

한국증권법학회 정기세미나 발표자료(2003. 6. 28)

# 증권집단소송법상 입증책임과 시장사기이론

## - 미국에서의 발전과 우리 법과의 비교분석

김 정 수

(한국증권거래소 시장감시부 차장)

\* 본 원고는 세미나 토의를 위한 Draft에 불과하며 정확한 주석과 인용이 누락되어 있습니다. 따라서 본 원고의 인용은 삼가 주시기 바랍니다. 본 논고는 정확한 주석과 함께 재작성하여 2003년 8월 초에 완성된 형태로 발표될 예정입니다.

한 국 증 권 법 학 회

# 증권집단소송법상 입증책임과 시장사기이론

- 미국에서의 발전과 우리 법과의 비교분석

김 정 수

(증권거래소 시장감시부 차장)

## I. 서 론

최근 증권집단소송의 도입을 둘러싸고 많은 논쟁이 있었고, 현재 약간의 수정을 거쳐 올해 국회에서 통과는 하되, 시행에는 1년의 유예를 두는 것으로 여야간에 합의한 것으로 보도되었다.

증권집단소송의 도입을 반대하는 측은 집단소송의 도입으로 인해 남소의 우려를 제기하면서, 이는 기업에 부담을 주어 기업활동과 경제발전에 부정적인 기능을 할 것이라고 주장한다. 이에 현재 법안에 설치되어 있는 남소방지장치에 더 나아가 추가적으로 남소방지장치의 설치를 주장하고 있는데, 그중 하나가 입증책임 문제라 할 수 있다.

그러나 이러한 주장이 증권거래법상 손해배상책임이 민법상 손해배상책임 요건에 비해 부당하게 원고에게 유리하여 집단소송의 도입에 어떠한 문제를 제기하고 있는지에 대한 깊이 있는 분석이 따르는 주장은 아니고, 원고에게 입증책임을 전환하여 집단소송의 제기를 어렵게 하자는 주장에 불과한 것으로 보인다.

물론 손해배상청구 사건에서 원고에게 어느 정도로 입증책임을 완화시켜주는냐는 소송의 승패에 커다란 영향을 미칠 수 있으며, 특히 집단소송과 같이 규모가 커다란 소송의 경우에는 특히 그러한 면을 부정할 수 없다. 그러나 집단소송의 도입을 반대하는 측의 의견처럼, 과연 집단소송의 실체법이 되는 증권거래법이 피고에게 부당할 정도로 원고의 입증책임을 완화시켜주는 지는 의문이다. 이하에서 살펴보겠지만, 손해배상책임과 관련하여 우리의 법체계는 미국과는 다르면서도 결과적으로 많은 부분이 일치하고 있으며, 또한 여러 부분들이 미국의 제도를 그대로 수용하고 있기도 하다.

앞에서 언급한 것처럼, 증권집단소송법은 절차법으로서 집단소송에 의해 다  
투게 될 실제적 사건들은 집단소송법이 청구적격으로 인정하는 특정한 증권  
거래법 위반행위들이며, 따라서 이들 위반행위에 대한 손해배상을 규정하고  
있는 증권거래법 규정들이 입증책임과 관련하여 근본적인 규정들이라 할 수  
있다. 따라서 본고는 증권거래법의 손해배상책임 규정들을 살펴보고자 한다.

이처럼 집단소송의 손해배상책임 문제는 실제법인 증권거래법이 중심이 되지  
만, 그러나 절차법인 집단소송법과도 밀접한 관계를 가지고 작동한다. 즉 실  
체법이 특정한 인과관계의 입증책임을 원고에게 요구하고 있지만, 이러한 입  
증책임을 요구 시점을 법원은 집단소송의 허가단계로 할 것인지 여부는 집단  
소송법에서 결정하는 절차법적 문제라 할 수 있기 때문이다.

원고의 입증책임을 어느 시점에서, 어느 정도로 부여할 것이냐의 문제는 집  
단소송에서 원고·피고 양자에게 결정적인 문제가 될 수 있으며, 특히 미국  
의 경험에서 볼 수 있듯이 대부분의 집단소송이 소송의 초기 단계에서 화해  
가 되고 있는데, 입증책임을 요구시점은 화해의 결정 여부, 화해액의 규모 등  
에 중요한 영향을 미칠 수 있는 요소가 될 것이다. 따라서 입증책임을 요구  
시점과 허가단계에서의 요구 수준은 집단소송의 남소를 막으면서 원고의 적  
절한 소권을 보장해 주는 균형점을 찾아야 하는 절차법적으로 중요한 문제가  
될 것이다.

미국의 경우, 처음에는 Rule 10b-5 소송의 경우에도 보통법상의 사기소송에  
서 요구되는 일반적인 요건들을 모두 요구하였지만, 증권거래의 특성, 즉 대  
표적으로 증권거래소와 같이 "복잡한"(complex) 공개시장에서 불특정다수인  
간에 대규모로 "비개인적"(impersonal)으로 이루어지는 현대증권시장의 특성  
을 고려할 때, 전통적인 거래에서 요구하는 것과 동일한 입증책임을 원고에  
게 부과하는 것은 적절치 않다는 결론에 도달하였다. 즉 보통법상 사기소송  
에서의 경우와 동일한 입증책임을 요구하는 것은 사실상 소송 자체, 특히 집  
단소송의 허가 자체를 불가능하게 만들 수 있다는 상황을 이해한 미국의 법  
원은 특히 신뢰의 입증책임과 관련하여 1960대부터 등장한 소위 "시장사기  
이론"(Fraud-on-the-Market Theory)을 통하여 신뢰요건의 완화를 시도하였고,  
이는 결과적으로 집단소송의 지형에 거대한 충격을 가하였다.

우리 증권거래법상 불법행위에 관한 손해배상책임 규정은 민법의 일반 불법  
행위에 대한 특별법적인 의미를 가지고 있는가? 즉 민법 제750조에서 요구하  
는 입증책임을 어느 정도 완화시켜주고 있는가? 우리 증권거래법은 손해배상

책임은 미국의 제도와 비교하여 어떠한 구조적 차이를 가지고 있는가? 집단 소송의 도입을 눈 앞에 둔 시점에서 실체법으로 작동할 증권거래법의 손해배상책임 체계에 문제는 없는가?

본 논고에서는 파트 II에서, 미국에서 증권소송상 입증책임과 관련한 논쟁을 살펴보고, 신뢰요건의 완화에 중요한 기여를 한 시장사기이론이 미국의 판례를 통해서 어떻게 논쟁되고 발전되었는지, 그 과정에서 발생한 다양한 시장사기이론의 변형들, 그리고 이러한 변형들이 1988년 연방대법원이 다른 Basic v. Levinson 사건에서 하나의 정형화된 형태로 확립되었는데, 이후 1995년 증권민사소송개혁법(이하 개혁법)을 통해서 어떻게 변화되었으며, 끝으로 2002년 사베인스-옥슬리법과 개혁법과의 관계에 대해서 살펴본다.

파트 III에서는 입증책임과 관련한 증권집단소송법안의 규정들을 살펴보고, 파트 IV에서는 실체법인 증권거래법에서 행위유형별로 구체적으로 손해배상의 입증책임 문제를 살펴보고, 이러한 쟁점들이 판례에서 어떠한 모습으로 다루어졌는지를 살펴본다. 또한 이러한 입증책임의 요구가 어느 시점에 요구되는 것이 적절한지, 즉 집단소송의 허가문제와 관련하여 살펴본다.

파트 V에서는 결론적으로, 집단소송의 남소를 막기 위해 현재 증권거래법의 입증책임 요건을 더 강화되어야 한다는 일부 주장의 비합리성을 비판하고, 우리 증권집단소송법안 및 증권거래법의 손해배상책임 규정의 정당성 및 향후 필요한 개선점에 대해서 살펴본다.

## II. 미국에서의 시장사기이론의 발전

### 1. Rule 10b-5의 등장과 이를 근거로 한 소송의 발전

미국은 1929년 시장대붕괴 이후 연방법 차원에서 증권시장을 규제하는 연방법을 제정하였는데, 가장 대표적으로 33년법 및 34년법이 있다. 이중 34년법 제10조(b)와 SEC Rule 10b-5는 증권민사소송에 있어서 근간이 되고 있는 조항인데, 이들 조항들은 보통법상 사기(fraud)와 기망(deceit)에 대한 불법행위(torts)에 그 기초를 두고 있다.

이 규정들은 소위 "포괄적 사기금지조항"(catch-all anti-fraud provision)으로 제정되었는데, 특정한 가이드나 입법의 배경도 없어 법원은 이 조항의 해석에 상당한 어려움을 겪었고, 법원은 보통법상 불법행위에 대한 원칙을 Rule 10b-5에 대해서 그대로 적용하기 시작하였다. 보통법상 불법행위의 4가지 구성요건으로는 중요성(materiality), 인식(scienter), 신뢰(reliance), 그리고 손해인과관계(loss causation)를 대표적으로 들 수 있는데, Rule 10b-5에 대한 구체적인 경험이 없는 법원은 이러한 보통법상의 전통을 Rule 10b-5 소송의 경우에도 그대로 적용하게 되었다.

이러한 배경하에서, 법원은 Rule 10b-5 소송에서 사기적 행위를 주장하는 원고는 피고의 중요한 사실에 대한 허위표시(misrepresentation) 또는 불공시(omission)가 있었고, 원고는 이를 신뢰하여 거래를 하였고, 이 거래로 인해 손해가 발생하였다는 사실의 입증을 요구하였다. 특히 법원은 보통법상 불법행위에서 결정적인 두 개의 개념인 거래인과관계(transaction causation) 및 손해인과관계(loss causation)를 Rule 10b-5 소송에서도 동일하게 요구하고, 이들은 빈번하게 소송에서 쟁점으로 부각되었다. 이는 기본적으로 대면거래라는 전통적인 거래관계를 전제로 적용되던 개념들이 증권거래라는 특수한 상황에 접목되는 과정에서 나타나는 충돌과 융합의 과정이라 볼 수 있다.

이중 거래인과관계는 우리에게 다소 낯선 개념인데, 원고가 피고의 중요한 사실에 대한 부실표시를 실제로 신뢰하고 거래를 하였다는 사실을 말한다. 이러한 거래인과관계는 다시 (i) 원고가 부실표시를 실제로 믿었으며(believe), (ii) 그러한 믿음이 원고가 당해 거래를 하도록 하는 원인(cause)이었다는 두 개의 요소로 구분된다.<sup>1)</sup> 반면 손해인과관계란 원고의 거래행위와 발생한 손해와의 인과관계를 의미하는데, 즉 그러한 거래로 인해 원고에게 손해가 발생하였다는 사실을 말한다. 일반적으로 미국에서 'transaction causation'는 '신뢰'(reliance)와 거의 동일한 의미로 사용되며, 'causation'하면 '손해인과관계'를 흔히 의미한다.

이처럼 신뢰요건과 손해인과관계는 증권사기소송에서 원고가 부담하는 중요한 입증책임인데, 이들 사이에는 본질적인 차이가 있다. 먼저 신뢰요건은 소송의 각 원고들이 문제가 된 부실표시를 신뢰하여 주식을 매수 또는 매도하였다는 사실의 입증을 '개별적으로 요구'(individualized inquiry)하는 것인 반면, 손해인과관계는 부실표시가 주주들에게 손해를 입히는 주가의 변동을 초

---

1). List v. Fashion Park, Inc. 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965)

래하였다는 ‘일반적인 요구’(generalized inquiry)라는 특징을 가지고 있다.<sup>2)</sup>

Rule 10b-5가 포괄적 사기금지조항으로서 법원에 해석의 어려움을 제공하여 준 반면, 원고들에게는 강력한 소송수단을 제공해 주었다. 즉 34년법의 개별적인 손해배상책임 규정에서 구체적으로 요건을 규정하고 있는 경우, 개별조항에 의거 손해배상책임을 물을 때에는 이들 개별조항에서 규정하고 요건들을 모두 만족시켜야 하나, Rule 10b-5를 이용할 경우 이러한 부담이 제거될 수 있기 때문이다. 이는 궁극적으로 일부 개별적인 손해배상책임조항이 원고에게 요구하는 일부 입증책임 요건을 무력화시키는 결과를 가져왔다.

예를 들어, 정기공시 문서상에 부실표시와 관련한 손해배상책임조항인 34년 법 제18조(a)는 원고가 (i) 부실표시를 직접 신뢰하였고(현실의 신뢰요건), (ii) 부실표시가 증권의 가격에 영향을 미쳤을 것(손해인과관계)을 모두 요구하고 있는 반면, Rule 10b-5 에 의할 경우, 일정한 경우 현실의 신뢰요건이 면제될 수 있기 때문에 투자자의 대부분은 Rule 10b-5의 위반만을, 또는 개별조항과 동시에 Rule 10b-5 위반을 주장하였고, 법원도 이러한 중첩적 주장을 인정해 왔다.<sup>3)</sup>

## 2. 신뢰요건의 완화 등장

이처럼 Rule 10b-5 소송에서 법원은 명백하게 거래인과관계와 손해인과관계를 모두 요구해 왔다. 증권거래에 있어서 사기적 행위와 관련하여 제기된 Rule 10b-5 소송의 경우, 먼저 대면거래(face-to-face securities transaction)의 경우 신뢰요건이 문제로 부딪히게 되었는데, 피고가 적극적으로 허위표시한 경우와 중요한 사실을 공시하지 않은 경우로 나누어서 볼 수 있다.

개인적인 대면거래의 경우 피고가 적극적으로 부실표시를 행한 경우, 원고는 "실제로 신뢰"(actually rely)하였다는 사실을 입증해야 한다.<sup>4)</sup> 그러나 소극적인 부실표시, 즉 피고가 중요한 사실을 공시하지 않았다는 불공시(non-disclosure)가 문제가 된 경우, 원고가 그러한 부실표시를 신뢰하였다는 사실을 일반적으로 추정해 주었다. 이는 부분적으로 공시되지 않은 어떤 사실의

2). Jeffrey L. Oldham, Taking "Efficient Markets" Out of the Fraud-on-the-Market Doctrine After the Private Securities Litigation Reform Act, 97 Northwestern University Law Review 995, 1004 (2003).

3). 34년법 제18조(a)에 대하여 Rule 10b-5의 중첩적 적용을 명시적으로 인정한 판례는 Ross v. A. H. Robinson Co., 607 F.2d 545 (2d Cir. 1979)

4). Reeder v. Mastercraft Electronics Corp., 363 F.Supp. 574 (S.D.N.Y. 1973)

존재를 원고가 "신뢰"하였다는 사실을 입증한다는 것은 상식적으로 어려운 일이기 때문이다.

이러한 경우의 대표적인 사건으로, 1972년의 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 사건<sup>5)</sup>을 들 수 있다. 이 사건은 마켓메이커가 아메리칸 원주민들이 보유한 주식을 보다 높은 가격을 받을 수 있는 유통시장이 있음을 알리지 않고 낮은 가격으로 매각 처리한, 중요한 사실의 불공시가 문제가 된 사건이었다. 이 사건에서 법원은 (i) 대면거래이고, (ii) 중요한 사실을 공시하지 않았고, (iii) 피고와 원고간에 신뢰의무와 유사한 관계가 존재하는 사건의 경우, 피고에게 반증의 권리를 인정하되, 원고에게 신뢰의 추정을 인정하는 것이 적절하다고 판결하였다. 그러나 이러한 신뢰의 추정은 피고가 원고가 당해 사실을 신뢰하지 않았다는 사실을 입증하는 경우에는 깨어진다. 그러나 실제로 피고가 이러한 입증을 하는 것은 어렵기 때문에, 많은 경우 문제가 된 불공시 내용이 원고에게 "중요한" 사실이 아니라는 주장으로 소송에서 전개된다.<sup>6)</sup>

이러한 판결의 논리는 법원이 신뢰의 추정을 인정해 주지 않는다면 원고가 직면해야 할, 그러한 부존재에 대한 신뢰입증이 현실적으로 매우 어렵다는 사실에 기반을 두고 있다. 본질적으로 불공시가 문제가 된 사건의 경우, 공시의무가 존재하고, 문제가 된 불공시가 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보인 경우, 정보의 중요성은 피고의 투자판단에 중요한 요소가 되기 때문에 중요성 요건은 신뢰요건과 분리될 수 없으며, 따라서 이들은 하나로 합쳐지면서 원고에게 신뢰의 추정을 제공한다고 판단한다.

이 사건은 대면거래에서 비롯된 사안이었지만, 이후 공개시장에서 발생한 불공시 사안에도 위와 같은 요건을 갖추는 경우 신뢰요건이 불필요하다는 취지로 해석되었지만, 적극적인 부실표시의 경우 신뢰요건의 완화를 위해서는 시장사기이론의 등장을 기다려야 했다.

### 3. 시장사기이론의 등장 배경

오늘날 대부분의 증권거래는 증권거래소나 장외시장 같이 복잡한 거래 메커니즘을 통해서 이루어지며, 이러한 거래의 특징은 거래 상대방이 누구인지 모른다는 것이며, 그러한 의미에서 "비개인적"(impersonal) 거래라 할 수 있

5). *Affiliated Ute Citizens v. U.S.*, 406 U.S. 128 (1972)

6). *Affiliated Ute Citizens v. U.S.*, 406 U.S. 128 (1972)

다. 이러한 상황은 손해배상책임과 관련하여 "신뢰"의 입증에 여러 가지 어려운 문제를 제기한다.

먼저, 비개인적 시장에서 전통적 개념의 "신뢰"(reliance) 요건은 원고는 피고가 누구인지 모르기 때문에, 최소한 거래가 완성되기 이전에는 피고의 부실표시(또는 불공시)를 모르며, 둘째로 공개시장에서 이루어지는 증권사기분쟁은 대규모의 원고집단이 존재하게 되는데, 전통적인 개념의 신뢰요건을 그러한 집단 전체에게 요구하는 것은 어렵거나 불가능하다. 이는 개별적인 신뢰요건들이 소송의 공통성(commonality)을 훼손할 수 있으며, 이는 궁극적으로 집단소송의 허가가 불가능하게 되는 결과 초래하여 심각한 문제를 야기할 수 있다. 즉 그러한 소송들이 개별적으로 제기되어야 한다면, 수많은 소액투자자들이 소송을 포기하는 결과를 가져올 것이며, 궁극적으로 집단소송이라는 소송 메커니즘의 작동이 중단될 것이다. 미국의 법원들이 이러한 어려움을 극복하고자 하는 과정에서 여러 다양한 이론들이 등장하였지만, 지금까지 법의 형태로 결론에 도달하고 있지 못한 상태이다.

공개시장에서 이루어진 피고의 부실표시도 크게 적극적인 부실표시를 행한 경우와 불공시, 즉 공시를 하지 않은 경우로 분류할 수 있는데, 이하에서 나누어서 살펴본다.

#### (1) 적극적인 부실표시의 경우

피고가 적극적으로 부실표시를 행한 경우, 원고의 신뢰요건을 완화시켜 주기 위해서 등장한 것이 "시장사기이론"(Fraud-on-the-Market Theory)인데, 이 이론은 원고가 피고의 부실표시를 직접 읽지는 않았지만, 원고는 피고의 부실표시는 중요한 사실이며, 따라서 그 부실표시는 시장의 주가에 영향을 미쳤고, 자신은 시장의 공정성을 신뢰하였고, 나아가 당해 주가도 정당한 가격이라는 신뢰를 가지고 당해 주식을 매수 또는 매도하였다고 주장하면서 신뢰요건의 충족을 주장한다. 이러한 주장은 원고가 피고의 부실표시를 직접 읽고 이를 신뢰하여 거래하였다는 사실을 입증하지 못할 때, 그리고 집단소송을 제기하는 원고들이 개별적인 신뢰요건을 회피하고자 하는 경우에 사용된다

이처럼 공개시장의 거래에서 원고에게 신뢰의 추정이 허용되는 경우에도, 피고는 원고가 당해 부실표시를 신뢰하지 않았다는 사실을 증명하는 경우에는 면책된다. 따라서 불공시가 문제가 된 대면거래의 경우와 같이, 시장사기이론은 원고에게 중요한 부실표시에 대한 신뢰의 추정만을 제공해 주는 것이다.)

## (2) 불공시의 경우

피고가 중요한 사실을 공시하지 않은 경우, 그리고 원고가 공개시장에서 주식을 매수 또는 매도한 경우에는 신뢰의 문제는 다소 다르게 전개된다. 불공시의 경우, 원고가 공시되지 않은 사실을 알았더라면, 과연 그가 다르게 행동하였을 것이냐의 문제이다. 다른 말로, 원고가 당해 중요한 정보의 부존재를 신뢰하였었는가의 문제이다.

이러한 가설적인 문제에 답변하기 위해서, 법원은 당해 정보가 중요한 정보라는 사실로부터 신뢰의 추론(inference of reliance)을 도출하는 논리를 허용하였다. 즉 합리적인 투자자라면 투자판단을 내림에 있어서 불공시한 사실이 중요한 사실로 고려할 것이라는 것을 증명하는 경우에는 신뢰요건이 충족된 것으로 인정한 것이다.<sup>8)</sup>

이처럼 불공시가 문제가 된 집단소송에서 법원은 신뢰요건을 추정해 주는 경향을 보여 왔는데<sup>9)</sup>, 불공시의 경우 당해 정보의 부존재를 실제로 신뢰하여 거래했다는 사실을 입증한다는 것은, 반대로 원고가 당해 정보가 공시되었다라면 다르게 행동하였을 것이라는 사실을 입증한다는 것은 양쪽 다 거의 불가능하기 때문에, 이러한 법원의 입장은 궁극적으로 원고에게 신뢰요건을 면제해 주는 결과로 발전한다. 다만, 극단적인 경우, 일련의 특수한 상황을 통해서 원고가 당해 정보의 부존재를 신뢰하지 않았다는 사실을 피고가 입증하는 경우에는, 피고는 손해배상책임을 면할 수 있다.<sup>10)</sup>

## 4. 시장사기이론의 발전

시장사기이론은 1960년대에 도입되어 많은 법원에서의 변형을 거쳐, 1988년 연방대법원이 Basic 사건에서 다수결로 받아들임으로서, Rule 10b-5 소송에서 확고한 위치를 차지하면서 Rule 10b-5 소송에 혁명적인 충격을 가하였다. 이 판결은 집단소송의 원고들에게 신뢰요건의 면제를 허용해 주는 결과가 되어, 이후 미국에서 증권집단소송의 남소현상을 가져온 중요한 원인이 되었으며, 결과적으로 1995년 증권민사소송개혁법의 등장의 직접적인 원인이라 할 수

7). Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975), Basic v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

8). Schlick v. Penn-Dixie Cement Copr., 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974)

9). Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975)

10). Basic v. Levinson

있다.

(1) 초기 단계의 시장사기이론

가. 부실표시의 중요성 입증으로 신뢰요건 추정

Rule 10b-5와 관련한 소송에서 원고의 신뢰 문제가 다루어진 기념비적인 사건으로 1965년의 List v. Fashion Park 사건<sup>11)</sup>을 들 수 있다. 이 사건에서 법원은 피고의 부실표시가 중요한 사실임을 입증한다면, 이것은 원고가 당해 거래를 행하는 원인에 있어 "상당한 요소"(substantial factor)였다는 강한 암시가 된다고 인정하였다.

이러한 논리에서 신뢰는 중요성의 입증으로부터 자연스럽게 흘러나오는 논리적인 귀결로 보인다. 그러나 이러한 관계는 반드시 필연적인 것은 아니며, 피고의 중요한 사실에 관한 부실표시에 대해 원고가 알고 있었음에도 불구하고 거래를 하였다는 사실을 피고가 입증하는 경우에는 피고는 면책된다.

List 판결은 시장사기이론의 형성에 주요한 기초를 놓게 되는데, 이러한 사고는 이후 1975년의 Blackie 사건에서 부실표시의 중요성과 공개시장에서의 거래사실만으로 거래인과관계를 인정하는, 전형적 형태의 시장사기이론이 확립되며, 1981년 Wolf 사건에서는 더욱 급진적인 모습으로 발전하게 된다.

《 Blackie v. Barrack 사건》

- 피고의 불공시를 쟁점으로 집단소송이 제기된 이 사건에서, 법원은 공개시장에서의 거래가 개입된 증권사기 집단소송에서 신뢰요건은 입증하기가 실질적으로 불가능하며, 이론적으로도 중요하지 않다고 판단하면서 시장사기이론을 근거로 신뢰의 추정을 인정
- 중요성 문제를 신뢰요건에 연결시키면서, 법원은 증권거래소에서 비개인적으로 이루어지는 거래상황을 고려할 때, 당해 표시행위의 중요성의 입증과 주식의 매수의 입증에 의해서 인과관계는 적절하게 성립되었고, 중요성은 상황적으로 시장에서의 거래자들의 신뢰를 확립해 줌
- Blackie 법정은 단순히 중요성 입증만으로 신뢰의 추정 인정. 다만 피고가 원고가 부실표시를 알고 있었음에도 불구하고 거래를 한 사실을 입증하는 경우에는 신뢰추정이 깨짐

11). 340 F.2d 457 (2d Cir.), cert. denied, 382 U.S. 811 (1965)

이 논리에 의하면 신뢰의 추정은 단순히 당해 정보의 중요성 입증을 통해서 충족되어 질 수 있다. 즉 당해 정보가 중요하다고 입증하는 경우, 증권시장에서 수많은 거래자들이 진실로 당해 정보를 신뢰하였다는 설득력 있는 상황적 증거가 된다고 학자들은 보았고, 법원들도 이를 수용하여 판결하였다.<sup>12)</sup>

이 이론에 따르면, 원고가 합리적인 투자자라면 당해 부실표시를 중요한 정보로 판단하였을 것이라는 사실을 입증한다면, 부실표시가 실질적으로 당해 주가에 영향을 미쳤든 그러지 않았든 상관없이 원고는 신뢰의 추정을 얻게 된다.

### 《 Panzirer v. Wolf 사건 》

- 원고는 피고의 연차보고서에 부실표시가 있었다고 주장했지만, 원고는 연차보고서를 읽지 않고 월 스트리트 저널의 낙관적인 기사를 읽고 브로커와 의논하여 투자를 결정
- 원고가 투자를 결정하게 된 주요 동기는 피고가 교육 비디오 시장에 참여하는 것 때문이었는데, 이는 연차보고서의 부실표시와는 무관한 것이었음
- 원고는 만일 연차보고서에 부실표시가 없이 정확하였다면 컬럼은 그렇게 낙관적이지 않았든가, 처음부터 컬럼에서 취급되지 않았을 것이며, 그렇다면 자신은 피고의 주식을 매수하지 않았을 것이라고 주장

제2 항소법원이 다룬 Wolf 사건이 보여주는 특징은 원고가 부실표시를 신뢰하지 않았음이 명백함에도 불구하고, 즉 투자판단의 기초가 부실표시와 무관한 경우에도, 부실표시에 관해 시장에 대한 간접신뢰를 인정하여 신뢰요건을 충족한 것으로 인정하였다.

#### 나. 부실표시가 주가에 영향을 미쳤다면 신뢰요건 추정

1965년의 List 사건 이후, 1960년대 후반에 증권시장에 대한 신뢰를 바탕으로 수많은 투자자들이 공개기업의 주식을 사고 파는 공개시장에서 기업의 부실표시를 신뢰하고 거래하였다는 신뢰의 요구는 '비현실적'(impractical)일뿐만 아니라 '이론적으로'(theoretical)도 잘못된 것이라는 주장이 등장하였다.

12). Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975); Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 744-45 (1975)

이 이론은 사기적인 부실표시가 증권시장의 주가에 영향을 미쳤고, 원고는 이 시장을 신뢰하고 거래를 한 경우, 신뢰에 대한 개별적인 입증은 불필요하다고 주장하였다. 즉 신뢰요건의 추정을 작동시키는 "trigger"는 문제의 부실표시와 주가 사이에 인과관계가 있다는 손해인과관계의 증명으로 충분하다는 것이다. 대표적으로 Frank Easterbrook 판사를 들 수 있는데, 그는 신뢰에 대한 시장사기이론의 추정은 원고가 피고의 부실표시 또는 불공시가 주가에 영향을 미쳤다는 사실을 보여줌으로써 충분하다고 하였다. 즉 투자자는 증권시장에서 형성되는 가격의 순수성(integrity)을 신뢰하고 거래하였고, 피고의 부실표시가 실질적으로 증권시장의 주가에 영향을 미친 경우, 원고는 당해 부실표시를 간접적으로 신뢰한 것으로 인정하는 것이다.

결론적으로, 초기 단계에서는 시장사기이론이 (i) 단순히 중요성의 입증으로 신뢰요건을 추정하는 입장과, (ii) 손해인과관계의 입증으로 충분하다는 이론으로 법원과 학자들이 갈라졌는데, 후자보다 전자가 보다 광범위한 그물을 가지고 있다고 볼 수 있다.

## (2) 시장사기이론에 효율적 시장가설의 추가

이후 법원들은 시장사기이론에 근거한 신뢰의 추정을 허용하게 되었고, 많은 학자들이 최선의 모델을 도출하고자 노력하였는데, 1982년 "효율적 시장가설"(efficient market hypothesis)이 시장사기이론에 추가되면서 새로운 전환점이 마련되었다. 효율적 시장가설은 특정 시점의 주가는 그 주가의 미래가치의 반영이라는 가설을 기본적으로 제시하고 있는데, 이는 주가는 가능한 모든 정보를 반영한다는 것을 의미한다. 따라서 "효율적 시장"(efficient market)에서는 피고의 부실표시는 반드시 주가에 반영되었을 것이라는 논리로 발전한다.

원고는 효율적 시장에서 거래되었다는 사실을 입증할 수 있다면, 피고의 부실표시는 주가에 영향을 미쳤을 것이고, 그 결과 법원은 간접적 신뢰에 대한 시장사기이론에 근거하여 신뢰를 추정해야 한다고 주장할 수 있는 것이다. 이 이론의 주장자들은 시장사기이론의 하나의 초점이었던 손해인과관계에 접근하는 방법으로서 효율적 시장가설을 채택한 것이다.

시장사기이론의 부분으로서 효율적 시장가설의 사용은 명백하게 이론적으로 다음과 같은 "이중의 추정"(double presumption)을 제공한다는 면에서 중요하다. 즉 (1) 증권이 효율적 시장에서 거래된다면, 법원은 시장의 주가는 문

제의 부실표시를 반영한다는 것을 추정하여야 하며, (2) 부실표시가 시장의 주가에 영향을 미치기 때문에, 따라서 법원은 신뢰의 존재를 추정한다는 것이다.

이처럼 효율적 시장가설은 부실표시가 실제로 주가에 영향을 미쳤다는 사실을 보여주기 위한 대용물로 사용되었는데, 이러한 시장사기이론에 효율적 시장가설의 추가는 시장사기이론을 인정함에 있어 최초의 방법과는 상당히 다른 대안으로 발전하게 되었으며, 이러한 이론적 분열은 1988년 연방대법원이 Basic 사건에서 정리할 때까지 지속되었다.

- EMH에 대한 많은 비판 등장

### (3) 발행시장과 시장사기이론

시장사기이론의 적용을 위해서 요구되는 기본적인 상황은 "효율적 시장", 즉 잘 발전된 공개시장에서의 거래를 전제로 하고 있는 바, 유통시장에 나오기 이전 단계인 발행시장에서 이루어진 거래에도 동 이론이 적용될 수 있는가?

Shores v. Sklar 사건<sup>13)</sup>에서 문제가 된 증권은 공개시장에서 거래된 것이 아니라 33년법상 등록이 요구되지 않은 지방채의 발행과 관련된 것이었고, 또한 이 채권은 잘 발전되지 않은 시장에서 매각되었다.

피고 Sklar는 채권발행의 변호사로서 활동하면서 발행회사가 제공한 정보를 가지고 채권의 매각을 판촉하기 위해 offering circular를 작성하였고, 이 과정에서 Sklar는 의도적으로 또는 인식 없이 발행회사의 자산의 건전성과 재산에 대해 관련된 일련의 사실들을 누락하였다. 원고는 자신의 증권브로커와 의논한 후 그의 의견에 따라 채권을 매입하였고, 문제가 된 offering circular의 존재를 알지도 못하였고, 따라서 읽은 적이 없었다.

발행회사가 채무불이행 상태에 빠지자, 원고는 Rule 10b-5에 근거하여 집단 소송을 제기하였고, 제1심은 원고가 인정하는 것처럼, 그는 offering circular를 읽지도 않았기 때문에 신뢰요건을 충족시키지 못한다고 판결하였지만, 제5 항소법원은 시장사기이론을 받아들이면서 제1심의 판결을 번복하였다.

비효율적인 시장에서, 최초로 발행된 채권의 거래에 대해 시장사기이론을 적

13). 647 F.2d 462 (5th Cir. 1981), cert. denied, 459 U.S. 1102 (1983)

용한 제2심 의 논리는 독특한데, 먼저 시장사기이론에 근거한 쟁점은 원고가 열등한 채권을 매입한 것이 문제가 아니라, 원고가 매입한 채권은 사기적인 방법을 통해서 시장에 나왔다고 주장하였다. 즉 증권법은 투자자에게 증권시장의 공정성을 신뢰하는 것을 허용하는데, 그 공정성은 시장에서 거래되기 위해 투자자에게 제공(offer)되는 증권은 시장에 나올만한 가치를 지녔을 것이라는 신뢰를 포함한다는 것이다.

증권시장에 공급되는 증권이 사기적인 계획을 통해 제공되는 상품이 아니라, 즉 시장의 공정성에 대한 신뢰를 가지고 거래한 투자자에게 부실표시 또는 누락된 문서에 대한 직접적인 신뢰를 요구하는 것은 적절치 않다는 것이다. 이러한 Shores 사건은 시장사기이론의 또 다른 변형을 보여주는데, 이러한 견해는 투자자는 (i) 시장의 공정성과 (ii) 증권시장은 사기로부터 자유롭다는 기대를 부여하는 규제절차(regulatory process) 모두를 신뢰할 수 있는 권리가 있다는 것에 기초하고 있다.

그러나 제5 항소법원의 판결에 대해 여러 비판이 제기되었는데, 기본적으로 시장사기이론은 "효율적 시장"을 전제로 하고 있는데, Shores 사건은 이에서 벗어난다는 것이다. 그리고 법원은 "integrity"와 "efficiency"의 개념을 혼동하고 있는데, 시장의 공정성은 시장의 효율성의 산물에 불과하는 것을 인식하는 데 실패하였다고 주장하였다. 이에 Shores 사건에서 적용된 "Fraud-on-the-Market Theory"의 정확한 표현은 "Fraud-on-the-Undeveloped-Market Theory"이며, 혹자는 이를 "Fraud-to-enter-the-Market Theory"라고 부르기도 한다.

또한 오늘날 대부분의 증권시장이 공시주의를 채택하고 있는데, 이러한 상황에서 규제절차에 대한 신뢰주장이 정당성을 가질 수 있는가?

#### (4) 연방대법원의 시장사기이론 채택

앞에서 언급한 것처럼 시장사기이론은 1960년대에 등장하여 다양한 유형의 사건 속에서 몇 가지 패턴을 보이면서 발전을 하였는데, 1988년 연방대법원이 Basic v. Levinson 사건에서 이 문제를 처음으로 대하게 되었고, 대법원은 이 이론을 정당한 것으로 수용하였다.

Basic 사건은 합병의 협상과 관련한 3번의 사기적인 공시를 문제삼아 주주들이 집단소송을 제기한 사건인데, 원고들은 피고가 정확하게 합병협상에 대해

공시를 하였다면 주식을 매도하지 않았을 것이라고 주장하였다. Basic 사의 첫 번째 공시부정 이후 주식을 매도한 원고들은 "Basic사의 허위공시는 인위적으로 주가를 하락시켰고, 또한 그 사실을 신뢰하여 하락한 가격으로 주식을 매도하여 손해를 입었다"고 주장하였다.

소장을 접수한 지방법원은 신뢰의 추정을 받아들여 집단소송을 인정하였고, 제6 항소법원도 시장사기이론에 근거한 신뢰의 추정을 인정하였다. 연방대법원은 신뢰요건은 Rule 10b-5 소송에서 하나의 요건이지만, 현대증권시장의 본질을 고려할 때, 그리고 증권법의 지향하는 보다 넓은 목적을 고려할 때, 시장사기이론에 근거한 신뢰의 추정은 정당하다고 판결하였다. 특히 연방대법원은 공개되고 잘 발전된 증권시장이 관련된 소송에서, 신뢰의 추정은 집단소송의 메커니즘과 관련하여 이론적으로 합리적이며, 또한 실질적으로도 중요하다고 판결하였다. 즉 결론적으로 대법원은 피고가 신뢰 또는 손해인과 관계를 논박함으로써 신뢰추정을 다룰 수 있다는 사실을 언급하면서, 시장사기이론을 통해서 신뢰 또는 손해인과관계에 대한 입증책임을 전환하였고, 광범위한 이중의 추정을 인정한 것이다.

## 5. Basic 판결 이후 시장사기이론의 발전

연방대법원이 Basic 사건에서 시장사기이론을 채택하면서 그간의 논란을 종식시켰지만, 대법원은 하급법원들이 이 이론을 어떻게 적용해야 하는지에 대해서 언급을 하지 않았으며, 따라서 이 이론의 적용에 있어서 다소의 혼란이 발생하였다.

### (1) 원고는 어떻게 이 추정을 주장할 수 있는가?

집단소송의 원고는 신뢰의 추정을 위해 시장사기이론을 어떻게 trigger 할 수 있는가를 결정함에 있어서, 연방 하급법원들은 EMH를 주요 원칙으로 전환하였다. 이러한 과정에서 하급법원들은 EMH를 절대적인 부분으로 해석하였고, 따라서 원고에게 문제가 된 증권이 "효율적" 또는 "공개되고 잘 발전된" 시장에서 거래되었다는 사실을 입증하도록 함으로써 시장사기이론을 적용하였다. 즉 원고가 신뢰의 추정을 위한 시장사기이론을 주장할 수 있는지 여부는 법원이 효율적 시장의 존재에 대한 인정 여부로 답변된다.

이처럼 많은 하급법원들이 시장사기이론을 촉발하는 가장 훌륭한 접근방법으로서 EMH에 대한 상당한 합의를 이루었음에도 불구하고, EMH의 핵심적인

개념인 "효율적" 또는 "공개되고 발전된 시장"에 대한 개념에 있어서 통일적인 기준으로까지는 발전하지 못하였다. 즉 어떠한 시장이 "open and developed" 또는 "efficient" 시장인가의 문제는 숙제로 남게 된 것이다.

Basic 사건에서 법원은 문제가 된 증권이 뉴욕증권거래소에서 거래가 되었기 때문에 논의할 필요도 없이 이를 인정하였다. 이는 뉴욕증권거래소 또는 주요 증권거래소에서 거래되는 증권은 효율적 시장에서 거래된 것으로 추정할 수 있는 논리를 제공한다. 일부 법원들은 어떠한 시장이 효율적 시장인지를 분석 시도, 이들 테스트에 대한 변형들이 제시되기도 하였다. 이와 관련하여 널리 받아들여지고 있는 기준으로는 Cammer v. Bloom 사건이 있는데, 여기서 (i) 평균 주간 거래량, (ii) 애널리스트 분석보고서의 수, (iii) 마켓메이커 또는 아비트라저의 존재, (iv) S-3 등록보고서의 신고의 적격성, (v) 예상치 않았던 기업의 사건 또는 재무상태의 공시에 주가가 즉각적으로 반응하는지 여부 등을 들고 있다. 그러나 전국의 법원들이 보편적으로 받아들이는 특정한 기준을 확립하지는 못하였다.

일부 법원은 Nasdaq 증권들은 거래량이나 애널리스트의 기업분석보고서의 수를 고려하지 않고 효율적 시장에서 거래된 것으로 결론을 내렸는데, 일부 법원이 지적한 것처럼, 시장의 효율성 분석은 증권이 거래된 곳이 어떤 유형의 거래소인지가 문제가 아니라, 당해 증권 자체에 관한 시장의 효율성에 초점을 맞추어야 되기 때문에 개별 종목의 특성을 반영하지 않은 접근 방식은 문제가 될 수 있다. 이러한 경우 EMH의 본질적인 부분이 무시되게 되고, 이와 관련하여 시장에 대한 사기의 추정이 흔들릴 수 있다.

## (2) 피고는 어떻게 반박할 수 있는가?

일부 법원들은 피고가 "truth-on-the-market" 방어를 통해 시장사기이론을 반박할 수 있다고 제시하였다. 이는 피고가 문제가 된 정보의 진실이 이미 알려진 것이라고 주장하는 것인데, 다른 말로, 진정한 정보가 이미 시장에 알려졌고, 따라서 문제가 된 허위표시는 신뢰되지 않았을 것이라고 주장하는 것이다.

피고가 이 방어수단을 사용하기 위해서는 "문제가 된 허위표시에 의해 오도된 사실을 효과적으로 상쇄하기에 충분할 정도로 강하고 믿을 만한 수준으로 정확한 정보가 투자자에게 전달되었다"는 사실의 입증 필요하다.

이처럼 법원은 피고에게 "상당할 정도의 특별한 사실"(intensely fact-specific)을 갖춘 반증을 요구하는데, 이러한 엄격한 요건을 갖추어 실제로 피고가 반박한다는 것은 이론적으로는 가능할지 모르지만, 실제로는 어려운 것으로 여겨지고 있다. 즉 결론적으로 시장사기이론에 대해 피고가 논박하는 것은 일반적으로 어려운 것으로 여겨지고 있다.

이러한 피고의 논박의 논리와 관련하여, 연방대법원이 특별히 어떻게 이를 논박할 수 있을 지에 대해서 언급하였다. 첫째, 마켓메이커가 허위표시행위와 관련하여 진실을 알고 있었음을 피고가 증명하는 경우이다. 이는 결과적으로 시장가격이 허위표시에 의해 영향을 받지 않았음을 보여주는 것이며, 이런 경우 인과관계가 끊어진다.

둘째, 피고는 진실이 이미 시장에 흘러들어 갔고, 허위표시가 주가에 미친 영향은 없었다고 주장하는 경우인데, 진실이 공시된 이후에 거래한 투자자는 신뢰추정이 허용되지 않는다.

셋째, 피고는 특정한 원고가 실질적으로 시장을 신뢰하지 않았다는 사실을 증명함으로써 면책이 가능하다. 예를 들어, Basic 사의 공시가 허위이며, 결과적으로 Basic 사의 주가는 인위적으로 저평가 되었고, 당해 투자자의 매도행위는 Basic 사의 공시와는 관계없는 이유로 이루어진 것이라는 사실을 입증하는 경우에는 신뢰추정이 무너질 수 있다.

### (3) 법원은 언제, 어떤 조건에서 추정을 결정하는가

Basic 사건에서 집단소송 허가 여부의 문제가 포함되었었지만, 하급법원은 시장사기이론의 추정이 허가단계에서 결정되어야 한다고 필연적으로 판단하지는 않는다. 이 문제에 있어서 원들은 서로 다른 입장을 보이고 있다.

첫째, 집단소송에 있어서 대법원은 쟁점이 분명하고 소송의 가치가 있는 사건은 집단소송 허가단계에서 결정되어서는 안 된다는 것을 보여주고 있다고 판단하는 입장과, 둘째, 신뢰에 대한 시장사기이론의 추정은 집단소송의 허가를 지원해 주는데, 이는 추정의 인정이 집단소송 허가결정에 필요하다는 것을 의미한다고 판단하는 입장이다.

법원이 이렇게 서로 경쟁적인 원칙들을 놓고서 언제 원고가 시장사기이론의 추정을 받아야 하는지, 그 시기에 대해 서로 다른 결론에 이르고 있다. 소송

을 각하 하는 경우, 법원들은 원고가 신뢰추정을 제기할 수 있는지 여부에 관한 사실적인 문제를 분석해서는 안 된다는 사실에 대해서는 공통적으로 동의하고 있다. 그러나 소송을 허용하는 경우, 소송의 허가단계에서 신뢰의 추정을 위해 광범위한 조사를 행해야 할지, 아니면 summary judgement 때까지 그러한 결정을 유보해야 할지 여부에 대해서 분열되어 있다.

대다수 법원들은 연방대법원이 사실에 대한 집중적인 조사가 허가단계에서는 하지 말아야 하며, 원고들이 신뢰의 추정을 제기할 수 있다는 원고의 주장을 단순히 수용하였으며, summary judgement 때까지 문제에 대해 더 깊은 조사를 해서는 안 된다는 Basic 사건에서의 입장을 따르고 있다. 그러나 다른 법원들은 Basic 사건에서 시장사기이론의 추정은 집단소송 허가결정에 있어서 매우 중요한 것이며, 따라서 집단소송의 허가단계에서 추정 문제가 결정되어야 한다는 입장을 견지하고 있어 법원이 소송의 어느 단계에서 신뢰의 추정을 결정해야 하는지에 대해 통일적인 입장을 가지고 있지 못하다.

증권집단소송의 흐름을 보면 압도적으로 소송의 초기 단계에서 화해가 이루어지고, 일부는 소송의 허용단계에서 이루어지고 있다. 1991년에서 1999년까지를 대상으로 한 연구에서 82%가 초기에 화해되었음을 보여주고 있다. 더 나아가, 소송이 장기간 지속될 수 있다는 전망은 소송에 대한 엄청난 비용으로 이어져, 피고는 소송을 피하려고 하게 만든다.

따라서 원고가 시장사기이론에 의한 추정을 어떻게 제기할 수 있는지를 결정하는 실제적인 문제에 대해서 하급법원의 이러한 불일치는 증권집단소송의 원만하고도 효율적인 작동을 저해한다는 비판이 있다.

## 6. 1995년 증권민사소송개혁법의 제정과 변화

### (1) 1995년 개혁법의 배경과 개요

1995년 연방의회는 증권집단소송에서 납소경향이 나타나고, 이러한 불건전한 흐름이 증권시장과 기업의 의사결정에 장애가 된다는 증거가 입증되자, 연방 증권규제체계를 개선하였다. 즉 불필요한 소송을 억제하고 소송의 가치가 있는 소송들은 더욱 효율적으로 처리하고자 하는 목적으로 가지고, 소송 리스크와 원고 및 그의 변호사의 보상 사이의 균형점을 모색함으로써 효율적인 증권소송제도의 도입을 시도하였다.

개혁법의 목적은 1차적으로 증권소송의 총 건수를 줄여보고자 하는 목적을 가지고 있었으며, 특히 점차 증가하고 있는 "strike suits"를 줄이고자 하였다. 소송을 통하여 쟁점을 다투기보다는, 원고에게 유리한 증권집단소송 시스템을 단순히 이용하여, 피고에게 압박을 가하여 화해를 유도하는 것이 남소가 등장하는 배경이 되었다.

이러한 배경을 가지고 등장한 개혁법은 (i) 기업의 자발적인 공시 촉진, (ii) 변호사가 아니라 투자자들에게 소송을 통제할 수 있는 권한의 부여, (iii) 시장의 효율성 제고 피고가 의미 없는 소송에 대항할 수 있도록 지원함과 동시에 원고에게 적극적으로 소송의 제기를 격려하기 위한 목적을 가지고 있다.

## (2) 시장사기이론에 대한 개혁법의 충격

개혁법이 시장사기이론이나 신뢰의 추정에 대해서 언급한 것은 없다. 그러나 하원에서 작성한 법안에서는 34년법 제10조(b)와 관련한 소송에서 명백하게 손해인과관계와 거래인과관계를 모두 요구하였고, 이는 결과적으로 Basic의 논리를 뒤엎는 것이었다. 그러나 상원은 최종안을 확정하면서 이 조항을 삭제하였다. 따라서 이러한 입법의 과정은 연방의회의 상당수가 시장사기이론 또는 신뢰의 추정을 거부하고자 하였다는 사실을 보여주었다.<sup>14)</sup>

개혁법이 시장사기이론에 대해 침묵은 시장사기이론을 인정하는 것도, 그 존재를 평가절하 하는 것도 아니다. 그러나 개혁법과 그에 따른 정책들은 하급법원에 의해 실행된 시장사기이론의 해석과 적용에 중요한 함축성을 부여하고 있다.

### 가. 개혁법의 손해인과관계의 요구는 EMH가 시장사기이론하에서 신뢰 추정의 촉발제로서 사용하기가 적절하다는 개념에 도전을 가함

Basic 사건의 "double presumption"의 개념으로 돌아가서, 시장사기이론의 최초의 버전은 문제가 된 허위표시가 실제로 주가에 영향을 미친 경우(즉 손해인과관계) 신뢰의 추정을 인정하는 반면, EMH는 허위표시가 주가에 영향을 미쳤다는 사실에 접근하는 방법을 제공하는 것이다. 이 방법에서 EMH는 신뢰에 대한 시장사기이론적 추정의 야기를 위한 손해인과관계의 trigger의 대체물로 활용된다. 따라서 하급법원이 시장사기이론을 적용함으로써, 원고들은

14). 당시 SEC 위원장이었던 Havy Pitt는 의회의 증언에서 이러한 의회의 의도에 대해서 강하게 반대하였다.

피고가 실질적으로 주가변동에 책임이 있다는 사실을 증명함 없이 집단소송 허가단계에서 신뢰의 추정을 빠르게 얻은 것이 허용되었다.

그러나 개혁법이 명백한 손해인과관계를 요구하는 것이 피고에게 책임도 없는 사유를 근거로 거대한 화해금을 취득하는 것을 막기 위해 고안된 것임을 고려할 때, EMH에 기반을 둔 시장사기이론의 버전은 기반이 흔들리고 있다고 보아야 할 것이다.

개혁법은 시장의 효율성 여부에 관계없이 34년법 제10조(b)를 근거로 소송을 제기하는 모든 원고들에게 손해인과관계의 입증을 명백하게 요구함으로써, 의회는 법원이 소송의 초기단계에서 원고의 손해가 피고의 행위로 말미암아 야기되었다는 사실의 증명을 요구할 것을 강력하게 암시하고 있다. 그러나 의회가 손해인과관계의 요구를 명백하게 법령화하였다는 것이 원고가 반드시 소송 초기 단계에서 손해인과관계를 입증하여야 한다는 것을 적극적으로 명령하는 것은 아니다. 따라서 개혁법이 하급법원이 원고에게 시장사기이론에 근거한 신뢰의 추정을 허용하여 인과관계에 대한 어떤 증명을 요구하지 않고 소송을 진행할 수 있는 것을 막는 것은 아니다. 따라서 손해인과관계의 법령화는 하급법원이 시장사기이론을 적용함에 있어서 여전히 critical 한 문제로 남아 있다.

#### **나. 개혁법의 손해배상조항은 법원들에 의해서 적용된 시장사기이론의 유형에 대해 중요한 함축성을 가지고 있음**

개혁법의 손해배상조항은 Baruch Lev 교수 및 Meiring de Villiers 교수에 의해 발전된 시장 움직임에 대한 "충격이론"(crash theory)에 근거를 두고 있다. 이 이론은 기본적으로 주가는 기업의 정보에 과민반응을 하며, 그리고 후에 올바른 정보가 공시되면 제자리를 찾게 된다는 것인데, 이 이론에 근거하여 의회는 손해배상조항에 올바른 공시가 이루어진 90일간의 개념을 포함시켰다. 손해배상액을 산정함에 있어서 개혁법은 시장이 기업의 정보를 반영하기까지는 상당한 시간이 소요된다는 의회의 믿음을 보여주고 있다. 이 90일이라는 기간 개념, 그리고 이것이 기반으로 하고 있는 crash theory는 기본적으로 Basic 사건에서 기반하고 있는 EMH 버전과는 일치하지 않는다. 결론적으로, 그리고 여러 학자들이 지적한 바와 같이, 개혁법의 손해배상조항과 시장이 즉각적으로 정보를 반영하지 않는다는 사고를 반영한 손해배상액 산정을 위한 실질적인 접근방법은, 시장에 대한 기술적인 이론인 EMH에 대한 의회의 회의론을 보여주는 것이다.

개혁법이 EMH에 대한 의회의 불신을 보여주고 있다는 이러한 결론은 시장사기이론에 의한 신뢰의 추정을 작동하기 위한 트리거로서 EMH가 더 이상 활용될 수 없다는 주장을 강화시켜 줄 수 있을 것이다. 이러한 주장은 EMH에 대한 의회의 회의를 고려할 때, 법원들은 EMH 이론에 근거하여 원고에게 신뢰의 추정을 인정하는 것에 대해 자중하여야 할 것이라고 비난한다.

#### 다. 개혁법의 주요 목적은 증권집단소송의 수를 줄이기 위한 것

특별한 손해인과관계나 손해배상액 산정조항을 논외로 하더라도, 개혁법이 가지고 있는 증권집단소송의 수를 줄이기 위한 일반적인 목적은 시장사기이론을 채택하는 하급법원들에게 중요한 결과를 가지고 있다. 즉 법원들이 일관되지 않고 광범위한 추정의 사용을 통제하기 위한 보이지 않는 방향을 제시하고 있다고 볼 수 있다.

개혁법의 뒤에 숨어있는 중요한 목적 중의 하나가 통제할 수 없는 증권집단소송의 남발을 제어하기 위하여 Rule 10b-5 소송을 제기하는 원고들에게 소담 및 증거요건을 강화하기 위한 것이기 때문이다. 따라서 개혁법의 목적은 사기소송과 관련하여 거대한 비용으로 시달리는 피고들의 부담을 덜기 위한 것임을 고려할 때, 집단소송의 수, 복잡성 및 불확실성을 줄이고자 하는 개혁법의 일반적인 목적과 하급법원에서 이루어지고 있는 광범위한 시장사기이론을 채택하는 방식과는 일치하지 않고 있다.

#### 다. 결 론

개혁법은 법원에 의해서 해석되고 채택되어 온 시장사기이론에 의한 신뢰의 추정을 상당할 정도로 훼손하였다고 할 수 있는데, 이를 다시 정리하면 다음과 같다.

첫째, 개혁법은 원고에게 손해의 입증을 강제하였으며, 따라서 시장사기이론상 EMH의 사용을 무력하게 하였다. 즉 EMH의 사용은 필요적으로 손해인과관계의 반증의 부담을 소송허가 단계에서 피고에게 전가하였으며, 결과적으로 원고의 손해가 피고의 책임이라는 사실을 증명함이 없이 소송을 개시할 수 있게 하여 주었다.

둘째, 개혁법의 손해배상조항은 시장에 대한 기술적 이론인 EMH에 대해 회

의를 보여주었고, 시장사기이론의 신뢰의 추정을 위한 trigger로서 EMH의 타당성에 의문을 제시하였다.

셋째, Basic 사건에서 보다 많은 소송을 허용하는 것이 투자자보호를 위해 최선의 방법이라는 생각하에 신뢰의 추정을 부여한 다수 대법관의 철학과, 소송을 줄이는 것이 보다 투자자를 보호하는 것이라는 개혁법의 생각은 서로 대립된다고 보아야 할 것이다.

결론적으로, 개혁법이 시장사기이론의 존재와 간접신뢰라는 그의 기초적인 이론의 운명에 대해 명확히 하지는 않았지만, EMH에 기초하여 손해인과관계를 추정하는 이론의 형태와는 일치하지 않는다.

### (3) 개혁법과 사베인스-옥슬리법

미국은 2002년 7월, 연방증권법을 대대적으로 개혁하는 사베인스-옥슬리법을 제정하였다. 이 법은 엔론, 월드컴, 아더 앤더슨을 붕괴시킨 기업부정과 회계부정에 대한 반응으로 등장한 것이기 때문에, 투자자보호를 위해, 그리고 기업지배구조와 공시제도를 개선하기 위한 것이다.

사베인스-옥슬리법이 증권규제의 다양한 부분에 걸쳐 개혁을 시도하였지만 1995년 개혁법에 의해 이루어진 개혁과 관련된 부분은 없으며, 특히 시장사기이론에 대한 개혁법의 생각에 변화를 가하는 시도는 전혀 없었다.

사베인스-옥슬리법의 목적은 투자자보호와 위반자에 대한 처벌을 강화하기 위해 증권규제의 범위를 확대하고자 하였고, 증권사기의 입증문제와 관련하여 엄격한 요구를 가한 개혁법의 목적과 충돌하는 조항은 없다.

개혁법은 일부 원고와 변호사들이 집단소송의 메커니즘을 이용하여 증권사기 소송을 조작하고 있다는 믿음에 기초하여 Rule 10b-5 소송을 더욱 어렵게 만들기 위해 증권법의 조항들에 상당한 개혁을 가한 반면, 사베인스-옥슬리법은 이러한 개혁법의 실제적 조항에는 전혀 터치를 하지 않았으며, 단지 절차적인 징벌적인 부분만에 손을 대었다. 따라서, 개혁법에 의한 시장사기이론에 대한 함축성은 사베인스-옥슬리법 제정 이후에도 여전히 법원들이 고려해야 할 중요한 사항으로 살아 있다고 보여진다.

### III. 증권집단소송법안의 손해배상책임

#### 1. 집단소송의 허가요건

##### 가. 객관적 요건

증권집단소송을 제기하기 위해서는 일반 소송과는 달리 법원의 허가를 받아야 한다(증권집단소송법안 제7조, 제10조). 이는 집단소송이 가진 위력과 피고에 대한 가중한 부담으로 인해 소송의 가치가 있는 사안에만 집단소송을 허용하기 위해 소송의 제기단계에서 남소를 방지하기 위하여 법원의 심사를 거치도록 한 것이다.

현재 법안이 집단소송의 허가요건으로 열거하고 있는 것으로는, (i) 구성원이 50인 이상일 것, (ii) 구성원의 각 청구가 제3조에 해당되는 청구로서 법률상 또는 사실상의 중요한 쟁점을 공통으로 할 것, (iii) 증권관련집단소송이 총원의 권리실현이나 이익보호에 적합하고 효율적인 수단일 것, (iv) 제9조에 따른 허가신청서의 기재사항 및 첨부서류에 흠결이 없을 것 등 4가지이다(법안 제12조). 이러한 허가요건은 미국 연방민사소송규칙 제23조에서 규정하고 있는 요건을 그대로 수용한 것이라 할 수 있다.

이들 허가요건은 집단소송으로 허가받기 위한 객관적인 요건이라 할 수 있으며, 법원은 허가결정을 내리기 전에 필요한 경우 대표당사자에게 허가신청의 이유를 소명하도록 할 수 있으며(법안 제13조 1항), 당사자를 심문하여 허부결정을 내리도록 하고 있다(동조 2항). 또한 법원은 심문과 관련하여 직권으로 필요한 조사를 할 수 있도록 하고 있다(동조 3항). 그리고 허가신청서에는, (i) 당사자, 법정대리인 및 소송대리인, (ii) 총원의 범위, (iii) 대표당사자 및 소송대리인의 경력, (iv) 허가신청의 취지와 원인 등이 기재되어야 한다(법안 제9조 1항).

##### 나. 허가의 요건으로서 입증책임

법안 제9조 1항은 허가신청서에 "허가신청의 취지와 원인"을 기재할 것으로 요구하고 있다. 이 경우 허가신청의 취지와 원인을 어느 정도까지 구체적으로 작성하여야 하는가? 이러한 요구는 허가단계에서 원고에게 손해인과관계의 입증을 요구하는 것으로 보아야 하는가? 이미 앞에서 살펴본 것처럼, 미국의 경우 개혁법의 정신에 비추어볼 때 집단소송의 허가단계에서 원고에게

손해인과관계의 입증을 요구하는 것이 바람직하다고 언급하였다.

우리의 경우는 어떠한가? 일반 소송의 경우 입증책임은 소송의 진행과정에서 필요한 단계에서 요구되는 개별 사항마다 입증하면 충분하다고 할 수 있다. 이러한 일반적인 상황을 집단소송의 경우에도 그대로 적용할 수 있는가? 법안에서 특별히 이 부분에 대해서 언급하고 있지 않기 때문에, 허가신청서에 기본적인 청구의 취지와 원인을 기재하는 것으로 충분하며, 이러한 요구가 입증책임까지 요구하는 것으로 볼 수는 없다. 따라서 집단소송의 경우도 일반 소송과 마찬가지로, 소송의 과정에서 필요한 경우마다 손해인과관계를 입증하면 충분하다 할 것이다.

## 2. 집단소송의 청구원인

우리 법안은 손해배상을 청구할 수 있는 청구원인으로는 (i) 증권거래법 제14조의 규정에 의한 손해배상청구, (ii) 증권거래법 제186조의5의 규정에 의하여 사업보고서, 반기보고서 및 분기보고서에 준용되는 제14조의 규정에 의한 손해배상청구, (iii) 증권거래법 제188조의3 또는 제188조의5의 규정에 의한 손해배상청구, (iv) 증권거래법 제197조의 규정에 의한 손해배상청구의 4가지로 제한하고 있다(법안 제3조).

이들 조항들은 사업보고서 등 정기공시서류의 경우 법 제14조의 규정을 준용하는 것을 제외하면, 각각 손해배상책임에 관한 내용을 가지고 있다. 따라서 집단소송과 관련한 손해배상문제는 궁극적으로 증권거래법에서 행위별로 손해배상책임을 규정하고 있는 각 조항이 증권집단소송과 관련한 손해배상책임을 실제법이 된다.

집단소송의 청구원인으로 이렇게 4가지 사항으로 제한하고 있는 것에 대해 형평성 차원에서 비판이 있는데, 정기공시 서류에 허위기재는 집단소송의 대상으로 인정하되 수시공시 서류의 경우에는 불허한다는 것은 설명되기가 어렵다고 본다. 법을 도입하는 정부의 입장에서는 집단소송 도입의 충격을 최소화하기 위해 청구원인도 최소한으로 제한하는 것이라고 설명하지만, 투자자보호와 형평성 차원에서 부적절하다고 본다. 현재 이 조항에 대한 수정 논의 없는 것으로 보인다.

## IV. 증권거래법상 손해배상책임

### 1. 서 론

#### (1) 민법상 손해배상책임과의 관계

증권거래법은 현재 집단소송의 대상이 되는 청구원인별로 각각 손해배상책임에 대해 규정하고 있다. 이러한 규정은 민법 제750조에서 규정하고 있는 불법행위에 대한 특별법적 의미를 가지고 있다고 볼 수 있다. 증권거래법에서 규정하고 있는 손해배상책임과 민법 제750조가 규정하고 있는 손해배상책임은 서로 배타적인 규정이 아니라 청구권의 경합으로 보아야 하며, 따라서 손해배상청구를 구하는 자가 선택적으로 취할 수 있다.<sup>15)</sup>

불법행위의 일반적인 요건과 기본적인 효과를 정하는 민법 제750조는 "고의 또는 과실로 인한 위법행위로 타인에게 손해를 가한 자는 그 손해를 배상할 책임이 있다"고 규정하고 있으며, 또한 제753조와 제754조는 책임능력이 있는 자만이 배상책임을 지는 것으로 규정하고 있다. 따라서 일반 불법행위의 성립요건으로는, (i) 가해자의 고의 또는 과실에 의한 행위, (ii) 가해자의 책임능력, (iii) 가해행위의 위법성, (iv) 가해행위에 의한 손해발생을 들 수 있다. 즉 민법상 불법행위에 의한 손해배상책임은 피고의 고의·과실에 의해 불법행위가 발생하면 손해배상책임이 성립한다.

민법상 손해배상책임에 대해 증권거래법상 손해배상책임은 특별법상의 손해배상책임 규정으로서, 가해행위에 의한 손해발생과 관련하여 입증책임에 있어 민법상 손해배상책임에 비해 상당할 정도로 완화되어 있다. 즉 비개인적 관계에서 집단적으로 거래가 이루어지는 증권시장에서의 거래에서 전통적인 불법행위에 적용되는 동일한 입증책임을 요구하는 경우 소송 자체가 불가능해 질 수 있기 때문이다.

미국의 손해배상책임과 관련하여 볼 때, 우리 법의 특징의 하나는 "신뢰"를 요구하지 않는다는 점이다. 이러한 특징은 민법 제750조에서뿐만 아니라 증권거래법의 각 손해배상책임규정에서도 요구하고 있지 않다. 다만 일부 하급법원에서 피고의 부실표시를 "믿고" 거래하였을 것을 명백하게 요구하는 경우가 있었다는 사실은 주목할 만 하다.

15). 한국강관 사건, 서울지방법원 1996.2.15 선고 95가단85422 판결; 임재연, 139면.

## (2) 고의 또는 과실의 입증책임

고의 또는 과실은 불법행위의 적극적인 성립요건이므로, 그 입증책임은 불법행위의 성립을 주장하는 원고가 부담한다. 그러나 이러한 원칙의 예외로서 가해자가 입증책임을 부담하는 경우가 있는데, 즉 가해자가 자기에게 고의 또는 과실이 없었음을 입증하지 않으면 책임을 면하지 못하는 경우가 예외적으로 인정된다.

이에는 입법에 의한 전환과 과실의 추정(사실상의 전환)이 있다. 입법에 의한 전환은 특수한 불법행위의 경우 민법의 규정에 의하여 고의 또는 과실의 입증책임을 가해자에게 전환되어 있으며(민법 제755조 내지 제759조), 과실의 추정은 원고측에서 가해행위로 손해가 발생하였음을 입증하는 경우에는 가해자에게 과실이 있는 것으로 추정해서, 가해자측에서 과실이 없었음을 반증하지 못한다면 불법행위책임을 성립을 인정한다.<sup>16)</sup> 실제로 가해자의 고의 또는 과실을 증명한다는 것이 매우 어려운 일이기 때문에, 공평의 법리에서 가해자가 고의·과실이 없었음을 증명하는 때에는 책임을 면하게 하는 것이 공평하다고 할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우에는, 그렇게 함으로써 가해자의 고의나 과실을 인정하는 것이 제도의 목적에 적합하다고 할 수 있는 경우가 있다.<sup>17)</sup> 즉 "공평의 법리에 의한 과실의 추정"을 하는 것이다.

이러한 고의·과실의 입증문제는 증권거래법상 손해배상책임 문제에 있어서는 중요한 문제로 부각되지는 않는데, 증권거래법상 손해배상책임을 규정되어 있는 사안들은 모두 중대한 증권범죄 행위들이며, 이들 사안에 대한 적발은 개인으로서는 어려운 일이다. 따라서 이러한 위법행위에 대한 손해배상청구는 실질적으로 증권감독당국의 위법사실의 발표로 시작된다고 볼 수 있으며, 이 단계에 이르면 이미 피고의 고의·과실 문제는 입증이 끝나 있는 단계라 할 수 있기 때문이다.

## (2) 위법성

## (3) 손해인과관계의 입증

### 가. 상당인과관계

---

16). 박윤직, 채권각론

17). 박윤직, 채권각론

피고의 불법행위와 원고의 손해 사이에 인과관계가 존재하여야 하는데, 어느 정도의 인과관계가 필요하느냐가 문제가 된다. 이에 민법은 규정상 명백하게 상당인과관계를 취하고 있다고 볼 수 있다(민법 제763조, 제393조). 상당인과관계란 어떠한 사실이 현재에 있어서 결과를 발생하게 할 뿐만 아니라 일반적인 때에 있어서도 역시 동일한 결과를 발생시켜야만 그 사실을 결과발생의 원인으로 인정한다는 것이다. 판례와 통설도 상당인과관계설을 취하고 있다.<sup>18)</sup> 이 설에 따르면 "우연한 사정" 내지 당해 위반행위에 따르는 "특수한 사정"은 행위의 결과에서 제한하게 되어 인과관계의 범위를 좁히는 결과를 가져온다.<sup>19)</sup>

그러나 이러한 상당한 인과관계의 요구는 현대사회에서 흔히 발생하는 사업재해·공해·의료과오 등에 관한 소송에서의 입증책임을 매우 어렵게 한다. 이러한 소송의 경우 때때로 높은 자연과학적 지식을 요구하고, 공적 조사기관의 불비·가해자의 비협력 등 입증을 어렵게 하는 여러 요소들이 존재한다. 이에 이러한 인과관계의 입증의 어려움을 해결해 주기 위해 등장한 것이 "개연성설"이다.<sup>20)</sup> 즉 원고의 사법적 구제를 원활하게 하기 위하여 인과관계의 증명도를 낮추기 위한 것이다.<sup>21)</sup> 개연성설에 의하면 피고의 원인행위와 원고의 손해 사이에 인과관계가 존재한다는 상당한 정도의 개연성을 보여주는 정도의 것이면 된다는 것이다. 즉 원고의 이러한 입증에 대하여 피고가 거기에는 인과관계가 있지 않다는 것을 증명하지 못하는 경우에는 인과관계의 존재를 인정하려는 것이다.

현재 우리나라의 판례들이 이러한 개연성설을 받아들이는 입장을 보여주고 있으며, 최근 일부 판례에서는 상당인과관계를 판단함에 있어서 일반적인 결과 발생의 개연성은 물론, 의무를 부과하는 행동규범의 목적, 즉 입법의 목적, 보호법익, 위반행위의 태양이나 피침해이익의 성질등을 종합적으로 고려해야 한다고 판시함으로써 규범목적설을 포용하고 있어, 원고의 입증책임의 부담을 덜어주려는 경향을 보이고 있다.<sup>22)</sup>

증권거래법상 손해배상책임 규정들은 피고의 행위와 원고의 손해 사이의 인

18). 곽윤직, 채권총론, 145 (박영사, 신정수정판, 1999)

19). 곽윤직, 전제서, 145 참조.

20). 곽윤직, 채권각론, 727면 (박영사, 1996)

21). 박정호, 손해배상의 인과관계에 관한 소고, 245면 (단국대 법학연구소 2000)

22). 대판 1994.12.27 94다36285; 대판 1995.1.12 94다21320 (박정호, 전개논문, 243면에서 재인용)

과관계를 명백하게 요구하되, 그 인과관계의 정도는 상당할 정도로 완화해 주고 있다. 즉 실질적으로는 피고에게 입증책임을 전환하고 있다고 볼 수 있다.

## 나. 손해의 발생

불법행위가 성립하려면 가해행위에 의하여 손해가 발생하여야 한다. 예컨대, 타인의 권리를 침해하였다 하더라도 그로 말미암아 손해가 생겼다는 증거가 없으면 손해배상책임은 발생하지 않으며, 이러한 손해발생의 입증책임은 원고에게 있다.

## 2. 유가증권신고서 등 허위표시에 근거한 손해배상책임

### (1) 현행규정

법 제14조 발행시장에서 허위기재로 인한 배상책임에 대해 명시적으로 규정하고 있다.

법 제14조(허위기재로 인한 손해배상) ① 유가증권신고서와 제12조의 규정에 의한 사업설명서(예비사업설명서 및 간이사업설명서를 포함한다. 이하 이조에서 같다)중 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 유가증권의 취득자가 손해를 입은 때에는 다음 각 호의 자는 그 손해에 관하여 배상의 책임을 진다. 다만, 배상의 책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하거나 그 유가증권의 취득자가 취득의 청약시에 그 사실을 안 때에는 그러하지 아니하다

유가증권신고서 등 발행시장에서 사용되는 공시문건에 허위표시를 한 경우 손해배상책임을 규정하는 제14조는 1963년 4월 7일, 법률 제1334호에 의해 당시 제8조의2(허위기재로 인한 손해배상)로 처음 신설되었다. 당시 규정의 내용은 원고를 "선의의 유가증권 취득자"로 표현한 반면, 현재의 규정은 단서에서 이와 유사한 내용을 담고 있다.

따라서 1963년 신설 당시나 현재의 제14조 규정은 민법 제750조의 규정체제를 그대로 반영하고 있다고 볼 수 있는데, 즉 민법 제750조에서 규정하고 있는 일반불법행위의 성립요건인 (i) 위법성, (ii) 손해의 발생을 동일하게 요구

하고 있다.

## (2) 입증책임과 손해인과관계

법 제14조는 “허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 유가증권의 취득자가 손해를 입은 때”라고 명시하면서, 피고의 부실표시 행위와 원고의 손해 사이에 분명한 인과관계를 요구하고 있다.

그리고 나중에 추가된 제15조 제2항에서 “제1항의 규정에도 불구하고 제14조의 규정에 의하여 배상책임을 질 자가 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부를 허위로 기재·표시하거나 중요한 사항을 기재·표시하지 아니함으로써 발생한 것이 아님을 증명한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 아니한다”고 하여 피고가 원고의 손해가 자신의 행위에서 기인하지 않았다는 사실을 입증하는 경우에는 손해배상액의 감면을 허용해 주고 있다.

먼저 원고는 유가증권신고서상의 부실표시의 존재에 대해 입증책임을 진다. 이 경우 개인투자자가 이러한 사실을 파악하기는 어려움이 있으며, 보통 증권감독당국의 발표가 있어야 가능한 것이 현실이다. 또한 그러한 발표가 있어야 분석회계의 사실이 밝혀지고, 주가가 하락하기 때문에, 그러한 사실이 밝혀지지 않으면 주가도 하락하지 않는다고 볼 수 있다.

두 번째로 부실표시와 원고의 손해 사이의 인과관계는 누가 입증책임을 부담하는가? 먼저 위법행위에 대한 사실이 존재하는 경우, 원고는 자신이 당해 부실표시가 이루어진 시점 또는 그 이후의 시기에 거래를 하였다는 객관적인 사실만의 제시로 충분하다 할 것이다. 그런데 제15조 제1항에서 변론종결시점을 손해배상액 산정기준점의 하나로 설정하고 있는데, 소송이 길어져서 다른 사유로 주가가 하락한 경우, 이 경우의 손해까지 피고가 부담하는 것은 적절치 않으므로 제15조 제2항이 1997년 4월, 증권거래법 제12차 개정시 추가된 것이다. 즉 피고가 원고의 손해가 자신의 부실표시와 관계없이 발생한 사실을 입증하는 경우 손해배상액을 감면 받을 수 있도록 하였다. 그러나 이 조항은 인과관계의 부존재를 피고에게 전환시킨 결과를 가져왔다. 즉 하는 방식이라 할 수 있다. 즉 실질적으로 원고에게 인과관계 부존재의 입증을 요구하는, 입증책임을 전환하는 형식이라 할 수 있다.

미국의 경우도 피고는 손해의 전부 또는 일부가 부실표시 이외의 사유로 인하여 발생하였다는 것을 입증할 때에는 배상액을 감면 받을 수 있는데, 우리

법 제15조 제2항이 이러한 내용을 그대로 수용한 것으로 보인다.

만약 제15조 제2항이 없었던 당시 원고의 입증책임은 어떠했는가? 원고의 입증책임의 정도는 차이가 없으며, 피고의 경우 자신의 행위와 원고의 손해 사이에 인과관계 부존재를 입증하는 경우에는 지금과 마찬가지로 입증부분에 대해서 면책, 즉 손해배상액의 감면을 받을 수 있을 것으로 생각된다. 즉 법 제14조가 이미 상당할 정도로 원고의 입증책임을 완화시켜 주고 있기 때문에, 원고가 제15조 제2항의 도움을 받지 않아도 손해인과관계의 입증책임을 어려움은 크게 없었을 것으로 보인다. 다만, 피고의 입장에서는 제15조 제2항의 존재로 말미암아 피고의 항변의 권리를 분명하게 하였다는 점에서 의미가 있다 하겠다.

### (3) 피고의 항변과 반증

법 제14조 단서는 피고가 "상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명"한 경우에는 피고의 면책이 허용된다. 즉 피고가 부실표시를 행함에 있어 상당한 주의를 기울였다면 면책을 허용하고 있다. 소위 "due diligence defense"를 의미한다.

발행시장에서의 부실표시와 관련하여 배상책임을 질 자는 다양하며, 특정 분야의 담당이사나 전문가들의 경우 due diligence 의무를 다한 경우 면책을 허용하는 것은 적절하다고 볼 수 있으나, 이러한 면책의 범위에 발행자가 포함되는 것은 문제가 있다. 미국의 경우 발행회사는 due diligence의 항변을 주장할 수 없다(33년법 제11조(b)). 또한 "취득자가 취득의 청약시에 그 사실을 안 경우"에도 면책될 수 있는데, 이에 대한 입증책임은 피고가 부담한다.

우리 법의 경우, 적극적인 부실표시를 한 경우와 불공시의 경우에 차별 없는 입증책임을 요구하는 것은 바람직한가? 적극적인 부실표시든 불공시든 거래법이 금지하는 위법행위로서, 그러한 행위의 존재만으로 위법성이 인정되며, 미국처럼 신뢰를 요건으로 하고 있지 않기 때문에 원고는 그러한 피고의 행위로 자신에게 손해가 발생하였다는 사실만 입증하면 되므로 차이가 없다고 본다.

- 미국의 사베인스-옥슬리법과의 관계

#### (4) 신뢰, 즉 거래인과관계의 면제

법 제14조는 원고가 피고의 부실표시를 신뢰하고 거래하였다는 "거래인과관계" 또는 "신뢰요건"을 요구하고 있지 않다. 증권거래법이 "신뢰"를 불법행위요건으로 요구하지 않는 것은 민법상 불법행위에 기한 손해배상책임 체계를 그대로 가져온 것이라 할 수 있다.

미국의 경우, 앞에서 언급한 것처럼 시장사기이론을 적용하여 일정한 경우 신뢰의 존재를 추정해 주는데, 이러한 이론은 발행시장의 경우에는 적용되지 않는다. 즉 미국의 경우 발행시장에서의 민사책임은 유통시장보다 더 엄격한데, 33년법 제11조는 등록신고서(registration statements) 또는 사업설명서(prospect)에 중요한 사실에 관하여 부실표시에 관한 손해배상책임에 있어서 신뢰를 기본적으로 요구하지 않는다. 즉 시장사기이론을 동원하여 신뢰의 추정을 도출할 필요가 없는 것이다.

결과적으로 증권거래법 제14조의 손해배상책임은 미국의 33년법 제11조의 내용과 기본적으로 유사한 체계를 가지고 있다고 볼 수 있다. 다만, 앞에서 언급한 것처럼, 미국은 이러한 엄격한 책임의 선상에서 발행자에겐 due diligence의 항변도 허용하지 않는다.

다만, 한국강관 제2심에서 원고가 당해 부실표시를 "믿고" 거래하였는지를 문제로 삼았는데, 당해 사안은 시효만료로 인해 증권거래법상 신뢰 여부를 본격적으로 다루지는 않았고, 다만 민법상 손해배상책임을 논하면서 원고의 신뢰를 명확히 요구하면서 원고를 이를 충족시키지 못하였다고 판결하였다. 그러나 대법원은 이러한 신뢰의 문제를 매우 탄력적으로 해석하면서 미국의 시장사기이론의 사상을 반영하는 측면에서 원고의 신뢰를 추정해 주었다.

#### (5) 판례 분석

##### 가. 신정제지 사건

유가증권신고서와 사업설명서상의 부실표시를 근거로 소송이 제기된 사건으로 1997년 5월 서울지방법원 남부지원에 제기된 신정제지 손해배상청구 사건을 들 수 있다.<sup>23)</sup> 이 사건에서 원고는 발행시장에서 당해 주식을 매수한 자,

23). 서울지방법원남부지원 1997.5.21. 선고 96가단35006 판결, 서울지방법원 1997.11.18. 선고 97나31846 판결, 대법원 1998.5.29. 선고 97다56563 판결

즉 법 제14조에서 규정하고 있는 "유가증권의 취득자"가 아니라 거래소에 상장된 이후에 거래소시장에서 매수한 유통시장에서의 매수자이다. 따라서 법원은 증권거래법 제14조를 적용하지 못하고 민법상 불법행위책임을 인정하여 책임을 물었다.

이 사건에서 법원은 "피고 丙은 위와 같은 주식을 불법으로 상장시키고 유가증권신고서와 사업설명서에 허위의 사실을 기재하여 주식투자자인 원고에게 손해를 입게 한 행위는 민법상 불법행위를 구성한다고 할 것"이라고 판단하였다. 여기서 법원은 원고가 유가증권신고서와 사업설명서를 직접 읽고 신뢰하였는지를 묻지 않았고, 일반적으로 상장된 이후에 첫 번째 분기보고서 또는 사업보고서가 발표되기 이전에 투자자가 발생시장에서 공시된 문건인 유가증권신고서와 사업설명서를 확인하는 것은 기대하기 어려운 현실임으로 고려할 때, 법원의 판결은 적절하다고 본다.

#### 나. 엔트 사건

피고회사 엔트는 1997년, 재무상태가 좋지 않음에도 불구하고 코스닥시장에 등록하기 위하여 등록과정에서 유가증권신고서와 사업설명서에 자금사정이 어려운 사실을 기재하지 않고 누락시켰다.

이 사건에서 법원은 원고가 유가증권신고서를 신뢰하였을 것을 추정하였고, "적어도 김 모씨 등을 비롯한 동부증권 직원들과의 상담을 통하여 간접적으로나마 위 유가증권신고서의 주요 내용을 파악한 후 이를 투자판단의 기초로 삼아 피고 엔트의 주식을 매수한 것으로 보이고, 그 후 피고 엔트의 주가가 하락하여 위 원고가 손해를 입었다 할 것이므로 발행인이자 신고인인 피고 엔트, 위 신고자의 이사인 피고 戊, 위 발행인과 당해 주식의 인수계약을 체결한 피고 동부증권은 증권거래법 제14조에 따라 각자 위 원고의 손해를 배상할 책임이 있다"고 판시하였다.<sup>24)</sup>

즉 법원은 원고의 신뢰의 추정을 인정하였지만 제14조의 구성요건상 신뢰문제는 본질적인 부분이라고 할 수 없다. 피고회사가 유가증권신고서에 부실표시를 하였고, 그리고 원고는 이러한 부실표시가 이루어진 시점에, 그러한 부실표시에 영향을 받아 형성된 가격으로 피고회사의 주식을 거래하였고, 그로 인해 손해를 보았으면 제14조의 요건을 충족시키는 것으로 보아야 할 것이다.

24). 서울지방법원 2000.6.30 선고 98가합114034 판결

## 2. 사업보고서 등 정기공시문서의 부실표시로 인한 손해배상

거래법은 사업보고서, 반기보고서 및 분기보고서 상의 부실표시로 인한 손해배상책임의 경우 발행시장에서 유가증권신고서 등 문건에 부실표시에 관한 손해배상책임을 규정하고 있는 제14조의 규정을 준용하고 있다.

즉 원고는 손해인과관계의 입증책임을 부담하며, 피고는 원고의 손해가 피고의 행위와 관계없이 발생하였다는 사실을 반박할 수 있는 부분에 한해서 손해배상책임을 면제된다.

정기공시의 경우에도 신뢰요건은 요구되지 않으며, 단지 위법행위가 존재하였으며, 원고는 그러한 행위로 인해 손해를 입었다는 사실의 증명으로 보호될 수 있다.

### (1) 진흥기업 사건

진흥기업사건은 1989.3.15 증권시장지에 1988년 결산결과 55억원 정도의 당기순이익이 발생하였다는 취지의 결산속보를 게재하였는데, 외부감사를 거쳐 결산을 확정된 결과 오히려 당기순손실이 발생하였음이 밝혀지자 투자자가 허위표시에 근거한 손해배상청구소송을 제기한 사건이다.

법원은 이 사건에서 "불법행위로 인한 손해배상책임을 성립하기 위하여는 그 원인된 행위로 인하여 일반적인 경우에 있어서는 보통 그 결과를 발생케 하는 상당인과관계가 인정되어야 할 것인바, 주식시장에서 매수인이 주식을 매수 또는 매도할 때에는 당해 회사의 자산상태, 사업전망 뿐만 아니라 정부의 경제정책, 경제계의 제반 상황과 업계의 전망, 물가 등 경제적인 요인은 물론, 노사분규, 학원문제 등 사회적인 여건, 기타 국내외 정치상황, 외교문제, 국제문제 등 복합적인 요인을 참작하여 이를 결정한다고 할 것이므로 이 건에 있어서는 원고가 위 각 주식을 매입할 때 위 금액의 당기순이익이 발생하였다는 결산속보만 믿고 이를 매입하게 된 것이라고 단정하기는 어렵다"고 판단하였다.<sup>25)</sup>

이 사건은 법원이 상당한 인과관계의 입증을 원고에게 요구한 사건이라 할

25). 서울민사지방법원 1991.3.22 선고 89가합53281

수 있다. 그러나 정기공시 서류의 부실표시에 대한 손해배상책임을 제14조 규정을 준용하는 있는데, 제14조의 규정을 충실히 따른다면 원고에게 법원이 논하는 것처럼 그 많은 이유를 대면서 피고의 부실표시와 자신의 손해사이에 인과관계의 입증을 요구한다는 것은 법의 기본 취지에 어긋난다고 본다.

최종적으로 이 사건은 결산속보에 기재된 내용이 최종적인 것은 아니며, 피고회사도 그 사실을 이미 널리 공시한 바 있기 때문에, 원고 패소 판결을 내렸다.

유통시장에서 정기공시문서의 부실표시에 대한 입증책임 문제와 발행시장에서의 부실표시에 대한 입증책임 요건은 동등해도 아무런 문제가 없는가? 문제가 있다면 어떤 문제가 있겠는가?

### 3. 내부자거래에 의한 손해배상청구

#### (1) 현행규정

법 제188조의3은 미공개정보 이용행위와 관련한 배상책임을 규정하고 있다: "제188조의2의 규정에 위반한 자는 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다".<sup>26)</sup>

내부자거래의 손해배상책임 구조도 미공개정보의 이용금지 규정을 위반한 자, 즉 위법행위를 한 자는 그 매매거래로 인해 타인에게 손해를 입힌 경우에는 손해배상의 책임을 지도록 되어 있다. 즉 원고는 내부자거래가 발생하였고, 원고가 당해 거래와 관련하여 피해를 입었다는 사실만 입증하면 충분하다. 따라서 이 규정은 실질적으로 원고의 손해인과관계의 입증을 상당히 완화해 주고 있다.

#### (2) 내부자거래의 손해배상책임과 관련된 쟁점들

내부자거래는 증권거래법에서 규정하고 있는 다른 불법행위와는 다른 특징을 가지고 있는데, 이러한 특징은 내부자거래와 관련한 손해배상책임 문제를 매우 어렵게 만든다.

---

26). 이 규정은 1991년 12월 31일, 법률 제4469호에 의해서 도입된 규정인데, 현재의 규정과 동일하다

첫째, 내부자가 미공개정보를 이용하여 거래를 하는 경우에도, 내부자의 거래가 주가에 미치는 영향은 많은 경우 미미하다. 피해자가 입은 주가 하락 또는 주가상승에 의한 손해는 내부자가 거래를 끝낸 후 이루어진 기업공시의 영향으로 인해 발생한 것이 대부분이다. 따라서 내부자의 거래와 원고의 손해와는 직접적인 인과관계가 사실적으로 존재하지 않는 경우가 대부분이다.

둘째, 내부자거래의 피해자는 당해 내부자가 미공개정보를 이용한 거래를 하지 않았더라도, 그와 관계없이 매도 또는 매수하였을 것이라는 점이 손해인과관계를 입증하기에 어려운 문제가 되고 있다. 이는 원고의 입장에서도 그렇고, 피고의 입장에서도 반증하기가 어렵다. 그러나 피고가 위법행위인 내부자거래를 행한 이상, 피고에게 입증책임을 전환시킨 것은 바람직하다고 본다.

셋째, 공개시장에서 이루어지는 집단적으로 이루어지는 거래에서 피해자의 범위를 어디까지 설정한 것인가라는 매우 어려운 문제를 야기시킨다. 즉 원고는 거래 당시에는 내부자가 누구인지 전혀 인식 없이 거래하게 되며, 집단적 거래 과정에서 우연적으로 특정인이 내부자와 매치되는 거래를 하게 되기 때문이다.

이러한 구조를 가지고 있는 내부자거래에 있어서 원고에게 일반 소송에서 요구되는 손해인과관계, 특히 내부자의 불공시(non-disclosure)와 자신의 손해 사이에 인과관계를 입증하는 것은 본질적으로 불가능하다고 볼 수 있다. 이에 우리 법은 "피고의 내부자거래 사실의 존재" 즉 위법성이 존재하는 경우, 당해 거래와 반대 방향으로 거래한 자들에게 손해배상청구권을 부여하고 있다. 즉 원고는 내부자거래가 존재한 시점에 자신이 반대방향에서 거래를 하였고, 그러한 거래로 인해 손해를 입었다는 사실을 입증함으로써 구제를 받을 수 있다.

### (3) 집단소송의 제기와 원고의 범위

집단소송에서 원고의 범위를 확정하는 것은 매우 중요하다. 그러나 내부자거래의 특성상 어느 정도까지 내부자거래의 피해자로 인정할 것인가는 내부자거래를 이유로 집단소송의 제기하는 경우 매우 중요한 문제가 된다.

내부자거래의 상대방은 우연히 결정되는 바, 당해 내부자의 거래와 매치가

된 거래자만 원고적격을 인정하는 것은 불합리하며, 그렇다고 내부자의 거래 시점부터 공시가 이루어진 시기까지의 모든 상대방 거래자를 포함하는 것은 지나치게 원고의 범위를 넓히는 결과가 되어, 피고가 내부자거래를 통해 얻은 이익의 범위를 지나칠 정도로 초월할 수 있다.

법 제188조의3은 이를 명확하게 하고 있지 않으며, 단지 "위반한 자는 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해를 배상" 하도록 규정함으로써 손해인과관계를 상당히 완화해 주고 있다. 즉 원고는 내부자거래의 존재가 확인되면(이는 정부감독기관 또는 검찰의 발표가 있는 경우에만 인지 가능), 자신의 거래가 문제가 된 내부자거래가 이루어진 시점에서 상대 거래자였다는 사실의 제시만으로 손해인과관계를 입증하는 것으로 인정하고 있다.

우리 법은 "내부자의 거래와 관련하여 손해를 입은 자"를 원고로 인정하고 있는데, 여기서 "관련성"의 범위를 어느 정도까지 볼 것이냐가 소송에서 쟁점이 될 수 있으며, 특히 집단소송의 경우 "class"의 확정과 관련하여 중요한 문제가 될 것이다.

이를 해석함에 있어 다음의 두 가지 주장이 대표적이라 할 수 있다. 즉 (i) 내부자가 최초로 거래한 시점부터 공시가 이루어지기 전까지 거래한 모든 자를 포함하여야 한다는 주장과, (ii) 내부자가 최초로 거래한 시점부터 내부자의 거래가 종료한 시점까지로 제한하여야 한다는 주장이 있다.

첫 번째 주장은 내부자가 부담해야 할 손해배상의 범위가 대단히 넓어진다는 점에서 비현실적이며, 또한 내부자가 공시의무가 없는 경우가 대부분인데, 자신의 거래가 끝나고 공시가 이루어지기 전까지 이루어진 모든 거래자에 대해서까지 배상책임을 묻는다는 것은 비합리적으로 보인다.

우리 법이 "관련하여"라는 표현을 통해 원고의 범위를 일정한 범위로 제한하고자 하는 의도를 보이고 있기 때문에, 원고의 범위는 내부자가 거래한 최초의 시점과 거래가 종료한 시점 사이에 반대 방향에서 거래한 자들로 인정하는 것이 법의 해석에 충실한 것으로 보이며, 또한 현실적이고 합리적이라 생각한다. 미국의 경우, 그동안 이론적으로 분열되어 있었지만 34년법에 반대편에서 "동시기의 거래자"(contemporaneous traders)로 한정하였다(제20A조 (a)).

우리의 경우, 내부자가 배상해야 할 손해배상액의 한도에 대해서는 언급이 없는데, 미국의 경우 내부자의 손해배상액의 총액은 내부자가 위법한 거래를 통해서 취득한 이득 또는 회피한 손실을 초과할 수 없도록 한도로 정하고 있다.<sup>27)</sup>

#### 4. 시세조종과 관련한 의한 손해배상

##### (1) 현행규정

법 제188조의5(시세조작의 배상책임) ① 제188조의4의 규정에 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 자가 그 매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해를 배상할 책임이 있다

##### (2) 시세조종의 손해배상책임 구조

시세조종의 경우에도 불특정다수인간에 거래되는 증권시장에서 이루어지기 때문에, 단지 원고가 "위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁"을 한 것만 입증하면 충분한 것으로 손해인과관계의 입증책임을 완화해 주고 있다. 즉 원고는 피고가 위법행위인 주가조작을 하였고, 그 위반행위로 인해 형성된 가격으로, 즉 피고에 의해 인위적으로 조종된 가격으로 원고가 거래하였다는 개관적인 사실만을 제시하는 것으로 충분하다. 또한 시세조종의 경우도 다른 경우처럼 신뢰의 문제를 법은 요구하지 않는다.

시세조종의 경우 "위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여" 거래를 하여 손해를 본 모든 자가 원고가 될 수 있는데, 피고는 이에 항변할 수 있는가? 항변이 어렵다고 본다. 피고가 시세조종을 한 이상, 즉 위법행위가 성립된 이상, 원고는 단순히 그 가격으로 거래한 사실만 제시하면 되므로 피고가 원고의 악의 또는 불신뢰 등을 반증할 틈이 존재하지 않는다고 본다.

주가조작 행위로 인해 가격이 변동되지 않은 경우, 또는 작전에 실패해서 주가의 움직임이 미미하여 원고에게 손해가 발생하지 않은 경우에는 민사책임은 발생하지 않는다. 다만, 형사책임 문제는 주가조작의 성공여부와는 관계없

---

27). 이러한 내용은 1988년 ITSEF 법에 수용되어 34년법 제20A조(b)(1)에 반영되었다.

이 발생할 수 있다.

### (3) 대한방직 손해배상청구 사건

이 사건은 현실거래에 의해 이루어진 시세조종행위와 손해의 인과관계를 논한 사건으로 중요한 의미를 가지고 있다.

제1심에서 문제가 된 주식의 가격이 이전보다 훨씬 높게 형성된 사실 및 원고들이 이 사건 주식을 매매하기 시작한 이후 이 사건 주식의 가격이 하락하여 원고들이 손해를 입은 사실은 인정하였다. 그러나 "원고 주장과 같이 피고들에게 증권거래법상의 책임이나 민법상의 불법행위책임을 묻기 위하여서는 피고들의 시세조종행위와 원고들의 손해간에 인과관계가 인정되어야 할 것"이며, 또한 "이러한 인과관계를 인정하려면 이 사건의 주식의 가격이 적정주가에 비해 높게 형성되었고, 이렇게 고평가된 주식의 가격이 주식시장의 선순환에 의하여 적정주가를 찾아가는 과정에서 그 가격이 하락하여 원고들에게 손해가 발생하였는 점이 입증되어야 할 것"이라고 판단하면서, 원고는 그러한 요건을 충족시키지 못하였다고 원고 패소 판결을 내렸다.

이에 제2심에서 간단한 논리로 제1심의 판결을 취소하였는데, 피고들의 행위는 "증권거래법 제188조의4 제1항 제1호, 제2호 또는 제2항 제1호에서 금하는 시세조종등 불공정거래행위라고 할 것"이므로, 피고들은 "법 제188조의5 제1항에 따라 이 사건의 주식의 매매거래를 한 원고들이 입은 손해를 배상할 책임이 있다"고 판결하였다.

이 사건에서 제1심의 논리는 매우 자의적이라 할 수 있다. 즉 피고들의 행위가 위법행위임이 명백하고, 법 제188조의5 제1항은 "그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여" 손해를 입은 자에게 배상책임을 인정하고 있음에도 불구하고, 자의적으로 당시 주식시장 전체가 하락하는 과정에서 동 주식도 하락하였다는 등, 당해 주식은 유통물량이 적은 소형주이기 때문에 주가의 하락폭이 컸다는 등 인과관계 성립에 아무런 관계도 없는 주장을 하였다.

그러나 제1심 법원의 이러한 주장은 인과관계의 성립에 본질적인 요소가 될 수 없다고 본다. 왜냐하면 피고의 위법행위로 인해 주가가 높은 가격에 형성되었는데, 먼저 위법성 요건에서 이러한 피고들의 행위가 위법성 요건에 해당되는지의 문제가 중요하며, 이것이 성립된다면 다음으로 원고가 그 가격으로 거래를 하여 손해를 보았다면 그것으로 충분하며, 즉 그 이후 주가 하락

의 원인이 무엇이든 문제가 되지 않는다고 본다. 따라서 제2심의 판결은 정당하다고 본다.

## 5. 외부감사인에 대한 손해배상청구

증권거래법 제197조는 감사인의 손해배상책임을 규정하면서 주식회사의 외부 감사인에 관한 법률(이하 외감법) 제17조 제2항 내지 제7항의 규정을 준요할 것을 규정하고 있다. 즉 외부감사인의 손해배상책임을 외감법으로 넘어가는데, 외감법 제17조 제2항은 "감사인이 중요한 사항에 관하여 감사보고서에 기재하지 아니하거나 허위의 기재를 함으로써 이를 믿고 이용한 제3자에게 손해를 발생하게 한 경우에는 그 감사인은 제3자에 대하여 손해를 배상할 책임을 진다"라고 규정하고 있다.

이러한 외감법에 의한 손해배상책임을 증권거래법에서 볼 수 있는 원고의 입증책임을 완화시켜주는 내용은 없으며, 감사인의 불법행위에 대한 원고의 입증책임을 민법 제750조의 일반 불법행위에 대한 입증책임으로 돌아가게 된다. 그런 외감법 제17조 제2항에서 규정하고 있는 손해배상요건은 민법 제750조의 일반적인 요건에 하나 더 추가해서 원고가 당해 감사보고서를 "믿고", 즉 신뢰하였을 것을 요구하고 있어, "실질적인 신뢰"(actually rely)를 요구하는 것으로 보인다. 이에 대해 한국강관 사건에서 이를 엄격하게 해석한 하급법원과 매우 탄력적인 개념으로 이해한 대법원의 생각에 커다란 차이를 발견할 수 있다.

한국강관 사건은 1997년 대법원이 판단한 사건으로서 피고의 부실표시와 원고의 손해와의 관계, 원고가 당해 부실표시를 신뢰하였는지 여부의 문제들이 다루어진 매우 중요한 판례라 할 수 있다.

사건의 개요는 한국강관은 당기순손실로 인해 대외신용도가 하락하여 경영이 어려워 질 것으로 우려하여 당기순이익이 발생한 것처럼 허위로 재무제표를 작성하였고, 이를 감사한 회계법인은 회계감사기준에 의한 회계절차를 소홀히 하여 허위사실을 밝혀내지 못하여 적정의견이 표시된 감사보고서를 작성, 증권관리위원회와 증권거래소에 제출함으로써 문제가 된 사건이다.

이 사건에서 제2심인 서울지방법원 본원합의부는 피고인 청운회계법인의 증권거래법상 손해배상책임을 관하여 "위법행위로 인하여 허위작성된 위 재무

제표 및 감사보고서는 소외회사의 주가를 결정하는 기초가 되었으며, 일반투자자인 원고는 소외회사의 주가를 적정한 재무제표에 의하여 형성된 정당한 가격으로 믿고 이 사건 주식을 매수하였다 할 것이므로 감사인으로서 중요한 사항인 위 분석결과 사실에 관하여 감사보고서에 기재하지 아니한 피고는 증권거래법 제197조 제1항, 외감법 제17조 제2항의 규정에 따라 이를 믿고 이용한 선의의 투자자인 원과 입은 손해를 배상할 책임이 있다"고 판시하였다.

제2심은 허위표시에 대한 원고의 "신뢰" 문제를 거론하였는데, 법원은 문제의 허위작성된 재무제표가 시장의 가격에 영향을 미쳤고, 그러한 영향으로 형성된 가격을 원고가 정당한 가격으로 믿고 매수한 것으로 "추정"해 주고 있는 것으로 보인다. 그러나 본격적인 분석을 시도하지 않은 것은 증권거래법상 손해배상 문제는 시효의 만료로 기각되었기 때문으로 보인다.

반면, 원고는 민법에 의한 불법행위책임도 동시에 물었는데, 법원은 피고의 반론에도 불구하고 원고는 "선택적으로 증권거래법에 의한 손해배상책임을 묻거나 또는 민법상의 불법행위책임을 물을 수 있다"고 하면서, 민법상의 손해배상책임을 발생요건에 대해 자세히 분석하였다. 허위로 작성된 재무제표에 대한 원고의 신뢰문제와 관련하여 법원은 "원고가 위와 같이 분석된 재무제표와 부실한 감사보고서를 신뢰하고 이를 투자판단의 자료로 삼아 이 사건 주식을 취득하게 되었는지에 관하여는 이를 인정할 아무런 이유가 없다"고 시하면서 원고의 주장을 기각하였다.

이에 대하여 대법원은 "주식거래에 있어서 대상 기업의 재무상태는 주가를 형성하는 가장 중요한 요인중의 하나이고, 대상 기업의 재무제표에 대한 외부감사인의 회계감사를 거쳐 작성된 감사보고서는 대상 기업의 정확한 재무상태를 드러내는 가장 객관적인 자료로서 일반 투자자에게 제공·공표되어 그 주가 형성에 결정적인 영향을 미치는 것이므로, 주식투자를 하는 일반투자자로서는 그 대상 기업의 재무상태를 가장 잘 나타내는 감사보고서가 정당하게 작성되어 공표된 것으로 믿고 주가가 당연히 그에 바탕을 두고 형성되었으리라는 생각 아래 대상 기업의 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것"이라고 판단하면서, 원심판결을 파기하고 환송하였다.

대법원은 민법상 손해배상책임을 문제로서 이 사건을 다루면서, 허위작성된 재무제표를 투자자가 실제로 신뢰하였는지 여부를 묻지 않고, "허위작성된 재무제표가 정당하게 작성되어 공표된 것으로 믿고 주가가 당연히 그에 바탕

을 두고 형성된 것이라는 생각" 정도에서 주식을 거래한 것으로 충분하다고 판시하였다. 이러한 대법원의 생각은 미국의 시장사기이론의 사상을 그대로 반영한 것으로 볼 수 있다. 그러나 미국의 시장사기이론과 마찬가지로 피고에게 반박할 권리까지 부정한 것으로 아니라고 할 수 있다.

### (3) 과실상계 문제

우리 법원은 원고의 신뢰의 문제를 판단함에 있어서 미국의 시장사기이론을 수용하고 있다고 볼 수 있다. 이러한 생각은 신호스틸 손해배상청구 사건에서도 동일하게 나타나고 있다.<sup>28)</sup> 이 사건에서 주목할 부분은 허위로 작성된 재무제표를 믿고 거래한 원고에게 당연히 손해배상청구권을 인정할 수 있지만, 원고가 특정 사실을 인식하고 난 이후 매도의 시기를 놓쳐 손실이 커진 경우, 원고에게 손해의 발생 및 확대의 중요한 원인이 있다 하여 손해배상액을 정함에 있어 30%의 과실상계를 인정하였다.

## V. 결 론

### 1. 입증책임 강화 주장에 대하여

- 입증책임을 원고에게 부담시켜야 한다는 주장
- 증권거래법상 손해배상책임에 원고가 피고의 부실표시를 신뢰하였다는 신뢰요건을 포함시켜야 한다는 주장

### 2. 입법론적 과제

End of Document

---

28). 대법원 1998.4.24. 선고 97다32216 판결