

미국 판례법상 시장사기이론(The fraud on-the-market theory)

2003년 10월 25일 증권법학회 세미나 발표

김 병 연(한림대학교 법학부)

1. Rule 10b-5 소송의 사기요건

미국에서 증권사기거래와 관련하여 적용될 수 있는 조항은 1933년법 제9조, 제10조, 제17조, 1934년법 제10조와 제14조 등이 있지만, 1933년법 제9조와 제10조는 발행시장에서의 증권의 발행과 관련하여 적용되며, 제17조는 증권의 매도행위(sale)와 관련하여, 그리고 Rule 14a-9은 위임장(proxy)과 관련하여서 적용되는 것이며, Rule 10b-5는 일반적인 사기거래에 모두 적용될 수 있기 때문에(catchall provision) 널리 이용되어 왔다.¹⁾ 미국 증권법상 Rule 10b-5 하에서 소송을 제기하기 위해서는 증권의 구매 혹은 매매와 관련하여 사기성(fraud)이 존재하여야 한다.²⁾ 지금까지 Rule 10b-5 소송에 있어서 fraud의 존재를 만족시키는 요건으로서 법원에 의해 확립되어 온 것은 당해 정보의 중요성(materiality), scienter,³⁾ reliance(transaction causation), loss causation, 및 damages의 존재이다.

그러나 1934년 미국 증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934) Section 10(b)가 투자자를 오도할 수 있는 사기적 행위를 규제의 대상으로 삼은 것은 1934년법이 지향하는 투자자의 보호의 철학과 부합되는 것이지만,⁴⁾ Section 10(b)나 Rule 10b-5는 원고가 손해배상청구를 위하여 어떠한 것을 주장해야 하는지에 대하여는 직접적으로 명확하게 말하고 있지 않다. 미국 연방대법원은 Section 10(b)나 Rule 10b-5에서 말하는 “any manipulative or deceptive device or

1) 1947년 Kardon v. National Gypsum Co., 73 F.Supp. 798 (E.D.Pa. 1947) 사건에서 Rule 10b-5 하에서 묵시적인 소권이 인정될 수 있다고 결정한 이래 Rule 10b-5는 증권사기와 관련된 사건에서 널리 이용되기 시작되었다.

2) 사기성(fraud)은 “any manipulate or deceptive device or contrivance”가 있는 경우를 말하는데, 사기성의 입증과 관련된 자세한 세부적인 요건들은 판례법의 발전에 의해서 보충되어 왔다.

3) scienter는 행위자의 주관적인 상태에 관한 것으로서, 피고가 허위기재의 존재를 인식하는 정도를 의미하는 것은 아니고 피고의 허위기재에 의하여 원고가 오도될 수 있다는 점을 인식하는 정도의 것을 말한다. SEC v. Falstaff Brewing Co., 629 F.2d 62, 77 (D.C. Cir. 1980).

4) Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128, 151, 92 S.Ct. 1456, 1471, 31 L.Ed.2d 741 (1972), quoting SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U.S. 180, 186, 84 S.Ct. 275, 279, 11 L.Ed.2d 237 (1963); Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 477 (1977).

contrivance”가 fraud를 의미하는 것이라고 하였고,⁵⁾ 1970년대 중반 이후로 통상적인 보통법상의 사기개념으로 이해하여 온 것이 사실이다.⁶⁾ 그러나 법규정에서 사용되고 있는 “manipulation”의 사전적인 의미는 “인위적인 사기적 방법으로 이루어지는 행위”라고 할 수 있으며, 이것이 증권시장과 관련되어 사용될 때는 미 연방 대법원이 지적하는 바와 같이 본질적으로 용어의 예술(term of art)이라고 부를 수 있을 만큼⁷⁾ 정확히 규명되기가 어려운 점이 있는 것도 사실이다.

사기(fraud)의 현실적인 형태는 누락의 경우(omission or non-disclosure)와 적극적인 허위표시(misrepresentation)의 경우가 있다. 전자의 경우는 사기적인 행위에 있어서 본질적 요소라고 할 만큼 흔히 사용되는 것이라고 할 수 있으며,⁸⁾ 피고에게 공시의무가 존재하고 누락(non-disclosure)과 관련하여 Rule 10b-5 소송이 제기되었다면 당해 거래가 대면거래(face-to-face transaction)로 이루어졌던지 아니면 공개거래시장(open market)에서 거래되었던지 간에 신뢰(reliance)의 입증은 불필요하며 누락된 정보의 중요성(materiality)만 입증되면 추정은 자동적으로 이루어진다.⁹⁾

적극적인 허위표시의 경우에는 공개시장에서는 시장사기이론이 적용되기 때문에 원고는 그가 직접적으로 당해 허위기재를 읽거나 듣지 않았다고 하더라도, actual reliance를 입증할 필요는 없다. 왜냐하면 원고는 시장에서 거래하는 증권의 가격을 신뢰하면서, 즉 시장의 완전성을 신뢰하면서 거래하였기 때문이다. 그러나 대면거래와 관련된 Rule 10b-5 사건에서는 actual reliance의 입증을 요구하며, 따라서 원고는 피고의 부실기재를 자신이 신뢰하였다는 것을 입증하여야 한다.¹⁰⁾

이하에서는 손해배상책임과 관련하여 소위 인과관계의 영역이라고 할 수 있는 거래인과관계(transaction causation or reliance)와 손해인과관계(loss causation)의 요건에 대하여 알아보고, 시장사기이론(fraud-on-the-market)의 출현으로 인한 인과관계의 입증에 있어서 변화와 1995년 증권개혁법(Private Securities Litigation Reform Act: PSLRA) 이후의 변화에 대하여 살펴보도록 하겠다. 그리

5) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 199 (1976).

6) Arst v. Stifel, Nicolaus & Co., 86 F.3d 973 (10th Cir. 1996); First Hanover Securities, Inc. v. Sulcus Computer Corp., 871 F.Supp. 700 (S.D.N.Y.1995).

7) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 199 (1976); Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 476 (1977).

8) 3 L. Loss, Securities Regulation 1565 (2d ed. 1961). 원고가 reliance를 입증할 책임이 있다고 요구한 common law fraud scheme에서도 피고에게 공시의무가 있는 경우에 사기적인 누락이 발생하였다면 원고는 reliance를 입증할 필요가 없다고 할 만큼, 누락의 경우에는 원고에게 우호적이었다.

9) Affiliate Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128, 153 (1972).

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

고 마지막으로 우리나라 증권거래법상 손해배상책임구조에 있어서 인과관계에 대하여 보기로 한다.

2. Transaction causation(Reliance)와 Loss Causation

(1) 개념

손해배상책임과 관련된 소송에 있어서는 항상 인과관계의 문제가 존재한다. 이것은 Rule 10b-5 소송요건에 있어서도 마찬가지인데, Rule 10b-5 소송에서는 인과관계(causation)의 문제를 2가지로 분류하여 이해하여 온 것이 통상적이다.¹¹⁾ 하나는 거래인과관계(transaction causation or causation in fact)이고 다른 하나는 손해인과관계(loss causation)의 문제이다.

거래인과관계(transaction causation)는 만약 적시에 진실의 표시가 있었다면 투자자가 거래하지 않았을 것이라는 사실관계의 존재를 말한다. 즉 피고의 위반행위의 내용을 신뢰하여 원고가 거래를 하게 되었다는 인과관계의 존재를 말하며,¹²⁾ 이는 통상적으로 신뢰(reliance)라는 개념을 중심으로 하여 논의해 왔다.¹³⁾ 신뢰(reliance)는 Rule 10b-5 소송에서의 요건의 하나로 인정되는 소위 “scienter”와 마찬가지로 피고의 주관적인 의사상태에 관한 것이기는 하지만, scienter가 “사기적인 행위에 대한 현실적인 의도(the actual intent to deceive, manipulate, or defraud)”라고 정의되는 점에서¹⁴⁾ Basic 사건¹⁵⁾을 통하여 추정이 허용됨으로써 입증의 완화가 이루어지는 신뢰(reliance)와는 분명히 구별이 된다.

이에 반해서 손해인과관계(loss causation)는 일반적으로 피고의 위반행위가 원고가 주장하는 손해를 야기시켰다는 것을 말한다.¹⁶⁾ 즉 피고의 행위가 없었다면 원

11) 9 L. Loss & J. Seligman, Securities Regulation 4407-08 (3d ed. 1992); LHLC Corp. v. Cluett, Peabody & Co., 842 F.2d 928, 931 (7th Cir, 1998); Gruber v. Prudential-Bache Securities, Inc., 679 F.Supp. 165, 175-76 (D.Conn. 1987); Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374, 381-82 (2d Cir. 1974), cert.denied 421 U.S. 976, 95 S.Ct. 1976, 44 L.Ed.2d 467 (9175).

12) Schlick V. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374, 380 (2d Cir. 1974).

13) 신뢰와 거래인과관계의 동일성 여부에 대하여는 이론의 여지가 있으나 reliance를 transaction causation이라고 미국 법원에서도 표현하기 때문에(Robbins v. Koger Props., 116 F.3d 1441, 1447 (11th Cir. 1997)) 여기에서는 2가지를 동일한 개념으로 하고 이야기하기로 한다. 2가지의 개념상 차이에 관한 논의는 김건식·송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, 329면 (2001) 참조.

14) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425, U.S. 185, 193 (1976).

15) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 243 (1988).

16) Litton Industries, Inc. v. Lehman Brothers Kuhn Loeb Incorporated, 967 F.2d 742, 747 (2d Cir. 1992); Schlick V. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374, 380 (2d Cir. 1974).

고의 손해는 발생하지 않았을 것이라는 것인데, 예컨대 허위표시가 증권의 시장가격을 변화시켰으며 그로 인하여 주주가 손해를 입었다는 것과 같은 것이다. 對面去來(face-to-face transaction)에서는 신뢰(reliance)가 손해인과관계(loss causation)의 존재를 입증하는데 있어서도 중요한 요소가 될 수밖에 없으며 결국 actual reliance의 입증을 통하여 손해인과관계의 문제를 해결하여야 한다고 한다.¹⁷⁾ 아래에서는 거래인과관계(transaction causation)와 손해인과관계(loss causation)에 대한 이해를 돕기 위하여 이와 관련된 2가지 판례의 내용을 소개하기로 한다.

(2) 사례

A. *Mirkin v. Wasserman* 사건은¹⁸⁾ 적극적인 허위기재(misrepresentation)와 관련된 사건인데 원고가 피고의 common law 위반을 이유로 제기한 사건이다. 이 사건은 reliance에 대한 입증요구가 Rule 10b-5 사건에서는 추정되지만 common law 사건에서는 그렇지 않다는 것을 보여주는 사건이라고 할 수 있다.

이 사건에서 원고는 실제로 피고의 허위기재를 읽거나 듣지는 않았다는 점은 원고 스스로가 인정하면서도 피고에 의한 여러 차례의 부실기재의 공시로 인하여 공정한 가격 이상의 변동이 초래되었다고 주장하였다. 원고는 소위 시장사기이론(fraud on the market theory)으로 인하여, 중요한 사항에 대한 부실기재가 주식의 시장가격에 영향을 미쳤다고 인정되는 곳에서는 원고가 실제로 당해 부실기재를 신뢰(actual reliance)했다고 하는 것을 입증할 필요가 없다고 주장하였다. 즉 원고는, 피고의 부실기재를 신뢰했다고 주장한 것이 아니라, 증권시장과 증권공모과정의 완전성(integrity), 피고의 신용과 우세한 정보소유를 주장하였다. 그리고 시장에 거래되는 증권의 가격은 중요한 정보를 반영하고 있으며, 따라서 부실기재는 이미 증권가격에 반영되고 있는 것이고, 현재 시장의 증권가격이 증권의 실제가치(actual value)라고 신뢰한 증권의 매수인은 간접적으로 부실기재를 신뢰한 것이라고 주장하였다.¹⁹⁾ 그러면서 미연방 대법원도 *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 241-247 (1988)에서 시장사기이론(fraud-on-the-market theory)이 신뢰를 추정(presumption of reliance)함에 있어서 부적절한 것이 아니라고 한 바가 있다고 주장하였다.

이에 대하여 법원은 “원고가 실제로 피고의 부실기재를 신뢰했다는 것을 입증할 책임이 있다”고 결정하였다. “이 사건에서의 쟁점은 실제로 주장되는 부실기재를 원고가 읽거나 들었다고 주장할 수 없는(즉 actual reliance를 입증할 수 없는) 때에도 원고가 피고에 대하여 사기 주장을 할 수 있느냐(a

17) *Litton Industries, Inc. v. Lehman Brothers Kuhn Loeb Incorporated*, 967 F.2d 742, 748-49 (2d Cir. 1992).

18) 5 Cal.4th 1082, 23 Cal.Rptr.2d 858 p.2d 568 (1993).

19) 즉 원고는 보통법상의 청구권행사를 위하여 시장사기이론(fraud on the market theory)에 입각한 주장을 한 것이다.

cause of action for deceit)의 여부이다.” 법원은 이 문제에 대하여 common law deceit 와 rule 10b-5하의 소송은 성격이 다르다고 지적하고, Basic case 에서 법원이 지적하였듯이 투자자보호라는 특별한 목적을 달성하기 위해서 Rule 10b-5하의 소송에서는 common law deceit와 material misrepresentation을 구별할 뿐이라고 하였다. 즉 연방법원에서 제기되는 Rule 10b-5 사건에서 다루어지는 시장사기이론(fraud-on-the-market theory)을 주법원에서의 common law deceit에 적용할 필요성은 없으며, 원고가 인정하듯이 지금까지 그렇게 적용하여온 주법원도 없다고 판시하였다.²⁰⁾

concurring opinion에서는 fraud on the market theory가 고의적인 부실기재(intentional wrongdoing)에는 적용되어야 하지만, 단순한 과실로 인한 부실기재(mere negligence)에서는 적용되지 않아야 한다는 의견도 있었다.

dissenting and concurring opinion에서는 fraud on the market theory는 간접적인 reliance를 입증할 수 있는 수단이 되기 때문에 intentional disseminating material false information 의 경우에는 적용되어야 한다는 의견이 있었다.

B. Litton Industries, Inc. v. Lehman Brothers Kuhn Loeb Incorporated 사건²¹⁾은 non-disclosure과 관련된 face-to-face 거래에서 일어난 사건인데, 사건의 개요는 다음과 같다.

이 사건은 기업의 인수합병에 있어서 인수회사(acquiring corporation)가 투자은행(investment banker)과 그 직원(employees of the banker), 그리고 다른 tippee들에게 인수회사로부터 유용된(misappropriated) 정보에 기초하여 인수대상회사(target company)의 주식을 내부자거래한 것에 대하여 Rule 10b-5, civil RICO, or common law fraud에 의한 내부자거래책임을 부담하느냐의 여부가 문제된 사안이다.

Litton이 Itek를 인수합병하기로 하고 Lehman(investment banker)과 협의하였는데, 이 시점에서 Itek의 주가는 \$26.00이었고, Itek의 주식 4.9%를 공개시장에서 매입하기로 결정하였고, 우호적인 tender offer의 형식으로 이를 추진하기로 하였다. 이러한 정보에 접하고 있던 Lehman의 직원인 Ira Sokolow는 이 정보를 Levine에게 전하면서 Levine이 이 정보를 이용하여 주식거래를 하면 그 이익을 자신과 나눌 것이라고 생각하였다. 그런데 Levine은 BLI의 employee인 Meier에게 자신을 대신하여 Itek의 주식 50,000주를 매입해 줄 것을 부탁하였고, 그러자 Meier와 다른 BLI의 employees 들은 추가적인 Itek 주식 매입에 나섰다. 한편 Levine은 이 정보를 역시 investment

20) 참고로 원고는 연방증권법과 주증권법이 인정하지 아니하는 좀 더 유리한 소멸시효(statute of limitation)와 punitive damages의 가능성을 높이기 위해서 주법원에다 common law 위반을 이유로 소송을 제기하여 이러한 주장을 한 것이며 이에 대하여 법원은 받아들일 수 없다고 판시하였다. 참고로 34년법 Section 10(b)와 Rule 10b-5의 어떤 내용도 damages에 대한 내용은 없으며, 그리고 34년법 Section 28(a)도 완전배상(full compensation)을 요구하지 않으며, 어떠한 징벌적 손해배상(punitive damages)을 허락하지 않고 있다.

21) 967 F.2d 742 (2nd Cir. 1992)

banker의 하나인 Robert Wilkis에게 전하였고 그들도 주식을 매입하였다. Litton이 tender offer에 대한 공시를 한 시점에서 Levine과 그의 tippee들은 60,000주를 매입하였고 공시 이후 주가는 \$33.00이 되었다. Litton은 우호적 tender offer를 통하여 Itek 주식을 매집하는 것을 고집하였고 결국 Itek의 주식 전부를 매입하는 것을 협상을 지속적으로 하게 된 결과, 인수가격은 \$48까지 올랐다. 그리고 Levine 등은 주식을 매각하여 이익을 남겼다.

2nd Circuit은²²⁾ Litton이 위의 소송에서 손해를 회복하기 위해서 Levine 등의 행위가 손실을 야기시켰다는 것을 입증하여야 한다고 하였다(must establish that the trader appellees' violations caused its loss).²³⁾ 결국 이 사건에서 causation을 이루기 위해서는 다음의 3가지가 필요하다고 결론지어졌다. (1) Levine 등이 유용된 정보(misappropriated information)에 근거하여 거래하였고, (2) 이들의 거래가 Itek주식의 시장가격을 변동시켰고(inflated), 그리고 (3) 위의 거래로 인하여 주식가격의 변동이 없었다면 Itek이사회가 더 낮은 가격에 협상을 하였을 것이라는 것이다.

이 사건에서 거래인과관계(transaction causation)가 성립하기 위해서 주된 쟁점은 만일 Levine 등이 Itek의 주식의 시장가격에 영향을 주지 않았다면 Litton이 Itek의 인수합병과 관련하여 다른 행동을 하였을 것인가 하는 점이다.

Section 10(b)와 Rule 10b-5 사건에서 원고는 거래인과관계(transaction causation or reliance)의 입증에 있어서, 비록 피고의 반증이 가능하기는 하지만, 추정의 이익을 누린다(rebuttable presumption of reliance). 여기에서의 추정에는 2가지 형태가 있다. 첫째는 Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1969), cert. denied, 394 U.S. 976, 89 S.Ct. 1454, 22 L.Ed.2d 756 (1969)와 Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128, 153-54, 92 S.Ct. 1456, 1472, 31 L.Ed.2d 741 (1972)사건에서처럼, 만일 원고의 주장이 피고가 중요한 정보를 공시하는데 실패하였다는 것에 기초한다면, 거래인과관계는 추정된다는 것이다.²⁴⁾ 왜냐하면 그런 상황에서는 원고는 누락된 정보를 알 수 없기 때문이다. 둘째는 원고가 시장사기이론에 근거하여 거래인과관계를 입증할 수 있는 경우이다.²⁵⁾

Litton이 손해인과관계(loss causation)를 입증하여야 하는 문제에 대하여는, 역시 대면거래(face-to-face transaction)이기 때문에 신뢰(reliance)가 중요한 결정요소가 될 수밖에 없으며, Litton은 actual reliance를 입증하여야 한

22) 참고로 District court는 Litton이 section 10(b), rule 10b-5, civil RICO, common law tort claim 등의 causation 요소를 입증할 아무런 사실주장도 하지 못했다고 보았다.

23) Bennett v. United States Trust Co., 770 F.2d 308, 313-16 (2d Cir. 1985), cert denied, 474 U.S. 1058, 106 S.Ct. 800, 88 L.Ed.2d 776 (1986); Hecht v. Commerce Clearing House, Inc., 897 F.2d 21, 23-24 (2d Cir. 1990).

24) duPont v. Brady, 828 F.2d 75, 78 (2d Cir. 1987); Titan Group, Inc. v. Faggan, 513 F.2d 234, 239 (2d Cir.), cert. denied, 423 U.S. 840, 96 S.Ct. 70, 46 L.Ed.2d 59 (1975).

25) 결국 이 사건은 대면거래(face-to-face transaction)이면서 누락(non-disclosure)이 문제된 사건이고 우호적인 tender offer의 경우이기 때문에 이미 신뢰(reliance)가 추정(presumption)되어 있다고 법원은 보고 있는 것 같다.

다. Litton은 손해인과관계를 만족시키기 위해서는 만일 Itek 주식에 대한 내부자거래가 없었다면 Litton이 더 낮은 가격에 주식을 인수하였을 수 있다는 것을 입증하여야 한다. 이를 위해서 Litton은 당해 문제된 거래가 Itek 주식의 시가를 상승시켰고 그리고 Itek 이사회가 인수협상에 있어서 매도가격을 결정함에 있어서의 주식이치평가에 영향을 미쳤다는 것을 입증하여야 할 것이다.

(3) 전통적인 Reliance 요건의 충족

SEC의 Rule 10b-5 소송에서 요구하는 전통적인 reliance의 요건은 원고가 피고의 사기적 행동에 실질적인 신뢰(actual reliance)를 가졌느냐 하는 것인데, Reliance는 피고의 행위와 원고의 손해간의 사실적인 관련성을 의미하며 이러한 요건의 요구는 고전적인 불법행위(tort)원칙에서 비롯되었다고 할 수 있다.²⁶⁾ 그러나 reliance의 증거를 원고에게 입증하도록 요구하는 것은 Rule 10b-5가 목적으로 하는 투자자의 보호의 구조를 무력화시키는 것이나 다름없는 것이다.²⁷⁾

전통적인 reliance의 구조에서 적극적인 허위표시(misrepresentation)가 발생한 경우에는 투자자는 당해 허위표시가 궁극적으로 투자자의 손해를 야기한 투자행위의 결정에 있어서 실질적인 요소가 되었다는 점을 입증하여야 한다.²⁸⁾

그러나 정보의 누락(non-disclosure)의 경우에는 reliance의 요건에 대한 논의를 더욱 어렵게 만든다. 이 경우 원고는 actual reliance를 입증하기 위해서는 주관적인 마음의 상태, 즉 감춰진 정보로 인하여 투자결정에 있어서 갈등이 있었다거나 아니면 피고의 충고에 대하여 원고가 의식적인 신뢰를 하였다는 점을 입증하여야 하였다고 하였다.²⁹⁾ 그러나 이러한 엄격한 요건의 요구는 이미 1960년대에 허물어지기 시작하였다. 즉 이른바 정보의 중요성(materiality)과 관련하여 흔히 이야기되는 공식처럼, 공개되지 않은 사실이 공개되었다면 투자자가 행동하였던 것보다 다른 결정을 하였을 수도 있었을 것(the plaintiff would have been influenced to act differently than he did act)이라는 점을 입증하면 된다는 것이다.³⁰⁾ 그러나 완화되기는 했지만 여전히 원고는 그가 누락된 정보를 알았다면 다르게 행동하였을 것이라는 점을 입증하여야 하는 부담을 여전히 지게 되는 것이다.³¹⁾

미 연방대법원은 정보의 누락(non-disclosure)과 관련된 Affiliated Ute

26) Note, "The Fraud-On-The-Market Theory", 95 Harv. L. Rev. 1143, 1144 n.3 (1982).

27) List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457, 463 (2d Cir.), cert. denied, 382 U.S. 811 (1965)

28) Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 90, 102 (10th Cir. 1971).

29) Note, "The Fraud-On-The-Market Theory", 95 Harv. L. Rev. 1143, 1144 (1982).

30) List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457, 463 (2d Cir.), cert. denied, 382 U.S. 811 (1965).

31) Note, "The Fraud-On-The-Market Theory", 95 Harv. L. Rev. 1143, 1144 (1982).

Citizens v. United States 사건에서 정보의 누락에 대한 신뢰(reliance)의 입증은 손해의 회복에 있어서 필수적인 요소가 아니라고 함으로써 드디어 reliance 요건을 완화시켜 주기에 이르렀다.³²⁾ 그 후 많은 법원들은 누락된 정보의 중요성만 입증되면 reliance의 입증은 자동으로 추정하게 되었다.³³⁾ 이러한 reliance의 추정에 대하여 피고에 의한 번복은 당연히 가능하였지만,³⁴⁾ 원고가 부담해야 되는 입증의 부담이 경감된 것은 분명한 사실이었다.³⁵⁾

3. 시장사기이론(Fraud-on-the-market theory)과 효율적 시장가설(ECMH)

(1) Basic v. Levinson 사건 이전의 시장사기이론의 발전

미연방대법원이 Basic v. Levinson 사건을 통하여³⁶⁾ 시장사기이론을 채택하기 이전에도 많은 법원들은 전통적인 reliance의 요건을 요구하는 것을 버리고 소위 시장에 대한 사기(fraud on the market)의 증거만을 요구하였다.³⁷⁾ 즉 Basic 사건 이전에도 시장사기이론은 actual reliance의 요건을 대체하는 것으로 되어 있었으며, 특히 공개시장(developed or open market)에서의 사기사건과 관련한 증권집단 소송에서 원고의 입증부담을 덜어주는 것으로 많은 지지를 받았다.³⁸⁾ 물론 아직 당

32) 406 U.S. 128, 153 (1972)에서 대법원은 “Under the circumstances of this case, involving primarily a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision”라고 하였다.

33) Rifkin v. Crow, 574 F.2d 256, 262 (5th Cir.1978); Holdsworth v. Strong, 545 F.2d 687, 695 (10th Cir.1976) (en banc), cert. denied, 430 U.S. 955 (1977); Chelsea Assocs. v. Rapanos, 527 F.2d 1266, 1271 (6th Cir.1975).

34) Rifkin v. Crow, 574 F.2d 256, 262 (5th Cir.1978); Chelsea Assocs. v. Rapanos, 527 F.2d 1266, 1271-72 (6th Cir.1975); Carras v. Burns, 516 F.2d 251, 257 (4th Cir.1975).

35) Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 908 (9th Cir.1975); Tucker v. Arthur Andersen & Co., 67 F.R.D. 468, 480 (S.D.N.Y.1975); Note, The Reliance Requirement in Private Actions Under SEC Rule 10b-5, 88 Harv. L. Rev. 584, 590-91 (1975).

36) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

37) Harris v. Union Elec. Co., 787 F.2d 355 (8th Cir. 1986); Lipton v. Documentaion, Inc., 734 F.2d 740, 743 (11th Cir. 1984); Panziner v. Wolf, 663 F.2d 365 (2d Cir. 1981); Shores v. Sklar, 647 F.2d 462 (5th Cir. 1981)(en banc); Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975), cert. denied, 429 U.S. 816 (1976).

38) Barbara Black, Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions, 62 N.C.L. Rev. 435 (1984); Robert N. Rapp, Rule 10b-5 and “Fraud-on-the-Market”-Heavy Seas Meet Tranquil Shores, 39 Wash. & Lee L. Rev. 861 (1982); Note, The Fraud-on-the-Market Theory, 95 Harv. L. Rev. 1142 (1982).

해 증권의 거래와 관련하여 시장이 제대로 형성되지 않은(undeveloped market) 증권의 경우³⁹⁾ 소위 효율적시장가설(Efficient Capital Market Hypothesis: ECMH)을⁴⁰⁾ 근거로 하는 시장사기이론을 적용하는 것에 대하여 의견의 일치를 보지 못한 것도 사실이다.⁴¹⁾ 이 점은 Basic 사건에서 미연방대법원이 시장사기이론을 채택하였다고는 하지만 판사들의 일치된 견해가 아니었다는 점에서도 증명이 될 수 있는 점이다.⁴²⁾

시장사기이론(fraud-on-the-market theory)은 Affiliated 사건 이전에 “artificially inflated market price theory”라는 이름으로 이미 많은 법원에 의해 정립되기 시작하였다. 많은 법원들이 피고의 사기적 행위가 중요하다면 원고의 손해와 피고의 사기간의 실질적인 관련성은 충족된 것으로 인정하였다.⁴³⁾ 즉 피고의 과장된 정보에 근거하여 다른 투자자가 거래한 것이 증권의 가격에 영향을 미쳤고 이렇게 인위적으로 영향을 받은(artificially inflated) 가격에 증권을 구매하게 되었고, 그 결과 피고의 사기와 원고의 손해간의 관계는 자동적으로 성립하는 것이다.⁴⁴⁾ Second Circuit은 Chris-Craft Industries v. Piper Aircraft Corp. 사건에서⁴⁵⁾ 시장사기이론의 초기의 이론적 구조를 넘어서기 시작하였다. 즉 회사의 공개매수와 관련하여 발행인이 아닌 타인에 의해 이루어진 중요한 정보의 누락(un-disclosure)이 문제된 사건에서 공개매수경쟁에서 패배한 자는 공개매수에서 성공한 자가 공개매수대상회사의 주주에 대하여 정보를 제대로 공개하지 않았다고 주장하였다. 이에 대하여 법원은 “constructive reliance”라는 개념을 사용하면서

39) 예컨대 새로 발행된 증권의 경우에는 아직 형성된 시장이 없기 때문에 시장에 대한 사기라고 하는 명분이 약하며, open market이 아닌 개인적인 거래(face-to-face transaction)에서는 시장에 대한 사기라는 개념을 도입하기가 어려운 것이 사실이다. Note, 95 Harv. L. Rev. at 1156-58.

40) 효율적 시장가설(Efficient Capital Markets Hypothesis: ECMH)은 효율적인 시장에서의 현재 가격은 미래가치의 측면에서 보더라도 가장 최적의 가격을 의미한다는 것이다. 왜냐하면 현재의 가격에는 모든 정보가 충분히 반영되어 있다고 보기 때문이다. Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J. Fin. 383, 383 (1970).

41) 긍정적인 판례로는 Shores v. Sklar, 610 F.2d 235 (5th Cir. 1980)가 있으며, 부정판례로는 Eckstein v. Balcor File Investors, 8 F.3d 1121 (7th Cir. 1993), cert. denied, 510 U.S. 1073 (1994).

42) 참고로 Basic 사건에서 미연방대법원은 4대2로 이를 채택하였다.

43) Green v. Wolf Corp., 406 F.2d 291, 295 (2d Cir.1968), cert. denied, 395 U.S. 977 (1969); In re Memorex Sec. Cases, 61 F.R.D. 88, 100-01 (N.D.Cal.1973); Tucker v. Arthur Andersen & Co., 67 F.R.D. 468, 480-81 (S.D.N.Y.1975); In re U.S. Fin. Sec. Litig., 64 F.R.D. 443, 451 (S.D.Cal.1974); Werfel v. Kramarsky, 61 F.R.D. 674, 681 (S.D.N.Y.1974); Reeder v. Mastercraft Elecs. Corp., 363 F.Supp. 574, 581 (S.D.N.Y.1973); Siegel v. Realty Equities Corp., 54 F.R.D. 420, 425 (S.D.N.Y.1972).

44) Note, “The Fraud-On-The-Market Theory”, 95 Harv. L. Rev. 1143, 1147 (1982).

45) 480 F.2d 341, 374 (2d Cir.), cert. denied, 414 U.S. 910 (1973).

공개되지 아니한 정보가 중요하다면 대상회사의 주주에 의하여 reliance가 추정된다고 하였다. Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp. 사건에서도⁴⁶⁾ 역시 공개매수 대상회사의 소수주주들이 인수회사의 시장조작으로 인하여 유리한 주식교환비율을 가질 기회를 상실하였다는 점을 주장함에 있어서, 법원은 원고들이 투자결정을 내림에 있어서 부실기재(misstatement or omission)를 신뢰하였다는 것을 입증할 필요가 없다고 결정하였다.

Blackie v. Barrack 사건에서 시장사기이론의 입지는 더욱 강화되었다. 이 사건에서 법원은 인과관계(causation)는 공개시장에서의 구매의 증거와 허위표시(misrepresentation)의 중요성에 의하여 적절하게 성립하는 것이라고 하였다.⁴⁷⁾ 그러나 Blackie 사건에서의 시장사기이론은 불완전하였다고 할 수 있는데, 왜냐하면 피고는 당해 허위표시를 신뢰하여 거래한 양이 그리 많지 않다는 것이나 혹은 원고가 허위표시를 알았거나 알았을 수도 있다는 것을 입증하여 신뢰의 추정을 번복할 수 있는 것이 허용되었기 때문이다.⁴⁸⁾ 그리고 아직 거래시장이 형성되지 않은 새로운 증권에 대하여서도 시장사기이론이 적용될 수 있는가 하는 문제에 대하여 Basic 사건이후에도 그러하듯이 당연히 이 당시의 법원은 판결의 일치를 보지 못하고 있는 상태였다.⁴⁹⁾ 1980년대로 들어오면서 시장사기이론과 효율적 시장가설과의 관련성에 관한 많은 논의⁵⁰⁾가 있는 후부터 시장사기이론은 크게 발전하게 되며 1988년의 Basic 사건에서 절정을 이루게 된다. 시장사기이론이 효율적 시장가설을 그 이론적 구조 안으로 끌어들이므로써 법원으로서도 실질적으로 2단계의 추정(double presumption)을 하는 것이 가능하게 되었다. 즉 만약 증권이 효율적인 시장에서 거래되었다면, 증권의 시장가격은 당해 부실표시를 반영하고 있는 것이고 따라서 손해인과관계(loss causation)의 문제는 자동적으로 해결되며, 당해 부실표시가 증권의 시장가격에 영향을 미쳤을 수 있다면 역시 법원은 거래인과관계(transaction causation) 즉 신뢰의 요건을 추정하게 된다는 것이다.⁵¹⁾

46) 507 F.2d 374, 381 (2d Cir.1974), cert. denied, 421 U.S. 976 (1975).

47) Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 894-95 (9th Cir.1975), cert. denied, 429 U.S. 816 (1976).

48) Blackie, 524 F.2d at 906.

49) Note, "The Fraud-On-The-Market Theory", 95 Harv. L. Rev. 1143, 1151 (1982).

50) Daniel R. Fischel, Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities, 38 Bus. Law. 1, 13 (1982); Note, Fraud-on-the-Market: An Emerging Theory of Recovery under SEC Rule 10b-5, 50 Geo. Wash. L. Rev. 627 (1982); In re LTV Securities Litigation, 88 F.R.D. 134, 142-46 (N.D.Tex. 1980).

51) Donald C. Langevoort, Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, 140 U. Pa. L. Rev. 851, 890-91 (1992).

(2) Basic v. Levinson 사건 이후의 시장사기이론의 발전

Basic 사건에서 미 연방대법원은 공개시장에서의 증권거래와 관련하여 증권집단 소송에서 피고의 허위표시를 원고가 실질적으로 신뢰하였다는 것을 입증할 필요가 없다고 함으로써 actual reliance 요건을 배제하였다.⁵²⁾ 그 이유는 공개시장이면서 잘 발달된 증권시장(open and developed securities market)에서 허위표시가 있는 경우에는 증권의 시장가격은 그러한 허위표시를 반영한 가격이며 따라서 증권을 거래한 자는 당해 표시를 신뢰한 것이라는 것인데, 이는 증권집단소송의 수행과 관련하여 매우 중요한 의의를 가지는 것이다.

시장사기이론의 채택으로 인하여 reliance의 요건에 대한 부담이 덜어진 것은 사실이지만, 여전히 피고의 반증이 허락되는 것(rebuttable presumption of reliance)이므로⁵³⁾ 피고는 원고가 피고의 행위로 이루어진 부실표시에도 불구하고 동일한 거래를 하였을 것이라는 것을 입증한다면 reliance의 추정을 번복할 수 있다. 시장의 완전성(market integrity)에 기초하는 것이 시장사기이론이며 시장에서 거래하는 투자자들은 시장의 완전성을 신뢰하고 그 신뢰가 깨어지는 것으로부터 reliance의 요건을 자동으로 충족시키는 것이지만, 현실적으로 그러한 시장은 존재하기가 매우 힘들다는 점에서 반증이 가능하도록 하는 것이다.

시장사기이론이 적용될 수 있는 효율적인 시장(efficient market)이 존재하는가를 결정하기 위해서 고려되어야 할 요소는 거래량(large weekly trading volume), 증권분석가에 의한 보고서의 존재(the existence of a significant number of reports by security analysts), Form S-3양식을 제출하는 회사의 요건, market-maker의 존재, 및 예기치 않은 회사의 변동으로 인하여 주가가 격각적으로 변동된 역사가 있는지의 여부 등을 고려하여야 한다고 하며⁵⁴⁾ 법원은 증권거래소와 같은 시장을 시장사기이론이 적용되는 효율적인 시장의 좋은 예로 들고 있다.⁵⁵⁾ 반증을 허용함에도 불구하고 시장사기이론에 기초하여 투자자가 시장의 완전성을 신뢰하였다는 것만으로 reliance의 요건을 마무리짓는 이유와 또 그러한 추정이 가지는 장점은, 그렇게 하지 않으면 Rule 10b-5 하에서 이루어지는 증권집단 소송을 유지하기가 사실상 어렵다는 이유 때문이다.⁵⁶⁾

52) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 241-42, 245-47 (1988).

53) John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, Securities Regulation: Cases and Materials 1141 (9th ed. 2003).

54) Freeman v. Laventhol & Horwath, 915 F.2d 193, 199 (6th Cir. 1990).

55) Cammer v. Bloom, 711 F.Supp. 1264 (D.N.J. 1989); Hurley v. Federal Deposit Ins. Corp., 719 F.Supp. 27, 33-34 (D.Mass. 1989).

56) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 230 (1988).

(3) 시장사기이론과 효율적 시장 - developed or undeveloped market

시장사기이론은 효율적 시장가설(ECMH)에 의해서 뒷받침될 때 매우 설득력을 가지게 된다.⁵⁷⁾ 그러나 현실적으로 시장사기이론이 설득력을 가지는 상황은 소위 당해 증권에 대한 “developed market”이라고 불리는 공개시장(open or impersonal market)이 존재하여야 한다는 것이며, 더 나아가서 회사 및 증권에 대한 모든 정보, 특히 중요한 정보가 모두 시장에 공개되어 있고 이러한 정보는 모두 증권의 시장가격에 반영되어 있다는 전제 아래 인정되는 이른바 효율적 시장이 존재한다는 것이다. “developed market”에서는 증권의 시장가격이 증권에 대한 모든 정보를 반영하고 있다고 본다.⁵⁸⁾ 그리고 만약 효율적 시장가설(ECMH)이 완벽하다면 공개거래시장에서의 증권의 시장가격에 대한 신뢰는 대면거래(face-to-face transaction)라고 해서 개념적으로 달리 취급할 필요도 없을 것이다.⁵⁹⁾ 즉 효율적 시장가설에 근거하는 시장사기이론은 현실적인 시장의 불완전성으로 인하여 모든 종류의 시장에 똑같이 적용되기에는 무리가 있다는 것이다. “developed market”이 존재한다면 원고가 피고의 허위표시를 직접 읽었거나 그것을 신뢰할 필요는 전혀 없다. 왜냐하면 그런 점이 없다고 하더라도 원고는 증권가격의 완만한 상승추세라든지 주당수익률과 같은 다른 요소들을 참조하여서 투자결정을 내렸을 것이기 때문이며, 원고는 형성된 증권의 시장가격이 예기치 않은 인위적 조작의 결과가 아니라 가정에는 최소한 신뢰했을 것이기 때문이다.⁶⁰⁾ 결국 “developed market”이라면 시장사기이론이 적용되는데 있어서 장애는 거의 없다고 보아도 될 것이며, 또 시장사기이론의 유용성은 미 연방대법원의 Basic 판결로써⁶¹⁾ 증명된 바 있고 이는 곧 효율적 시장가설에 대한 인정이라고도 할 수 있을 것이다.⁶²⁾

한편 증권의 거래시장이 아직 형성되어 있지 않은 소위 “undeveloped market”인 경우⁶³⁾에는 아직 증권에 대한 정보가 시장에 모두 공개되어 있지 않을 것이므로 효율적인 시장이 존재한다고 이야기하기 어렵고, 따라서 효율적 시장가설(ECMH)에 근거한 시장사기이론(fraud-on-the-market theory)을 적용하여 reliance의 요건을 추정하는 것이 어렵다.⁶⁴⁾ 만일 “undeveloped market”에 대하여 시장사기이론을 적용하고 싶다면 다른 합리적인 근거를 찾아야만 할 것이다. 즉 증권이 시장

57) Note, “The Fraud-On-The-Market Theory”, 95 Harv. L. Rev. 1143, 1160 (1982).

58) In re LTV Litigation, 88 F.R.D. 134, 144 (N.D.Tex. 1980).

59) Id. at 142.

60) Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 907 (9th Cir.1975)

61) Basic v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

62) Ronald J. Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions 157 (1986).

63) 증권이 시장에 처음 발행되는 경우라든지(new offerings) 증권의 성질상 거래제한이 되는 경우(restricted resale securities)가 그 예라고 할 수 있다.

64) Note, “The Fraud-On-The-Market Theory”, 95 Harv. L. Rev. 1143, 1157 (1982).

가격에 모든 정보가 반영되어 있다든지 시장의 완전성(market integrity)을 신뢰하였다고 하는 근거는 설득력이 없기 때문이다.

“undeveloped market”에 대하여 시장사기이론을 적용하고자 하는 경우 생각할 수 있는 합리적인 근거의 대안으로서 제시되는 것은 다음과 같다.⁶⁵⁾ 첫째 사기의 정도가 너무 심하여 증권시장규제가 목적으로 하는 투자자보호의 이념에 비추어볼 때 당연히 신뢰요건을 엄격하게 요구하지 말아야 한다는 것이다. 둘째 인수인을 통한 증권의 발행이 이루어지는 경우라고 한다면 인수인에 의해 이루어지는 인수과정(underwriting process)에 대한 신뢰가 있을 것이라는 것이다. 셋째 인과관계 입증의 원칙으로 되돌아가서 증권에 대한 거래시장이 전혀 존재하지 않은 상황이라면(unmarketable) 피고의 사기적 행위가 없었다면(“but for test”) 원고가 시장이 없는 증권을 구매하지 않았을 것이라는 것이다. 즉 사기적 행위로 인하여 시장이 형성되었고 거기서 원고가 구매하였다는 것이다. 따라서 신뢰요건을 충족시킬 수 있다는 것이다. 그러나 완전히 unmarketable한 증권의 존재를 인정하기 어렵다는 점에서 이것은 한계가 있다. 첫 번째의 대안도 SEC에 의한 증권시장 규제가 시장에서 형성되는 증권의 시장가격이 정당하다는 것을 보증할 수는 없기 때문에 역시 한계가 있다. 그리고 인수인의 인수절차가 시장의 일부분을 차지하는 것에 불과한 것이고 시장 전부를 대변할 수는 없다는 점에 한계가 있으며, 이는 인수인의 책임에서 해결하는 것이 더 적합할 것으로 보인다.

4. 1995년 증권개혁법(PSLRA) 이후의 시장사기이론과 효율적 시장가설의 위상

(1) PSLRA의 입법배경 및 목적

시장사기이론의 폭넓은 수용은 증권집단소송을 제기하는데 있어서는 매우 유용한 것이라고 할 수 있다. 원고는 손해배상의 청구에 있어서 보통법(common law) 상에서 요구되는 바와 같은 reliance의 입증을 하지 않아도 되었기 때문인데,⁶⁶⁾ 이는 공개거래시장(open market)에 한정적인 것이기는 하지만, 바로 시장사기이론에 대한 미 연방대법원의 인정이라고 할 수 있을 것이다.⁶⁷⁾ 그러나 1995년 의회는 증권시장의 기능 뿐 아니라 기업의 의사결정에 대하여 치명적이었던 무분별한 증권집

65) Id.

66) Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 241-42 (1988).

67) Jeffrey L. Oldham, Taking “Efficient Markets” out of the Fraud-on-the-Market Doctrine after the Private Securities Litigation Reform Act, 97 Nw. U. L. Rev. 995, 995 (2003).

단소송의 제기를 방지하기 위하여 증권개혁법(the Private Securities Litigation Reform Act of 1995: PSLRA)을 제정하였고,⁶⁸⁾ 원고가 회복하는 손해배상액의 제한과 손해인과관계의 문제를 규정함으로써 시장사기이론을 근거로 하여 활발하게 제기되던 증권집단소송에 제약을 가하는 결과가 발생하였다.⁶⁹⁾

물론 의회가 증권개혁법(PSLRA)에서 시장사기이론에 의한 거래인과관계나 손해인과관계의 추정에 대하여 직접적인 언급을 한 것은 아니지만,⁷⁰⁾ 원고가 손해인과관계를 입증하도록 요구함으로써⁷¹⁾ 소송을 줄이는데 기여한 것만은 분명한 사실이다. 그 결과 시장사기이론의 중요한 이론적 근거의 하나로 존재하던 효율적 시장가설의 기능에 대하여도 제약이 가해졌다.⁷²⁾ 이에 대하여 증권개혁법의 입법으로 인하여 기존의 증권손해배상책임의 체계에 근본적인 변화가 일어난 것은 아니며, 또 증권개혁법이 요구하는 손해인과관계의 입증은 소의 제기단계 즉 집단소송의 원고의 범위(class)를 확정하는 단계에서 요구되는 것이 아니고 재판 중에(at trial) 입증이 요구되는 것이라는 점에서 의회가 시장사기이론을 근본적으로 배척하는 아니라고 보는 견해도 있다.⁷³⁾ 그러나 비록 최종안에는 제외되었지만 증권개혁법의 초안에서 엄격한 인과관계의 입증을 요구한 바 있고, 또 증권개혁법에서 시장사기이론에 대하여 직접적으로 언급을 하지 않는다는 것이 이것을 배척하겠다는 것이 아니라는 쪽으로 해석될 수도 있지만 그것을 인정하지 않는다는 쪽으로 해석될 수도 있다는 점에서 분명히 시장사기이론의 폭넓은 적용에는 제동을 걸었다고 보는 것이 타당하다. 따라서 1995년 증권개혁법의 입법은 증권집단소송을 제기하는 원고에게는 분명히 부담을 더한 것으로 보는 것이 대체적으로 옳다. 증권개혁법의 또 다른 의미의 하나는 손해인과관계의 요건을 입법화함으로써 얻어지는 분명한 장점이라고 할 수 있는데, 증권개혁법의 입법으로 인하여 무분별한 소송을 줄이겠다는 의회의 의도가 달성되었다는 것과 시장사기이론의 적용으로 인한 인과관계의 문제

68) Securities Litigation Reform Proposals: Hearing on S. 240, S. 667, and H.R. 1058 before the Senate Subcomm. on Sec. of the Comm. on Banking, Hous., and Urban Affairs, 104th Cong. 8 (1995).

69) Richard M. Phillips & Gilbert C. Miller, The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Rebalancing Litigation Risks and Rewards for Class Action Plaintiffs, Defendants, and Lawyers, 51 Bus. Law. 1009, 1009-10, 1015-18 (1996).

70) 하원에서 작성한 법안에서는 1934년법 section 10조(b)와 관련한 소송에서 명시적으로 손해인과관계와 거래인과관계를 모두 요구하였으나(Common Sense Legal Reform Act, H.R. 10, 104th Cong. §204 (1995)), 상원은 최종안을 확정하면서 이 조항을 삭제하였다.

71) 15 U.S.C. §78u-4(b)(4)에서는 "... the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this chapter caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages."라고 규정하고 있다.

72) Jeffrey L. Oldham, Taking "Efficient Markets" out of the Fraud-on-the-Market Doctrine after the Private Securities Litigation Reform Act, 97 Nw. U. L. Rev. 995, 999 (2003).

73) Id. at 1027.

를 처리하는데 있어서 법원에게 하나의 기준을 제시하였다는데 있을 것이다.⁷⁴⁾

(2) The Sarbanes-Oxley Act와 PSLRA, 시장사기이론

2002년 Enron, Worldcom, Arthur Anderson과 같은 기업들의 회계부정사건과 관련하여 the Sarbanes-Oxley Act가 제정됨으로써 다시 한번 증권법체계의 중요한 변화가 일어났다. 의회는 the Sarbanes-Oxley Act를 제정하면서 증권사기에 대한 민사책임을 무겁게 하고 소의 제기기간을 확장함으로써 범위반자(wrongdoers)들에 대한 책임추궁을 강화하였다. 이러한 변화는 증권손해배상책임을 추궁하는 범위를 확대하여 증권집단소송이 늘어날 수도 있는 여지를 제공하였다고 할 수 있다.

그러나 이러한 변화는 1995년 증권개혁법(PSLRA)의 제정에 의하여 증권집단소송을 제기함에 있어서 발생한 제약과는 다른 성격이 있다. The Sarbanes-Oxley Act의 취지가 투자자를 보호하고 범위반자를 처벌하겠다는 증권법의 이념과 목적을 실현함에 충실하고 있음은 물론이지만, 그 정확한 입법의 내용은 처벌의 강도를 높이고 책임을 추궁할 수 있는 기간을 연장하겠다는 것에 머무른다는 것이다.⁷⁵⁾ 즉 the Sarbanes-Oxley Act는 단순히 절차적인 요소와 처벌의 요소에만 관심을 가진다는 것이며, 범위반자의 범위를 확정하는 문제보다는 범위반자를 처벌하는 것에 그 입법의 관심이 있기 때문에 이 법으로 인하여 1995년 증권개혁법에 의해서 이루어진 시장사기이론에 대한 제약에는 여전히 변함이 없다고 보아야 한다.

5. 우리나라 증권거래법상 손해배상책임에 있어서 인과관계의 문제

(1) 증권거래법상 손해배상책임규정

증권거래법 제14조에서는 발행시장에서의 허위기재로 인한 배상책임에 대하여 규정하고 이를 유통시장에 준용하고 있다(동법 제186조 제4항, 제186조의 5). 유가증권신고서와 사업설명서에 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 누락되어 유가증권의 취득자가 손해를 입은 때에는 법이 정하는 일정한 자에게 손해배상의 책임을 부담시키고 있다. 이러한 증권거래법 제14조의 손해배상책임 규정은 민법 제750조의 일반불법행위책임을 배척하는 것은 아니라고 보는 것이 일반적이며, 증권거래법상 위반행위로 인하여 손해를 입은 투자자는 민법상의 불법행위규정에

74) Id.

75) Id. at 1030.

의하여도 손해배상을 받을 수 있다.⁷⁶⁾

그러나 민법상의 불법행위규정에 의하여 손해배상을 실현하기 위해서는 원고는 피고의 행위와 원고의 손해간의 인과관계를 입증해야 하는 책임을 부담하기 때문에 현실적으로 이용되는 경우는 소의 제기기간과 관련한 경우를 제외하고는 거의 없을 것이다. 민법상 손해배상책임에 비해 증권거래법상 손해배상책임은 가해행위에 의한 손해발생과 관련한 입증책임에 있어 민법상 손해배상책임에 비해 상당히 완화되어 있다. 왜냐하면 민법상 거래와 달리 비개인적 관계에서 집단적으로 거래가 이루어지는 증권시장에서의 거래와 전통적인 불법행위에 적용되는 동일한 입증책임을 요구하게 되면 원고에게 상대적으로 부담이 될 수 있고 그 불균형이 심화되면 소송 자체가 불가능해 질 수도 있기 때문이다.⁷⁷⁾

(2) 입증책임에 있어서 거래인과관계(신뢰)와 손해인과관계

미국 증권법상 손해배상책임의 구조와 관련하여 볼 때, 우리나라 민법이나 증권거래법상의 손해배상책임구조에서는 미국 증권법 구조에서 요구되는 신뢰(reliance)가 요구되지 않는다. 민법의 손해배상책임에서는 상당인과관계라는 형태를 요구하고 있지만, 증권거래법 제14조는 원고가 피고의 부실표시를 신뢰하고 거래하였다는 소위 거래인과관계 내지 신뢰는 요구하지 않고 있다. 이 점에 있어서 미국 증권법상 손해배상책임구조와 상이하다고 할 수 있겠지만, 증권거래법 제14조가 발행시장을 대상으로 규정되어 있다는 점에서 그렇게 볼 이유는 없다. 왜냐하면 미국에서도 발행시장에서의 손해배상책임을 묻기 위해서 신뢰라는 요건을 요구하지는 않기 때문이다.

문제는 우리나라 증권거래법 제14조가 유통시장에도 그대로 준용이 되고 있다는 점이다(동법 제186조 제4항, 제186조의 5). 따라서 우리나라 증권거래법이 유통시장에 적용되는 별도의 손해배상책임규정을 두고 있지 않고 있는 구조가 유통시장에서의 손해배상책임을 실현함에 있어서 신뢰라는 요건을 요구하지 않는 것으로 해석되는지, 아니면 미국에서의 시장사기이론의 경우처럼 신뢰를 추정하는 입장을 취하고 있는가 하는 점이 궁금하다. 신뢰를 추정하고 있다면 미국의 경우처럼 피고에 의한 반증이 가능한 추정의 형태인지에 대하여도 논의가 필요할 것이다. 입법론적으로 본다면 우리나라 증권거래법도 유통시장에 적용되는 손해배상책임규정을 단독으로 마련하여 발행시장과 유통시장의 각각의 고유에 맞는 구조를 확립하는 것이

76) 김건식, 증권거래법, 두성사, 2002, 139면. 대법원도 마찬가지로 견해를 취하고 있다. 대판 1997. 9. 12 선고, 96다41991 판결.

77) 김정수, 증권집단소송법상 입증책임과 시장사기이론, 한국증권법학회 2003년 6월 28일 세미나 자료, 24면 참조.

바람직할 것이다.

증권거래법 제14조에서는 “허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 유가증권의 취득자가 손해를 입은 때”라고 규정함으로써 피고의 부실표시행위와 원고의 손해 사이의 인과관계를 요구하고 있다. 즉 동조는 소위 “손해인과관계(loss causation)”의 입증을 원고에게 요구하는 것처럼 보이는데, 증권거래법 제15조 제2항의 규정에 의하여 “배상책임은 질 자가 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부를 허위로 기재·표시하거나 중요한 사항을 기재·표시하지 아니함으로써 발생한 것이 아님을 입증한 경우에는 그 부분에 대하여 배상 책임을 지지 않는다”고 규정함으로써 피고에게 입증책임을 전환시켜 피고가 허위 기재와 손해발생간의 인과관계의 부존재에 대한 입증을 하여야 한다.⁷⁸⁾

6. 결어

(1) 시장사기이론의 적용과 공시제도 및 집단소송

시장사기이론이 성공적으로 적용되기 위해서는 공시제도의 운영이 매우 중요하다. 시장에 대한 신뢰는 시장가격에 대한 신뢰이며, 구체적으로 증권의 시장가격이 신뢰의 대상이 되는 이유는 증권과 증권발행에 대한 정보가 모두 시장에 공개되어 증권의 시장가격에 반영되어 있다는 것을 전제로 하기 때문이다.⁷⁹⁾ 따라서 완전한 공시(full disclosure) 내지 강제공시(mandatory disclosure)제도의 확립은 시장사기이론의 성공적인 적용에 있어서 매우 중요한 요소이며, 이는 증권관계법이 지향하는 투자자보호와 공정하고 정직한 증권시장의 형성이라고 하는 목적에도 잘 부합하는 것이다.⁸⁰⁾ 이는 전통적으로 공시가 미 연방증권법의 주요한 목적 중의 하나가 되어왔다는⁸¹⁾ 사실에서 보더라도 잘 알 수 있다.

강제공시(mandatory disclosure)제도의 운용은 역설적일지는 몰라도 오히려 증권집단소송과 같은 소송의 제기를 감소시키는 역할도 하게 된다.⁸²⁾ 즉 법령의 규정에 따른 강제공시를 이행하면 책임을 면제받게 되고, 완전하고도 충분한 정보의 공시는 시장의 완전성을 추구하게 되기 때문이다. 법령의 규정에 따른 공시의무를 이

78) 대법원 2002. 10. 11. 선고 2002다38521 판결.

79) Note, “The Fraud-On-The-Market Theory”, 95 Harv. L. Rev. 1143, 1158 (1982).

80) Shores v. Sklar, 647 F.2d 462, 470 (5th Cir. 1981)(en banc).

81) G. Stiegler, *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. Bus. 117 (1964); George J. Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 Am. Econ. Rev. 132 (1973) 참조.

82) J. Robert Brown, Jr., *The Regulation of Corporate Disclosure* §1-03[2], 1-14 (3d ed. 1999).

행하지 않은 경우에 이것은 바로 시장사기이론의 적용으로 부실공시에 대한 책임을 묻는 것으로 연결되는 것이다.

(2) 인과관계에 있어서 입법론

현행 증권거래법 규정상으로는 손해배상책임을 인정함에 있어서 원고가 피고의 부실기재를 신뢰(reliance)함을 요구하는 문구는 어디에도 찾아볼 수 없다. 증권거래법 제14조에서 손해인과관계의 입증에 대한 내용이 있으나 이도 제15조 제2항에 의하여 피고에게 입증책임의 전환이 이루어져 있는 상태이다.

지금도 요구하지 않은 신뢰의 요건을 논의할 필요가 없지만,⁸³⁾ 시장의 성격 내지 거래의 성격과 관련하여 적극적인 허위표시(misrepresentation)이 문제된 대면 거래(face to face transaction)의 경우라고 한다면 reliance의 요건을 요구하여도 무방할 것이다. 손해인과관계는 일반적인 증권사기거래라면 요구해도 무방하겠지만, 내부자거래라든지 시세조종의 경우에는 투자자보호의 목적을 위하여 현행법의 규정대로 그 요건을 완화 내지 추정하여야 할 것이다. 누락(non-disclosure)의 경우에는 거래인과관계와 손해인과관계는 누락된 정보의 중요성만 입증되면 추정되는 것으로 하여야 할 것이다.

83) 참고로 内部者去來에 관한 증권거래법 제188조의 3은 인과관계와 관련하여, 단지 “그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해를 배상”하도록 규정함으로써, 時勢操縱에 관한 동법 제188조의 5의 경우에도 단지 원고가 “위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 당해 증권의 매매거래 또는 위탁”을 한 것만 입증하면 충분한 것으로 하여 손해인과관계의 입증책임을 완화해 주고 있다. 이것은 내부자거래의 위법성의 중대함과 불특정다수인간에 거래되는 증권시장에서의 사기적 거래라는 점에서 이해될 수 있다.