

증권집단소송의 도입과
증권거래법상 손해배상책임체계의 개선방안

李 俊 燮
(인천대학교 법과대학)

【 초 록 】

현재 국회계류중인 증권관련집단소송법안은 증권거래법상의 분식회계, 허위 및 부실공시, 내부자거래, 그리고 시세조종행위 등을 이유로 하는 손해배상책임을 집단적으로 처리한다는 것이 골자이다. 그러나 증권관련집단소송제도의 도입은 우리의 소송법구조와의 체계적 정합성의 문제가 존재할 뿐만 아니라, 실제법구조와도 적지 않은 충돌을 야기할 가능성이 있다. 특히 그 동안 도입 및 시행여부에만 매달려 온 나머지 정작 그 전제조건인 증권거래법상의 손해배상책임규정과와의 정합성, 그리고 시행 이후 전체 법체계(특히 배상책임구조)와의 불일치성 문제에 대해서는 논의를 도외시하여 온 것이 사실이다.

특히 증권집단소송의 전제인 현행 손해배상책임규정이 적절히 정비되지 않은 상태에서의 성급한 도입시행은 여러 가지의 부작용이 예상될 수 있다. 우선 첫째로는 손해배상책임체계에 있어 필수적인 因果關係의 요청과 관련한 근거규정이 미비된 상태하에서는 투자자들의 무분별한 濫訴의 가능성이 예견된다. 둘째로는 현행 배상책임규정 중에는 불합리한 連帶責任規定으로 인하여 과도한 책임을 부담하게 되는 자가 발생하여 결국 배상책임의 실효성과 형평성에 대한 의문이 제기될 수 있다. 셋째로는 현재 대상이 되는 책임에 관한 개별책임규정에서 입증책임분배에 관한 명문의 규정을 흠결하고 있는 경우가 많아 책임인정여부의 판단에 있어 혼란을 야기하고 법원에 과도한 부담을 안길 가능성도 상존한다. 마지막으로 현행법이 손해배상액의 산정과 관련하여 특칙에 알맞은 규정을 두고 있지 않기 때문에 해석상의 혼란과 함께 부적절한 배상액의 산정 및 분배가 이루어질 가능성이 있다.

따라서 본 연구에서는 증권집단소송제도의 도입시 그 전제조건으로서 실제법상의 손해배상책임이 어떻게 해석되고 구성되어야 하는지, 그리고 입법론으로는 어떻게 개선되어야 할 것인지를 중심으로 필요한 주제영역을 선별하여 고찰하고자 한다. 그리고 본 연구는 證券集團訴訟의 도입시 실제법상의 책임규정과 관련하여 법원에 대해서는 해석론적 기준을, 그리고 입법주체에 대하여는 그 개선방안에 대한 방향을 제시하는 것을 중심으로 하고자 한다.

주제어: 증권관련집단소송 / 손해배상책임 / 인과관계 / 입증책임 / 연대책임 / 공시책임 / 내부자거래 / 시세조종행위 / 분식회계 / 남소방지

【 차 례 】

- I. 서 론
- II. 증권집단소송의 시행에 있어 배상책임규정의 원칙
 1. 인과관계에 관한 원칙
 2. 입증책임에 관한 원칙
 3. 연대책임에 관한 원칙
 4. 남소방지에 관한 장치
- III. 증권거래법상 집단소송대상 책임 규정의 문제점과 개선방안
 1. 문제제기

2. 책임구성요소의 문제점과 개선방안
3. 발행공시책임규정의 현황과 문제점
4. 유통공시책임규정
5. 경합문제
6. 공개매수위반관련 손해배상책임규정의 준용문제
7. 내부자거래로 인한 손해배상책임
8. 시세조종행위로 인한 손해배상책임

IV. 종합결론: 입법적 개선조치

1. 발행공시책임체계의 개선
2. 유통공시책임체계의 개선
3. 공개매수위반 책임체계의 개선
4. 내부자거래 및 시세조종행위 책임체계의 개선

李 俊 燮

(인천대학교 법과대학)

I. 서 론

현재 증권관련집단소송법안은 증권거래법상의 분식회계, 허위 및 부실공시, 내부자거래, 그리고 시세조종행위 등을 이유로 하는 손해배상책임을 집단적으로 처리한다는 것이 골자이다. 그러나 증권관련집단소송제도의 도입은 우리의 소송법구조와의 체계적 정합성의 문제가 존재할 뿐만 아니라, 실체법구조와도 적지 않은 충돌을 야기할 가능성이 있다. 특히 그 동안 도입 및 시행여부에만 매달려 온 나머지 정작 그 전제조건인 증권거래법상의 손해배상책임규정과의 정합성, 그리고 시행 이후 전체 법체계(특히 배상책임구조)와의 불일치성 문제에 대해서는 논의를 도외시하여 온 것이 사실이다.

특히 증권집단소송의 전제인 현행 손해배상책임규정이 적절히 정비되지 않은 상태에서의 성급한 도입시행은 여러 가지 부작용이 예상될 수 있다. 우선 첫째로는 손해배상책임체계에 있어 필수적인 因果關係의 요청과 관련한 근거규정이 미비된 상태하에서는 투자자들의 무분별한 濫訴의 가능성이 예견된다. 둘째로는 현행 배상책임규정 중에는 불합리한 連帶責任規定으로 인하여 과도한 책임을 부담하게 되는 자가 발생하여 결국 배상책임을 실효성과 형평성에 대한 의문이 제기될 수 있다. 셋째로는 현재 대상이 되는 책임에 관한 개별책임규정에서 입증책임분배에 관한 명문의 규정을 흠결하고 있는 경우가 많아 책임인정여부의 판단에 있어 혼란을 야기하고 법원에 과도한 부담을 안길 가능성도 상존한다. 마지막으로 현행법이 손해배상액의 산정과 관련하여 특칙에 알맞은 규정을 두고 있지 않기 때문에 해석상의 혼란과 함께 부적절한 배상액의 산정 및 분배가 이루어질 가능성이 있다.

따라서 본 연구에서는 증권집단소송제도의 도입시 그 전제조건으로서 실체법상의 손해배상책임을 어떻게 해석되고 구성되어야 하는지, 그리고 입법론으로는 어떻게 개선되어야 할 것

인지를 중심으로 필요한 주제영역을 선별하여 고찰하고자 한다. 그리고 본 연구는 證券集團訴訟의 도입시 실체법상의 책임규정과 관련하여 법원에 대해서는 해석론적 기준을, 그리고 입법주체에 대하여는 그 개선방안에 대한 방향을 제시하는 것을 중심으로 하고자 한다.

II. 증권집단소송의 시행에 있어 배상책임규정의 원칙

1. 인과관계에 관한 원칙

미국의 집단소송제도는 재판실무상 해당 소송이 ‘불가피하게’ 집단소송으로 할 수밖에 없는 것들을 추출하여 미국 민사소송규칙(Federal Rules of Civil Procedure) 제23조가 정하는 요건을 설정한 것이다. 그리고 ‘불가피하게’ 집단소송으로 할 수 있는 공통적인 전제조건은 집단소송의 ‘구성원들 모두에게’ 따로 ‘가해행위와 손해’간의 인과관계를 증명할 필요가 없을 정도로 인과관계가 추정되거나 명확한 경우를 전제로 한다. 만일 그렇지 않다면 우연히 시간적 또는 지역적으로 그 그룹에 속해 있었기 때문에 소위 집단(class)에 속하게 되는 자도 가해자의 가해행위와 아무런 인과관계 없는 자신의 손해를 배상받을 가능성이 생기기 때문이다. 그렇게 되는 경우에는 일반적인 손해배상법체계의 구조를 훼손하는 것이 된다. 또한 후술하듯이 남소의 가능성도 그만큼 커지게 되는 것이다.

사실 소비자관련책임소송이나 환경관련피해소송의 경우에는 가해자의 가해행위로 인하여 피해를 입었다는 인과관계의 존재여부가 간명한 경우에 해당한다. 예컨대 고엽제의 피해로 인한 경우를 예로 들어보자. 이 경우에는 그 시기에 베트남에 참전하고 고엽제가 살포된 지역에 근무했었다는 사실이 존재하고, 유사한 신체적 상해와 기능장애가 존재한다는 사실만으로 다른 원인의 개입가능성에 대한 검토 없이도 고엽제로 인한 피해라는 인과관계가 쉽게 인정될 수 있을 것이다. 사실 미국의 집단소송의 경우에도 이러한 명쾌한 사안에 대해서 집단소송이 가능하다고 판단하는 것이 일반적이고, 구성원 사이에 청구원인에 대한 공통성과 전형성이 없는 사안에 있어서는 끊임없는 논란이 제기되어 왔던 것이 사실이다.¹⁾

그러나 증권관련책임을 추궁하는 경우에는 투자자가 증권투자로 인한 손해에 이르게 되는 요인이 매우 다양하고 실제 가해자의 불법행위와 아무런 관련이 없는 경우도 허다하므로 인과관계의 존재가 반드시 규명되어야 한다. 따라서 이 경우에는 책임의 근거가 되는 인과관계(소위 거래의 인과관계 또는 신뢰의 인과관계)가 우선적으로 해명되어야만 한다. 즉 공시책임을 경우 그 해당 부실공시서류를 읽고 믿었기 때문에 증권을 매수했다든지 혹은 매도하게 되었다는 것이 그것이다.

그렇다면 실체법상 요구되는 신뢰의 인과관계 및 손해의 인과관계에 대한 요건은 集團訴訟의 구조 내에서도 가해자의 불법행위로부터 배상을 받을 자와 그렇지 않은 자를 구분해 주는 핵심적인 기준인 것이고, 그렇기 때문에 집단소송제도의 도입여부에 관한 논의에서 핵심적인 대상이 되며, 만일 기존의 민법(불법행위에 기한 손해배상책임)체계와의 충돌가능성이 해결되지 못한다면 도입 자체가 보류되어야 한다.

2. 입증책임에 관한 원칙

전통적인 개별소송절차에 있어서는 그것이 공동소송의 형태인 경우라도 개별적으로 개개의 손해가 입증이 되어야 하는 것이 당연하다. 또한 청구권의 기초가 불법행위책임체계 내의 것인 한에 있어서는 집단소송의 형태이더라도 입증책임의 문제를 피해 갈 수는 없는 것이다.

그런데 특이한 것은 집단소송의 경우에는 class가 구성된 후 본안에 대한 법원의 재판이 이루어지는 과정에서도 필수적인 절차이지만, 이 입증책임의 문제가 처음 class를 구성하는 단계에서부터 제기되어 있다는 점이다. 그래야만 쟁점의 공통성과 청구의 전형성이 인정될

수 있다. 만일 그렇지 않다면 우리의 불법행위책임법은 그날로 폐기해야만 할지도 모른다. 미국의 경우에도 손해배상에 관한 집단소송은 ① 그 訴因이 공통적인 거래상의 사실 또는 지위(증권관련집단소송의 경우에는 유가증권의 투자자인 사실), ② 訴因에 대하여 적절한 시간적 범위(공시책임의 경우 공시에 근접한 시기에 유가증권의 매매; 내부자거래의 경우 그 내부자거래행위에 반대방향의 매매), ③ 소송에 적합한 지역적 한계 등을 기초로 하여 class가 정해져야 함을 명확히하고 있는 것이다.

그렇다면 증권관련손해배상소송에서 책임을 근거지우는 신뢰의 인과관계에 관한 입증책임이 명확하게 규명되어야 한다. 이는 우리 증권거래법상의 개별적인 책임규정들 내에서 명확한 입증책임의 분배규정을 둘 수도 있고 확립된 판례를 통하여 규명될 수도 있다.

현재 제안된 입법안상 대상으로 지정되어 있는 공시책임 중에서는 증권거래법 제14조의 발행공시책임의 경우에만 공시된 이후 신뢰의 인과관계가 추정된다고 보아 입증책임이 전환된다고 볼 수 있다. 즉 피고는 원고가 해당 부실공시서류를 읽고 믿고 투자를 하지는 않았다는 점을 입증해야 한다는 것이다. 그 외의 대상이 되는 책임규정들에 있어서는 어떤 형식이든 입증책임에 관한 명확한 규명이 있어야 한다.

3. 연대책임에 관한 원칙

현재 증권관련집단소송법안상 그 대상이 되고 있는 공시책임(특히 증권거래법 제14조의 발행공시책임)에 있어 배상책임질 자(피고)는 연대책임관계에 있다고 보는 것이 일반적이다. 물론 이사가 책임을 지는 경우에는 회사법상 명문으로 연대책임을 규정하고 있다(상법 제401조 제1항). 그런데 이와 같은 연대책임관계는 집단소송으로 책임추구를 하는 경우 濫訴 등의 부작용을 낳는 요인이 된다는 것이 미국에서의 경험이다. 따라서 집단소송제도의 시행을 위해서는 이 규정에 대한 수정, 보완이 요청된다 하겠다. 즉 일정한 경우 기존 법률상 배상책임질 자의 연대책임관계를 배제하고 비례적 책임으로의 전환을 통하여 강요적인 화해를 방지하는 것을 검토할 필요가 있다는 뜻이다.

미국의 경우 우리의 증권거래법 제14조에 열거된 배상책임질 자에 해당하는 책임질 자는 명문으로 연대책임관계에 있음을 규정하고 있다(1933년법 §11). 그 결과 자기의 책임비율이 아무리 작더라도 전액배상의 책임을 지게 되었다. 이는 증권법령의 위반을 알지 못했던 피고라 하더라도 상당히 큰 비율의 책임을 부담한다는 압박 때문에 거품소송의 화해에 응하게 되는 결과를 낳게 되었고, 특히 사외이사에 대한 연대책임을 과하는 것이 과도하다는 비판이 있어 왔다.

이에 따라 1995년의 개정법에서는 일정한 경우에는 연대책임을 배제하고 비례적 책임에 의한 공정한 책임비율을 정하기 위하여 1933년 증권법 §11(a) 위반에 대한 연대책임과 求償을 규정하는 동조 (f)에 (f)(2)를 추가하였다. 이에 따라 손해배상액을 정하는 동조 (e)에 기한 사외이사의 책임은 개정법 §21D(g)에 의하여 결정되도록 한 것이다.²⁾ 그 결과 우선 증권거래법에 기한 민사책임소송의 피고 및 사외이사로서 증권법 §11에 기하여 책임추구가 되는 피고는 자신이 스스로 인식하면서 증권법령을 위반한 경우에 한하여 연대책임을 지게 되었다. 따라서 피고는 연대책임을 지는 경우를 제외하고는 자기의 책임부분에 대해서만 책임을 지게 되고, 피고 중에서 승소한 자는 변호사의 보수와 비용의 상환을 청구할 수 있게 되었다. 그런데 이와 같은 비례적 책임의 인정을 위한 전제는 피고가 증권법령을 위반하였는지 여부, 그 책임비율 및 인식한 채 법령을 위반하였는지에 관한 사실인정이 필요하다. 이를 공시책임의 경우에 적용해 본다면, 우선 중요한 사실에 대한 허위의 기재 또는 중요한 사항의 누락을 실제 알고 있어야 하며, 그 부실표시 또는 누락을 제3자가 신뢰할 것이라는

것을 개연적으로 인식하고 있어야 함을 의미한다.

4. 남소방지에 관한 장치

미국의 경우 증권관계법상의 책임규정과 관련한 간접적인 남소방지장치와는 별도로 실제 현실에서의 증권집단소송의 남소행태를 경험한 후에 1995년 12월 22일 ‘증권민사책임소송개정에관한법률’(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)을 제정한 바 있다.³⁾ 이 법을 통하여 1933년 증권법 및 1934년 증권거래법상의 소송관련규정이 개정되기에 이르렀다. 즉 집단소송에 의한 거품소송(frivolous suit)을 걷어내기 위하여 소송법이 아닌 1933년 증권법 §27(a) 및 1934년 증권거래법 §21D 등의 소송관련규정을 추가하여 개선한 것도 중요한 예이다. 우리에게 있어서도 증권관련집단소송제도를 시행함에 있어 중요한 과제 중의 하나가 남소문제이다. 우리법상 경험되지 않은 것이기 때문에 남소의 문제를 추상적으로 생각하거나 그 부작용에 대해서는 과소평가해서는 안될 일이다.

남소의 가능성을 예방하는 것은 직접적인 소송절차상의 규정에 의한 것도 있지만 간접적으로 예방하는 실체법상의 규정도 중요한 기능을 한다. 우리법의 경우에는 인과관계요건이나 입증책임문제에 대해서 법규정이나 판례법상 확립된 아무런 원칙이 없는 데 비하여 미국의 경우에는 1933년 연방증권법 및 1934년 연방증권거래법상 발행공시책임, 유통공시책임 및 사기금지규정에 위반하는 경우의 손해배상책임규정에 법률로써 혹은 판례법상으로 명확하게 이들 두 가지 문제를 명확히함으로써 터무니없는 소송제기가능성을 봉쇄하고 있다.

우선 인과관계의 요건이 엄격하게 그리고 명확하게 요구되는 책임법구조이다. 미국의 1933년 증권법상 발행공시책임은 §11, §12(a)(2)(개정전의 §12(2)), 그리고 §17이 관계된다. 이 중에서 우리의 증권거래법 제14조와 비견되는 §11을 제외하고는, §12(a)(2)의 청구권기초는 원·피고간의 직접적인 계약관계를 조건으로 하고 §17(a)의 경우에는 원고가 그 부실기재내용을 신뢰하여 손해가 발생하였다는 신뢰의 인과관계를 입증하도록 요구한다는 점에서 남소가능성을 막고 있다.

또한 1934년의 증권거래법상으로는 §10b 및 Rule 10b-5의 사기금지규정에 위반한 손해배상책임규정과 우리법상 유통공시책임에 비견될 만한 §18에 기한 책임이 존재한다. §10b 및 Rule 10b-5은 일반적으로 공시책임에 대하여도 묵시적 책임의 청구권기초로 원용되는데, 여기서는 원고가 부실공시(기재)내용을 신뢰하였고 당해 부실기재에 대한 신뢰가 원고의 손해의 주된 원인이라는 사실을 입증해야만 한다는 것이 판례의 일반적인 입장이다.⁴⁾ 다만 정보를 공시해야 할 의무를 부담하는 자가 중요한 사실을 공시하지 아니한 경우, 그리고 허위의 또는 오해를 야기하는 기재로 인해 영향을 받은 시장가격으로 매매한 경우 등에 있어서는 이 신뢰 내지 거래인과관계는 추정되어 원고의 입증은 불필요하다는 것이 역시 판례의 태도이다(시장에 대한 사기이론: fraud on the market theory). 그러나 손해의 인과관계는 시장에 대한 사기이론에 의하더라도 추정되지 않으며 항상 원고의 입증이 필요하다.⁵⁾ 한편 34년법 §18은 SEC제출서류의 부실기재로 인한 명시적 책임규정인데, 이 경우에도 투자자가 해당 서류의 기재내용을 실제로 읽고 믿었을 것을 요건(신뢰의 인과관계)으로 한다는 점에서 엄격한 책임규정이다.

결국 미국에서는 발행공시책임이든 사기적 거래에 의한 책임이든 또는 유통공시책임이든 위와 같이 실체법상으로 인과관계의 문제나 입증책임을 명확히함으로써 결과적으로 남소방지의 기능을 담당하도록 하고 있는 것이다. 그렇다면 우리의 경우에는 어떠한가? 우리법상으로는 법규정은 물론이거니와 이에 관련한 변변한 판례조차 없는 실정이다.

미국의 재판실무경험이 남소에 대한 방지대책을 세우게 하고 결국 법개정에 이르게 한 것은

남의 일이 아니다. 우리의 경우에는 현재 제안된 입법안에서 남소방지를 위한 몇 개의 규정 만으로는 전혀 그 실효성을 기대할 수 없다. 앞서도 언급한 바와 같이 현재 집단소송의 대상으로 되어 있는 증권거래법상의 책임구조에 관한 규정에 대해서도 손질이 있어야 한다.

III. 증권거래법상 집단소송대상 책임규정의 문제점과 개선방안

1. 문제제기

법원이 집단소송허가를 위한 판단기준으로는 일반적으로 ① 집단(class)의 존재, ② 구성원의 다수성, ③ 쟁점의 공통성 및 ④ 청구의 전형성 등이 제시되어 있다. 물론 이러한 요건이 미리 완벽히 충족되어 있을 것을 요하는 것은 아니다.

이 기준들 중에서 쟁점의 공통성은 현행 법안상 열거되어 있는 배상책임들이 모두 충족될 수 있는 것으로 평가된다. 청구의 전형성은 대표당사자의 청구와 소집단구성원의 청구나 공격방어방법이 동일하여야 하고 또한 전형적이어야 함을 말한다. 그렇다면 이 요건은 불가피하게 실체법적 판단을 전제로 하게 된다. 따라서 현재의 법률안에서 열거하고 있는 대상들이 과연 각 구성원들의 청구의 전형성이 충족되는지 검토하여야 한다.

법률안(政府案) 제11조에서 집단소송의 대상은 크게 ① 사업설명서책임(발행공시책임: 증권거래법 제14조), ② 사업보고서, 반기보고서 및 분기보고서책임(정기공시책임: 동법 제186조의2 및 제186조의3), ③ 미공개정보이용금지위반(동법 제188조의3), ④ 시세조종행위위반(동법 제188조의5), ⑤ 외부감사인의 부실감사책임(동법 제197조)을 열거하고 있다.⁶⁾

특히 법률안 제11조에서 열거하고 있는 대상들은 모두 '불법행위책임'의 성질을 가지고 있는데, 불법행위책임법상 '인과관계의 존부'가 실체법적 판단의 핵심이 된다. 예컨대 공시책임은 불법행위책임 중에서 신뢰책임의 성격을 갖고 있으므로 집단구성원 중에서 '부실공시서류를 읽고 믿었기 때문에 유가증권을 취득 또는 매도하였는지'에 대한 인과관계(책임근거적 인과관계)가 반드시 필요하므로 '집단소송의 구성원'들 중에서 이 인과관계의 존재가 증명되지 않는 자에 대해서는 집단소송의 구성원이 될 수 없도록 해야 한다. 만일 공시서류에 대한 신뢰 없이 유가증권을 매매한 자들에 대해서까지 집단의 구성원으로 할 수 있게 되면 특별법상의 공시책임은 그 존재의 의미가 사라지게 될 것이다. 또한 이들을 구별하지 않고 모두 집단의 구성으로 하는 경우 우리의 기존 불법행위법체계와 충돌을 일으키게 되어 기존법체계의 와해를 가져올 수밖에 없게 된다. 바로 이 점 때문에 많은 대륙법국가가 집단소송의 도입을 포기한 배경이 되기도 하였다. 결국 집단소송의 대상으로 적격성이 인정되기 위하여는 '인과관계의 존재'가 명확한 책임유형에 한정시킬 필요성이 제기되는 것이다.

2. 책임구성요소의 문제점과 개선방안

(1) 사업설명서의 개념문제

1) 사업설명서개념규정의 흠결과 논의실의

증권거래법은 사업설명서의 개념에 관한 일반적 정의를 포기하고 解釋에 맡기고 있다. 이같은 개념규정의 형식을 논의하는 實益은 우리법 제14조에서 규정하는 事業說明書의 虛位 및 不實記載責任의 前提가 되는 사업설명서의 範圍를 어디까지 볼 것인가와 관련을 맺고 있다. 즉 실정법상 사업설명서의 일반적 개념을 정의하는 경우(예: 일본법의 경우)에는 개념규정에 의하여 포착되지 않는 투자권유문서 기타 廣告의 경우에는 사업설명서책임의 대상이 되지 않게 되어 적용범위가 제한되게 되지만, 이를 해석에 맡기는 경우 그 記載事項을 중심으로 事業說明書인지 여부를 판단하고 事業說明書와 類似한 投資勸誘文書도 증권거래법 제12조에서 의미하는 '사업설명서'에 포함되므로 증권거래법 제14조의 사업설명서책임규정의 적용을 받게 된다. 결국 우리법은 사업설명서의 概念定義를 解釋에 맡김으로써 보다 넓은 概

念擴張을 통하여 사업설명서책임의 物的 範圍를 넓힐 수 있다는 長點이 있으나, 법적용대상이 해석에 맡겨짐으로써 법적 불안정성도 내포되어 있다.

문헌상으로는 제14조의 사업설명서책임의 전제가 되는 ‘사업설명서’를 그 명칭에 관계없이 일반적인 투자권유문서는 물론이고, 투자권유를 위해 이루어지는 廣告, 정보의 제공 등 모든 형태의 서면에 의한 청약도 이에 해당한다고 파악하고 있다.7) 그러나 이러한 해석은 민법 제750조의 일반불법행위책임과 증권거래법 제14조에 의한 특별책임을 혼동스럽게 하기 충분하다. 결국 동법 제14조의 특별책임을 명확히 근거지우기 위해서는 그 개념에 관한 定義가 요청된다 하겠다.

우리 증권거래법은 事業說明書에 관한 一般的 定義를 포기하고 있지만, 각국의 입법례에서는 事業說明書의 概念을 一般的으로 定義하는 경우8)와 개념정의를 포기하고 해석에 맡기는 경우(우리나라법)가 있다.

이와 같이 개념규정의 형식을 논의하는 實益은 우리법 제14조에서 규정하는 사업설명서‘책임’의 前提가 되는 사업설명서의 範圍를 어디까지로 볼 것인가와 관련을 맺고 있다.

2) 입법적 개선방안

각국의 입법례는 사업설명서의 개념을 일반적으로 定義하는 경우와 개념정의를 포기하고 해석에 맡기는 경우가 있다. 일본 증권거래법상(제2조 제10항) 사업설명서의 개념정의를 “사업설명서라 함은 유가증권의 모집·매출 또는 적격기관투자자 대상증권의 일반투자자에의 권유를 위하여 그 상대방에게 제공하는 당해 유가증권 발행인의 사업 기타 대상성령이 정하는 사항에 관한 설명을 기재한 문서”라고 하고 있다. 일본법의 이러한 개념정의를 실제 세계 각국의 다양한 입법례와 문헌적 논의를 반영하여 입법한 것으로 보여진다.

우리법은 사업설명서에 관한 일반적 정의규정을 두고 있지 않다. 따라서 문헌상에서는, ‘사업설명서’라는 명칭을 사용하지 않는 경우라도 실질적으로 “유가증권의 투자권유를 목적으로 발행인의 기업실체에 관한 정보를 그 내용으로 하여 공중에 제공하기 위해 만들어진 문서 또는 자료”는 모두 사업설명서로 보아 증권거래법의 규제대상으로 삼는 것이 타당하다고 주장한다. 그러한 예로는 회사설립취지서, 증자설명서, 주식 또는 사채의 모집안내·매출안내, 신주배정통지서 등을 들 수 있다고 한다.9) 그뿐만 아니라 논자는 미국의 경우와 같이 라디오, TV, 우편 등 기타 수단방법을 불문하고 유가증권에 대한 투자의 권유를 위해 이루어진 광고, 정보의 제공 등 모든 형태의 서면에 의한 청약 등을 포함하는 넓은 의미로 사업설명서를 정의하는 규정을 두는 것이 가장 타당하다고 주장하기도 한다.10)

그러나 그같은 인식에 대하여는 중대한 疑問을 제기하지 않을 수 없다. 만일 증권거래법 제14조의 사업설명서책임의 전제가 되는 事業說明書가 위의 주장과 같이 그 명칭에 상관없이 그리고 ‘일정한 투자권유문서’라고 해석된다면, 굳이 사업설명서책임이라고 하는 특별한 不法行爲責任을 별도로 규정할 필요도 없을 것이고, 또한 민법 제750조의 일반불법행위책임에 대하여 특별한 구성요건과 책임액산정 및 소멸시효에 관한 규정을 둘 필요가 전혀 없는 것이다. 왜냐하면 그러한 해석에 따른 사업설명서는 일반불법행위책임으로도 충분히 포섭되고 그에 따라 책임귀속을 시키면 되기 때문이다.

또한 미국법과 같이 일반적 불법행위책임에 관한 성문법이 없는 경우이나 가능할 뿐이고, 우리법에서와 같이 일반법과 특별법으로 구분입법된 경우에는 그와 같은 개념해석이 그대로 적용될 여지는 없는 것이다.

따라서 증권거래법 제14조 및 제15조가 적용되는 사업설명서는 ① 반드시 ‘사업설명서’란 명칭을 사용하여야 하는 것은 아니지만, ② 모집 또는 매출에 기하여 법률상 ‘의무’로 작성

된 것이어야 하며, ③ 그 기재내용은 법과 시행령에서 정해진 사항 이상을 기재한 것이어야 하며, ④ 작성된 사업설명서는 일반인에게는 열람에 제공되고 청약자에게 交付된 것이어야 한다. 이러한 요건을 갖춘 청약권유문서만 제14조의 사업설명서책임의 전제가 되는 사업설명서의 개념요건을 충족시키며, 그때서야 비로소 일반불법행위책임에 비하여 완화된 제14조 및 제15조의 책임요건을 적용시킬 수 있는 것이다.11)

그 결과 증권거래법 제12조 및 제13조의 사업설명서에 관한 개념요건을 충족시키지 못하는 기타의 투자권유문서의 허위 또는 부실 작성과 공시로 인한 손해배상책임문제가 발생한 경우, 통설이 주장하는 바와 같이 증권거래법이 적용되는 사업설명서로 인식해서는 안되고, 따라서 증권거래법 제14조 및 제15조의 사업설명서책임이 아니라 민법 제750조의 일반불법행위책임으로 책임구성을 하여야 할 것이다.12) 따라서 이 법에서 요구하는 기재사항을 흠결한 투자권유문서의 부실기재를 이유로 하거나, 또는 상법 제627조의 주식청약서 등의 부실기재에 대한 처벌규정을 이유로 하여 손해배상책임을 묻고자 할 때에는 이 법 제14조 이하의 특별책임이 적용될 여지는 없고 일반 민법 제750조의 불법행위책임으로 구성해야 할 것이다. 이와 같은 이론구성을 함으로써만 비로소 일반법상의 책임과는 다른 특별법상의 책임이 존재하는 이유와 그 구분의 實益을 설명할 수 있게 된다.

결론적으로 우리의 경우도 일본법과 같이 일반적 개념정의에 관한 규정을 新設하고, 이를 보다 명확히하기 위해 그 기재사항으로부터 사업설명서인지 판단하도록 하는 것이 바람직하다고 본다. 이 경우 증권거래법의 적용대상이 되는 '사업설명서'에 관한 개념요소들에 관한 충분한 논의가 필요하다. 입법론으로는 일정한 개념기준을 제시하고 그 범위 내에서 사업설명서가 해석되도록 할 필요가 있다. 그리고 그 개념요소 안에는 '사업설명서'란 명칭을 사용하지 않아도 상관은 없지만, 첫째, 모집 또는 매출에 기하여 '투자권유문서로서 증권거래법상의 의무'로써 작성된 것일 것, 둘째, 그 기재내용은 증권거래법에서 정한 기재사항 이상의 것이 기재되어 있을 것, 그리고 마지막으로 작성된 문서가 일반인에게 법적의무로써 제공될 것 등을 포함하고 있어야 한다.

(2) 사업설명서의 공시 또는 교부의 강제

증권거래법은 有價證券申告書와 마찬가지로 事業說明書도 당해 募集·賣出과 관련하여 투자자에게 提供하거나 公示할 것을 강제하지 않고 작성후 일반인들에게는 유가증권 발행회사의 本店·支店과 증권관리위원회, 증권거래소 및 청약사무를 취급하는 장소에 備置하여 供覽하도록 하고(법 제 12조, 시행규칙 제4조), 모집 또는 매출에 응하는 청약자들에게는 그들에 의한 交付의 청구가 있는 때에 비로소 교부하도록 강제하는 규정을 두고 있다(법 제13조). 그러나 비교법적 견지에서나 責任의 基礎를 위해서나 사업설명서는 당해 募集·賣出과 관련하여 投資者에게 公示되거나 交付가 強制될 것이 필요하다. 일반적으로 事業說明書는 유가증권신고서와는 달리 그 성질이 投資勸誘文書로서 투자자에게는 투자판단의 중요한 자료이므로 발행회사 및 당해 유가증권에 관한 投資判斷을 위한 實質的이고 重要的 내용을 담고 있을 것이 요구될 뿐만 아니라, 직접 투자자에게 交付(提供)되거나 공시되는 것이 필요하다.

특히 의무로서의 公示 또는 交付 여부는 사업설명서의 不實·虛偽記載에 대한 損害賠償責任을 認定하기 위한 전제가 되는 사업설명서의 진실성에 대한 믿음과 투자자의 損害 사이의 因果關係 인정의 決定的 判斷基準이 된다. 즉 과연 투자자가 사업설명서를 보고(그리고 믿고) 투자를 했는지 여부를 立證하기 어렵기 때문에 대부분의 立法例 및 判例는 사업설명서가 交付되었거나 公示된 경우에는 그 믿음에 대한 立證責任을 轉換하여 사업설명서의 作成

者 또는 交付者(公示者)가 지도록 함으로써 因果關係의 立證을 쉽게 하고 一般投資者의 保護를 두텁게 하고 있다.

따라서 立法論으로는 현행 有價證券申告書의 備置·供覽은 그대로 존속시킨다 하더라도 事業說明書는 청약자의 청구가 없더라도 交付를 強制하거나¹³⁾ 日間紙 등에 公示하도록¹⁴⁾ 하는 것이 바람직하다.

3. 발행공시책임규정의 현황과 문제점

(1) 발행공시책임체계의 문제점

증권거래법의 공시제도가 法的 義務로서 기능할 수 있기 위해서는 그 법적 의무의 위반에 대하여 유효한 制裁가 이루어져야 함을 조건으로 한다. 물론 그에 대한 제재로서 행정적·형사적 제재는 별론으로 하고, 民事責任이야말로 그 경제적 위하력으로 인하여 가장 확실한 제재수단일 수 있다. 그런데 규율수단으로서의 공시제도의 중요성 및 증권시장의 양적·질적 발전에도 불구하고 공시의무의 위반과 관련한 民事責任에 대해서는 그 논의나 실제로 나타난 판례가 매우 드문 일이었다.

그러나 최근 우리의 경제위기로 인한 수많은 상장회사들의 도산과 투자자들의 提高된 권리의식이 합쳐져 소위 공시의무위반을 기초하는 손해배상소송이 폭발적으로 증가하는 현상을 보여주고 있다. 이는 물론 법적 정의의 관점에서 환영할 만한 것이다. 다만 그 동안 관심을 끌지 못했던 이들 범영역에서 법원의 책임구성의 논리가 지나치게 법적 기반을 무시하거나 또는 형식논리에 치우쳐 있다는 점을 지적하지 않을 수 없다.

증권거래법상의 공시의무위반을 이유로 하는 손해배상책임소송은 상·하급심을 막론하고 등장하는데, 그 대상도 有價證券申告書와 事業說明書 등의 發行公示責任으로부터 事業報告書 등의 定期公示에 대한 責任은 물론이고, 隨時公示義務違反에 대한 責任에 이르기까지 다양하게 나타난다. 또한 발생영역도 去來所市場으로부터 코스닥시장에 등록된 기업에 대한 책임을 묻는 소송에 이르기까지, 그리고 책임추궁의 人的 範圍도 해당 발행회사는 물론 인수주선기관으로서의 증권회사, 그리고 감사의견을 제출하는 公認會計士에게까지 넓혀지는 등 공시책임소송의 영역에서는 가히 量的·質的 擴張이라 할 수 있다.

그러나 이같은 손해배상책임소송의 증가에도 불구하고 법원의 판례에서 나타나는 責任構成은 여러 가지 측면에서 그 理論的 正當性에 대한 의문을 제기하지 않을 수 없다. 특히 근본적인 문제로서는 최근의 몇 차례의 대법원판례가 그 입장을 유지하고 있는 一般法(민법)과 特別法의 적용에 있어서의 競合問題, 그리고 법해석에 있어서의 因果關係의 擴張이나 손해배상의 범위가 그러한 것들이다. 물론 판례에서 제기되는 문제점을 따지기 앞서 우선 비판받아 마땅한 것은 우리의 증권거래법상의 公示責任에 관련된 규정들이 법체계적 또는 책임구성이론에 관한 충분한 고민 없이 準用技術으로써 입법기술의 재주를 부리는 바람에 재판규범으로서의 품격을 상실하게 되었다는 점이다. 우선 손해배상책임규정은 반드시 우리법 전체 체계 내에서 특히 民法상의 책임규정과 體系的 統一性을 가져야 함에도 전혀 체계를 달리하는 외국법의 책임관련규정들을 단순히 모방한 것도 잘못이지만, 최근에는 관료입법답게 발행공시에 대한 손해배상책임규정(증권거래법 제14조)을 그 성질이 다른 유통공시에 대한 책임은 물론 모든 증권거래법상의 손해배상책임규정으로 준용하는 간단한 立法技術을 발휘함으로써 전세계적으로도 그 유래를 찾기 어려운 이상한 책임규정을 만들어 놓고 있다. 따라서 이하에서는 이들 문제점을 대략적으로 살펴보고 公示責任과 관련하여 우리와 같이 일반법과 특별법이라는 責任法體系를 가진 나라의 입법 및 판례·해석론을 比較法的으로 검토하고 입법론을 제시하고자 한다.

(2) 판례의 태도

그 동안 증권거래법상의 法的義務의 위반 또는 法益侵害를 이유로 한 소송이 다양하게 등장하고, 그 중에서 공시의무위반과 관련된 소송도 적지 않았다. 그러나 고유한 의미에 있어 事業說明書나 有價證券申告書의 虛偽 또는 不實記載를 이유로 한 것이나, 증권거래법상의 隨時公示義務를 이유로 한 손해배상소송은 극히 드물었다. 여기 소개하는 下級審判決은 그러한 점에서 의미있는 판결이다. 한편 그 동안 공시관련책임소송에 관한 大法院判例도 몇 차례 있었지만 증권거래법상의 공시책임이론의 쟁점들을 정면으로 다룬 판결이 최근에야 비로소 등장하고 있다.

1) 發行公示責任에 관한 下級審判決

이 사안은 15) 코스닥(KOSDAQ)에 등록된 회사가 코스닥 등록을 위하여 公募時 作成하여 공시했던 유가증권신고서 및 서업설명서의 허위 기재로 인하여 피해를 입었다고 주장하는 투자자들이 해당 발행회사(Y사), 중간사 증권회사 및 이를 외부감사했던 회계법인을 상대로 손해배상청구소송을 제기한 사안이다.

Y회사는 1998년 2월경 외부감사 수검, 그해 3월경 주식총액인수 및 공모계약체결, 동년 4월 6일 유가증권신고서 제출, 같은 달 27일 이후 청약안내공고, 청약접수, 납입절차를 거쳐 보통주 15만주를 주당 2만원에 公募한 후, 이를 동년 5월 25일 코스닥에 등록하였으나, 동년 9월 16일 최종 부도처리되었다.

이에 원고들의 주장은 다음과 같다: (가) Y회사가 피고인 중간사 증권회사와 소위 總額引受契約을 체결하고 중간사 회사가 市場造成을 행한다는 내용을 有價證券申告書에 기재하고 공시하였음에도 불구하고 裏面契約을 통하여 주식인수와 시장조성을 Y회사의 계산으로 수행하기로 하는 사실상의 募集周旋으로 하기로 약정함으로써 실제 市場造成이 포기되었고, 결국 유가증권신고서의 부실(허위)기재로 인하여 피해를 입었다; (나) 한편 S회계법인은 Y회사와 外部監査契約을 체결하고 감사보고서를 작성함에 있어 Y회사에 의한 매출액의 과다계상, 허위의 당기순이익 계상 등 분식회계처리된 사실을 밝혀내지 못한 채(혹은 그 사실을 알았음에도 간과한 채) 감사보고서에 ‘適正意見’으로 표시하였고, 그 내용이 유가증권신고서에 인용되게 함으로써 투자자들의 투자판단을 흐리게 하였다.

이에 결국 투자자들은 부도처리된 Y회사가 아니라, 허위공시에 참여했거나 방조했다고 여겨지는 인수기관인 중간사 증권회사와 외부감사인인 회계법인을 상대로 손해배상을 청구하였다. 다만 소송을 제기한 원고 투자자 중에는 公募에 의하여 주식을 취득한 소위 최초취득자들도 있고, 코스닥 등록 이후에 Y회사의 공시된 재무자료를 믿고 주식을 취득한 취득자(소위 시장취득자)들도 있다.

이에 대하여 법원은 증권거래법 제14조의 책임규정에 따라 “유가증권신고서상의 인수방법, 시장조성여부, 발행인에 관한 요약재무정보, 감사인의 감사의견 등과 관련하여 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 않음으로써 Y사의 주식을 취득한 原告들이 손해를 입었다 할 것이므로 發行人인 Y사와의 사이에 그 주식의 인수계약을 체결한 중간사 증권회사와 감사보고서가 진실 또는 정확하다고 증명 또는 서명한 S회계법인이 각자 원고(청구인)의 손해를 배상할 책임이 있다”고 판시하였다.

2) 한국강관 사건 판결

위의 하급심판결이 증권거래법의 책임규정에 관한 미시적인 해석적 관점들을 제시하고 있는 반면, 아래의 大法院判決은 증권거래법상 책임체계의 거시적 관점이 어떠해야 하는가에 관한 문제를 제기하고 있다. 특히 증권거래법의 공시책임규정의 성질이 무엇이고, 민법상의

불법행위책임규정과 어떠한 관계에 있는가 하는 문제들이 그러한 예에 속한다. 대법원은 자신의 입장을 일관되게 유지하면서 또한 핵심적인 논쟁문제에 관하여는 명확한 입장을 나타내고 있다.16)

原告인 투자자는 被告인 C회계법인이 소외회사인 H사가 각종 채권, 재고자산 등을 과다계상하는 방법으로 粉飾決算하여 당기순손실이 발생했음에도 불구하고 일정액의 당기순이익이 발생한 것처럼 허위로 재무제표를 작성한 것에 대하여 實查節次 등을 소홀히하는 등 감사에 필요한 注意義務를 해태하여 허위사실을 밝혀내지 못한 채 適正意見을 표시하는 不實監査를 하여 그 사실을 공시하게 함으로써 투자자인 자신들에게 피해를 입혔다고 주장하면서 증권거래법 제197조, 주식회사의외부감사에관한법률 제17조 제2항 및 민법 제750조의 불법행위에 기한 손해배상책임을 묻고 있다. 이에 대해 피고인 회계법인측은 원고측이 원용하는 증권거래법상의 청구권적 기초가 이미 그 단기소멸시효로 인하여 소멸하였다고 항변하면서, 그 이유를 증권거래법 및 주식회사의외부감사에관한법률상의 책임규정과 민법 제750조의 책임규정은 前者가 後者에 대하여 특별법적 위치에 있으므로 兩者는 소위 法條競合의 관계에 있게 되어 민법상의 불법행위청구권은 排除되어야 한다고 주장하고 있다.

이와 관련하여 동일한 사건을 기초로 하고 동일 피고를 상대로 한 다른 소송17)에서의 原審法院은 몇 가지 주목할 만한 견해를 내놓고 있다. 즉 監査人의 부실감사에 관하여 민법상의 불법행위책임을 묻기 위하여는 특별법(증권거래법 및 주식회사의외부감사에관한법률)상의 책임구성에 있어서와는 달리 監査人의 故意 또는 過失, 투자자의 손해발생, 因果關係의 존재, 손해배상액의 범위 등 민법 제750조의 일반불법행위책임에서 요구하는 보다 엄격한 책임구성요소들을 별도로 주장하고 입증하여야 할 것이지 특별법상의 완화된 책임구성요소를 원용하여서는 안된다는 점을 분명히함으로써 특별법과 일반법의 관계가 어느 정도 독자성을 가진다는 점을 밝히고 있다.18)

그러나 대법원 판단은 다음과 같이 몇 가지 다른 입장을 보이고 있다. 우선 경합문제와 관련하여 대법원은 증권거래법 제137조 제1항의 외부감사인의 선의의 투자자에 대한 손해배상책임을 그 발생의 요건이 특정되어 있고, 입증책임이 전환되어 있을 뿐 아니라, 손해배상액이 추정되어 있기 때문에 투자자가 신속하게 구제받을 수 있게 하는 한편, 증권시장의 안정을 도모하기 위해 제척기간이 단기간으로 제한되어 있는 등 민법상의 불법행위책임과는 별도로 인정되는 法定責任이라 할 것이어서 감사인의 부실감사로 인하여 손해를 입게 된 善意의 일반투자자들은 증권거래법상의 손해배상책임과 민법상의 불법행위책임을 다함께 물을 수 있다고 판단하여 소위 請求權競合論을 명확히 유지하고 있다.19)

다음으로 대법원은 앞의 하급심판결에서도(Y회사 공모소송판결) 제기된 바 있는 責任의 範圍에 관해서도 판시하고 있다. 大法院은 감사인의 부실감사로 손해를 입게 된 주식투자자가 民法上の 不法行爲責任에 기한 배상을 구할 수 있는 損害額의 算定에 관하여는 證券去來法上の 損害額算定에 관한 개정전 舊法의 제197조 제2항 및 제15조가 적용될 수 없고, 원칙적으로 그 실제 매수 또는 매도가액이 아니라 부실감사가 밝혀지기 직전의 정상적인 주가와 부실감사가 밝혀진 후의 거래에서 계속된 하종가가 마감되어 다시 정상적인 주가가 형성되었을 때 그 정상주가와와의 차액에 의하여야 할 것이라고 판시하고 있다.

(3) 발행공시책임규정의 해석상 문제점과 입법론

1) 공모 이후의 취득자에게도 적용되는지 여부

(가) 논의의 의미와 법원의 판단

Y사 공모소송에서 제기되었던 爭點 중에서, 과연 소송을 제기했던 투자자들 중 유가증권신

고서 또는 사업설명서를 매개로 하는 該當 公募에 응하여 取得한 것이 아닌 투자자들, 즉 공모가 끝난 후 유통시장에서 취득한 투자자들도 증권거래법 제14조의 특별법상의 책임규정에 근거하여 청구권적격을 가지는가 하는 중요한 문제가 등장한다. 즉 발행공시책임규정인 증권거래법 제14조는 해당 공개발행(공모)시에 작성, 공시되는 유가증권신고서 및 사업설명서의 부실기재로 인한 손해배상책임규정이므로 과연 해당 공모시에 취득한 취득자에게만 책임규정이 적용되는 것으로 생각되는 것이 일반적인데, 과연 그 이후의 취득자들에게까지도 적용되는 규정인가가 문제될 수 있는 것이다. 물론 이에 관하여는 그 동안 어떠한 논의도 등장한 바 없었다.

被告가 주장한 바에 따르면 公募發行時 總額引受方法이나 主幹事 會社의 계산으로 시장조성의무가 강제되는 것이 아니고, 비록 유가증권신고서 제출 등에 의해 주간사 회사에 市場造成義務가 부과된다 하더라도 그 의무는 공모청약자들에 대한 것이므로, 공모 후에 시장에서 買入한 취득자들에 대하여는 손해배상책임이 발생하지 않는다고 주장한다.

그러나 이에 대하여 法院은 “총액인수 및 시장조성의무의 존재여부나 그 의무의 보호대상 또는 내용여부가 아니라, 원고들이 입은 손해를 유가증권신고서의 허위기재 등과 相當한 因果關係가 있는 損害라고 볼 수 있는가 하는 것이 핵심”이라고 하면서, “公募 이후 취득한 取得者들도 주간사 증권회사가 작성·배포한 각종 홍보자료나 동 증권사 직원과의 상담 등을 통하여 ‘간접적으로나마’ 유가증권신고서 등의 주요내용을 파악한 후 이를 투자판단의 기초자료로 삼아 同社의 주식을 매수하였거나 적어도 신주공모금액의 산정이 진실한 내용의 有價證券申告書 등을 근거로 이루어졌을 것이라고 신뢰하여 주식의 매수에 나선 것으로 추인되고, 만약 유가증권신고서가 진실하게 작성·공시되어 신주공모의 위험을 Y회사가 부담하고 시장조성도 기대할 수 없으며 직전 회계연도에 상당한 당기순손실이 발생했다는 점을 투자자들이 알았더라면 주식을 매수하지 않았을 것이다”라고 판단하고 있다.

요컨대 유가증권신고서의 허위기재 등과 원고들의 손해 사이에는 상당한 인과관계가 존재한다고 보고 公募時 공시된 시장조성기간이 만료된 이후(즉 공모기간 이후)에 주식을 매수한 원고들의 경우에도 다를 바 없다고 판단하고 있다. 그리고 그와 같이 인과관계에 있어 상당히 넓고 완화된 인과관계의 존재(因果關係의 擴張)를 인정하면서 그러한 인과관계가 존재하는 한 공모 이후의 취득자들에게도 당연히 증권거래법 제14조가 적용되어야 한다고 판단하고 있는 것이다.

(나) 비교법

가) 공모 이후의 취득자에 대한 적용문제: 이와 관련하여 우리와 같은 특별법적 공시책임규정을 가진 독일법의 법해석이 흥미롭다. 원래 독일법상으로도 오랫동안 論難이 있어 왔던 문제이다. 물론 독일의 관련법인 증권거래소법이 현재 개정되어 있는 新法이든 개정 전의 법이든 이 문제에 관하여 명문의 언급이 없기는 마찬가지이기 때문에 여전히 해석상의 문제이다. 어떻든 지난 논의를 종합해 보면 特別法規定の 취지를 고려해 보거나, 또는 종전의 舊法이 消滅時效를 너무 長期로 설정하고 있었기 때문에 그러한 長期의 消滅時效에다가 제 2차 취득자에게까지 특별법상의 청구권적격을 부여하게 되면 發行人에게 너무 가혹하게 되어 발행시장의 위축을 불러오게 된다는 등의 이유로 이들에게 청구권적격을 부여해서는 안 된다는 견해가 일반적이었다.²⁰⁾ 그러나 현재 개정된 독일법상으로는 이러한 論爭은 실제적 의미를 상실했다고 보인다. 왜냐하면 소멸시효기간을 사업설명서의 부실기재를 안 날로부터 6개월로 단축시켰고, 특히 핵심적인 변화로서 이제는 사업설명서 공시 이후 6개월 내에 취득한 취득자에게만 청구권적격을 부여하는 요건을 설정했기 때문이다. 따라서 新法에 따르

면 사업설명서(유가증권신고서) 공시 이후 6개월 내에 취득한 경우라면 제2차 취득자도 청구권적격이 부여된다는 뜻으로 해석되는 것도 사실이지만, 새로운 규정의 설정취지 자체는 바로 公募時의 應募取得者에게만 특별법상(우리법으로 본다면 제14조의 책임)의 청구권적격을 부여하자는 취지로 받아들여야 할 것이다.

나) 舊株取得者에 대한 적용문제: 한편 이와 관련하여 우리에게는 논쟁의 대상이 된 적이 없지만 동일한 문제영역이 논의될 수 있다. 즉 특별법상의 책임규정이 유가증권신고서 또는 사업설명서에 의해 투자권유되는 新株에 局限하여 적용될 것인가의 여부에 관한 것이다. 이에 관하여 역시 우리와 같은 법체계를 가진 독일의 관례는 특별법상의 賠償責任規定은 오로지 해당 사업설명서에 의해 투자권유되는 新株(舊株賣出되는 경우에는 그에 따름)에 국한하여 적용되고 이미 시장에 상장거래되는 舊株取得者에게는 청구권적격이 부여되지 않는다는 점을 분명히하고 있다.²¹⁾ 그런데 특히 논쟁의 핵심은 新·舊株의 구별없이 혼장예탁되는 경우의 처리에 관한 것이었다. 그러나 이 문제 역시 독일법은 최근의 개정법에서 입법적으로 해결하고 있다.²²⁾ 즉 유가증권신고서 및 사업설명서에 의해 권유되는 유가증권의 고유번호(우리는 통상 기번호라 부름)를 유가증권신고서 및 사업설명서에 표시하도록 의무화한 것이다. 이로써 동 유가증권신고서 및 사업설명서에 의해 투자권유되는 유가증권에 특정하여 특별법상의 책임이 적용되게 된다(독일 증권거래소법 제45조 제2항 제3문). 그러나 이같은 法律上的 義務에도 불구하고 사업설명서상 표시의무를 지키지 않는 경우에는 그 작성자가 스스로 동 사업설명서의 不實記載에 대한 책임이 권유되지 않는 舊株에까지 확장하여 적용하여도 무방하다는 의사로 간주된다고 해석된다. 따라서 그 區別表示가 없는 경우에는 사업설명서의 책임범위는 결정적으로 넓혀지게 된 셈이지만, 전술한 바와 같이 이것도 新法이 청구권적격을 사업설명서 공시후 6개월 내의 취득에 한하여 부여하도록 개정한 바 있으므로 그만큼 확장의 폭은 감소되는 셈이다.

어쨌든 독일법에 따르면 특별법상의 사업설명서책임은 舊株와 新株를 분명히 구별하여 표시한 경우에는 공모대상이 아닌 舊株取得者에게는 미치지 않음이 분명하다. 만일 그렇지 않다면 손해배상책임의 구조 자체가 흔들림은 물론이고, 광범하게 확장되는 경우 발행회사는 물론 인수주선기관에까지 법적 불안정성을 부담시키게 되기 때문이다.

(다) 우리법의 해석론

이에 관하여는 우리법상으로는 실제 한 번도 소송상의 쟁점으로 등장한 바 없었기 때문에 당연히 법적 논의의 대상이 되지 못했다. 어떻든 이에 관하여 해당 하급심에서는 公募以後 취득한 투자자들도 주간사 증권회사가 작성·배포한 각종 홍보자료나 동 증권사 직원과의 상담을 통하여 ‘간접적으로나마’ 유가증권신고서 등의 주요내용을 파악한 후 이를 투자판단의 기초로 삼아 주식을 매수했거나, 신주공모가격이 진실한 유가증권신고서 내용을 근거로 산정되었을 것이라는 점을 신뢰하여 매수한 것이고, 그에 따라 손해가 발생했으므로 유가증권신고서의 허위기재와 원고들의 손해 사이에는 상당한 인과관계가 인정된다고 판단하여 이 문제를 단지 因果關係의 視覺에서 바라보고 있다.

이같은 하급심의 판단은 다음과 같은 점에서 그릇된 것이다. 우선 증권거래법 제14조의 책임규정을 근거로 하는 청구권적격은 원칙적으로 현재 허위 또는 부실기재의 대상이 되는 유가증권신고서 또는 사업설명서를 통하여 권유되는 公募에 응하여 취득한 투자자들을 대상으로 한다는 점이다. 바로 이 경우의 취득자들을 위한 특별한 책임규정이 바로 증권거래법 제14조의 취지인 것이다. 따라서 만일 공모 이후의 시장에서 취득한 투자자들이 공모시의 사업설명서 혹은 유가증권신고서를 읽고 그 기재사항을 믿고 투자했다고 한다면 이는 증권거

래법 제14조를 원용할 것이 아니라 민법 제750조의 일반 不法行爲責任을 원용해야 할 것이다.

요컨대, 이 문제영역을 다룬 하급심판결은 잘못이다. 그것은 우리의 不法行爲責任法의 原則이 적어도 嚴格한 因果關係를 요구하는 한 달라질 수 없는 것이다. 즉 투자권유를 위해 작성된 사업설명서(또는 유가증권신고서)는 바로 그 公募의 對象인 有價證券을 指向한 것으로 보아야 할 것이지 다른 유가증권을 지향한 것이 아닌 것이다. 또한 당연한 귀결로써 公募當時 應募한 取得者가 아닌 유통시장에서 취득한 제2차 취득자에게도 그 공모 당시 투자권유를 위해 작성된 공시서류의 부실기재에 대한 손해배상책임청구권을 적용시킬 수는 없다고 보여진다. 따라서 전술한 바와 같이 이 경우엔 증권거래법 제14조의 책임규정을 원용할 수는 없고 일반민법상의 불법행위책임규정(민법 제750조)으로 돌아가 그것을 기초로 책임을 구성할 수 있을 뿐이다.

2) 책임의 법적 성질론: 무과실책임 여부

유가증권신고서 및 사업설명서의 不實記載責任의 性質과 관련하여 하급심판단은 매우 이채롭다. 外部監査人인 S회계법인이 자신의 Y회사에 대한 外部監査를 실시함에 있어 필요한 注意義務를 다하였다는 점을 이유로 責任의 成立을 否認하는 주장에 대하여, 하급심법원은 증권거래법 제14조 제1항에 기하여 유가증권의 발행인 기타 關係者들이 유가증권취득자들에게 부담하는 손해배상책임은 이른바 無過失責任에 해당한다고 판단하면서 피고인 회계법인은 상당한 注意를 다하였음에도 불구하고 유가증권신고서의 허위기재 등의 사실을 알 수 없었다는 점을 증명하여야만 免責된다고 판시하고 있다.

그러나 동 소송(Y사 공모소송)에서 被告의 항변내용 중의 하나는 증권거래법 제14조에 따른 손해배상책임이 不法行爲責任에 속하기 때문에 不法行爲 成立要件의 하나인 過失이 없었다는 사실, 즉 注意義務를 게을리하지 않았음을 증명하여 불법행위의 성립 그 자체를 부정하고 있다. 그러나 법원은 증권거래법상의 발행공시책임(법 제14조)이 일종의 무과실책임이라고 판단하고 있는 것이다.

이는 우리 大法院이 競合問題와 관련하여 줄기차게 民法上의 一般不法行爲責任과 特別法上의 責任을 동시에 並存的으로 물을 수 있다는 점을 근거짓기 위하여 증권거래법의 공시책임규정을 特別不法行爲責任規定으로 보지 아니하고 애매하게 민법상의 불법행위책임과는 별도로 인정되는 法定責任이라고 보는 데에 기초하고 있다.²³⁾

일반적으로 法定化되어 있는 손해배상책임규정의 법적 성질을 분류하자면 두 가지의 경우밖에 존재하지 않는다. 그것은 契約責任과 不法行爲責任이다. 물론 투자권유문서의 허위 또는 부실 기재에 대한 責任을 묻기 위한 청구권기초를 구성함에 있어서 理論的으로는 세 가지 정도의 구성방법이 있을 수 있다. 먼저 계약책임으로 구성할 수 있는 방법이다. 그러나 이 책임구성체계는 책임질 者(여기서는 발행회사 또는 주간사 증권사 혹은 회계법인)와 請求權者간의 계약관계가 존재하여야 하고 바로 손해가 그 계약상의 의무를 위반했을 것을 전제로 한다. 그 다음에는 우리 민법학계에서 그 效用性에 관한 논란이 있는 소위 契約締結上의 過失責任(culpa in contrahendo)이 있다. 그러나 이 책임구성체계도 當事者間의 前契約的接觸으로 인한 일정한 책무가 도출되고 그 責務違反으로 인한 손해발생을 조건로 한다. 따라서 이론적 가능성 측면에서 볼 때에도 이 두 가지 책임의 기초는 실제로 적용되기란 어렵다. 마지막으로 남는 것이 不法行爲責任이다. 우리의 증권거래법 제14조의 유가증권신고서 및 사업설명서 부실기재책임은 세계 각 나라 법에서와 마찬가지로 기본적으로 不法行爲責任에 속한다. 民法上의 一般不法行爲責任에 대한 特別不法行爲責任規定일 뿐이다. 따라서 불

불법행위책임의 구성을 위한 고의과실의 요건으로부터 인과관계 및 책임범위의 획정에 이르기까지의 구성요건들이 그대로 타당하다. 다만 특별법상의 특별불법행위책임의 구성요건들이 일반불법행위책임에 비하여 緩和·輕減되거나 혹은 加重될 수 있는 것뿐이다.

요컨대 증권거래법의 공시책임은 민법상 일반불법행위책임에 대하여 적용범위 및 대상의 명확한 限定, 立證責任의 轉換 등을 통하여 제3자 또는 투자자(피해자)의 민사구제를 손쉽게 할 목적을 가지는 한편, 다른 한편으로는 일반민법상의 불법행위책임에 비하여 損害賠償의 範圍를 法定化하고, 短期消滅時效를 정함으로써 책임의 무한정한 확장 및 법적 불안정성을 방지함으로써 증권시장의 안정을 도모하여 상호 충돌가능성 있는 法益을 조화시키고자 하는 특별불법행위책임일 뿐이다. 우리의 대법원과 하급심법원이 말하는 대로 계약책임도 아니고 불법행위책임도 아닌 제3의 법정책임이란 존재하지 않는다. 따라서 공시책임을 특별불법행위책임이라고 보는 한 당연하게도 공시책임을 구성함에 있어서는 불법행위책임을 위해 필수적인 책임구성요소들이 그대로 타당한 것이다. 물론 여기서 증권거래법 제14조의 책임의 성질을 논하는 것 그 자체가 그리 중요한 것이 아니다. 오히려 후술하듯이 그 공시책임규정을 어떻게 보느냐의 여부에 따라 競合問題에 있어 결론을 달리하기 때문에 중요한 의미가 있게 된다.²⁴⁾

3) 인과관계의 추정

(가) 논의의 의미

무릇 公示責任에 관한 논의에 있어 因果關係의 요건은 여러 責任要素 중에서 가장 핵심적인 요건이라 할 수 있다. 왜냐하면 통상 당사자간에 契約關係도 존재하지 않고, 또한 加害行爲가 명료하게 외부적으로 현출되는 것도 아니기 때문에 피해에 대한 배상을 청구하는 자가 어떤 이유로 책임질 자에게 책임을 묻는 것인가를 알려주는 열쇠이기 때문이다.

발행시장이든 유통시장이든 불문하고 유가증권을 취득하는 투자자는 자신이 취득한 유가증권의 時勢下落으로 인한 손해를 입을 가능성이 상존함을 너무나 잘 알고 있다. 이들 중에서 자신들의 손해가 어떠한 가해자의 加害行爲(허위공시 또는 부실공시)로 인하여 발생된 것이 입증되는 경우야 비로소 불법행위책임을 물을 수 있는 것이다. 증권시장의 특성상 수많은 유가증권의 소유자들은 그들의 자연스러운 시세하락으로 입은 손해를 영뚱하게도 부실공시의 탓으로 돌리고 손해배상을 구할 가능성이 있다. 말하자면 자신의 유가증권취득 以前에 부실공시가 있었다면 그 이후의 취득자들은 모두 잠재적인 배상청구권자인 셈이다. 그러나 '인과관계'의 요건은 공시사실을 보고(읽고) 그것이 정당하게 작성되고 공시되었을 것이라고 믿고 투자한 투자자에 대하여서만 책임지우게 하는 열쇠라는 점에서 '거짓의 청구권자'를 숙아내는 역할을 하기도 한다. 말하자면 因果關係의 要請이야말로 가해자의 불법행위로 피해를 입은 피해자와 그런 원인 없이 손해를 입은 자를 구별해 주는 잣대인 셈이다.

따라서 불법행위법에서는 특히 엄격한 인과관계를 충족시킬 것이 요구된다. 일반적으로 불법행위법에서는 두 가지 차원의 因果關係가 논의되는데, 책임성립의 인과관계와 책임범위의 인과관계가 그것이다. 이를 공시책임과 관련시켜 보면, 우선 前者는 위법행위의 결과, 즉 부실 또는 허위로 작성·공시된 서류를 읽고 이를 믿고 유가증권을 취득하게 되었다는 신뢰의 인과관계를 말하고, 後者는 그 부실공시로 초래된 손해가 어느 범위까지 미쳤는가를 나타내는 인과관계로서 이는 후에 손해배상액을 산정하는 책임의 영역에서 따지게 된다.

(나) 발행시장공시에 있어 인과관계의 추정

증권거래법 제14조의 사업설명서책임과 관련하여 논자에 따라서는 동 책임이 특별불법행위책임이라는 이유만으로 일반적으로 원고의 입증책임을 완화하여 재분배하여야 한다고 한

다.25)

생각건대, 발행시장공시는 확실히 후술하는 유통시장공시에서와는 다른 특징을 가지고 있다. 유통시장공시의 경우에는 투자자들이 유가증권을 취득함에 있어 문제되는 公示가 유일한 투자판단자료도 아닐 뿐만 아니라, 투자판단(매입 또는 매도의 판단)을 함에 있어서 매우 많은 변수의 영향을 받게 된다. 그러나 유가증권이 공개발행의 형태로 최초의 투자자에게 취득되는 과정, 즉 발행시장에서는 투자자들이 해당 유가증권에 대한 請約與否를 결정함에 있어서는 유일하게 의존할 수 있는 공식적인 투자판단자료가 바로 발행회사로부터 작성되어 공표되는 유가증권신고서 또는 사업설명서일 수밖에 없다. 한편 최초의 취득자인 투자자들은 이들 유가증권신고서 및 사업설명서가 앞으로 있을지도 모르는 손해배상청구를 위한 거의 유일하면서도 중요한 단서인 것이다.

중요한 점은 이들 발행시장공시가 시간적으로 투자자의 청약이 있기 이전에 이루어진 것이라면 투자자들이 이를 읽고 신뢰하였기 때문에 취득하였을 것이라는 점을 推定한다 하여도 하등 이상할 것이 없다는 것이다. 왜냐하면 請約者가 투자판단을 함에 있어 의존할 수 있는 유일한 자료가 위의 서류라고 한다면 그리고 이미 이들 공시서류가 공시된 이후라면 투자자들에게는 다른 선택의 여지없이 그 공시내용의 진실성을 신뢰하였기 때문에 취득하였다고 推定하더라도 큰 무리가 없기 때문이다.

이러한 推定은 외국의 입법례에서도 나타난다. 즉 발행시장공시가 직접 투자권유를 위하여 단 한 차례 그 투자판단을 돕기 위해 공시된다는 성질이 고려되어 미국의 33년법 제11조(a)는 유가증권신고서의 효력이 발생된 때로 1년 이내에 취득한 투자자는 동 신고서를 보고 신뢰한 채 투자하였다는 점을 입증할 필요없이 그 因果關係가 추정된다는 점을 명확히하고 있다.26) 한편 독일판례27)뿐만 아니라 학설상으로도28) 일치되어 지지되는 견해이기도 하다. 이와 같은 인과관계의 추정은 원래 발행공시의 특수한 성질로부터 기인하기도 하지만, 특히 투자자에게 자신이 공시서류의 진실성을 신뢰하고 유가증권을 매입한 사실을 立證하는 것이 현실적으로 어렵기 때문이기도 하다.

따라서 해당 유가증권신고서 또는 사업설명서가 공시된 이후에는 투자자는 자신이 그 진실성을 믿고 투자행위를 했다는 것을 입증할 필요없이 그 信賴가 존재했다는 점이 推定되고 그 반대의 立證을 被告가 부담하게 하여 입증책임을 전환시키는 것이 정당화된다.

그렇다면 앞에서 소개한 Y사 공모관련소송사건의 경우 또 다른 피고인 S회계법인은 자신들의 감사결과가 Y회사 주식의 公募價格의 결정에 미친 영향이 극히 미미하다는 이유를 들어 감사보고서의 일부가 진실에 부합하지 않는다 하더라도 원고들의 손해 사이에는 相當한 因果關係가 존재하지 않는다고 주장한 데 대하여 下級審法院은 외부감사인의 회계감사를 거쳐 작성된 감사보고서는 해당 기업의 정확한 재무상태를 드러내는 객관적인 자료로서 일반투자자들에게 제공되어 추가형성에 결정적인 영향을 미치는 것이므로 동 감사보고서가 정당하게 작성되어 공표된 것으로 믿고 株價가 당연히 그에 바탕을 두고 형성되었으리라는 생각하에 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이라고 판시하고 있다.29)

결국 이 사건에서 법원은 발행시장, 즉 공모시의 유가증권신고서의 부실기재책임을 물으면서 인과관계를 매우 완화하여 폭넓게 인정하고 있다. 이것은 올바른 입장이라고 보여진다. 왜냐하면 우리 증권거래법이 이에 관하여 明文의 언급을 하고 있는 것은 아니지만, 특별법의 입법취지로 보나, 각국의 판례에서 나타난 해석에서도 그러하다. 그러나 이는 어디까지나 發行市場에서만 그러하다는 것뿐이다.

일반적으로 발행시장의 공시는 확실히 유통시장의 공시와 다른 특징이 있다. 유가증권이 이

미 시장에서 유통되는 경우에 있어 流通市場公示, 즉 定期公示와 隨時公示는 투자자들이 해당 유가증권의 취득 또는 처분을 위한 유일한 판단자료가 아닐 뿐더러, 이 경우의 투자판단은 매우 다양한 방향으로부터의 요인에 의해 결정될 수 있다. 그러나 유가증권이 최초로 公募되는 경우에 있어 유가증권신고서나 사업설명서는 투자자들이 해당 유가증권에 대한 청약 여부를 결정하기 위한 거의 유일한 판단자료라는 점 그리고 해당 투자판단을 함에 있어 오직 1회만 제공된다는 점이 특징이다. 따라서 통상적인 보통의 투자자라면 유가증권에 대한 청약을 함에 있어 해당 공시서류를 읽고 이를 믿고 투자한다고 보는 것이 일반적이다. 이를 반영하듯 각국의 입법례와 판례는 만일 투자자의 취득시점이 사업설명서의 공시 이후인 경우에는 투자자들이 그 공시서류를 읽고 이를 신뢰하여 투자한 것이라는 因果關係를 推定하고 있다.

(다) 비교법

우선 美國法의 경우에는 1933년 연방법(Securities Act 1933) Section 11(a)에서 유가증권 신고서가 投資勸誘를 위해 단 한 차례 제공된다는 점을 고려하여, 유가증권신고서의 효력발생 후 1년 이내의 취득자는 동 신고서를 읽고 이를 믿고 투자한 것이라는 점을 입증할 필요 없이 그 인과관계가 推定된다는 점을 명확히하고 있다. 이 경우에 취득자(원고)는 자신의 취득시점이 유가증권신고서의 효력발생 이후라는 점과 그 후 1년 이내의 취득이라는 것을 입증하면 충분하고, 실제로 동 신고서를 믿었기 때문에 취득했는지의 여부에 대한 立證責任을 지는 것이 아니며 그에 대한 입증책임은 피고, 즉 발행회사측이 부담하는 ‘입증책임의 전환’이 이루어져 있다.³⁰⁾

한편 獨逸法상으로도 많은 논의가 있어 왔다. 다만 이 문제 역시 그 동안의 논의에 힘입어 1998년 개정법에서 입법적 해결을 본 것이지만, 그 동안의 논의과정을 살펴봄으로써 우리 법의 해석에 하나의 단초가 될 수 있을 것이다. 원래 독일의 증권거래소법도 우리법과 마찬가지로 因果關係의 문제에 관한 특별한 언급이 없이 解釋에 맡겨져 왔다. 그 결과 독일의 판례는 비록 구체적으로 사업설명서 내용을 읽거나 인식하고 한 것이 아니더라도 잠재적인 투자자로 하여금 투자결정을 하도록 투자의욕을 誘引한 것이 인정되는 경우에는 因果關係가 인정된다고 해석하여 왔다.³¹⁾ 그러나 ‘투자의욕의 형성’이라는 인과관계의 기준에 관한 개념이 다분히 불명확한 것이어서 불법행위책임법 체계를 깨뜨릴 수 있다는 학계의 비판에도 불구하고 그 개념은 일종의 인과관계의 완화를 위한 개념으로서 널리 인용되게 된다. 그러나 이같은 개연적인 인과관계의 확장개념은 특히 주가가 폭락하는 시기에는 사업설명서 자체가 투자마인드를 형성한다고는 도저히 볼 수 없기 때문에 因果關係의 推定的 效力은 상실되는 것이고, 따라서 그 개념의 이론적 정당성을 잃게 되었다. 바로 이 시기에 공시된 이후의 사업설명서에 의한 인과관계의 추정을 否定한 판결이 1996년의 프랑크푸르트 고등법원 판결이다.³²⁾ 그 이후 연방대법원은 사업설명서의 공시가 적어도 1년 정도는 투자자들로 하여금 投資誘引動機를 제공할 수 있는 것으로 보았고 비로소 그 期間 내에서만 因果關係가 推定될 수 있다는 입장으로 선회하게 되었다.³³⁾ 더욱이 유럽연합법의 法同化프로그램에 따라 연말결산서, 반기보고서 및 수시공시의무가 새로이 법적 의무로 추가된 이후로는 공시된 사업설명서가 인과관계의 추정을 위한 만능의 수단이 될 수도 없고, 또한 그렇게 장기간 투자유인수단으로서 기능할 수 없다는 인식의 전환이 생기게 되었다.

그러나 지금까지의 인과관계의 완화 및 추정에 관한 논의는 모두 다시 새로운 立法으로 재구성되게 된다. 즉 新法이 청구권적격을 사업설명서 공시 이후 6개월 이내의 취득자에게 부여하고 있고 그 기간 내에 취득한 자에게 인과관계의 추정을 인정하게 되었기 때문이다. 결

국 이 기간 내에 취득한 경우에는 事業說明書가 投資를 誘引했다는 주장이 우선적으로 주어지고, 소송과정에서는 피고, 즉 발행회사측이 因果關係의 不存在에 대한 입증책임을 지게 되었다.

이와 같이 독일의 판례가 그 동안 그 개연성만 있으면 인정하던 인과관계를 점점 좁혀 엄격하게 요구하던 중 아예 期間要件의 設定이라는 개정입법을 통하여 이 문제를 입법적으로 해결하고자 하는 시도를 한 것은 그 동안의 고민과 시행착오를 반영한 것이다. 사실 이러한 관점은 실제 실무상 因果關係의 存否에 대한 판단이 매우 어렵고, 또한 인과관계의 존부에 대한 어떠한 판단이 나오더라도 일방당사자는 어차피 승복이 어렵다는 현실적 이유로부터 나온 것이다. 어떻게 전술한 바대로 미국법과 독일법이 입법적으로 기간요건을 설정하여 이 문제를 명료하게 해결하고자 시도한 前例는 우리의 입법자도 주목해야 할 점이다.

(라) 개선방안

증권시장에서 일어나는 不實公示에 기한 投資者의 損害賠償請求는 그 책임의 이론적 근거를 불법행위법(민법 제750조)에 바탕을 두게 되는데, 그 責任認定의 가장 큰 난점은 前述한 인과관계의 입증이 어렵다는 점에 있다. 특히 민법상 不法行爲法의 일반원칙에 따르면 同 因果關係의 입증은 피해자, 즉 손해배상청구자에게 있으므로 현실적으로 책임귀속이 어렵게 된다.

그러나 다른 법제에서와 같이 事業說明書를 교부할 의무를 지는 경우에 위의 난점이 상당히 해소된다. 그 이유는 일단 事業說明書의 강제교부의무가 부과된 이후의 時點이거나 日間紙에 公示된 後에는 그 書類의 眞實性을 믿고 투자했다는 責任根據의 因果關係는 存在하는 것으로 推定하기 때문이다. 또한 損害賠償額의 算定과 관련된 因果關係도 그 立證責任을 轉換하여 加害者側에 지우게 함으로써 투자자보호를 강화하고 있다.

우리나라에서 이와 관련한 여러 下級審判決³⁴⁾에서는 위의 立證責任을 轉換하는 취지의 판결을 내리고 있으나 명확한 법적 근거를 발견할 수 없고, 이의 해석을 둘러싼 論爭의 여지가 있다는 점에서 立法的으로 解決하는 것이 바람직하다고 본다. 따라서 미국의 33년법 제 11조에서와 같이 부실기재된 사업설명서를 믿고 투자했는지의 '신뢰의 인과관계'는 일단 공시된 이후의 시점 또는 강제교부의무 이후의 시점에서는 그 인과관계의 존재를 推定하는 규정을 둘 필요가 있다.

4) 책임질 者의 범위

(가) 현행법의 태도

증권거래법 제14조는 賠償責任질 者를 열거하여 규정하고 있다. 여기서 열거된 책임질 자의 범위는 다음과 같다. ① 당해 유가증권신고서상의 신고자와 신고당시의 당해 法人의 理事(법인의 설립 전에 신고된 때에는 그 發起人), ② 당해 유가증권신고서의 기재사항 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하였거나 서명한 공인회계사 및 감정인, ③ 당해 발행인과 당해 유가증권의 인수계약을 체결한 자, ④ 당해 사업설명서를 작성하거나 교부한 자, ⑤ 매출의 방법에 의한 경우 매출신고 당시의 당해 매출되는 유가증권의 소유자.

따라서 해당 유가증권의 신고서 및 사업설명서의 작성 및 공시에 관련된 발행회사의 관련 理事는 물론이고, 이 공시서류를 매개로 해당 유가증권의 모집·매출과정에 참여한 인수주선 기관과 매출의 主體도 책임질 자의 범위에 포함된다.

(나) 개선방안

이 책임이 본질적으로 유가증권신고서 및 사업설명서의 부실작성 및 부실공시를 기초로 하는 책임인 점에서 보면 위와 같은 열거만으로도 충분하다고 여겨질 수도 있겠지만, 이 열거

형식이 본래의 의도와는 달리 賠償責任者의 범위를 국한시켜 자칫 포섭범위를 놓쳐버릴 가능성이 있다는 점도 제기될 수도 있다. 예컨대 해당 발행회사의 '理事'의 책임과 관련하여 오로지 공시관련부문을 담당하는 理事로 국한하여 해석할 여지가 있기 때문에 실질적으로 부실작성 및 공시를 지시한 者는 포섭하지 못할 가능성이 있게 된다. 이러한 우려는 실제에 있어 대단한 중요성을 가진다. 최근 공시책임을 둘러싼 손해배상소송사건에서도 보듯이 대부분 회사가 망한 후의 배상을 구하는 것이 대부분이고 현실적으로 배상능력, 즉 資力을 가진 자의 범위를 넓혀 준다는 필요성과 함께 위법행위를 지시한 자에 대한 상응하는 制裁가 반드시 있어야 한다는 점에서 볼 때 책임질 者의 범위를 일반적 규정형식으로 변경하는 것이 바람직하다고 본다. 예컨대 공인회계사의 책임은 일반적 책임규정이 이미 제197조에 규정되어 있으므로 따로 열거되어 있을 필요는 없었을 것인데 여기서 열거되어 있다는 점에서 입법기술적으로도 타당치 않다.

한편 우리의 책임규정인 증권거래법 제14조가 미국의 1933년법 제11조를 그대로 모방한 결과 유가증권신고서와 사업설명서의 기능분화가 제대로 되어 있지도 않고 책임법의 영역에서도 중복되어 있어 매우 불만족스러운 법체계를 가지고 있다고 할 수 있다. 즉 앞으로 책임법의 연결고리는 행정법적 규제의 성격이 짙은 유가증권신고서가 아니라, 직접 투자자들과 연결점을 가지는 사업설명서이어야 할 것이다. 그 당연한 귀결로서 책임질 자에 대한 규정도 역시 '유가증권신고서'가 아니라 '사업설명서의' 작성 및 공시와 관련된 자들 중심으로 규율되어야 할 것이다.

5) 배상액의 범위

사업설명서책임이 일반불법행위책임에 대하여 특별불법행위책임으로서 의미있게 하는 것 중의 하나가 바로 손해배상의 범위, 즉 손해액의 산정을 아예 法定하고 있다는 점일 것이다. 원래 손해배상의 범위는 소위 책임의 범위를 결정하는 인과관계가 미치는 범위, 즉 가해행위에 의하여 촉발된 손해를 말한다. 환언하면 책임질 자가 배상해야 할 손해액은 가해행위로 인하여 발생된 손해에 한정된다는 의미이다.

그러나 증권시장에서 일어나는 손해는 그 시장의 특성상 어떤 상당한 이유에 의해 촉발되었는지를 쉽게 밝혀 주기에는 너무 복잡한 요인들로 구성되었을 뿐만 아니라, 원고든 피고든 그 (책임충족적) 인과관계를 입증하는 것이 대단히 곤란하다는 특징이 있다. 그러한 연유로 특별히 발행시장공시와 관련된 부실공시책임에서는 그 복잡한 인과관계를 밝혀내는 수고보다는 아예 배상할 손해액을 법정화하여 책임을 신속하게 종결짓는 선택을 하게 된 것이다.

우리법은 미국의 증권법의 손해배상액산정에 관한 규정(35)을 모방하여 제15조에서 ① 변론종결시 현재 증권을 계속 보유한 경우에는 실제의 취득가액에서 변론종결시의 시장가격을 뺀 가액으로, ② 변론종결 전에 해당 증권을 처분한 경우에는 실제의 취득가액에서 처분가격을 뺀 가격으로 배상할 금액을 확정하고 있다.

이러한 규정형식은 불법행위로 인한 손해배상책임이론에서는 매우 이례적인 것이라고 할 수 있다. 즉 불법행위책임의 일반이론상 배상해야 할 손해액은 그 가해행위와 상당한 인과관계가 있는 손해를 범위로 하는 것이기 때문에(우리 민법의 통설 및 판례) 원칙적으로는 인과관계의 존재가 엄격하게 검증된 손해에 국한될 뿐만 아니라, 원고가 그 손해의 인과관계를 입증하여야 한다. 그런데 증권거래법 제15조는 아예 부실작성 및 공시라는 가해행위가 처음의 취득시로부터 변론종결의 현재시점까지 또는 처분한 때까지는 모두 영향을 미쳤다고看做하고 있는 것이다.

한편 우리 증권거래법은 종전까지는 손해범위의 인과관계(책임충족적 인과관계)의 입증책임

에 관하여 아무런 규정을 두지 않았으나, 그 동안의 학문적 논의를 반영하여 1997년의 개정에서 제15조에 제2항을 신설하여 日本法(일본증권거래법 제19조 제2항)과 같이 만일 배상하여야 할 자가 피해자의 損害 중 부실 또는 허위의 기재로 인해 발생한 것이 아님을 증명하는 경우 책임의 전부 또는 일부를 면제할 수 있도록 하였다.

종합해 보면 우리법은 이제 사업설명서책임의 손해산정은 일단 법정화된 계산공식을 통해 이루어지나, 원래 지켜져야 할 손해범위의 인과관계의 요청은 그 입증책임을 피고에게 전환시켜 균형을 맞추고 있다. 그러나 이와 같은 법정화된 손해배상액의 산정방식과 입증책임의 전환은 증권거래법의 구조 아래에서만 적용되는 것이고, 앞서 소개한 대법원판결에서와 같이 일반민법상의 불법행위책임으로 구성하는 경우에까지 유추적용하여서는 안된다.

4. 유통공시책임규정

(1) 문제제기

유가증권거래와 관련한 기업내용공시의무의 경우 일반적으로 책임의 이론구성은 발행시장공시에 있어서의 책임이론과 많은 부분 공통적이다. 왜냐하면 양자의 책임의 기초가 모두 불법행위책임이기 때문이다. 따라서 주관적 구성요건으로부터 인과관계 논의, 책임의 범위, 기타 청구권의 경합에 관한 문제에 이르기까지 논의의 범위와 그 성격은 유사하다. 그러나 유통시장공시가 발행시장공시와 본래적으로 그 성격을 달리한다는 점을 고려할 때 구체적인 책임이론의 구성은 달리할 수밖에 없을 것이다. 유통시장의 공시책임과 관련하여 현재 우리 증권거래법 구조가 최근 몇 년간 주목할 만한 변화를 겪은 점과 이와 관련한 몇 가지 특별한 논점을 제기할 필요가 있다.

일반적으로 유통시장공시란 일단 유가증권이 시장에 상장거래되고 있는 경우, 그 발행회사가 해당 유가증권 및 회사의 기업내용에 관하여 정기적으로 투자자에게 제공하거나, 투자자의 투자판단에 중요한 사실이 발생할 경우 이를 신속하게 적시에 공시하여야 하는 적극적인 법적 의무를 말한다. 강학상 전자를 정기공시, 후자를 수시공시 또는 적시공시라 부른다.³⁶⁾ 그런데 종전까지(적어도 1996년 개정법 이전까지) 유통시장공시제도는 사업보고서를 제외하고는 진정한 법적 의무인지가 의문스러울 정도로 그 실효성을 기대할 수 없었다. 왜냐하면 그 공시의무위반에 대하여 다른 제재수단도 미미한 원인도 있지만, 무엇보다도 증권거래법상 損害賠償責任規定을 欠缺하고 있었기 때문이다. 1996년 개정법에서는 그 동안 특별법상의 책임규정흡결을 발행공시에 관한 책임규정인 증권거래법 제14조를 준용함으로써 입법적으로 해결한 바 있다.

1) 입법론적 관점

입법론적으로 볼 때 유통공시책임에 관하여 과연 발행공시책임규정을 준용하는 것이 타당한 것인가 하는 의문이다. 원칙적으로 유통시장공시책임의 이론구성은 발행시장공시책임과 많은 부분 공통적인 것이 사실이다. 모두 不法行爲責任의 영역에 속하기 때문이다.

그러나 정기적 그리고 계속적으로, 또는 수시로 이루어지는 유통공시는 단 1회적으로만 주어지는 발행공시와는 그 성격상 그리고 책임구성에 있어 다를 수밖에 없다는 것이 중요한 점이다. 또한 특히 유통공시 중 정기공시제도는 오로지 備置公示義務만 있을 뿐이다. 이러한 차이는 책임영역에서 중대한 차이를 낳는다. 결국 準用規定을 통한 책임규정의 창설은 양자의 기본적 차이를 간과한 채 간단한 입법기술을 구사한 잘못된 입법이다.

2) 해석론적 관점

다음으로 現行法構造下에서 流通市場公示責任을 구성함에 있어 주의해야 할 해석관점이 제기된다. 그것은 發行市場公示責任에서와는 달리 繼續公示에 있어서는 공시 이후에 유가증권

을 취득하였다고 하더라도 因果關係의 存在가 推定된다고 해석하여서는 안된다는 점이다. 그 이유는 첫째, 특히 정기공시에 있어 備置公示의 기능적 제한성 때문에 투자자가 실제로 비치된 공시서류를 읽고 그 진실성을 신뢰하여 증권을 취득했다는 것을 입증해야 할 필요가 있기 때문이다. 물론 발행공시에 있어서도 유가증권신고서는 備置公示되긴 하지만 그와 내용적 동일성을 가져야 하는 사업설명서가 원칙적으로 交付強制되기 때문에 오로지 비치공시만 되는 정기공시(사업보고서, 반기보고서, 분기보고서)와 동일하게 취급될 수는 없다. 둘째, 隨時公示와 定期公示의 경우에는 發行公示가 그 해당 투자의 투자판단과 관련하여서는 一回的이고 唯一한 판단자료라는 점과는 달리 정기적·계속적 또는 수시로 제공된다는 점에서 투자자의 투자판단을 위한 유일한 연결고리는 아닐 뿐더러, 이들 공시정보가 직접적으로 투자를 권유하기 위한 것도 아니기 때문에 책임을 묻기 위하여는 실제로 그 공시를 믿고 투자했는지가 반드시 밝혀져야만 한다. 말하자면 不法行爲法의 一般原則에 따라 투자자 자신이 그 信賴의 因果關係를 입증하여 책임을 추궁해야만 할 것이고 因果關係의 推定은 인정되지 않는다고 해석하여야 한다. 만일 그렇지 않다면 특정한 공시 이후에 취득했던 모든 투자자들이 시세하락으로 인한 자신들의 손해를 ‘인과관계의 추정’을 이용하여 부실공시의 탓으로 돌리는 결과를 낳게 될 것이다. 이는 사회경제적으로도 非正義이기도 하지만, 불법행위책임법의 근본적 구조를 와해시키는 것이기도 하다.³⁷⁾ 그러나 이에 관한 지도적 판결이라고 할 수 있는 1997년의 大法院判決³⁸⁾에서는 원심의 정당한 판단을 배척하고,³⁹⁾ 인과관계를 추정하는 판결⁴⁰⁾을 내린 이래 앞서 소개한 판결에서도 일관되게 그 입장을 유지하고 있다. 그러한 점에서 앞의 대법원판결에서와 같이 완화된 인과관계의 추정을 발행공시책임이 아닌 유통시장공시책임에 적용시키는 것은 수정되어야 마땅하다.

(2) 인과관계의 문제

유통공시책임을 창설하면서 발행공시책임에 관한 법규정을 준용한 것은 큰 잘못이다. 또한 이러한 준용규정에 의한 입법적 해결이 있기 전에도 판례는 아무런 해석론적 고민없이 그리고 심지어는 일반민법상의 불법행위책임에 의해 유통시장공시책임을 구성하면서까지도 발행시장공시책임을 해석론을 유추하여 적용해 왔다. 즉 법원은 재무제표서류의 부실공시책임과 관련하여 이미 오래전부터 하급법원은 인과관계의 추정을 인정하는 판결을 내놓고 있다.⁴¹⁾ 여기서 하급법원은 “...재무구조가 취약하여 처음부터 기업공개요건을 갖추지 못한 부실기업이 기업공개요건을 갖춘 건전한 기업인 것처럼 분식하여 불법으로 기업을 공개한 후 부도를 내어 기업의 존속 자체가 어려워지는 경우에는... 피해자가 가해행위(분식결산행위)와 손해발생간의 인과관계의 모든 과정을 증명하는 것은 극히 어렵거나 사실상 불가능한 경우가 대부분이어서, 그와 같은 경우에까지 피해자에게 모든 입증책임을 부담시키게 되면 사회형평의 관념에 맞지 않게 되므로, 위와 같은 경우에는 청구자인 피해자는 피청구자의 행위와 부실기업의 불법상장 사이에 인과관계가 있다는 점, 청구자가 선의로 당해 주식을 매입함으로써 인하여 손해를 입었다는 점을 입증함으로써 족하고, 이에 대하여 가해자는 피해자의 손해에 예기치 못한 경제사정의 급변 등 주식의 불법상장 이외의 다른 원인에 의한 것임을 입증하지 못하는 한 책임을 면할 수 없다”고 판단하고 있다.

뿐만 아니라 이로부터 한걸음 더 나아가 대법원판례⁴²⁾는 유통시장공시로서 연말결산서류나 사업보고서가 공표된 후에 증권을 취득한 투자자들에게까지 그 신뢰의 인과관계를 추정시킴으로써 너무 과도하게 완화된 입장을 보여주고 있다.⁴³⁾

그러나 발행공시의무의 주된 관심사는 유가증권의 공개발행과 관련하여 최초의 투자자가 투자판단을 함에 있어 회사의 재무 및 경영사항에 대한 정확하고 완전한 정보를 제공함으로써

답는다는 취지를 가지고 있기 때문에, 그 부실기재 및 공시책임은 그 당시 유일한 정보제공물인 그 투자권유문서를 읽고 믿었기 때문에 증권을 취득한 최초의 취득자를 대상으로 하는 것이 원칙이다. 그러한 연유로 각국의 법률은 특히 발행공시를 강력한 법적 의무로 규정하고 있다. 또한 각국의 입법과 판례는 사업설명서 등이 공시된 이후이거나 교부된 이후인 경우에는 최초의 취득자가 투자판단을 함에 있어 다른 선택의 여지없이 의존해야 했을 유일한 공시자료이었을 것이라는 점을 인정하여 이 경우에는 소위 信賴의 因果關係를 추정하도록 하고 있다.⁴⁴⁾ 우리의 증권거래법 제15조 제2항도 손해의 범위에 대한 인과관계에 관한 입증 책임을 者(피고)에게 부과함으로써 입증 책임을 전환시키고 있는 것은 바로 신뢰의 인과관계도 추정된다는 것을 전제로 하고 있는 것이다.

그러나 유통공시의 경우는 전혀 그 성격이 다르다고 할 수 있다. 즉 투자자가 투자판단에 이르게 한 해당 회사 및 유가증권에 관한 정보는 각개의 사업보고서나 반기보고서 또는 적시공시에 의한 것이 유일한 것이 아니고 또는 이들 공시정보가 직접적으로 투자를 권유하기 위한 것도 아니기 때문에 책임을 인정하기 위하여는 실제로 이들 공시를 믿고 투자를 했는지 반드시 밝혀질 것이 필요하다. 換言하면 이들 공시가 실행된 이후의 시점에 증권을 취득한 경우라도 信賴의 인과관계는 추정될 여지는 없고 반드시 인과관계의 증명이 있어야 한다는 것이다. 그렇지 않으면 일정한 시점에 해당 증권을 거래한 수많은 취득자들에 대하여는 정보공시를 신뢰했는지 여부에 관계없이 우선 손해배상 책임을 부담해야 하는 불합리를 낳는다. 이러한 결과는 책임법체계를 혼란스럽게 할 뿐만 아니라, 사회경제적으로도 정의롭지 못한 것이다. 이러한 해석은 우리법의 모법인 미국의 1933년 증권법과 1934년 증권거래법에 대한 비교법적 고찰에 의해서도 증명된다. 즉 발행공시 책임을 규율하는 1933년법의 제11조, 제12(1)조, 제12(2)조 등에서는 인과관계의 증명을 요하지 않는 반면, 유통공시 책임을 규율하는 1934년법 제18(a)조에서는 명문으로 책임인정의 전제조건으로 신뢰의 인과 관계를 요구하고 있다.⁴⁵⁾

결국 유통공시의 부실기재 및 공시 책임을 위해 발행공시 책임 규정인 제14조가 준용되더라도 실제에 있어서의 문제해결은 이같은 해석과 적용이 필요하다 할 것이다.

(3) 손해액의 산정

1) 입법론적 검토

유통공시에 대한 손해배상의 산정과 관련해서도 증권거래법은 제15조를 準用하고 있기 때문에 法定의 算定公式에 따라야 할 것인가가 문제된다. 현행법의 규정이 그러할진대 해석론 상으로는 법정의 산정공식을 따라야 하는 것이 당연하다. 어쨌든 동 규정에 의한다면 배상할 손해의 범위는 실제의 취득가액을 기준으로 하여 부실공시로 인해 하락한 가격분을 공제 한 가액이다.

그러나 이러한 준용규정의 입법형식은 법현실에 있어 매우 불만족스러운 결과를 낳는다. 우선 발행시장공시의 경우에는 공식적으로 또는 외형상 책임에 이르게 하는 거의 유일한 연결고리이므로 비록 다른 손해발생요소의 존재를 배제하여 단순화하더라도 큰 무리가 없으므로 손해액의 산정도 그 산정의 간편화 및 신속화를 위해 그같은 산정공식의 법정화가 불가피할 수 있을 것이고 또한 이해할 만하다. 따라서 여기서는 일일이 위법행위(부실공시)가 어디까지 손해액에 영향을 미쳤는가를 따질 필요없이 일단 정형화된 손해액을 확정짓게 되므로 결과적으로 일정한 기간 동안의 가격하락분은 모두 위법행위(부실공시)에 의해 惹起된 것이라는 소위 손해범위의 인과관계(손해충족적 인과관계)가 推定된다는 것을 의미한다. 법 제15조 제2항이 이러한 추정을 깨는 입증 책임을 배상책임자가 지도록 한 것도 이러한 연유에서

이다.

그러나 유통시장공시의 경우에는 양상이 전혀 다르다고 할 수 있다. 유통시장공시의 경우에는 그 책임을 인정하고 배상할 손해액을 확정짓기 위하여는 원리상 반드시 위법행위가 발생시킨 손해가 있어야 하고 바로 그 위법행위가 미친 손해액에 대해서만 배상시키도록 할 것이 필요하다. 그 이유는 유통시장에서는 피해자가 주장하는 손해유발요소가 너무 많고, 만일 발행시장공시에서와 같이 신뢰의 인과관계(책임성립의 인과관계)는 물론 손해범위의 인과관계마저 추정시킨다면 유통공시를 전혀 듣거나 읽지도 않은 자들에게까지 손해배상을 해야 할 것이고, 또한 그 기간 동안에는 우연히 증권을 취득한 자들에게 대하여 우연한 다른 연유로 가격이 하락하여 입은 손해까지도 배상해야 하는 불합리를 낳는다.

결론적으로 입법론으로서 이 준용규정은 당연히 폐지되어야 하고, 1933년 증권법상의 발행시장공시책임과 명백하게 다른 규정을 취하고 있는 미국의 1934년 증권거래법 제18(a)조와 같은 규정형식을 도입할 필요가 있다.⁴⁶⁾

2) 해석론적 검토

증권거래법상 손해배상액의 한정에 관한 규정은 단기소멸시효규정과 함께 특별법책임의 특징이 가장 두드러지게 나타나는 부분이다. 말하자면 일반불법행위책임에 비하여 책임귀속을 현저히 쉽게 한 반면 간편하고 신속한 책임종결을 꾀하고자 한 것이다. 바로 여기에 특별법의 존재이유가 있는 것이다. 그런데 증권거래법의 공시책임은 발행공시든 유통공시든 관계없이 공통적으로 신뢰책임이라는 특징을 보여준다. 따라서 그 손해액의 산정도 당연히 신뢰책임이라는 성질이 반영될 수밖에 없게 된다.

그런데 유통공시책임을 위한 준용규정이 없었던 시기의 대법원판결⁴⁷⁾은 신뢰책임이라는 성질을 전혀 고려하지 않고 있다. 대법원은 “분식결산 및 부실감사로 인하여 상실하게 된 주가상당액은 특별한 사정이 없는 한 ‘분식결산 및 부실감사가 밝혀져 거래가 정지되기 전에 정상적으로 형성된 株價’와 ‘분식결산 및 부실감사로 인한 거래정지가 해제되고 거래가 재개된 후 계속된 하중가를 벗어난 시점에 정상적으로 형성된 株價’의 또는 ‘그 이상의 가격으로 매도한 경우에는 그 매도가액’과의 차액상당”이라고 판단하고 있다.

대법원은 감사보고서의 부실작성과 관련한 책임을 민법 제750조의 일반불법행위책임으로 구성하면서 민법상 일반불법행위책임의 원칙, 즉 손해배상의 범위는 당해 違法行爲가 직접 또는 상당한 원인으로 인하여 결과지위진 재산상의 손실이라는 원칙을 그대로 적용하고 있는 것이다. 그러나 이러한 원칙을 부실공시책임에 그대로 적용하는 것은 법현실상 거의 상상할 수 없는 것이다. 왜냐하면 ‘부실 또는 허위의 표시 및 공시’라고 하는 위법행위가 직접 또는 상당한 원인으로 인하여 주가의 하락 등 재산상의 손실을 야기하는 경우란 생각하기 어렵기 때문이다.

공시책임은 기본적으로 신뢰책임이므로 여기에서 가장 핵심적인 고려사항은 ‘그러한 부실표시나 공시가 없었더라면 취득하지 않았을 터인데 그 부실공시를 믿고 취득하였기 때문에 발생한 손실’에 관한 것이다. 따라서 일반적으로는 취득자가 매수할 당시 ‘만일 허위 또는 부실기재가 아니었다라면 형성되었을 주식가격’과 ‘취득자가 실제 매입한 가격’의 差異가 바로 위법행위자의 위법행위(분식결산 및 그 공시)가 발생한 손해에 미친 범위라고 할 수 있다.⁴⁸⁾

결론적으로 대법원이 부실감사행위라는 위법행위가 직접적으로 주가하락에 영향을 준 부분만을 손해의 범위로 파악하고자 한 것이지만, 부실감사라는 위법행위가 직접 주가하락을 야기한다는 것은 현실적으로는 상정하기 어려운 것이므로 결국 잘못된 판단이라고 볼 수밖에

없다. 또한 이 견해에 따르면 부실감사와 부실공시를 믿고 취득한 높은 취득가액의 손해는 손해의 범위에 포함되지 않기 때문에, ‘공시서류를 믿고 투자한 손해에 대한 책임’을 본질로 하는 재무정보공시책임의 일반법리에 반하게 된다. 말하자면 서로 견련되어야 할 책임근거적 인과관계와 책임충족적 인과관계가 오히려 단절되게 된다는 문제가 발생하게 된다. 결국 원심판단과 같이 원고가 주식을 매수할 당시 분식결산이 이루어지지 않았다면 형성되었을 해당 회사의 주시가격과 원고의 실제 취득가격의 차액이라고 보는 것이 타당하다.49)

5. 경합문제

(1) 논의의 의미

동일한 당사자와 동일한 사건으로부터 일반불법행위책임과 특별법상의 불법행위책임이 경합하는 경우 請求權競合인가, 法條競合인가에 관한 논의는 현실적으로 대단한 중요성을 가진다. 왜냐하면 청구권경합론에 따라 청구권의 다양한 기초를 선택적으로 원용할 수 있게 되는 경우에는 비록 어느 하나의 청구권기초가 時效에 의하여 소멸하더라도 또 다른 청구권이 시효가 남아 있는 한 피해자는 폭넓은 救濟를 받을 수 있게 된다. 또한 별도로 원래 일반불법행위책임에서 요구되는 엄격한 불법행위요건을 주장하고 입증할 필요도 없게 된다. 그러나 法條競合에 따라 특별불법행위규범이 우선적으로 적용되고 일반규범이 배척되는 경우에는 양상이 전혀 달라지게 되는 것이다.

이와 관련하여 앞서 제시한 대법원판결50)에서는 특별법상의 손해배상청구권과 민법 제750조에 기한 손해배상청구권을 선택적으로 행사할 수 있다고 한다. 그러나 대법원이 신봉하는 청구권경합론은 즉 불법행위책임과 계약책임이라는 기본적으로 다른 청구권기초들이 경합할 때에 타당한 이론이라는 점이다. 즉 판례는 일반 및 특별 불법행위청구권 체계간의 경합에 관해서도 청구권경합론을 그대로 적용시키고 있다.

일반적으로 계약관계가 존재하는 당사자 중 일방이 不法行爲責任의 구성요건을 同時에 충족시키는 경우에 契約責任과 不法行爲責任의 경합이 논의될 수는 있지만, 一般不法行爲規範과 特別不法行爲規範간의 관계에 있어서는 청구권경합의 여지는 없고 당연히 法條競合만이 있을 뿐이어서 일반불법행위규정에 대하여 특별법의 규정이 우선적으로 적용되고, 일반불법행위청구권의 법적 기초는 배제되어야 마땅하다. 만일 그렇지 아니한 경우에는 특별법상의 책임규정은 아무런 존재근거를 발견할 수 없고 특별불법행위규범은 해체될 수밖에 없을 것이다. 왜냐하면 특별법상의 불법행위책임규정은 대개 일반불법행위의 그것에 비하여 주관적 책임요건(고의, 과실), 적용범위, 因果關係要件, 입증책임, 손해배상의 범위, 消滅時效 등에 있어 현저한 변경을 통하여 특별법의 적용범위 내의 사안에 관하여 특별법의 입법목적을 충족시키고, 이 경우 일반불법행위법의 규정은 排斥될 것이라는 점을 前提하기 때문이다.

따라서 앞서 예시한 대법원판결에서와 같이 특별법상의 손해배상청구가 소멸시효의 완성으로 소멸한 경우 일반민법상의 불법행위에 기한 청구권을 인용하는 것은 비록 피해자에게 폭넓은 救濟의 가능성을 부여하는 것이지만 반면에 특별법의 존재근거가 상실되고, 법체계의 통일적 해석과 적용이 깨어지게 되어 결국 법적 안정성을 해치게 되는 것이다.51)

(2) 외국법과의 비교

적어도 경합문제를 올바르게 바라보기 위하여는 우리와 똑같이 특별불법행위책임법과 민법상의 일반불법행위책임법이 동시에 존재하고 양자의 관계 및 적용과 관련하여 많은 논의가 있는 나라의 법과 좀더 상세한 비교법적 고찰이 필요하다. 이 문제와 관련하여 독일의 경우에 있어서의 전개상황을 살펴볼 만하다. 이 법도 일반민법상의 불법행위책임규정과 공시책임에 관한 특별법(증권거래소법)규정이 존재하고, 특별법상 책임규정의 취지는 우리법에서와 다

를 바 없다. 이 문제에 관한 한 독일의 학설과 판례도 오랫동안 논쟁을 거듭해 왔는데, 일반적인 견해는 특별법상의 사업설명서책임 이외에 민법상의 일반불법행위책임을 별도로 물을 수는 없다는 입장⁵²⁾이었다. 그 이유는 입법자가 애당초 목적했던 특별법의 취지가 민법의 불법행위책임을 일반적 적용을 통하여 形骸化되거나, 특별법의 적용범위를 뿌리채 빼앗아 곧 特別法規範의 存在意味를 상실케 하는 것은 용인될 수 없기 때문이었다. 물론 특별법상의 공시책임을 묻는 이외에 별도의 계약책임(채무불이행책임)을 묻고자 하는 경우에는 당시에 明文으로 규정하고 있었다(동법 제48조 제2항).

그런데 이 문제에 관하여 故意에 의하여 부실공시를 한 경우에는 특별법상의 책임 이외에도 민법상의 일반불법행위책임을 병존적으로 책임지도록 하는 것은 당연하다는 견해가 제기된 이래,⁵³⁾ 결국 최근 改正法에서는 제48조 제2항을 새롭게 하면서 이같은 학설을 받아들여 고의의 불법행위(허위공시)를 통한 경우에는 특별법상의 책임이외에도 별도로 민법상의 일반불법행위책임을 물을 수 있도록 규정하기에 이르렀다. 그러나 실제에 있어 ‘故意’가 인정될 만한 부실공시를 생각하기 어렵다는 점,⁵⁴⁾ 그리고 일반불법행위책임을 확장하여 적용함으로써 특별법의 책임규범을 무의미하게 만들 수 없다는 점 때문에 新法의 의미를 격하시키는 견해도 있다.⁵⁵⁾

그러나 무엇보다도 중요한 점은 이미 독일의 최고연방법원이 그의 판사에서 “증권거래소법이라는 특별법상의 청구권기초가 自足的이고 排他的이며 終局的인 해결방법이라는 원칙을 前提로 해서만 다른 청구권기초(민법상의 일반불법행위책임)가 고려될 수 있을 뿐”이라는 시각을 가지고 있다는 점일 것이다.⁵⁶⁾ 이러한 大原則은 舊法이든 新法이든 특별법상의 책임 이외에 “그밖의 追加的인 청구권기초”라는 표현을 쓰고 있는 것이 이를 잘 말해 준다. 어쨌든 故意에 의한 불법행위의 인정가능성이 극히 드물다고 보는 한에서는 독일의 新法에 의하더라도 우리법원이 취하고 있는 請求權競合論은 도저히 容認될 수 없다는 것이 학설과 판례의 일치된 입장이라고 볼 수 있다.

(3) 소 결

동일한 당사자와 사건을 바탕으로 일반민법상의 청구권기초와 특별법상의 청구권기초가 결합한다고 할 때, 양자 중 어느 하나를 선택하도록 할 것인지 또는 양 청구권의 기초를 병존적 또는 중첩적으로 모두 활용할 수 있도록 할 것인지는 곧 特別法의 存在理由와 직접적으로 관련을 갖는다. 물론 만일 공시위반을 이유로 한 책임추궁이 민법상의 契約的 請求權(債務不履行責任)으로도 가능하다고 한다면, 이는 계약책임이 不法行爲責任과 결합하는 경우이므로 兩者의 請求權基礎는 언제나 並存的·重疊的으로 행사가능하다는 것에 논란의 여지가 있을 수 없다. 그러나 특별법상의 책임이 불법행위책임을 특칙이라고 할 때, 과연 民法上の 일반불법행위책임이 그 특별법상의 책임과 並存的·重疊的으로 주어진다고 볼 수는 없다. 만일 그렇지 않다면 특별법상의 책임규정이 존재할 아무런 이유가 없어지기 때문이다. 즉 전술한 바대로의 특별법의 책임규정의 입법취지가 존재할 의미가 없는 것이다.

이와 관련하여서는 유사한 사건의 한 하급심판결의 판단이 오히려 올바른 시각을 갖고 있는 것으로 보인다. 즉 “외부감사인의 부실감사에 관하여 민법상의 불법행위책임을 묻기 위하여는 특별법(증권거래법)의 책임구성에 있어서와는 달리 감사인의 고의, 과실, 투자자의 손해 발생, 인과관계의 존재 및 손해배상액의 범위 등 일반불법행위책임을 구성요소에 관하여 별도로 주장하고 입증하여야 한다”는 점을 정당하게 지적하고 있다.⁵⁷⁾ 물론 이 하급심법원도 競合問題에서는 대법원의 선결례에 따라 請求權競合論의 입장에 있지만, 위와 같은 언급은 바로 특별법상의 책임규정이 별도의 입법취지와 존재의미를 가져야 한다는 것을 인정하고

있는 것이다.

그렇다면 우리 대법원이 일관되게 서있는 請求權競合의 立場은 修正되어야 마땅하다. 계약 책임과 불법행위책임간의 관계에서나 타당한 생각을 불법행위책임간에 있어서도 그대로 적용하려는 것이 바로 잘못된 것이다. 그렇지 않다면 특별법상의 청구권기초는 그 존재이유를 찾을 수 없게 된다. 또한 우리 대법원이 청구권경합의 입장에 따라 시효소멸된 특별법상의 책임 대신에 민법상의 일반불법행위책임규정을 근거로 책임을 구성하면서도 오히려 특별법상의 청구권요소, 예컨대 완화된 인과관계(인과관계의 추정)를 원용하는 것도 수정될 필요가 있다.

6. 공개매수위반관련 손해배상책임규정의 준용문제

(1) 현행 책임법규정의 문제점

1996년 개정증권거래법에서는 그 동안 입법적 不備로 비판받아 왔던⁵⁸⁾ 공개매수신고서 및 공개매수설명서의 부실공시책임에 관하여 발행공시책임규정인 제14조 및 소멸시효규정인 제16조를 準用함으로써 해결하고 있다. 그러나 발행공시책임의 손해액산정을 법정화한 제15조의 규정은 準用하고 있지 않다.

그러나 발행공시의 책임규정을 공개매수공시책임규정에 準用시키기에는 법해석상 많은 무리가 뒤따른다. 첫째, 기본적으로 발행공시에서는 책임질 자가 대개 매도의 청약을 하거나 매수청약을 권유하는 자인 반면, 공개매수는 매수의 청약을 하는 자라는 점이 다르다. 둘째, 책임의 성격에 관하여 보면 발행공시책임에 있어서는 일반적으로 해당 부실공시를 믿고 유가증권을 취득한 투자자가 부실공시(특히 재무정보에 관한)를 하지 않았더라면 보다 낮은 가격으로 지불했을 차액이나 부실공시로 인한 추가하락분이 책임의 본질(신뢰책임)인 반면, 공개매수의 공시책임에서는 공개매수자의 재무정보가 중요성을 갖지 않음은 물론 책임의 성격이 신뢰책임의 성질을 갖지 않는다고 보아야 할 것이다.

그렇다면 준용규정이 갖는 문제점은 여기서도 그대로 드러나게 된다.

(2) 입법론

결국 입법기술상의 편의 때문에 이루어진 準用규정은 추후 법해석상 많은 문제를 야기하게 될 것이므로 고유한 책임규정을 신설함이 타당하다. 독자적인 책임규정을 신설함에 있어서는 日本法에서와 같이⁵⁹⁾ 공개매수공시책임은 물론이고, 공개매수절차의 위반, 별도매수금지위반 및 매수조건위반 등에 대한 배상책임규정도 포함시켜 상세히 규정하는 것이 바람직하다.

7. 내부자거래로 인한 손해배상책임

(1) 현행법의 문제점

증권거래법상 내부자거래에 대한 규제는 제188조 제1항의 공매도금지에 관한 규정, 동조 제2항의 단기차익반환의무에 관한 규정, 그리고 제188조의2에서 미공개정보이용금지에 관한 규정으로 구성되어 있다. 미공개정보이용금지에 관한 규제는 실질적 의미에 있어 내부자거래의 전형이라고 할 수 있으며, 증권거래법상 손해배상책임규정은 규제의 성격상 바로 이 미공개정보이용금지위반의 경우만을 대상으로 하고 있다(동법 제188조의3 제1항). 또한 현재 제안된 증권관련집단소송법안도 정부안이든 국회안이든 불문하고 공통적으로 미공개정보이용금지의무위반으로 인한 손해배상책임만을 집단소송의 대상으로 하고 있다.

그런데 현행 내부자거래에 의한 손해배상책임은 배상책임자(미공개정보이용금지를 위반한 자)가 ‘당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자’의 ‘그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해’를 배상하도록 하고 있다(제188조의2 제1항).

물론 여기서 배상책임자는 미공개정보이용금지의 규제대상자인 내부자를 말한다. 현행법은 내부자의 범위에 회사내부자, 준내부자 및 정보수령자를 명확하게 모두 포함되도록 함으로써 종전법보다 향상된 규제체계를 갖게 되었다. 그러나 손해배상책임의 요건과 관련하여 혹은 배상책임규정 그 자체의 해석과 관련하여 논의해야 할 몇 가지의 문제들이 있다. 우선 첫째는 미공개정보이용금지의 요건이라고 할 수 있는 ‘공개되지 아니한 중요한 정보’가 무엇인가, 둘째는 특히 집단소송과 관련하여 매우 중요한 문제로서 손해배상청구권자의 범위를 확정짓는 문제이다. 셋째는 앞의 청구권자의 범위확정문제와 관련되어 있는 인과관계의 문제이다. 그리고 마지막으로 손해배상의 범위문제이다.

(2) 해석론적 문제와 입법적 검토

1) 공개되지 아니한 중요한 정보

우선 내부자거래로 인한 손해배상책임을 인정하기 위해서는 법인의 내부자가 ‘업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’를 매매거래에 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이용하게 하여야 한다(법 제188조의2 제1항). 이와 관련하여 우리법은 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’를 법 제186조에서 열거하고 있는 소위 수시공시의무사항 중에서 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것”으로서 당해 법인이 재정부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다고 함으로써 수시공시사항으로부터 제한을 하고 있다.

그러나 중요성의 판단과 관련하여 과연 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것’에 관하여 누가 어떻게 판단하는가에 관한 것은 여전히 불확정된 채 남아 있다. 우리법이 이와 같이 법문상으로 포괄적인 판단기준만을 제시하고 있는 것은 외국법례에서와 마찬가지로 그 판단을 법원에 맡기고자 하는 취지이다. 이와 관련하여 미국법은 1934년 연방증권거래법(Securities Exchange Act: SEA) §10(b) 및 Rule 10b-5에 의해 중요성의 판단에 관하여 ‘사기적 행위의 규제’에 포함시키고 법원이 구체적인 사안에 따라 구체적으로 중요성을 판단하게 하는 소위 추상적인 포괄규제방식을 취하고 있다.⁶⁰⁾ 반면 일본법은 법적 안정성을 중시하여 중요한 내부정보의 범위를 법으로 명확하게 열거하는 방식을 취하고 있다.⁶¹⁾ 유럽통합법도 “발행회사 또는 당해 유가증권에 관한 것으로서 만일 공개된다면 당해 유가증권의 시세에 상당한 영향을 미칠 수 있는 공개되지 아니한 정확한 정보”라고 함으로써 추상적인 판단기준만을 제시하고 그 판단은 최종적으로 법원에 맡기고 있다.⁶²⁾

우리법상으로는 다양한 논의가 제기되어 있지만 대체로 법은 중요성의 판단기준을 포괄적으로만 정해두고 있고 중요성의 구체적인 판단은 사법적 판단에 맡기고자 한 입법주의를 취하고 있는 것으로 해석하고 있다.⁶³⁾ 판례도 “법 제186조 제2항은 증권거래소가 제1항 각호에 열거된 사항과는 별도로 ‘제188조의2의 규정에 의한 중요한 정보’의 유무에 관한 공시도 당해 상장회사에 대하여 요구할 수 있다고 규정함으로써 제188조의2 제1항의 소정의 중요한 정보가 제186조 제1항 각호에 열거된 사실에 한정되지 않은 것임을 간접적으로 인정하고 있으므로, 제188조의2 제2항이 ‘제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중’이란 표현을 하고 있다고 하더라도 이는 그 사실만을 내부자거래의 규제대상이 되는 중요한 정보에 해당하는 것으로 제한하고자 하는 취지에서가 아니라, 중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’를 예시하기 위한 목적에서라고 보아야 한다”고 함으로써 중요성의 판단에 있어 법 제186조에서 열거된 수시공시사항의 범위 안에서만 한정된 것이 아님을 분명히하고 있다.⁶⁴⁾ 또한 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’의 해석과 관련하여 판례는 “합리적인 투자자라

면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보”라고 판시하고 있다.65)

결국 우리 법은 일정한 열거사항과 추상적인 판단기준을 혼합하여 법적 안정성과 구체적 타당성을 동시에 확보하고자 하는 시도의 입법주의를 취하고 있다고 할 수 있다. 그리고 법원에 제시한 해석관점도 타당하다고 할 수 있다.

그렇다면 현행법 제188조의2 제2항에서 정의하는 규정은 입법적으로 개선될 필요가 있겠다. 즉 현행규정은 “...중요한 정보라 함은 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것”이지만, 이미 법원의 해석에서 제186조에서 열거한 사항에 얽매이지 않고 있기 때문에 그 열거규정이 무의미해졌다고 할 수 있다. 그러나 그 무의미함 때문에 입법적으로는 제186조의 열거사항과의 관련성을 삭제시키는 경우에는 내부자거래의 포섭범위를 무절제하게 확대시킬 수 있는 위험이 있다는 것뿐만 아니라, 이것이 집단소송과 결합하게 되는 경우에는 무한정한 남소에 노출될 위험에 놓이게 될 가능성이 있다. 따라서 입법적으로는 “제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등과 관련있는 정보로서...”의 형식으로 변경하는 것이 바람직하다고 할 수 있다.

2) 인과관계와 청구권자의 범위

현행 증권거래법은 손해배상의 청구권자와 관련하여 법문상으로는 内部者와 ‘당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자’로 규정하고 있다. 문제는 이러한 법문의 규정에도 불구하고 청구권자의 범위를 확정짓기 어렵다는 점이다. 그런데 내부자거래와 관련한 손해배상청구에 있어 청구권자의 범위를 결정하는 문제는 대단히 중요한 의미를 지닌다. 왜냐하면 내부자거래인 불법행위와 원인결과관계에 있는 거래로 인하여 손해가 발생한 피해자의 범위를 확정짓는 문제이기 때문이다. 특히 청구권자의 범위를 확정하는 것은 단순히 실체법적인 중요성 이외에도, 집단소송의 대상이기 때문에 발생할 수 있는 무분별한 남소와 청구남용을 억제하는 기능을 가지고 있다.

증권거래법 제188조의3은 “(내부자거래시의) 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해”라고 규정하고 있다. 따라서 이 규정을 토대로 어떻게 청구권자의 범위를 확정할 것인지에 관하여 일반적으로는 ‘내부자와 동시기에 반대방향으로 거래한 자’라고 해석하고 있다.66) 그러나 여기서 구체적으로 동시기가 언제를 의미하는지가 보다 구체적으로 정해져야 할 필요가 있다. 이와 관련하여 외국판례는 동시기를 첫째, 내부자거래를 시작한 날로부터 내부정보가 공개된 날까지로 해석하는 입장, 둘째, 내부자가 실제로 거래하고 있는 기간으로 해석하는 입장 등으로 갈려 있다.67) 한편 우리의 하급심판례도68) 실제 내부자가 매도한 것과 같은 종목의 주식을 동시기에 반대방향으로 매수한 경우에 대해 손해배상책임을 인정하고 있는 점에 비추어 볼 때 동시기의 의미를 내부자가 실제 내부자거래를 한 당해 거래와 반대방향의 거래를 한 자만을 청구권자로 확정하고 있다고 보여진다.69)

결국 이 문제는 인과관계의 요청을 어떻게 수용할 것인가의 정책적 판단의 문제로 볼 수 있다. 내부자가 거래한 같은 종목의 유가증권을 거래한 모든 자를 청구권자로 인정한다면 내부자거래와 손해발생간의 인과관계를 근간으로 하는 불법행위에 기한 손해배상의 책임법체계의 틀을 와해시키게 될지도 모른다.

그렇다면 실체법상의 손해배상책임체계의 틀을 유지하고 당사자간 엄정한 책임과 공평한 구제의 조화라는 관점에서 본다면 위와 같은 해석이 입법적으로 반영되는 것이 바람직하다.

입법론적으로는 이 손해배상책임규정은 내부자거래의 경우 비대면적이고 인과관계의 입증이용이하지 않다는 점을 고려하여 민법상의 일반불법행위책임규정에서 보다 좀더 구체적이고 명확하게 책임구성요건을 설정하는 것이 필요하다고 본다. 요컨대 내부자의 거래와 동시기의 반대방향의 거래가 있는 경우에는 신뢰 및 손해의 인과관계가 존재하는 것으로 추정짓는 규정을 두자는 것이다.

3) 손해의 범위

우리법은 내부자거래로 인한 손해배상책임의 손해범위와 관련하여 별도의 규정을 두고 있지 않다. 제188조의3 제1항은 단순히 '그 매매거래와 관련하여 입은 손해'라고만 규정하고 있는 것이다. 따라서 법문의 외형으로부터만 판단한다면 민법상의 일반불법행위책임에 있어 불법행위가 결과된 손해에 미친 범위라고 하는 일반이론이 그대로 원용되도록 구성된 것처럼 보인다. 그러나 증권시장에서 증권거래로부터 발생하는 손해라고 하는 것은 시세하락이라는 지극히 단순한 결과로 나타나는 것이지만, 과연 내부자거래가 그 결과된 손해의 어느 정도 혹은 부분까지 영향을 미쳤는지는 가늠하기 어렵다. 말하자면 손해의 인과관계를 추산하기가 현실적으로 곤란하다는 것이다. 이러한 점을 반영하듯 하급심판결은 증권거래법상 유가증권신고서 및 사업설명서책임에 있어 법정 손해범위에 관한 제15조의 규정을 유추하여 적용하기도 하였다.⁷⁰⁾ 또한 학계에서도 손해를 입은 자가 실제로 매매한 가격과 그가 정보를 알게 된 후 상당한 기간이 지난 시점의 시장가격의 차액으로 정하자는 입장이 대체적으로 일치된 견해인 듯하다.⁷¹⁾ 물론 여기서 상당한 기간이 경과한 시점의 시장가격이란 증권거래법 제15조에서 기준으로 제시하고 있는 변론종결시의 시점까지를 염두에 둔 것으로 풀이된다.

생각하건대 학계의 견해나 하급심의 판례가 발행공시책임에 있어서의 손해액확정을 유추하여 해석하는 산정방식은 손해의 인과관계를 추산하기 어렵다는 점에서 일견 수긍이 가지 않는 것은 아니다. 하지만 앞서 유통공시책임의 손해액산정문제에서도 언급한 바와 같이 유통시장에서의 증권거래와 관련하여서는 피해자가 주장하는 손해유발요소가 너무 많고 발행공시책임의 경우와는 여건이 확실히 다르기 때문에 일반불법행위책임에 있어 일반적인 손해범위의 산정방식으로 되돌아가야 한다고 생각한다. 따라서 일반적인 인과관계의 이론에 따라 내부자거래가 없었더라면 형성되었을 정상적인 가격과 내부자거래에 따라 영향을 받아 형성된 가격간의 차액이 기준이 되어야 할 것이다. 이러한 산정방식은 손해배상청구권자가 실제 내부자거래와 동시기에 반대방향의 매매거래를 했던 자에 한정한다는 취지와 맥을 같이하는 것이다. 결국 입법적으로도 이와 같은 취지의 책임산정에 관한 명문의 규정을 별도로 두는 것이 바람직하다.

8. 시세조종행위로 인한 손해배상책임

증권거래법 제188조의5는 제188조의4에서 규정하는 시세조종행위금지규정에 위반한 자에 대하여 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 자가 그 매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해를 배상할 책임을 부과하고 있다.

시세조종행위로 인한 손해배상책임은 내부자거래에 의한 손해배상책임의 경우와 마찬가지로 민법상 일반불법행위책임에 대한 특칙이라고 할 수 있다. 이 특칙은 특히 몇 가지의 관점에서 그 특징을 나타내고 있다.

우선 그 첫째로는 증권시장에서 정상적인 거래행위와 불법행위로서의 시세조종행위를 현실적으로 구분하기 어렵기 때문에 불법성의 판단요건 중 주관적 요건을 보다 강력하게 설정하

고 있다는 점이다. 즉 법 제188조의4에서 규정하는 위법한 시세조종행위가 되기 위해서는 소위 '목적요건'을 충족시켜야 한다.⁷²⁾ 여기서 이러한 목적이 존재하는지 여부에 따라 법상 금지되는 불법행위여부가 판별되게 되지만 현실에 있어서는 그 판단이 용이하지 않다. 이러한 입증의 곤란성은 우리나라만의 문제가 아니라 각국이 안고 있는 고민거리이며 그 최종적인 판단은 그 정황에 대한 추론을 통하여 법원의 판단에 맡겨질 수밖에 없다.⁷³⁾

둘째는 시장사기이론에 따라 인과관계 및 입증책임을 완화하고 있다는 점이다. 즉 우리법은 '증권거래법 제188조의4에 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권의 매매거래를 한 자가 그 매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해를 배상해야 한다'고 함으로써 미국의 관례이론으로 정립된 소위 시장에 대한 사기이론을 채택하고 있다. 따라서 가해자의 범위반행위와 피해자의 당해 매매로 인하여 발생한 피해간의 인과관계는 추정된다고 해석되고 그 입증책임도 가해자가 부담해야만 한다. 바로 이 점에서 증권거래법상의 책임은 민법상 불법행위책임에 비하여 손해의 입증을 용이하게 설계한 특칙임을 알 수 있다. 그러나 증권집단소송제의 시행과 관련하여 이러한 특칙의 규정이 입법론상 문제가 있는 것으로 보이지는 않는다. 오히려 인과관계의 입증에 관하여 법원이 부담해야 할 과제를 입법적으로 해결하여 준 셈이기 때문이다.

마지막으로는 손해범위문제에 관한 문제이다. 앞서 내부자거래로 인한 손해배상책임규정에서와 마찬가지로 우리법은 손해의 범위산정과 관련하여 명확한 규정을 두고 있지 않다. 그러나 시세조종행위로 인한 경우에도 실제 가해자의 가해행위로 인한 손해만이 배상되어야 한다는 일반적인 불법행위책임의 일반원칙이 유지될 필요가 있다. 따라서 입법론으로는 민법의 엄격한 손해액범위의 산정에 관한 원칙으로 돌아가 가해행위가 실제로 영향을 미친 손해액을 산정하는 기준을 제시해 주는 것이 바람직하다. 이 경우에 그 기준은 만일 시세조종행위가 없었더라면 형성되었을 정상적인 시세와 시세조종행위가 일어난 후 피해자가 실제 거래함으로써 발생한 거래가격의 차액이 손해액 산정의 기준이 될 수 있을 것이다.

증권집단소송의 대상으로서의 시세조종행위로 인한 손해배상책임을 다룸에 있어 주의해야 할 것은 책임인정여부에 대한 판단을 하게 되는 법원에 과도한 부담을 줄 위험이 있다는 점이다. 왜냐하면 정상적인 증권투자행위와 불법행위로서의 시세조종행위간의 경계가 현실적으로 구분하기 매우 어렵기 때문이다. 따라서 특히 입법론에 있어서는 좀더 명확히 판단기준을 제시해 주는 것이 필요하다는 점을 강조할 필요가 있다. 즉 증권투자의 실패에 대한 책임을 무분별하게 다른 사람에게 전가시키고자 하는 유혹을 배제시키는 것이 필요하다는 것이다. 이런 관점에서 보면 증권거래법상의 손해배상책임규정은 그 특칙의 특성이 명확하게 드러나도록 입법하는 것이 바람직하다고 할 수 있다.

따라서 이와 관련하여 논란의 대상이 되는 것은 무엇보다도 목적요건에 관한 것이다. 목적요건은 그 입증의 곤란성으로 인하여 실제 시세조종행위의 규제가 어렵고 이 규제의 실효성을 상실하게 한다는 비판이 있어 왔다.⁷⁴⁾ 또한 미국에서도 동법 §9(a)에서 직접적으로 시세조종행위를 규정하면서 우리법과 유사한 '목적'요건을 설정하고 있지만, 행위자의 의도에 따라서 주관적으로 위법성여부가 판단될 수 있는 행위를 법으로 규제하는 것은 규제의 실패를 가져올 것이기 때문에 규제가 필요치 않다는 비판이 제기되기도 한다.⁷⁵⁾

그러나 그 주관적 목적에 대한 입증이 어렵다는 점 때문에 주관적 요건을 폐기하자는 주장에는 찬동하기 어렵다. 왜냐하면 불법성의 경계가 명확치 않은 시세조종행위를 규제함에 있어서는 민법상의 일반불법행위책임에서 요구하는 주관적 요건으로서의 고의 및 과실만으로는 그 불법성을 판별해 내기 어렵기 때문이다. 더구나 객관적으로 드러난 결과로서의 정황

으로부터 불법성을 추론해 내기 위해서는 보다 강화된 주관적 요건이 요구되는 것은 불가피하다고 할 수 있는 것이다.

IV. 종합결론: 입법적 개선조치

1. 발행공시책임체계의 개선

(1) 문제의 소재

유가증권신고서 및 사업설명서의 不實 또는 虛偽의 記載에 대한 損害賠償責任(증권거래법 제14조)은 기본적으로 민법상 일반불법행위책임(민법 제750조)에 대한 특수불법행위책임이라고 할 수 있다. 따라서 고의과실의 문제로부터 책임론에 이르기까지 일반적인 책임구성을 위한 체계는 일반불법행위책임에 있어서와 다를 바 없을 것이다. 다만 증권거래의 특수성으로부터 발생하는 특수한 문제들, 특히 배상책임자의 범위문제와 책임의 존재를 근거짓는 인과관계(소위 책임근거적 인과관계)에 있어 因果關係의 推定문제 등에 관하여 특별한 취급과 입법이 필요할 것이다.

그러나 현행법은 책임질 자의 한정적 열거, 소위 책임충족적 인과관계에 있어 입증책임의 전환, 그리고 손해배상액의 법정(법 제15조)은 규정을 두고 있으나, 정작 신뢰의 인과관계에 대한 推定이나 경합문제에 관하여는 언급이 없으므로 상이한 해석과 판례의 원인이 되고 있다. 따라서 이하에서는 이러한 문제영역에 대하여 명확한 입법적 해결을 위한 방안을 제시하고자 한다.

(2) 배상책임자 관련규정의 개선

증권거래법 제14조는 賠償責任질 者를 다음과 같이 열거하여 규정하고 있다. ① 당해 유가증권신고서상의 신고자와 신고 당시의 당해 法人의 理事(법인의 설립 전에 신고된 때에는 그 發起人), ② 당해 유가증권신고서의 기재사항 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하였거나 서명한 공인회계사 및 감정인, ③ 당해 발행인과 당해 유가증권의 인수계약을 체결한 자, ④ 당해 사업설명서를 작성하거나 교부한 자, ⑤ 매출의 방법에 의한 경우 매출 신고 당시의 당해 매출되는 유가증권의 소유자.

따라서 해당 유가증권의 신고서 및 사업설명서의 작성 및 공시에 관련된 발행회사의 관련 理事는 물론이고, 이 공시서류를 매개로 해당 유가증권의 모집·매출과정에 참여한 인수주선기관과 매출의 主體도 책임질 자의 범위에 포함되도록 하였다.

이 책임이 본질적으로 유가증권신고서 및 사업설명서의 부실작성 및 부실공시를 기초로 하는 책임인 점에서 보면 위의 열거만으로도 충분하다고 여겨질 수도 있지만, 그러나 의도와는 달리 賠償責任者의 범위를 국한시킬 가능성이 있다. 예컨대 해당 발행회사의 ‘理事’의 책임과 관련하여 오로지 공시관련부문을 담당하는 理事로 국한하여 해석할 여지가 있어 실질적으로 부실공시를 지시한 者가 포섭되지 못할 가능성이 있다.

이 문제는 실제에 있어 대단한 중요성을 가진다. 최근 공시책임을 둘러싼 손해배상소송사건에서도 보듯이 회사가 망한 후의 배상을 구하는 것이 대부분이고 현실적으로 배상능력, 즉 資力을 가진 자의 범위를 넓혀 준다는 필요성과 함께 위법행위를 지시한 자에 대한 상응하는 制裁가 반드시 있어야 한다는 점에서 볼 때 책임질 者의 범위를 일반적 규정형식으로 변경하는 것이 바람직하다. 한편 공인회계사의 책임은 일반적 책임규정이 이미 제197조에 규정되어 있으므로 따로 열거되어 있을 필요는 없었을 것인데 여기서 열거되어 있다는 점에서 책임근거규정의 혼동만 가져올 뿐 입법기술적으로도 타당치 않다.

앞으로 책임법의 연결고리는 규제의 성격이 짙은 유가증권신고서가 아니라, 직접 투자자들과 연결점을 가지는 사업설명서이어야 할 것이라는 점에서 책임질 자에 대한 규정도 역시

‘유가증권신고서’가 아니라 ‘사업설명서’의 작성 및 공시와 관련된 자들 중심으로 규율되어야 할 것이다.

(3) 인과관계규정의 개선

공시책임에 있어 ‘인과관계’의 요건은 진실한 공시를 신뢰한 진실한 청구권자와 ‘거짓의 청구권자’를 숙아내는 역할을 함에도 우리의 증권거래법은 신뢰의 인과관계에 관한 특별한 언급이 없다. 발행시장공시는 유통시장공시와는 달리 투자자들이 해당 유가증권에 대한 請約與否를 결정함에 있어서는 유일하게 의존할 수 있는 공식적인 투자판단자료이고 장래 있을 지도 모르는 손해배상청구를 위한 거의 유일하면서도 중요한 단서이자 연결고리이다.

실제 책임인정의 요건으로서 이들 공시서류를 믿고 투자를 하였는지(신뢰의 인과관계)를 입증하는 것이 매우 어렵기 때문에 이들 발행시장공시가 시간적으로 투자자의 청약이 있기 이전에 이루어진 것이라면 인과관계의 존재를 推定토록 하는 것이 정당화된다.⁷⁶⁾ 그러나 실제 그러한 추정규정이 없기 때문에 특히 민법상의 일반불법행위책임과 관련하여 법해석상의 혼돈을 야기시키고 있다.⁷⁷⁾

따라서 입법론적으로는 공시된 이후의 시점에 유가증권을 취득한 투자자에 대하여는 그 공시서류에 대한 신뢰의 인과관계를 推定하고 입증책임을 전환시킨다는 취지의 특별규정을 신설함이 검토되어야 할 것이다.

외국의 입법례에서도 발행시장공시가 직접 투자권유를 위하여 단 한 차례 그 투자판단을 돕기 위해 공시된다는 성질이 고려되어 미국의 33년법 제11조(a)는 유가증권신고서의 효력이 발생한 때로 1년 이내에 취득한 투자자는 동 신고서를 보고 신뢰한 채 투자하였다는 점을 입증할 필요없이 그 因果關係가 추정된다는 점을 명확히하고 있다.⁷⁸⁾

또한 전술한 바와 같이 일단 事業說明書의 교부가 법률상의 의무로써 부과된 경우에도 역시 그 書類의 眞實性을 믿고 투자했다는 責任根據의 因果關係는 存在하는 것으로 推定하는 규정도 新設함이 바람직하다.

2. 유통공시책임체계의 개선

(1) 문제의 소재

1996년 개정법에서는 지금까지 입법상의 흠결로 비판받아 왔던 유통공시책임규정이 증권거래법상 발행공시책임규정인 제14조를 準用하는 형식을 빌려 새로 신설되었기 때문에, 사업설명서 및 유가증권신고서의 부실기재책임 이외에도 사업보고서 및 반기보고서(법 제186조의5)와 적시공시(법 제186조 제4항)에 대해서도 그 부실공시에 대하여 특별법상의 책임을 지게 되었다.

그러나 이러한 準用規定은 발행시장공시와 유통시장공시가 본질적으로 그 성격을 달리함에도 불구하고 동일한 책임규정을 準用케 함으로써 책임구성체계의 혼란을 야기하고 있다는 비판을 면키 어렵다.⁷⁹⁾

특히 준용규정에 의한 입법적 해결이 있기 전에도 판례는 아무런 해석론적 고민없이 그리고 심지어는 일반민법상의 불법행위책임에 의해 유통시장공시책임을 구성하면서까지도 발행시장공시책임의 해석론을 유추하여 적용하는 혼돈스러운 입장을 보여 왔다.⁸⁰⁾

(2) 준용규정의 개선론

1) 인과관계의 문제와 관련하여

현행 준용규정이 책임법체계상 갖는 가장 중요한 문제가 바로 인과관계의 문제인데, 유통공시책임을 구성함에 있어서는 투자자의 공시서류의 眞實性에 대한 信賴와 유가증권의 매매거래간의 인과관계를 추정해서는 안되고 오로지 엄정한 인과관계가 요구되어야 한다.⁸¹⁾

유통공시는 발행공시의 경우와 전혀 그 성격이 다르다고 할 수 있다. 즉 투자자를 투자판단에 이르게 한 해당 회사 및 유가증권에 관한 정보는 각개의 사업보고서나 반기보고서 또는 적시공시에 의한 것이 유일한 것이 아니고 또는 이들 공시정보가 직접적으로 투자를 권유하기 위한 것도 아니기 때문에 책임을 인정하기 위하여는 실제로 이들 공시를 믿고 투자를 했는지가 반드시 밝혀질 것이 필요하다. 換言하면 이들 공시가 실행된 이후의 시점에 증권을 취득한 경우라도 信賴의 인과관계는 추정될 여지는 없고 반드시 인과관계의 증명이 있어야 한다는 것이다. 그렇지 않으면 일정한 시점에 해당 증권을 거래한 수많은 취득자들에 대하여는 정보공시를 신뢰했는지 여부에 관계없이 우선 손해배상책임을 부담해야 하는 불합리를 낳는다. 이러한 결과는 책임법체계를 혼란스럽게 할 뿐만 아니라, 사회경제적으로도 정의롭지 못한 것이다.

발행공시와 유통공시 책임간에 상이한 인과관계를 요청하고 있는 것은 미국의 1933년 증권법과 1934년 증권거래법에 대한 비교법적 고찰에 의해서도 증명된다. 즉 발행공시책임을 규율하는 1933년법의 제11조, 제12(1)조, 제12(2)조 등에서는 인과관계의 증명을 요하지 않는 반면, 유통공시책임을 규율하는 1934년법 제18(a)조에서는 명문으로 책임인정의 전제조건으로 신뢰의 인과관계를 요구하고 있다.⁸²⁾

결론적으로 유통공시책임을 창설하면서 발행공시책임규정인 법 제14조를 準用한 것은 잘못이며, 당연히 새로운 책임규정을 신설하여야 한다.

2) 손해배상액의 산정과 관련하여

유통공시에 대한 손해배상의 산정과 관련하여서도 증권거래법은 발행공시책임상의 배상액산정규정인 법 제15조를 準用하고 있기 때문에 法定의 算定公式에 따라야만 한다. 그러나 이러한 준용규정의 입법형식은 법현실에 있어 매우 불만족스러운 결과를 낳는다.

발행시장공시의 경우에는 공식적으로 또는 외형상 책임에 이르게 하는 거의 유일한 연결고리이므로 비록 다른 손해발생요소의 존재를 배제하여 단순화하더라도 큰 무리가 없으므로 손해액의 산정도 그 산정의 간편화 및 신속화를 위해 그같은 산정공식의 법정화가 불가피할 수 있을 것이고 또한 이해할 만하다. 따라서 여기서는 일일이 위법행위(부실공시)가 어디까지 손해액에 영향을 미쳤는가를 따질 필요없이 일단 정형화된 손해액을 확정짓게 되므로 결과적으로 일정한 기간 동안의 가격하락분은 모두 위법행위(부실공시)에 의해 야기된 것이라는 소위 손해범위의 인과관계(손해충족적 인과관계)가 推定된다는 것을 의미한다. 법 제15조 제2항이 이러한 추정을 깨는 입증책임을 배상책임자가 지도록 한 것도 이러한 연유에서이다.

그러나 流通市場公示責任의 경우에는 양상이 전혀 다르다고 할 수 있다. 유통시장공시의 경우에는 그 책임을 인정하고 배상할 손해액을 확정짓기 위하여는 원리상 반드시 위법행위가 발생시킨 손해가 있어야 하고, 바로 그 위법행위가 미친 손해액에 대해서만 배상시키도록 하는 것이 필요하다. 그 이유는 유통시장에서는 피해자가 주장하는 손해유발요소가 너무 많고, 만일 발행시장공시에서와 같이 신뢰의 인과관계(책임성립의 인과관계)는 물론 손해범위의 인과관계마저 추정시킨다면 유통공시를 전혀 듣거나 읽지도 않은 자들에게까지 손해배상을 해야 할 것이고, 또한 그 기간 동안에는 우연히 증권을 취득한 자들에 대하여 우연한 다른 연유로 가격이 하락하여 입은 손해까지도 배상해야 하는 불합리를 낳는다.

결론적으로 準用規定은 당연히 폐지되어야 하고 1933년 연방증권법상의 발행시장공시책임과 명백하게 다른 규정을 취하고 있는 미국의 1934년 연방증권거래법 제18(a)조와 같은 규정형식을 도입할 필요가 있다.⁸³⁾

3. 공개매수위반 책임체계의 개선

현행 증권거래법은 공개매수신고서 및 공개매수설명서의 부실공시책임에 관하여 발행공시책임규정인 제14조 및 소멸시효규정인 제16조를 準用하고 있으면서 손해액의 산정에 관해서는 발행공시책임규정상 손해배상의 범위를 규정한 제15조를 準用하고 있지 않다. 그러나 이러한 준용규정은 많은 법해석상 문제가 발생한다. 특히 책임질 자의 범위과 성질, 책임본래의 성질이 다르다는 점에서 더욱 그러하다.

따라서 순전히 입법기술상의 편의 때문에 이루어진 準用규정을 폐기하고 고유한 책임규정을 신설함이 타당하다. 독자적인 책임규정을 신설함에 있어서는 日本法에서와 같이 공개매수공시책임은 물론이고, 공개매수절차의 위반, 별도매수금지위반 및 매수조건위반 등에 대한 배상책임규정도 포함시켜 상세히 규정하는 것이 바람직하다.

4. 내부자거래 및 시세조종행위 책임체계의 개선

(1) 내부자거래책임체계의 개선

현재 제안된 증권관련집단소송법안에서는 미공개정보이용금지의무위반으로 인한 손해배상책임만을 집단소송의 대상으로 하고 있다. 그런데 현행 증권거래법상 내부자거래배상책임은 배상책임자(미공개정보이용금지를 위반한 자)가 ‘당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자’의 ‘그매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해’를 배상하도록 하고 있다(제188조의2 제1항). 그러나 손해배상책임의 요건과 배상책임규정 자체의 해석과 관련한 해석론적 문제점이 제기된다. 특히 책임의 전제조건인 ‘공개되지 아니한 중요한 정보’의 확정문제, 集團訴訟과 관련하여 중요한 문제로서 손해배상청구권자의 범위를 확정짓는 문제, 손해배상청구권자의 범위확정과 관련된 인과관계의 문제, 그리고 손해배상의 범위문제 등이 그것이다.

이들 문제에 관해서는 민법상의 일반불법행위책임에 대한 특칙이라는 관점에서 해석적 차원을 떠나 입법적 해결이 바람직하다.

우선 첫 번째 문제로서 ‘공개되지 아니한 중요한 정보’의 확정문제이다. 이와 관련하여 우리 법은 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’를 법 제186조에서 열거하고 있는 소위 수시공시의무사항 중에서 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것”이라고 함으로써 수시공시사항의 범위로부터 제한하는 듯한 규정을 두고 있지만, 우리 판례는 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것’의 해석을 둘러싸고 오히려 그 범위를 넓혀 제186조의 열거사항에 구애받지 않고 있다. 따라서 법문상의 규정과 판례의 해석이 일치되지 않는 문제점을 입법적으로 해결해 주어 혼돈을 해소하는 것이 필요하다. 입법론으로는 현행규정의 “제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중...”이 법원해석에 의해 무의미해졌기 때문에 집단소송도입시 무한정한 남소를 방지하기 위해서라도 “제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등과 관련있는 정보로서...”의 형식으로 변경하는 것이 바람직하다.

다음으로 청구권자의 범위확정과 인과관계의 문제이다. 청구권자의 범위를 결정하는 문제는 내부자거래와 인과관계 있는 피해자의 범위를 확정짓는다는 점에서, 그리고 집단소송에 있어 무분별한 남소와 청구남용의 억제와 관련을 맺는다는 점에서 중요하다. 배상청구권자와 관련하여 현행법상으로는 법문상 ‘內部者와 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자’라는 규정에도 불구하고 청구권자의 범위를 확정짓기 어렵다. 일반적으로는 ‘내부자와 동시기에 반대방향으로 거래한 자’라고 해석하고 있지만, 구체적으로 동시기가 언제를 의미하는지가 보다 구체적으로 정해져야 할 필요가 있다. 결국 이 문제가 우리 배상책임체계의 틀 안에 있는 인과관계의 원칙과 맥을 같이해야 한다는 관점에서 민법상의 일반불법행위책임규정에서 보

다 좀더 구체적이고 명확하게 책임구성요건을 설정하는 것이 필요하다고 본다. 따라서 실제로 내부자의 내부자거래행위와 정반대의 매매를 한 거래자만을 대상으로 하는 명문의 규정을 둘 필요가 있겠다.

마지막으로 손해의 범위와 관련하여 현행법 제188조의3 제1항은 단순히 '그 매매거래와 관련하여 입은 손해'라고만 규정하고 별도의 규정을 두고 있지 않다. 따라서 외형상으로는 일반불법행위책임의 손해액산정원칙이 그대로 적용될 수 있는 것으로 생각되지만 현실에서는 과연 내부자거래가 그 결과된 손해의 어느 정도 혹은 부분까지 영향을 미쳤는지는 가늠하기 어렵다. 따라서 해석상으로는 법정 손해범위에 관한 제15조의 규정을 유추적용하거나 피해자가 실제로 매매한 가격과 그가 정보를 알게 된 후 변론종결시점의 시장가격의 차액으로 해석하는 입장 등이 있었다. 그러나 증권거래와 관련하여서는 피해자가 주장하는 손해유발요소가 너무 많고 발행공시책임의 경우와는 여건이 확실히 다르기 때문에 일반불법행위책임에 있어 일반적인 손해범위의 산정방식으로 되돌아가야 한다고 생각한다. 따라서 일반적인 인과관계의 이론에 따라 내부자거래가 없었더라면 형성되었을 정상적인 가격과 내부자거래에 따라 영향을 받아 형성된 가격간의 차액이 기준이 되어야 하고 입법적으로도 이와 같은 취지의 책임산정에 관한 명문의 규정을 별도로 두는 것이 바람직하다.

(2) 시세조종행위책임체계의 개선

증권거래법 제188조의5는 시세조종행위금지규정에 위반한 자의 위법행위로 인하여 손해를 입은 자에 대하여 배상책임을 부과하고 있지만, 주관적 요건으로서 '목적요건'을 조건으로 한다. 그런데 실제에 있어 가해자에게 이러한 목적이 존재하는지 여부를 판별해 내는 것은 용이하지 않다. 그리고 그 최종적인 판단은 그 정황에 대한 추론을 통하여 법원에 맡겨질 수밖에 없다. 학계의 일각에서는 이러한 목적요건을 삭제해야 한다는 주장이 있지만 이 주관적 요건이 정상적인 투자행위와 불법행위로서의 시세조종행위간의 경계를 확정해 주는 유일한 기준일 수밖에 없기 때문에 이 요건을 유지하는 것이 옳다.

다음으로 시장에 대한 사기이론을 입법에 반영시킨 인과관계 및 입증책임에 관한 현행법의 틀도 그대로 유지시키는 것이 바람직하다. 특히 집단소송의 대상이 되었을 경우 법원의 판단을 용이하게 하고 그 부담을 덜어 줄 수 있다는 점에서 입법정책적으로도 옳은 방향이고, 또한 오히려 혼돈스러운 소송남용을 억제할 수도 있을 것이다.

마지막으로 손해범위문제에 관하여는 현행법이 내부자거래배상책임규정에서와 같이 규정을 두고 있지 않다. 이 점에 있어서도 입법론으로는 실제 가해자의 가해행위로 인한 손해만이 배상되어야 한다는 일반적인 불법행위책임의 일반원칙이 유지될 필요가 있다. 따라서 가해행위가 실제로 영향을 미친 손해액을 산정하는 기준을 제시해 주는 것이 좋을 것이다. 그리고 그 기준은 만일 시세조종행위가 없었더라면 형성되었을 정상적인 시세와 시세조종행위가 일어난 후 피해자가 실제 거래함으로써 발생한 거래가격의 차액이 손해액 산정의 기준으로 삼으면 될 것이다.

췍 참고문헌

강대섭, "내부자거래의 인과관계와 배상청구권자의 범위," 『상거래법의 이론과 실제: 석영안동섭교수화갑기념논문집』 (1995).

강대섭, "증권시장에서의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관한 연구," 고려대 박사학위논문 (1992).

곽민섭, “증권거래법상의 내부자거래에 대한 민사책임,” 『증권법연구』, 제1권 제1호 (2000).

김건식, 『증권거래법』 (두성사, 2000).

김건식·윤영신, “적시공시제도에 관한 소고: 적시공시를 중심으로,” 이윤영교수 화갑기념논문집(1989).

김용진, “내부자거래에 있어서 중요한 정보,” 『신세기회사법의 전개: 이병태교수 화갑기념논문집』 (1996).

김정수, 『현대증권법원론』 (박영사, 2002)

노태약, “증권거래법상 미공개내부정보에 관하여,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(2001).

박삼철, “유가증권불공정거래의 효율적 규제방안—입법론을 중심으로,” 『증권조사월보』, 통권 제230호(1996).

송중준·남장우·김재범·이준섭, 『증권거래법상 경영자민사책임론』 (충북대출판부, 1999).

신영무, “내부자거래와 민사상 책임,” 『상사법연구』, 제8집(1990).

신영무, 『증권거래법』 (서울대출판부, 1987).

안문택, 『증권거래법체계』 (박영사, 1985).

윤영신, “현실거래에 의한 시세조종행위,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(2001).

이준섭, “증권거래법상 기업공시 및 그 책임체계의 문제점과 입법론적 과제,” 『21세기상사법의 과제: 정동윤선생 화갑기념논문집』 (1999).

이준섭, “증권관련집단소송제 도입의 몇 가지 전제와 문제점,” 『상장협』, 제44호(2001).

이준섭, “재무정보공시에 대한 외부감사인의 손해배상책임,” 『상사법연구』, 제17권 제2호 (1998).

임재연, 『증권거래법』 (박영사, 2002).

임재연, 『증권규제법』 (박영사, 1995).

Heinz-Dieter Assmann, Prospekthaftung(Carl Heymanns Verlag, 1985).

Assmann/Schweizer, Handbuch des Kapitalanlagerechts(Verlag C.H. Beck, 1990).

J.C. Coffee, “Class War: Dilemma of The Mass Tort Class Action,” Columbia Law Review(Oct. 1995).

K.J. Hopt, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen(Muechen, 1991).

M. Kort, “Neuere Entwicklungen im Recht der Boersenprospekthaftung(§45 ff. BoersG) und der Unternehmensberichtshaftung(§77 BoersG),” AG 1999.

S. Kwapel, Bank- und Kapitalmarktrecht(Verlag Dr. Otto Schmidt, 1995).

L. Loss/J. Seligman, Securities Regulation, Vol. X(Little, Brown & Company, 1993).

E. Schwark, Kommentar zum Bausengesetz, 2. Aufl.(Verlag C.H. Beck, 1994).

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 4, No. 2, 2003

Issues on Reform of Legal Liability System in Securities Exchange Act after the Introduction of Class Action

Yi, Jun-Seob

ABSTRACT

The objective of Class Action Draft relating to securities litigation are the liabilities which are resulted from violations against such provisions of Korean Securities Exchange Act (KSEA) as disclosure duty in primary and secondary market, manipulation of accounting statements, insider trading, and market price manipulation etc. However the direct introduction of this class action without any appropriate modification of our own delicts liability system may bring out systematic inaccordance and conflict within our legal system, not only in the level of process law but also of another material laws. In this regard it is necessary, the several factors of delicts liability provisions in our securities law should be systematically adjusted.

Above of all, the KSEA requires the causation for the delicts liability. In this liability, the causation means demand of reliance which is explained as why or from which motive the plaintiff purchased the securities. Reliance is an aspect of causation because without reliance it cannot be said that the misrepresentation caused plaintiff? harm. However, KSEA §14, which is the liability provisions relating to the violation against the registration and prospectus duty, permits recovery without showing reliance and without therefore requiring causation. But the despite of principal characteristic differences from secondary market disclosure, the provision should be applied to secondary market disclosure. Therefore it is recommended that a new independent liability provisions should be created, so that the strict causation should be demanded in secondary market disclosure. This principle should be also aproximately applied for the calculation of being causation in insider trading and market price manipulation.

Another problem lies in joint and several liability which is generalized as a principle of liability provisions of KSEA. Particularly the Act connects also the other secondary violating persons (for example auditors) including aider and abetter than the primary violators with the joint and several liability. However joint and several liability may weaken the incentive effects of the liability regime rather than strengthen it, through that the person? group will raise an inequity problem and resist against enforcement.

As conclusion it is suggested we should create efficient protection system from frivolous suits. In fact, the frivolous suits are motivated by the circumstance that the liability factors within our legal framework are of great advantage to the plaintiffs. From the viewpoint it is more efficient that we adjust the liability factors within material laws to the scheme of class action rather than putting the protecting institution in process law.

- 1) 미국의 경우 연간 제기되는 집단소송건수 중에서 증권관련집단소송은 1990년에 315건, 91년에 299건, 92년에 268건, 93년에 290건, 94년에 298건으로 전체 집단소송의 10%를 차지한다고 한다. 또한 이들 증권관련집단소송 중에서도 약 40%는 소송취하에 의해 종결되고 사실심리에 이른 소송은 10%에 불과하다는 통계가 있다(J.C. Coffee, "Class War: Dilemma of The Mass Tort Class Action," Columbia Law Review, Oct. 1995). 이는 결국 집단적 분쟁해결수단으로서의 집단소송제도의 불완전성을 반영하는 것이며 어찌면 미국 법원이 제기되어 오는 집단소송에 대하여 그 체계와의 적합성측면에서 아직 확신을 갖고 있지 못함을 의미하는 것일 수도 있다.
- 2) 이 개정규정은 각 피고의 손해배상액의 범위를 정하는 규정으로 책임인정에 관한 실질적인 기준에 관한 것은 아니다.
- 3) 그 주된 내용을 다음과 같다. ① 집단소송에서의 일반 원고의 보호와 직업적 원고의 금지, ② 소장기재의 강화, ③ 피고에 의한 소송각하 또는 약식판결의 신청이 계속된 사이의 증거공개절차의 정지, ④ 남소에 대한 제재로서 상대방 변호사 보수를 포함하는 소송관련비용의 패소자 부담원칙, ⑤ 증권소송에서 사외이사의 연대책임을 배제하고 비례적 책임의 도입, ⑥ 회계사의 SEC통고절차에 의한 위법행위의 감시강화 등이다.
- 4) In re Phillips Petroleum Sec. Litig., 881 F. 2d 1236(3d Cir., 1989).
- 5) Litton Industries, Inc. v. Lehman Brothers Kuhn Loeb Inc., 967 F. 2d 742(2d Cir., 1992).
- 6) 정부안 제11조(적용범위).
- 7) 안문택, 『증권거래법체계』 (1985), 165면; 신영무, 『증권거래법』 (서울대출판부, 1987), 225면; 강대섭, "증권시장에서의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관한 연구," 고려대 박사학위논문(1992), 107면 이하 참조.
- 8) 일본법 제2조 제10항의 定義: "事業說明書라 함은 有價證券의 募集·賣出 또는 適格機關投資者 對象證券의 일반투자자에의 勸誘를 위하여 그 상대방에게 提供하는 당해 유가증권 발행인의 사업 기타 대장성령이 정하는 사항에 관한 說明을 記載한 文書を 말한다."
- 9) 안문택, 전게서, 165면; 신영무, 전게서, 225면; 강대섭, 전계논문, 56-58면.
- 10) 신영무, 상게서, 225-226면.
- 11) 이와 같은 견해로는 우리와 같은 책임법체계를 갖는 독일의 학설과 판례가 있다: Schwark, Kommentar zum Bseengesetz, 2. Aufl., 1994, §§45, 46, Rdnr. 9, 10.
- 12) 이러한 점에서 통설이 우려하는 "사업설명서의 명칭을 붙이지 않는 한 직접 또는 우편의 방법이나 신문, 라디오, TV의 광고 등의 방법으로 증권의 매도나 매수의 청약을 권유하여도 법의 적용을 받지 않고 규제할 수 있기 때문에 투자자의 보호를 위해 치명적인 결함이 야기된다"는 주장은 타당성이 없다.
- 13) 同旨 신영무, 전게서, 224면. 한편 일본법은 증권거래법에서 모집매출시 사업설명서의 교부의무를 강제한다(일본 증권거래법 제15조 제2항).
- 14) 유럽의 사업설명서공시관련 통합법에서는 모두 公示義務를 규정하고 있다. 참조 이준섭, 『EU 은행·증권법』 (박영사, 1996), 166면.
- 15) 서울지방법원 제14민사부판결, 98가합93359, 99가합2824(병합).
- 16) 대법원 1999. 10. 22, 97다26555.

- 17) 대법원 1998. 4. 24, 97다32215.
- 18) 서울지방법원 제2민사부 1996. 8. 28 선고, 96나15298 판결.
- 19) 대법원 1998. 4. 24, 97다32215; 대법원 1999. 10. 22, 97다26555.
- 20) KAAP, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rn. 11.202.
- 21) 이에 관한 독일 연방법원 판례로는 BGH=WM 1982, p. 862; J. HOFFER, Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz, 1996, p. 144.
- 22) 이러한 입법적 해결은 그 동안 논쟁을 불식시키기 위해 학계의 제안을 반영한 것이다 (KAAP, a.a.O., 1995, Rn. 11.200).
- 23) 대법원 1999. 10. 22 선고, 97다26555.
- 24) 이에 관하여는 이준섭, “재무정보공시에 대한 외부감사인의 손해배상책임,” 『상사법연구』, 제17권 제2호(1998), 162면 이하.
- 25) 신영무, 전거서, 235면.
- 26) 15 U.S.C.A. §77k(a).
- 27) 사업설명서책임에 관한 BuM(Beton und Monierbau-AG)사건: BGH 판결로는 WM 1982, S. 867; OLG Duesseldorf 판결에 관해서는 WM 1984, S. 591.
- 28) Assmann, Prospekthaftung, S. 388.
- 29) 이와 같은 판단을 하면서 대법원 1997. 9. 12 선고, 96다41991 판결을 원용하고 있다. 그러나 일반민법상의 책임규정을 근거로 책임구성을 하면서 이와 같은 완화된 인과관계를 인정하는 것에 대한 비판에 관하여는 이준섭, 전거논문, 135면 이하.
- 30) 15 U.S.C.A §77K(a); Haralson v. E. F. Hutton Group, INC., 919 F. 2d 1014, 1032(5th Cir., 1990); 임재연, 『증권규제법』 (1995), 90-103면.
- 31) 이에 관한 유명한 판결로는 BuM(Beton- und Monierbau)판결이다. BGH=WM 1982, S. 862 ff, 867.
- 32) OLG Frankfurt/Main, WM 1996= 소위 Bond-Fall, 1219.
- 33) 앞의 Elsflether Werft사건 판결: BGH= ZIP 1998, 1528.
- 34) 서울지법 판결 91가합17696(주식회사 흥양의 不渡에 따른 투자자의 손해배상청구사건); 서울남부 판결 82가합11689.
- 35) 미국법상 이에 관한 상세는 강대섭, 전거논문, 107면 이하 참조.
- 36) 적시공시에 대한 고찰은 김건식·윤영신, “적시공시제도에 대한 小考: 적시공시를 중심으로,” 이윤영교수 화갑기념논문집(1989), 761면 이하.
- 37) 비교법상 미국법도 발행공시책임규정인 1933년법 제11조, 제12(1)조, 제12(2)조 등에서는 인과관계가 추정되어 입증책임의 전환이 이루어지지만, 정기보고서 등의 책임규정인 1934년법 제18(a)조의 경우에는 인과관계의 존재를 책임의 요건으로 요구하고 있다. 상세는 임재연, 『증권규제법』 (박영사, 1995), 42면 이하.
- 38) 대법원 1997. 9. 12, 96다41991 판결.
- 39) 原審은 原告인 투자자가 분식결산된 재무제표와 부실한 감사보고서를 신뢰하고 이를 투자판단의 자료로 삼아 주식을 취득하게 되었다는 인과관계의 입증을 하지 못했다는 이유를 들어 배상책임을 배척하였다.
- 40) 앞의 대법원판결의 因果關係에 관한 판단은 다음과 같다. “원고가 소외회사의 주식을 매입함에 있어 특단의 다른 사정이 없는 한 증권거래소를 통하여 공시된 소외회사에 대한 감사보고서가 정당하게 작성되어 회사의 정확한 재무상태를 나타내는 것으로 믿고 그 주가

는 당연히 그것을 바탕으로 형성되었으리라는 생각아래 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이다.”

41) 서울남부 1984. 5. 6, 82가합11689 참조.

42) 대법원 1997. 9. 12, 96다41991 참조. 인과관계부분과 관련된 판결원문은 다음과 같다. “...원고가 소외회사의 주식을 매입함에 있어 다른 특단의 사정이 없는 한 증권거래소를 통하여 공시된 소외회사에 대한 감사보고서가 정당하게 작성되어 회사의 정확한 재무상태를 나타내는 것으로 믿고 그 주가는 당연히 그것을 바탕으로 형성되었으리라는 생각아래 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이다. 그럼에도 불구하고 원심이, 원고가 분식된 재무제표와 부실한 감사보고서를 신뢰하고 이를 투자판단의 자료로 삼아 주식을 취득하게 되었는지에 관하여는 이를 인정할 아무런 증거가 없다고 판단하고 만 것은... 위법을 저지른 것이라고 하겠다.”

43) 이준섭, 전제논문, 135면 이하.

44) 미국의 1933년 증권법 제11조에서 유가증권신고서가 공시된 후 1년 이내에는 취득자가 그 신고서를 신뢰하여 투자를 한 것이라는 점이 추정된다. 따라서 신뢰의 입증은 원고가 하는 것이 아니라 피고가 입증하여야 한다. 독일의 연방대법원도 그의 1982년 BuM 판결에서 증권거래소법 제45조가 적용되는 사업설명서책임은 해당 사업설명서가 공시된 이후에는 신뢰의 인과관계가 추정된다는 점을 확인하고 있다(BGH= WM 1982, S. 867).

45) 임재연, 전제서, 42면 및 90면 이하.

46) 동법 제18(a)조는 발행공시책임의 法定의 손해배상액 산정과는 확연히 다르게 각종 유통공시서류의 “...기재사항을 믿고 당해 기재에 의해 영향을 받은 가격으로 증권을 매매한 자에 대하여 그러한 신뢰로 인해 발생한 손해를 배상할 책임을 진다”고 규정하고 있다.

47) 대법원 1997. 9. 12, 96다41991.

48) 이러한 손해배상산정의 원칙은 그것이 일반불법행위책임에 근거한 公示責任인 경우, 어느 나라나 공통적이다(참조: Schwark, a.a.O., §§45, 46, Rdz. 15; Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Bearbeitung, 1981, Rdz. 2285); 또한 이 사안의 원심판결도 같은 취지이다(서울지방법원 제2민사부 1996. 8. 28 선고, 96나15298 참조).

49) 이러한 산정원칙은 독일법에서도 손해배상액이 한정되지 않는 일반민법상의 공시책임에 있어 학설과 판례가 일치하여 인정하고 있다(Assmann, “Prospekthaftung,” in: Assmann/Schweizer, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 1990, S. 85-86).

50) 대법원 1997. 9. 12, 96다41991.

51) 우리의 대법원판례도 특정한 사안에 대하여는 특별법의 입법목적에 위해 일반민법상의 불법행위책임을 배제한 사례가 적지 않다. 대법원 1993. 12. 21 선고, 93다3040에서는 시세조종으로 인한 손해배상책임과 관련하여 證券去來法상 불법행위책임의 단기소멸시효는 증권거래로 인해 발생한 분쟁의 早期終熄을 통하여 증권시장의 안정을 도모함에 있고, 민법상 불법행위책임의 주체와 행위내용이 특별하게 규정되어 있으므로 일반민법규정과는 특별법적인 관계에 있다고 하며 일반민법규정의 적용을 排斥한 바 있다.

52) Schwark, a.a.O., §§45, 46 Rn. 44; K.J. Hopt, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, S. 47.

53) Schwark, a.a.O., §§45, 46 Rn. 44; Kletpel, a.a.O., Rn. 11.214.

54) Assmann, in: Assmann/Schweizer(Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, Rn. 236.

- 55) M. Kort, Neuere Entwicklungen im Recht der Bausenprospekthaftung (§§45 ff. BausG) und der Unternehmensberichtshaftung (§77 BausG), AG 1999, S. 18.
- 56) BGH, NJW 1986, 837; LG Frankfurt/Main, NJW-RR 1997, 149, 750 (Sachsenmilch 사건).
- 57) 서울지방법원 제2민사부 1996. 8. 28 선고, 96나15298.
- 58) 96년의 법개정 이전에는 공개매수설명서의 사용에 관하여는 법 제13조의 발행사업설명서의 사용에 관한 규정을 준용하면서도 그 부실공시책임에 관하여는 아무런 규정을 두고 있지 않았기 때문에 입법상의 불비로 지적되어 왔다.
- 59) 일본증권거래법 제27조의16 내지 제27조의21 참조.
- 60) 노태약, “증권거래법상 미공개 내부정보에 관하여,” 『증권법연구』, 제2권 제1호 (2001), 94-97면.
- 61) 김용진, “내부자거래에 있어서 중요한 정보,” 『신세기 회사법의 전개: 雨田 이병태교수 화갑기념논문집』 (1996), 166-167면.
- 62) 이준섭, 전계서, 205면.
- 63) 노태약, 전계논문, 97면.
- 64) 대법원 1996. 6. 29, 95도467.
- 65) 대법원 1995. 6. 30, 94도2793.
- 66) 예컨대 강대섭, “내부자거래의 인과관계와 배상청구권자의 범위,” 『상거래법의 이론과 실제: 석영 안동섭교수 화갑기념논문집』 (1995), 343면.
- 67) 상세는 강대섭, “내부자거래와 배상책임에 관한 판례연구(1)—배상청구권자와 인과관계에 관한 미국·일본의 판례,” 『경영법률』, 제6집(경영법률학회, 1996), 343-357면.
- 68) 서울지방법원 남부지원 1994. 5. 6 선고, 92가합11689 판결.
- 69) 다른 견해: 광민섭, “증권거래법상의 내부자거래에 대한 민사책임,” 『증권법연구』, 제1권 제1호, 158면에서는 동시기의 始期는 내부자가 거래를 개시한 때이지만 終期는 내부자거래가 종료된 날의 장 종료시까지로 보자는 견해이지만, 그렇게 되는 경우에는 일반적인 불법행위책임상 엄격하게 요청되는 인과관계를 과도하게 확장한다는 점에서 찬동하기 어렵다.
- 70) 앞의 서울지방법원 남부지원 92가합11689 판결.
- 71) 신영무, “내부자거래와 민사상책임,” 『상사법연구』 제8집(1990), 162면; 광민섭, 전계논문, 162면.
- 72) 이러한 목적은 ‘매매거래에 관하여 그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적’(동조 제1항), ‘매매거래를 유인할 목적’(동조 제2항), ‘유가증권이 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적’(동조 제3항) 등의 유형이 있다.
- 73) 미국과 일본의 판례분석에 관해 윤영신, “현실거래에 의한 시세조종행위,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(한국증권법학회, 2001), 10면 이하.
- 74) 박삼철, “유가증권불공정거래의 효율적 규제방안—입법론을 중심으로,” 『증권조사월보』, 통권 제230호(1996), 18면.
- 75) 윤영신, 전계논문, 20-21면.
- 76) 신영무, 전계서, 235면.
- 77) 손해배상책임을 논의함에 있어서도 인과관계를 추정하고 원고의 입증책임을 전환하고

있는 하급심판결이 있으나(서울지법 91가합17696 판결, 서울남부지원 82가합11689 판결 참조), 그 근거를 찾기 어렵다.

78) 15 U.S.C.A. §77k(a). 따라서 신뢰의 입증은 원고가 하는 것이 아니라 피고가 입증하여야 한다. 독일의 연방대법원도 1982년 BuM판결에서 증권거래소법 제45조가 적용되는 사업설명서책임은 해당 사업설명서가 공시된 이후에는 신뢰의 인과관계가 추정된다는 점을 확인하고 있다(BGH=WM 1982, S. 867).

79) 증권거래법 제186조 제4항 및 제186조의5 참조. 이는 책임이론에 관한 아무런 고찰 없이 무작정 일본증권거래법을 모방한 때문인 것으로 보인다.

80) 대법원 1997. 9. 12, 96다41991 참조. 인과관계부분과 관련된 판결원문은 다음과 같다. “...원고가 소외회사의 주식을 매입함에 있어 다른 특단의 사정이 없는 한 증권거래소를 통하여 공시된 소외회사에 대한 감사보고서가 정당하게 작성되어 회사의 정확한 재무상태를 나타내는 것으로 믿고 그 주가는 당연히 그것을 바탕으로 형성되었으리라는 생각아래 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이다. 그럼에도 불구하고 원심이, 원고가 분석된 재무제표와 부실한 감사보고서를 신뢰하고 이를 투자판단의 자료로 삼아 주식을 취득하게 되었는지에 관하여는 이를 인정할 아무런 증거가 없다고 판단하고 만 것은... 위법을 저지른 것이라고 하겠다.” 그밖에도 서울남부 1984. 5. 6, 82가합11689 참조.

81) 이에 관한 상세는, 이준섭·송종준·김재범·남장우 편, 『자본자유화시대의 증권거래와 경영자의 민사책임체계』 (1996년도 한국학술진흥재단 지원 연구과제, 1998. 11), 154면 이하.

82) 임재연, 전게서, 42면 이하 및 90면 이하 참조.

83) 동법 제18(a)조는 발행공시책임의 法定의 손해배상액산정과는 확연히 다르게 각종 유통공시서류의 “...기재사항을 믿고 당해 기재에 의해 영향을 받은 가격으로 증권을 매매한 자에 대하여 그러한 신뢰로 인해 발생한 손해를 배상할 책임을 진다”고 규정하고 있다.