기재에 대한 손해배상책임으로부터 벗어날 수 있는 자 즉 due diligence 항변을 주장할 수 있는 자는 우리나라와 미국의 경우가 상이하다.

미국 1933년 증권법(The Securities Act of 1933)에서는 유가증권의 발행인에 대하여는 일종의 엄격책임(strict liability)을 부과함으로써 due diligence 항변을 하여 손해배상책임을 벗어날 수 없도록 하고 있다.³⁵⁾ 즉 미국 1933년 증권법은 등록신고서(registration statement)의 중요한 사실에 있어서 허위기재(untrue statement) 또는 중요한 사실의 누락(omission)에 대하여 손해배상책임을 부담하는 자들을 정하면서 발행인은 그 책임으로부터 벗어날 수 없도록 하였다. 반면에 등록신고서 제출 당시의 이사 또는 이와 유사한 기능을 수행하는 자, 본인의 동의 하에 이사 또는 유사한 기능을 수행하는 자로 재임중이거나 취임할 것으로 등록신고서에 기재된 자, 본인의 동의 하에 등록신고서의 일부를 작성하거나 증명한 것으로 기재된 회계사(accountant), 기술자(engineer), 평가사(appraiser), 기타 전문가, 그리고 당해 증권의 모든 인수인(underwriter) 등은 부실기재에 대하여 발행인과 동일한 손해배상책임을 부담하면서도 그러한 책임으로부터 벗어날 수 있는 면책의 방법을 제공하고 있다.³⁶⁾ 즉 원고가 부실기재를 알고 있었다는 것을 입증하거나, 증권가치의 하락이 부실기재로 인한 것이 아니라는 것을 피고가 입증하는 경우에는³⁷⁾ 손해배상책임으로부터 벗어날 수 있다.³⁸⁾ 그리고 발행인 등 부실공시에 대하여 책임을 지는 자에 대하여 지배력을 가진 자(controlling person)도 유가증권신고서의 부실기재 또는 중요한 정보의 누락에 대한 손해배상책임을 부담하는 자와 함께 동일한 손해배상책임을 부담한다.³⁹⁾

2.2. 우리나라 증권거래법상 상당한 주의(Due Diligence) 항변의 주체

우리나라 증권거래법에서는 유가증권신고서와 사업설명서 중 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 유가증권의 취득자가 손해를 입은 때에는 손해배상책임이 발생하는데, 이러한 책임을 부담하는 자들에는 ① 당해 유가증권신고서상의 신고자와 신고당시의 당해 법인의 이사(법인

35) 15 U.S.C.A. §77k(b).

36) 15 U.S.C.A. §77k(a).

37) 이것을 소위 “negative causation defense”라고 부른다. Johnson & McLaughlin, *supra* note 15, at 260.

38) 15 U.S.C.A. §77k(e).

39) 15 U.S.C.A. §77o.

의 설립 전에 신고된 때에는 그 발기인), ② 당해 유가증권신고서의 기재사항 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하였거나 서명한 공인회계사·감정인 또는 신용평가를 전문으로 하는 자, ③ 당해 발행인과 당해 유가증권의 인수계약을 체결한 자, ④ 당해 사업설명서를 작성하거나 교부한 자, 그리고 ⑤ 매출의 방법에 의한 경우 매출신고 당시의 당해 매출되는 유가증권의 소유자가 있다(증권거래법 제14조 제1항 제1호~제5호).

그런데 위의 손해배상책임을 부담하는 자들은 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 부실기재 또는 중요한 사항의 누락을 알 수 없었음을 증명하거나 그 유가증권의 취득자가 취득의 청약 시에 그러한 사실을 안 때에는 책임을 지지 않는다고 규정하고 있다(증권거래법 제14조 제1항). 즉 우리나라 증권거래법에서는 미국 1933년 증권법의 규정과는 달리 발행인에게 무과실의 엄격책임을 부담시키지 않고 있다. 따라서 유가증권발행회사도 상당한 주의(due diligence)의 향변을 함으로써 다른 자들과 마찬가지로 부실기재에 대한 손해배상책임으로부터 벗어날 수 있는 것이다.

3. 미국에 있어서의 인수인의 손해배상책임과 Due Diligence 향변의 범위

3.1. 1933년 증권법상 due diligence 향변의 범위

인수인이 유가증권신고서류의 부실기재에 대한 손해배상책임으로부터 벗어나기 위해서는 유가증권발행인과 유가증권신고서류에 대하여 상당한 조사(due diligence)를 했음을 증명하여야 한다.⁴⁰⁾ 그러나 전술한 바와 같이 유가증권신고서류를 직접 작성하지 아니하는 인수인에게 어떠한 정도의 상당한 주의의무를 요구할 것인가 하는 것은 간단한 일이 아니다.

미국 1933년 증권법에서는 due diligence의 구체적인 내용 내지 기준에 대하여 제시하고 있는데, 이에 따르면 due diligence를 다하였다고 인정되기 위해서는 등록신고서가 발효되는 시점에서 등록신고서와 사업설명서의 내용에 대하여 합리적인 조사(reasonable investigation)를 하였거나 그 기재사항에 부실기재 또는 중요한 사항의 누락이 있다고 믿을만한 합리적인 근거(reasonable ground to believe)가 없었다는 것이 입증되어야 한다.⁴¹⁾ 그리고 여기에서의 합리적인 조사 내지 믿을 만한 합리적인 근거의 구체적인 내용은 ‘신중한(prudent) 사람이 자기 자신의 재산을 관리하는 정도의 주의의무’라고 규정함으로써⁴²⁾ 통상적인 위임관계에서 발생하는 주의의무(duty of care)보다는 경감시켜 주는 것을 볼 수 있다. 즉 due diligence의 정도는 사실상 과실(negligence)과⁴³⁾ 유사한 기준이라고 할 수 있다.⁴⁴⁾

40) 15 U.S.C.A. §77k(b)(3)(A) & (C).

41) 15 U.S.C.A. §77k(b)(3)(A).

42) 15 U.S.C.A. §77k(c) 에서는 “... what constitutes reasonable investigation and reasonable ground for belief, the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property.”라고 규정하고 있다.

43) negligence의 사전적 의미는 합리적으로 신중한(prudent) 사람이 유사한 상황에서 행사

그런데 등록신고서의 기재사항 중 전문가(expert)의 권위에 기초하여 작성된 부분인 이른바 '전문가의 영역부분(expertised portion)'에 대해서는 그 기재가 진실하지 않았다는 것 또는 중요한 사실의 기재가 누락되어 있었다는 것을 믿을 만한 합리적인 이유가 없었다는 것을 입증함으로써,⁴⁵⁾ 그리고 '비전문가 영역부분(non-expertised portion)'에 대해서는 합리적인 조사를 이행한 후 그 기재가 정확하고 또한 중요한 사실의 기재누락이 없었다는 것을 믿을 만한 합리적인 이유가 존재했다는 것을 증명하는 경우에는 손해배상책임으로부터 벗어날 수 있다고 규정함으로써,⁴⁶⁾ 미국 1933년 증권법은 부실표시가 있는 부분이 전문가담당부분인지 그렇지 않은지에 따라서 due diligence에 있어서 다른 기준을 적용하고 있다.

3.2. 미국 판례법상 인수인의 due diligence 항변의 범위

등록신고서(registration statement)와 사업설명서(prospectus)의 내용에 부실기재 또는 중요한 사항의 누락이 있는 경우에 발행인을 제외한 다른 피고들은 due diligence 항변을 함으로서 손해배상책임으로부터 벗어날 수 있다. 그런데 등록신고서와 사업설명서의 내용에 부실기재가 있는 경우에 손해배상책임을 부담하는 자들 모두에게 동일한 정도의 due diligence 항변이 필요한가에 대하여는 법에서 규정하고 있지 않다. 이에 대하여 미국에 있어서는 유가증권신고서와 사업설명서의 내용에 대한 상당한 주의의무(due diligence)의 정도에 관한 기념비적인 판결이 일찍이 존재하였다.

Escott v. BarChris Construction Corp. 사건에서⁴⁷⁾ 피고는 등록신고서(registration statement)와 사업설명서(prospectus)의 기재사항에 있어서 중요한 사항의 허위기재가 있었다는 점에서 대해서는 다툼이 없었고, 다만 그러한 부실기재에 대한 손해배상책임을 지는 자가 그 책임을 벗어나기 위해서 due diligence 의무를 다하였는가 하는 것이 주요한 쟁점이었다. 즉 이 사건은 증권발행에 관계한 회사 외부의 자에게 공시서류의 부실기재에 대하여 책임을 인정한 최초의 판결이라는 점에서 매우 기념비적인 것이다. 그런데 전술한 바와 같이 미국 1933년 증권법 제 11조에 의해서 등록신고서의 부실기재 또는 중요한 정보의 누락에 대한 책임을 묻기 위해서는 전문가담당부분과 비전문가담당부분으로 나누어서 판단한다는 것인데, 이 사건에서도 어떠한 부분이 각각의 부분에 해당하는지 그리고 누가 전문가인지에 대한 것이 주요한 쟁점이 되었다.⁴⁸⁾ 이 사건에서 법원은 변호사가 등록신고서를 준비하였기 때문에 그 신고서 전체가 전문가담당부분이라고 하는 것에는 반대하였고,

하게 되는 주의의무(standard of care)의 실패를 의미한다. Black's Law Dictionary, 7th ed. p.1056.

44) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 208 (1975).

45) 15 U.S.C.A. §77k(b)(3)(C).

46) 15 U.S.C.A. §77k(b)(3)(A).

47) 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

48) Id. at 683.

발행인의 법률고문이나 인수인의 법률고문은 그 누구도 1933년법에서 이야기하는 전문가가 아니라고 하였다.⁴⁹⁾ 또한 법원이 전문가담당부분이라고 인정한 것은 회계사(independent accountant)가 직접 작성하여 그 내용에 대한 감사증명을 한 부분만이 전문가담당부분이라고 하였다.⁵⁰⁾ 이 사건에서 Drexel & Co. 가 주간사인수인이었는데, 법원은 Drexel & Co. 가 due diligence 기준을 충족하지 못하였다고 보았다. Drexel & Co. 는 증권발행회사가 제공한 공시서류를 읽어보았지만 그러한 서류들의 내용에 대한 적절한 검토(an adequate review)를 하는데는 실패하였다고 결정하였다.⁵¹⁾

인수인이 어느 정도의 합리적인 조사의무를 부담하는 지에 관해서 법률에서 규정이 없고 이에 대한 법원의 구체적인 기준의 제시도 있지 않은 실정이다.⁵²⁾ 그런데 증권거래위원회(SEC)는 이에 대하여 인수인은 회사경영자가 제공한 자료의 내용 그 자체에 대한 검토에만 머물러서는 안되며 그 정보의 배경에 대한 검토도 있어야 한다고 하였다.⁵³⁾ 즉 회사가 제공한 공시서류의 실질적인 정확성을 담보하기 위해서 합리적인 주의를 기울여야 할 의무를 투자자들에 대하여 부담하여야 한다는 것이다. 만일 인수인이 회사가 제공한 정보를 그대로 믿는 경우에 공시서류에 부실기재가 있다고 하더라도 인수인이 그에 대해서 아무런 책임을 부담하지 않는다고 한다면 1933년 증권법 제11조에서 인수인들이 등록신고서와 사업설명서의 부실기재에 대한 책임을 부담하도록 한 규정이 목적으로 하는 투자자보호의 목적을 달성함에 있어서 아무런 역할을 하지 못한다는 것이다.⁵⁴⁾ 따라서 1933년 증권법 제11조에서 규정된 “합리적인 조사(reasonable investigation)”⁵⁵⁾ 인수인이 투자자의 보호라고 하는 동 규정의 목적을 달성하기 위해서 회사가 제공해 준 정보를 그대로 믿는 것 외에 등록신고서와 사업설명서의 내용의 진실성에 대한 검증을 위한 합리적인 노력으로 인정될 수 있는 추가적인 행위가 요구된다는 것을 의미한다.⁵⁶⁾ 그러나 그러한 검증절차가 어느 정도인지에 대하여 그리고 모든 사건에 대하여 적용될 수 있는 확고한 기준을 설정하는 것은 불가능하며, 이는 정도의 문제이고 판단의 문제라고 보는 것이 법원의 입장이다.⁵⁷⁾

49) Id.

50) Id. at 684.

51) Johnson & McLaughlin, *supra* note 15, at 273.

52) 283 F. Supp. 643, 696 (S.D.N.Y. 1968).

53) In the Matter of Richmond Corp., (1962-1964 Decisions) CCH Fed. Sec. L. Rep. ¶76,904 (1963); In the Matter of Charles E. Baily & Co., 35 S.E.C. 33, 41 (1953). 이러한 사건에서 SEC는 “an underwriter must go beyond and behind the representations of management.”라고 하였다.

54) 283 F. Supp. 643, 697 (S.D.N.Y. 1968).

55) 1933년 증권법 제11조의 “합리적인 조사(reasonable investigation)”의 기준과 동법 제12조 제2항에 의한 “합리적인 주의(reasonable care)”의 기준은 완전히 동일한 것은 아니지만 거의 유사하다고 할 수 있다. Sanders v. John Nuveen & Co., 619 F.2d 1222, 1228 (7th Cir. 1980), cert. denied, 450 U.S. 1005 (1981); In re Software Toolworks Inc. Sec. Litig., 50 F.3d 615, 621 (9th Cir. 1994).

56) 283 F. Supp. 643, 697 (S.D.N.Y. 1968).

57) Id. 합리적인 조사가 적절히 이루어졌느냐 하는 것은 사실개요에 관한 문제(question of

한편 인수인은 회계사가 검증한 서류에 대하여는 자신이 비전문가이기 때문에 그러한 자료에 의존하는 것 외에 그 내용을 조사하여야 할 의무가 없는 것이라고 한다.⁵⁸⁾ 즉 회계사가 작성한 서류를 그대로 의존하는 것은 합리적이라는 것이다. 그리고 인수인이 유가증권발행인이 SEC에 제출한 서류의 내용을 신뢰하는 것도 또한 due diligence 의무를 만족시키는 것이라고 본다.⁵⁹⁾ 그러나 만일 유가증권발행인이 등록신고서와 사업설명서를 작성함에 있어서 인수인이 자문을 받는다든지 혹은 그 내용에 관한 토론을 하였다든지 한 경우라면 인수인이 그러한 관련정보에 대하여 접근이 가능한 상태라고 보아야 하기 때문에 그러한 경우에는 due diligence 의무를 다하였다고 보기에는 어려움이 있을 수도 있다.⁶⁰⁾ 즉 인수인이 유가증권발행인이 가지고 있는 정보에의 접근가능성이 있느냐 하는 점은 향후 등록신고서 등의 부실 기재에 대한 인수인의 손해배상책임을 논함에 있어서 법원이 중요하게 고려하게 되는 중요한 논점이 될 것이다.⁶¹⁾

3.3. SEC Rule 176 하의 due diligence 항변의 정도

SEC는 1933년 증권법 하의 Rule 176의 제정을 통하여 등록신고서와 사업설명서의 부실기재에 대하여 무과실의 엄격책임(strict liability)을 부담하는 유가증권발행인 이외의 자들에게 적용되는 합리적인 조사를 하였는지의 여부 또는 공시서류의 기재내용을 신뢰할 만한 합리적인 근거가 있었는지 여부를 결정함에 있어서 고려할 기준을 제시하였다. 인수인의 경우 인수계약의 내용, 당해 피고의 인수인으로서의 역할, 발행회사의 정보에 대한 접근가능성(when the person is an underwriter, the type of underwriting arrangement, the role of the particular person as an underwriter and the availability of information with respect to the registrant) 등에 관하여 조사하였는지의 상황이 중요하다고 하고 있다.⁶²⁾

fact)에 관한 문제로 처리되는 것이 일반적이므로 논쟁의 여지가 없는 부분은 본 재판으로 가기 전의 일종의 약식재판(summary judgment)에서 결정될 수도 있으며, 이러한 경우 인수인에게 우호적으로 결정이 내려지는 경향이 있다. 50 F.3d 615, 622 (9th Cir. 1994). 물론 이러한 경향에 대하여 비판적인 시각을 가진 견해도 당연히 있다. Johnson & McLaughlin, *supra* note 15, at 276.

58) 50 F.3d 615, 624-25 (9th Cir. 1994).

59) *In re Software Toolworks, Inc. Sec. Litig.*, 789 F. Supp. 1489, 1497-98(N.D. Cal. 1992).

60) 50 F.3d 615, 625 (9th Cir. 1994). 이 사건에서는 그러한 부분이 실제로 문제가 되지는 않았기 때문에 명확한 판단이 내려졌던 것은 아니며 법원이 가정하여 설명한 부분이다.

61) 이형기, 전제논문, 170면.

62) 17 C.F.R. §230.176. SEC Rule 176은 1933년 증권법 제11조 하의 합리적인 조사 내지 합리적인 근거의 존재를 판단하는 요소로서 ① 유가증권발행인의 유형(the type of issuer), ② 증권의 종류(the type of security), ③ 책임을 부담하는 자의 유형(the type of person), ④ 피고가 임원인 경우 그 지위(the office held when the person is an officer), ⑤ 피고가 이사 또는 장래 이사인 경우 유가증권발행인과의 관계(the presence or absence of another relationship to the issuer when the person is a director or proposed director), ⑥ 임직원 기타 업무상 특정한 사실을 알고 있었어야 할 자에 대한 합리적인 신뢰(reasonable reliance on officers, employees, and others whose duties should have given them knowledge of the particular

인수인은 등록신고서와 사업설명서의 직접적인 작성주체도 아니고 또 그 내용의 정확성에 대하여 검증하여야 할 위치에 있는 것도 아니기 때문에 유가증권발행인과 인수인간에 체결되는 당해 인수계약의 유형과 내용에 의하여 등록신고서와 사업설명서의 부실기재에 대한 손해배상책임으로부터 벗어날 수 있는 due diligence를 다하였느냐가 정해지게 될 수밖에 없다고 본다. 왜냐하면 인수계약이 체결됨에 있어서 인수계약의 유형을⁶³⁾ 어떻게 할 것인지를 정해야 할 것인데, 이 경우 당해 발행 유가증권의 내용과 가치, 유가증권발행인의 신용의 정도, 인수인의 업계에서의 명성과 같은 여러 가지 요소가 인수계약의 내용을 결정짓는 매우 중요한 요소가 될 것이고, 그러한 요소들에 의해서 인수인에게 주어지는 수수료의 수입의 정도도 달라질 것이고 인수인이 유가증권발행인과 당해 발행유가증권에 대한 등록신고서와 사업설명서의 기재사항과 관련된 정보에 접근할 수 있는 정도가 결정될 것이기 때문이다.

한편 무엇보다도 중요하게 고려되어야 할 필요가 있는 것은 인수인의 역할이 주간사인수인인지 아니면 단순히 분매만을 담당하는 참가인수인인지의 여부에 따라서 요구되는 due diligence의 정도가 달라질 것이라는 점이다. 1933년 증권법에서는 이러한 구분을 하고 있지 않지만, Rule 176의 내용에서는 이러한 구분을 분명히 제시하고 있다.⁶⁴⁾ 주간사인수인(managing underwriter)은 유가증권발행인과 직접 인수계약을 체결하는 주체가 되고, 발행되는 증권의 가격에 대하여 유가증권발행인과 협의하고, 등록신고서와 사업설명서의 작성에 있어서 그 내용에 대하여 실질적으로 조사를 행하는 것이 일반적이다.⁶⁵⁾ 따라서 요구되는 due diligence의 정도도 당연히 달라져야 하는 것이다. SEC는 주간사인수인과 참가인수인의 구분기준에 대하여 보수의 정도, 분매에 있어서의 역할의 중요성의 정도, 인수인의 명성과 투자자들의 신뢰의 정도가 중요하다고 보고 있으며, 참가인수인이 행하는 합리적인 조사는 주간사인수인이 행하는 합리적인 조사보다 무겁지 않다고 보고 있다.⁶⁶⁾ 그리고 주간사인수인이 이미 이루어진 합리적인 조사의 내용에 대하여 참가인수인이 다시 조사를 할 필요는 없다고 본다.⁶⁷⁾

facts), ⑦ 인수인의 경우 인수계약의 내용, 당해 피고의 인수인으로서의 역할, 발행회사의 정보에 대한 접근가능성(when the person is an underwriter, the type of underwriting arrangement, the role of the particular person as an underwriter and the availability of information with respect to the registrant), ⑧ 어떤 사실이나 서류가 포함된 경우, 특정인이 그 인용된 사실이나 서류가 포함된 등록 시에 그 사실이나 서류에 관하여 책임을 지고 있었는지 여부(whether, with respect to a fact or document incorporated by reference, the particular person had any responsibility for the fact or document at the time of the filing from which it was incorporated) 등을 규정하고 있다.

63) 총액인수, 모집주선, 잔액인수 등과 같은 인수계약의 구체적인 유형과 인수계약에서 정해지게 되는 수수료의 정도가 매우 중요한 인수계약의 내용이 될 것이다.

64) 이형기, 전계논문, 172면.

65) Richard W. Jennings, Harold Marsh, Jr., John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, Securities Regulation: Cases and Materials 91 (8th ed. 1998).

66) Securities Act Release No. 5275; Securities Exchange Act Release No. 9671 (July 26, 1972).

67) Id.

4. 우리나라 증권거래법에 있어서의 인수인의 상당한 주의의 항변

4.1. 상당한 주의의무 항변의 주체

우리나라 증권거래법은 전술한 바와 같이 유가증권신고서와 사업설명서의 부실기재 또는 중요한 사항의 누락에 대한 손해배상책임을 규정하면서, 그러한 책임으로부터 벗어날 수 있는 방법으로서 ‘상당한 주의’의 항변을 인정하고 있다. 즉 증권거래법 제14조 제1항 제1호~5호의 자들은 모두가 상당한 주의의 항변을 함으로써 공시서류의 부실기재 또는 중요한 정보의 누락에 대한 손해배상책임을 면할 수 있는 것이다.

이렇게 볼 때 우리나라 증권거래법은 손해배상책임을 부담하는 자의 특성이나 역할에 대하여 무가치적으로 접근하고 있다는 것을 알 수 있는데, 과연 이것이 타당한 것인가는 검토의 여지가 있다. 전술한 바와 같이 미국의 경우에는 발행인에게는 일종의 무과실의 엄격책임을 물음으로써 due diligence 항변의 주체가 되는 것을 제한하고 있고, 미국 판례법과 SEC의 Rule 176의 규정에서는 손해배상책임을 부담하는 자마다 상이한 due diligence 항변의 정도를 인정하고 있다. 발행시장에서의 유가증권의 발행이라는 복잡한 절차가 진행될 때 각각의 역할은 모두 상이하기 때문에 손해배상책임으로부터 벗어날 수 있는 방법도 각각 상이하게 주어져야 하는 것이 형평의 관념에서도 타당하기 때문에 우리나라 증권거래법 제14조의 규정은 재고의 여지가 있다. 따라서 발행인의 경우에는 발행되는 유가증권의 궁극적인 발행주체라는 점에서 무과실책임에 상당하는 손해배상책임을 부담시키는 것이 타당하다고 보여지며,⁶⁸⁾ 나머지 손해배상책임부담자들도 책임으로부터 벗어날 수 있는 상당한 주의의무의 정도를 상이하게 정하여야 할 것이다.

4.2. 인수인의 상당한 주의의 항변

증권거래법은 유가증권신고서와 사업설명서의 부실기재 또는 중요한 정보의 누락에 대한 손해배상책임을 부과함에 있어서 ‘인수계약을 체결한 자’라고 규정함으로써(증권거래법 제14조 제1항 제3호) 주간사회사뿐만 아니라 인수계약에 참여한 모든 인수인들을 동일한 손해배상책임의 범위로 포섭하고 있다. 이것은 현실적으로 주간사회사 이외의 인수인들은 공시서류 등에 대하여 상당한 주의가 요구되는 實査에 참여하지 않고 통상적으로 分賣만 책임지도록 하는 것이 거래계의 관행임에도 불구하고 모든 인수인을 손해배상책임의 주체로 포함시키는 것은 투자자보호에 만전을 기울이기 위한 법의 의도라고 볼 수 있다.⁶⁹⁾

68) 이형기, 전계논문, 181면.

69) 김정수, 전계서, 152면. 물론 실사에 참여하지 않는 인수인들은 인수인단 내부에서 구상권의 문제가 발생할 수 있을 것이다.

그렇다면 부실기재에 대한 손해배상책임으로부터 벗어나기 위해서 인수인에게 요구되는 상당한 주의의무의 정도는 과연 어떤 정도여야 하는가? 미국의 due diligence 항변과 유사한 내용인 ‘상당한 주의’의 항변의 구체적인 내용에 대하여 우리나라 증권거래법은 그 기준을 제시하지 않고 있다. 그런데 지방법원 판결이기는 하지만 증권인수인의 주의의무에 대하여 주식회사의 외부감사에 관한 법률에 의하여 이루어진 외부감사인의 감사보고서와 재무제표에 대하여는 이를 진실한 것으로 믿는 것으로 상당한 주의를 다한 것이라고 본 경우는 있다.⁷⁰⁾ 즉 위와 같은 감사보고서와 재무제표는 인수인이 다시 그 정확성과 진실성을 담보하기 위한 추가적인 조치는 필요하지 않다는 것이며, 이는 미국의 BarChris 판결에서 회계부분에 대하여 제시하는 기준과도 일치한다고 볼 수 있다.

due diligence 항변을 충족시키는 상당한 주의의무의 정도는 “피고가 자신의 지위와 특성에 따라 합리적으로 기대되는 조사”를 하였다면 충족될 수 있는 것이다.⁷¹⁾ 따라서 인수인의 경우에 due diligence 항변을 충족시키는 상당한 주의의 정도는 결국 인수인의 지위에 따라 결정될 수밖에 없다. 인수인은 유가증권신고서와 사업설명서의 직접적인 작성주체도 아니고 또 그 내용의 정확성에 대하여 검증하여야 할 법적 의무가 있는 것도 아니다. 따라서 유가증권발행인과 인수인간에 체결되는 당해 인수계약의 유형과 내용에 의하여 due diligence를 다하였느냐가 정해지게 될 수밖에 없다고 본다. 인수계약을 체결함에 있어서 인수계약의 유형을 어떻게 할 것인가 하는 것이 중요한데, 이러한 결정을 함에 있어서 당해 발행 유가증권의 종류와 가치, 유가증권발행인의 신용의 정도, 인수인의 업계에서의 명성과 같은 여러 가지 요소가 중요하게 작용하게 될 것이다. 그러한 요소들에 의해서 인수인에게 주어지는 수수료의 정도도 달라질 것이고, 인수인이 유가증권발행인과 당해 발행유가증권에 대한 등록신고서와 사업설명서의 기재사항과 관련된 정보에 접근할 수 있는 정도가 결정될 것이다.⁷²⁾ 그렇게 본다면 총액인수의 경우에는 모집주선의 경우보다 인수인이 취하게 되는 수수료가 높아질 것이 보통이므로 모집주선의 경우보다는 인수인에게 요구되는 주의의무의 정도가 높아야 될 것이다. 그리고 잔액인수의 경우에는 잔액물량을 인수인이 매수하게 된다는 점에서 인수인이 공시서류의 정확성을 담보할 수 있도록 유가증권발행인에 대하여 유가증권신고서와 사업설명서의 내용에 관하여 확인할 수 있는 관련서류의 요청권한이나 협조를 청구할 수 있는 방법도 생각해 볼 수 있는 하나의 방법이 될 것이다.

4.3. 주간사인수인과 단순참가인수인의 책임의 구별필요성

인수과정에서 담당하게 되는 각 인수인의 역할이 주간사인수인인지 아니면 단순히 분배만을 담당하는 참가인수인인지의 여부에 따라서 각각 요구되는 due

70) 서울지방법원 남부지원 1999. 5. 6 선고, 92가합11689.

71) 신영무, 증권거래법, 서울대학교 출판부, 1987, 236면.

72) 이는 미국 SEC Rule 176의 입장과 유사하다.

diligence의 정도가 달라져야 한다고 본다. 즉 유가증권발행인과 증권회사인 인수인간에 인수계약이 체결되는 경우에, 인수업무를 총괄하게 되는 주간사인수인과 단순히 분매만을 담당하는 단순인수인이 있다. 그런데 후자의 경우에는 공시서류의 작성에 전혀 관계하지 않고 단순히 증권의 분매만을 담당하는 것이 통상적이므로 공시서류의 부실기재 또는 중요한 정보의 누락에 대한 손해배상책임을 면제한다든지 아니면 due diligence 항변의 정도를 낮추어 주는 것을 검토함은 의미가 있을 것이다.

전술한 바와 같이 유가증권발행인과 직접 인수계약을 체결하게 되는 주간사회사는 유가증권발행회사로부터 주식인수를 의뢰받은 때에는 유가증권발행회사가 속한 산업동향, 발행회사의 재무상태 및 영업실적 등 주식가치에 영향을 미치는 중요사항을 분석하여 이에 대한 평가의견을 유가증권발행회사가 제출하는 유가증권신고서에 기재하도록 하고 있다(인수규칙 제4조 제1항). 주간사회사에게 요구되는 이러한 절차의 준수가 비록 증권거래법상의 법적 의무는 아니지만 중국적으로 주간사회사의 행위로 말미암아 투자자에게 직접 투자에 필요한 정보를 제공하게 된다. 이러한 점은 유가증권신고서류의 내용에 대하여 주간사인수인이 그 내용의 정확성을 사전에 파악하는 것이 가능할 뿐만 아니라 절차적으로도 요구된다는 점에서 매우 중요한 점이다. 즉 주간사인수인은 자신의 선행행위에 대한 책임을 부담해야 할 당위성이 발생한다. 결국 유가증권의 발행에 있어서 주간사인수인은 공모주식이 투자자에게 매도됨에 있어서 유가증권신고서 등의 공시서류에 대한 실질적인 심사와 유사한 기능을 수행하게 되는 것이므로 이는 실질적으로 due diligence를 하는 것이라고 볼 수 있다. 따라서 주간사인수인의 경우에는 유가증권신고서 등의 공시서류의 허위기재 또는 중요한 정보의 누락에 대한 손해배상책임을 당연히 부담하는 것이라고 볼 수도 있으며, 주간사인수인의 경우에는 due diligence의 항변을 인정한다고 하더라도 단순히 분매만을 담당하는 인수인과는 무거운 정도의 상당한 주의를 요구하여야 할 것이다.⁷³⁾ 그리고 주간사인수인은 실제로 단순참가인수인보다 더 많은 수수료(extra fee)를 받는 것이 현실임에 비추어볼 때 이는 합리적인 차별이라고 할 것이다.⁷⁴⁾ 즉 주간사인수인의 경우에는 증권거래법상의 의무는 아니지만 실질적으로 유가증권신고서의 작성에 관여하게 되고 주간사인수인의 증권분석을 투자자들이 접하게 되어 투자결정을 하게 되는 것이므로 단순인수인과는 차별적인 요소가 분명히 있다고 보며 현재의 법규정에서 이루어지는 손해배상책임을 부과를 부정적으로 볼 특별한 이유는 없다. 결국 단순인수인의 경우에는 유가증권신고서류의 부실기재에 대한 손해배상책임을 면제하는 것이 가능하다고 보며, 혹은 현재의 규정에 준하여 보아서 손해배상책임을 면제하지 않더라도 부실기재에 대하여 악의가 아님을 주장하여 책임으로부터 벗어날 수 있도록 하는 것도 생각해 볼 수 있는 방법의 하나라고 생각된다. 그러나 주간사인수인의 경우에는 인수업무과정에서의 지위와 실질적

73) Dana B. Kluges, Expanding the Liability of Managing Underwriters under the Securities Act of 1933, 53 Fordham L. Rev. 1063, 1064 (1985).

74) Id. at 1066.

인 역할을 고려할 때 책임의 면제는 불가하다고 보여지고, 오히려 공시서류의 작성에 참여하는 다른 자들과 동일한 정도의 책임과 due diligence 항변을 인정하는 것이 타당하다고 본다.

그러나 주간사인수인 역시 공시서류의 작성주체는 아니므로 그러한 due diligence 의 이행을 위하여 유가증권발행인과 공시서류에 참여하는 다른 전문가들에게 필요한 정보와 서류의 교부요청권을 인정하는 것이 필요할 것이라고 보며, 그러한 정보나 서류요청을 거부한 경우에는 인수계약을 취소한다든지 아니면 due diligence를 이행한 것으로 추정하는 것도 생각해 볼 수 있는 방법의 하나가 될 것이다. 주간사인수인의 책임을 다른 단순참가인수인의 책임보다 무겁게 하는 것이 증권산업의 발전을 저해할 수 있다고 보는 우려는 기우라고 생각되며, 오히려 정직하고 성실한 정보의 공시를 유도한다는 측면에서 긍정적인 측면이 더 있다고 생각되며 이는 공시제도를 통하여 투자자보호의 목적을 달성한다는 증권법의 목적에도 부합하는 것이다.⁷⁵⁾

V. 맺음말

투자자의 보호를 이루는 방법에는 2가지가 있다. 하나는 투자가 이루어지기 전에 정확한 정보를 제공하는 것이고, 다른 하나는 잘못된 정보에 대한 신뢰로 인하여 손해를 본 경우에는 그 손해를 보전해 주는 방법이다. 전자는 강제공시제도를 운영하고 그에 관하여 감독기관에 의한 감독이 이루어지도록 함으로써 그 목적을 이루고 있고, 후자는 잘못된 정보를 신뢰함으로써 손해를 본 투자자들이 법이 정한 일정한 자들에게 손해배상책임을 물을 수 있는 장치를 둬으로써 그 목적을 이루고 있다

유가증권의 공모에 있어서도 이러한 점은 마찬가지이다. 증권거래법은 유가증권신고서류의 작성에 있어서 공시제도의 운영과 감독기관에 의한 감독이 이루어지도록 하고 있으며, 신고서류의 부실기재로 인하여 손해가 발생한 경우에 이에 대한 책임을 부담할 자를 확보하고 있다. 한편으로는 공시서류의 부실기재에 대하여 손해배상책임을 지는 자가 이러한 책임으로부터 벗어나기 위해서는 “상당한 주의의무”의 이행이라고 하는 이른바 “due diligence”항변을 하여야 한다. 이는 인수인의 경우도 마찬가지인 것이 원칙이지만 개선의 여지가 있어야 한다고 본다.

증권인수인의 주의의무의 정도를 어느 정도로 할 것인가의 문제는 증권시장의 건전성과 투자자보호의 관점에서 매우 중요한 입법정책의 과제라고 할 수 있지만,⁷⁶⁾ 이는 입법정책의 문제만은 아니다. 즉 모든 행위는 그 결과에 대하여 그에 상응하는 책임을 묻는 것이 통상적인 법리이며, 행위의 정도보다 과중한 책임을 부담시킬 때에는 매우 특별한 정책적 이유가 존재하여야 하며 또한 사회구성원들의 공감을 얻어야 한다. 인수인의 지위는 부실기재에 대한 손해배상책임을 정함에 있어서

75) Id. at 1086.

76) 이형기, 전계논문, 180면.

발행인을 비롯한 다른 자들과는 상이하게 취급되어야 한다. 즉 인수인이 기업의 공개절차과정에서 차지하는 역할이 매우 중요하기는 하지만, 유가증권신고서나 사업설명서와 같은 공시서류를 작성하는 직접적인 주체는 분명 아니며 또한 그 내용의 정확성을 담보할 법적 의무를 지는 자도 분명 아니다. 따라서 법에서 인수인의 주의의무의 정도에 대하여 명확하게 밝혀주는 것이 필요하며,⁷⁷⁾ 주간사인수인과 분매만을 담당하는 인수인을 구별하여 due diligence 항변의 정도를 요구하는 것이 현실에 적합한 방법일 것이다.

한편 due diligence 항변의 정도를 어느 정도로 할 것인가 하는 문제는 확일적으로 결정할 문제는 아니며, 발행유가증권의 종류 및 특성, 인수인과 증권발행회사와의 관계,⁷⁸⁾ 최초의 공모발행인지의 여부, 인수인의 시장에서의 신용 등의 여러 가지 면을 종합적으로 판단하여 개별적으로 정하는 것이 타당하다고 보며 이를 위해서 공인된 국가기관에서 due diligence 항변의 정도를 결정할 수 있는 일종의 체크리스트를 만들 수 있으면 좋겠다는 생각이다.

77) 이형기, 전제논문, 181면.

78) 발행회사와 인수인과의 관계가 밀접한가에 따라서 평소에 가지고 있는 상대방에 대한 정보의 양과 질이 다를 것이며, 또한 인수업무를 행하는 경우 발행회사에 대하여 추가적인 정보를 요구할 수 있는 위치가 상이할 것이다.