

# 豫測情報의 不實公示와 民事責任構造

宋 鍾 俊

(충북대학교 법과대학 교수)

## 【 초 록 】

1999년 개정증권거래법은 발행시장에 있어서 유가증권신고서에는 물론, 유통시장에서의 각종 법정공시서류(사업보고서, 신고서 등)에도 예측정보를 자발적으로 기재하여 공시할 수 있게 하였다. 아울러 예측정보는 법정의 주의문구를 표시하도록 공시형식을 명시하였다. 특히 예측정보의 자발적 공시를 유도하기 위하여 법정의 공시서류와 공시형식을 따르는 경우에는 그 부실공시에 경과실이 있더라도 그로 인한 투자자의 손해에 대하여 면책을 허용하는 특례규정을 두었다.

그런데 증권거래법상의 법정공시서류와 공시형식을 따르지 아니하고 부실예측정보를 공시하는 경우에 이에 대한 손해배상책임에 대하여는 증권거래법 제14조제1항과 민법 제750조의 손해배상책임법리가 적용될 수 있을 것이다. 먼저 책임체계상으로는 법정공시서류에 부실기재하였으나 공시형식을 지키지 않은 경우에는 증권거래법 제14조제1항에 의한 손해배상책임이 성립하고, 법정공시서류 이외의 방법에 의하여 임의로 부실공시한 경우에는 민법 제750조에 의한 일반불법행위책임이 성립할 것이다. 따라서 손해배상책임의 면책, 배상책임자의 범위, 손해배상액, 손해배상청구권의 소멸 등에서도 그 책임구조가 상이하게 된다.

반면에 법정공시서류와 공시형식에 따라 예측정보를 부실공시한 경우에는 증권거래법 제14조제2항에 따라 경과실에 기한 유가증권취득자의 손해에 대하여 발행인은 손해배상책임이 면제된다. 그러나 예측정보의 부실표시자에게 고의나 중과실이 있는 경우, 유가증권취득자에게 악의가 있는 경우, 비상장·비협회등록법인의 최초공모의 경우, 공개매수신고서 또는 대량주식취득보고서상의 부실예측정보에 대하여는 이러한 면책특례가 적용되지 아니한다.

입법론적으로는 예측정보에 대한 공신력있는 평가체계를 마련하고, 법정의 공시서류 이외에 임의의 방법으로 부실공시를 한 경우에는 손해배상책임을 추궁하기가 사실상 어려우므로 이에 대한 대책이 강구되어야 한다.

## 【차 례】

### I. 序 論

#### II. 豫測情報公示制度의 特性과 適用範圍

1. 豫測情報의 定義
2. 豫測情報公示制度의 特性
3. 豫測情報公示制度의 適用範圍

#### III. 豫測情報의 不實公示와 民事責任構造

1. 問題의 提起
2. 法定形式을 欠缺한 豫測情報의 不實公示와 民事責任
3. 法定形式에 따른 豫測情報의 不實公示와 免責의 特例

### IV. 結 論

---

## I. 序 論

1999년 개정증권거래법은 발행시장에 있어서 유가증권을 모집 또는 매출하는 발행인은 금융감독위원회에 제출하여야 할 유가증권신고서에 법령상의 의무적 기재사항 이외에도 장래의 예측정보(forward-looking information)를 자율적으로 기재할 수 있도록 하였다.

원래 증권거래법상 발행인 등이 공시하여야 할 정보는 경성정보(hard information)로서 과거의 확정된 정보를 뜻하는 것이 원칙이었지만, 이번의 증권거래법 개정으로 발행인은 발행시장에서든 유통시장에서든 연성정보(soft information)로서 장래의 불확실한 예측정보도 공시할 수 있게 된 셈이다.

예측정보의 공시제도를 도입함에 있어서는 예측정보가 투자판단의 기초자료로서는 불확실하고 또 검증도 되지 않아서 투자자에게 오해를 유발할 소지가 있다는 문제가 있음에도 불구하고, 유가증권의 시세는 발행인의 미래의 영업전망, 성장가능성 요소에 의하여 크게 영향을 받는다는 점에서 이를 공시할 수 있게 하는 것은 투자판단에 유용한 자료로서 작용할 수 있다는 점이 고려된 것이다.

미국의 경우 1970년대 초까지는 예측정보는 본질적으로 신뢰할 수 없는 정보이고, 또 일반투자자는 투자판단에 있어서 예측정보에 과도한 비중을 둔다는 점을 인식하여 증권거래위원회(SEC)에 의하여 예측정보의 공시가 금지되었다. 그런데 많은 증권분석가들의 권고에 따라 증권거래위원회가 구성한 휘트 위원회(Wheat Commission)의 보고(1969년)를 계기로 예측정보의 허용 또는 강제공시문제를 검토하기 시작함으로써 예측정보의 공시문제가 본격적으로 논의되었다. 그 후 1976년에 증권거래위원회는 회사정보공시 자문위원회(Advisory

Committee on Corporate Disclosure)를 구성하였고, 이 위원회에서는 증권거래위원회로 하여금 투자자에 대한 정보의 유용성과 정보를 공급하는 발행인의 비용을 고려할 때에 예측정보의 자발적 공시(voluntary disclosure)가 합리적이라고 판단하고, 1977년에 동 위원회는 예측정보의 공시가 궁극적으로 투자자에게 유익하다면 강제공시(mandatory disclosure)가 아니더라도 시장의 힘(market forces)에 의하여 발행인으로 하여금 예측정보의 공시를 효과적으로 강제할 수 있다고 권고하였다. 그리고 예측정보와 실제치의 불일치에 따른 민사책임문제로부터 발행인의 예측정보공시의 회피를 방지하기 위하여 신의성실(good faith)과 합리적 기초(reasonable basis)에 따라 기재된 예측정보에 의하여 발생하는 책임으로부터 발행인을 보호하는 안전항면책규정(safe harbor provision)을 채택할 것을 권고하였고, 아울러 안전항면책을 위하여는 주의문구(cautionary language)를 함께 기재할 것도 권고하였다. 이에 따라 1979년에 증권거래위원회는 1933년 증권법 규칙 제175조(Rule 175)와 1934년 증권거래법 규칙 제3b-6조에 이를 명문화함으로써 자발적인 예측정보공시제도를 도입하게 되었다.<sup>1)</sup>

그러나 증권거래위원회의 규칙에 의하여 도입된 예측정보공시제도는 법률적으로 예측정보의 부실공시에 대한 책임을 면제하는 것은 아니어서 투자자로부터 부실공시에 기한 손해배상책임의 소송이 증가하고, 또 발행인도 이러한 소송의 위협으로부터 벗어나기 위하여 예측정보의 적극적 공시를 회피하는 현상이 늘게 되어 당초에 예정했던 예측정보공시제도의 도입취지가 무색하게 되었다. 그리하여 1995년에는 증권민사소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)의 일환으로서 1933년 증권법(제27A조)과 1934년 증권거래법(제21E조)을 개정하여 예측정보를 기초로 한 민사책임으로부터 일정한 발행인과 기타의 자들을 보호할 수 있도록 하였다. 여기에서는 민사소송상 증거개시절차의 남용(abuse of the discovery process)을 포함하여 소송의 남용가능성으로부터 발행인 등을 보호하여야 한다는 점, 예측정보의 공시는 투자자에게 바람직하다는 점, 그리고 기업경영에 장애가 되어 왔던 소송의 남발을 억제함으로써 예측정보의 공시를 장려하여야 할 필요가 있다는 점 등이 주요한 입법배경으로 작용하였다.<sup>2)</sup>

1999년 우리나라의 증권거래법의 개정에서는 미국의 1995년 개정법이 기초가 되었다. 물론 증권거래법의 개정 이전에도 제한적이긴 하지만 금융감독위원회의 규정에 의하여 예측정보의 기재가 허용되거나 경우에 따라서는 강제되는 경우도 있었다. 그런데 과거 금감위규정에 의한 예측정보의 공시는 선언적인 성격에 불과하였고 실무상으로도 실효성이 없었다고 할 수 있다.<sup>3)</sup>

그러나 이제 우리 증권거래법에도 예측정보의 공시제도가 법제화됨에 따라, 발행시장에서든 유통시장에서든 유가증권의 거래에 관련된 구두, 문서 또는 인터넷을 통한 예측정보의 공시가 활성화될 전망이고, 허위의 예측정보를 공시함으로써 증권투자자의 피해도 우려된다. 따라서 예측정보의 부실공시를 둘러싼 민사소송이 적지 않게 발생할 것임을 예상하면, 앞으로 예측정보의 부실공시책임에 관한 체계를 정립하여야 할 필요가 있다.

1) SEC Concept Release, Safe Harbor for Forward-Looking Statements(File No.S7-29-94), pp.2-9(<http://www.sec.gov/rules/concept/twdinto.txt>); Louis Loss/Joel Seligman, Securities Regulation(3rd ed), Vol.II(Little, Brown & Co.,1989), pp.622-635.

2) Carl W. Schneider/Jay A.Dubow, Forward-Looking Information-Navigating in the Safe Harbor, 51 Bus.Lawyer, 1071(1996).

3) 윤승환, 증권거래법강의(삼일세무정보,2000.1), 225-226면.

## II. 豫測情報公示制度의 特性과 適用範圍

### 1. 豫測情報의 定義

예측정보라 함은 일반적으로는 장래 사실의 예측, 계획, 주관적 판단 등과 같이 표시의 시점에서는 정보의 옳고 그름을 판정할 수는 없지만, 장래의 결과에 의하여 적부의 평가가 다를 가능성이 있는 정보를 말한다.

증권거래법은 포괄적으로는 발행인의 미래의 재무상태나 영업실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항을 예측정보라 정의하고, 이에 속하는 구체적인 사항으로서 매출규모·이익 규모 등 발행인의 영업실적 기타 경영성과에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항, 자본금규모·자금흐름 등 발행인의 재무상태에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항, 특정한 사실의 발생 또는 특정한 계획의 수립으로 인한 발행인의 경영성과 또는 재무상태의 변동 및 일정시점에서의 목표수준에 관한 사항, 기타 발행인의 미래에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항으로서 이상의 사항에 관하여 발행인으로부터 평가요청을 받은 경우 그 요청을 받은 자가 당해 예측정보의 적정성에 관하여 평가한 사항을 명시하고 있다(제8조제2항, 동시행령 제5조의4) 이상과 같은 증권거래법상 명시된 예측정보는 일정한 요건을 갖추어 유가증권신고서 등에 기재되어 공시될 경우에는 그 부실공시로 인한 손해배상책임이 면제될 수 있다는 점에 특별한 의미가 있다.

우리 증권거래법상 명시된 예측정보의 범위는 미국증권법상의 그것과 대체로 유사하지만, 미국의 경우에는 장래의 재무상황이나 영업실적 등의 표시의 근거가 되거나 이와 관련된 가정의 표시도 예측정보의 하나로서 명시되어 있는 반면,<sup>4)</sup> 우리의 경우에는 이것이 예측정보 공시의 방법 및 면책기준의 하나로서 명시되고 있는 점(제14조제2항2호)이 다르다.

중요한 것은 의견상으로는 법상 명시된 예측정보인 것으로 보이더라도 사용된 용어의 의미, 용어의 뉘앙스, 문맥상의 실질적 의미에 따라 문제의 표시사항이 법상 예측정보인지 또는 아예 예측정보에도 해당하지 않는지의 여부를 둘러싸고 해석상의 문제가 야기될 수도 있다는 점일 것이다.<sup>5)</sup> 전자의 경우에는 면책특례가 허용될 수 있지만, 후자의 경우에는 허용

4) 1933년 증권법 §7A(i)(1); 1934년 증권거래법 §1E(i)(1). 예측정보라 함은 다음 각호의 사항을 말한다. (A) 수익, 손익, 주당손익, 자본지출, 배당, 자본구성의 예측에 관한 사항(기타 재무사항에 관한 계획 또는 목표 포함), (B) 장래의 사업을 위한 경영계획 및 목표에 관한 사항(발행인의 제품 또는 서비스에 관련된 계획이나 목표 포함), (C) 장래의 영업실적에 관한 사항(경영진에 의한 재무상태의 검토와 분석에 관련된 계획이나 목표 포함), (D) (A),(B),(C)의 근거가 되거나 관련되는 가정에 관한 사항, (E) 발행인으로부터 검토를 의뢰받은 외부의 자가 발행인에 의하여 작성된 예측정보를 평가한 보고서, (F) 기타 증권거래위원회의 규칙 등에 의하여 명시된 항목의 예측 또는 추정을 포함하는 사항, 이것은 1979년의 SEC규칙(1933년 증권법 SEC Rule 175, 1934년 증권거래법 SEC Rule 3b-6)보다 예측정보의 범위를 다소 확장하고 있다.

5) 예컨대 “우리 회사는 ...문제를 해결중에 있습니다” 라고 표시한 경우에 이 문언은 형식상으로 현재시제로 표시되어 있고, 실질적으로도 최소한 하나의 문제를 다룸에 있어 과거의 성공에 대한 하나의 의견을 표시하는 의미를 지닌다고 볼 수 있으므로 이것은 면책이 허용되는 장래사실에 대한 예측정보에는 해당되지 않을 것이다. 그러나 다른 한편으로 그 문언을 장래사업을 위한 계획과 경영목표를 표시한 것이라고 본다면 이는 면책이 허용되는 예측정보가 될 것이다. Schneider/Dubow, supra note 2, pp.1091-1092.

되지 않는 결과로 되기 때문이다.

## 2. 豫測情報公示制度의 特性

### (1) 自發的 公示主義

증권거래법은 증권시장에 있어서 공시규제에 대하여 원칙적으로 강제공시주의(mandatory disclosure)를 취하고 있으므로 법정의 공시사항에 대하여는 이를 의무적으로 공시하여야 한다. 그러나 예측정보의 공시에 있어서는 예측정보에 해당하는 정보의 범위만을 법률이 규정하고 그에 속하는 구체적인 정보의 공시에 대하여는 발행인의 자율적 의사에 따르게 하는 임의공시 또는 자발적 공시주의(voluntary disclosure)를 취하고 있다.

이같이 예측정보에 대하여 자발적 공시방식을 택한 것은 예측정보는 본질적으로 주관적이며 불확실하기 때문에 투자자의 입장에서는 확정되지 않은 정보를 신뢰케 할 수 있어 투자판단의 착오를 초래할 가능성이 높고, 발행인 측에게는 예측치와 실제치간의 불일치로 인한 손해배상책임의 위험부담이 크기 때문이다.<sup>6)</sup> 그리하여 예측정보가 투자판단에 중요성을 가지더라도 이의 공시는 강제되지 아니한다.

다만 자발적 공시주의를 취하면서도 예측정보가 투자자를 위하여 투자판단상 유익할 수 있기 때문에 일정한 요건을 정하여 이를 충족하는 경우에는 예측정보의 부실공시에 대하여 면책을 허용함으로써 발행인에 대하여 예측정보의 적극적 공시를 유도하고자 한 것이다. 이러한 입법태도는 미국의 증권법을 따른 것이다.

### (2) 豫測情報公示의 形式規制

증권거래법은 예측정보의 공시에 있어서는 일정한 방법에 따를 것을 강제하고 있다(제8조제2항 제2문). 여기서 일정한 방법이라 함은 (i) 당해 기재 또는 표시가 예측정보라는 사실을 명시할 것, (ii) 예측 또는 전망과 관련된 가정 또는 판단의 근거를 명시할 것, 그리고 (iii) 당해 기재 또는 표시에 대하여 예측치와 실제 결과치가 다를 수 있다는 주의문구를 명시할 것 등을 말한다(제14조제2항 1호, 2호, 4호). 이러한 예측정보의 공시방법을 따르는 경우에는 예측정보에 허위표시 또는 중요사항의 불표시 등 부실공시가 이루어져도 소위 안전항면책의 특례가 인정된다. 따라서 이러한 방법에 따르지 아니한 예측정보의 공시에 대하여는 그러한 특례적용이 배제된다.

그리고 증권거래법상 유가증권신고서 등 각종의 공시서류는 서면일 것을 원칙으로 하지만, 금융감독위원회 등에 제출할 각종의 신고서 또는 보고서는 전자문서에 의한 방법도 허용되므로 전자문서도 여기의 문서에 포함된다고 볼 것이다. 예측정보의 공시도 그 예외는 아니라고 본다.

그러나 예측정보를 증권거래법상의 신고서 또는 보고서에 의하지 아니하거나, 간이사업설명서를 사용하지 아니하고 임의로 구두, 신문광고, 방송, 인터넷, 기타 홍보전단 등에 의하여 공시하는 경우도 있다. 우선 이러한 매체를 이용한 예측정보의 공시가 허용되는 것인지의 문제가 있다. 증권거래법의 규정에 따르면 이러한 매체를 통한 예측정보의 공시는 증권

6) 윤승환, 전계주 3,225면.

거래법이 신고서 또는 보고서에 예측정보를 기재할 것을 명시하고 있으므로 이러한 매체에 의한 예측정보의 공시는 위법하여 허용되지 아니한다고 볼 것이다.<sup>7)</sup> 여기서 그 매체에 주의문구 등 일정한 방법을 표시했는지의 여부와는 관계가 없다고 볼 것이다. 그러나 위와 같은 위법한 예측정보의 부실공시는 불법행위에 해당하므로 이에 따른 민사책임이 부정되는 것은 아니다.

### 3. 豫測情報公示制度의 適用範圍

증권거래법상 새로이 도입한 예측정보공시제도는 발행시장에 있어서 유가증권신고서에 적용되는 데에 그치지 아니하고, 유통시장에 있어서 공시규제에도 확장적용되고 있다. 유통시장에서의 정기공시제도로서 사업보고서 즉 연차사업보고서, 반기보고서, 분기보고서는 과거의 확정된 사업실적의 공시를 목적으로 하는 것이지만, 당해 상장법인이나 협회등록법인인 이들 보고서에 예측정보를 자발적으로 기재하여 공시할 수 있다(제186조의5). 그리고 수시공시의 대상정보로서도 예측정보를 공시할 수 있다(제186조제4항). 또한 유통시장에서의 거래상황공시제도로 분류되는 공개매수신고서(제21조의2제3항), 합병·영업양수도·분할·분할합병신고서(제190조의2제3항)에서도 마찬가지이다. 어느 경우이건 예측정보가 투자자의 투자판단에 유용한 판단자료로서 기능할 수 있기 때문일 것이다.

## III. 豫測情報의 不實公示와 民事責任構造

### 1. 問題의 提起

증권거래법은 유가증권신고서의 기재사항에 허위의 기재 등 부실공시가 있는 경우에 유가증권취득자가 손해를 입은 때에는 그 손해를 배상하도록 특칙을 두고 있고(제14조제1항, 제15조, 제16조), 이것은 사업보고서·반기보고서·분기보고서, 공개매수신고서, 합병신고서, 영업양수도신고서, 분할신고서, 분할합병신고서 및 수시공시사항의 신고 등에도 준용되고 있다. 이러한 손해배상책임의 특례는 민법상 일반불법행위책임의 성립요건 중 가해자의 고의 또는 과실, 가해자의 위법행위와 피해자의 손해간의 인과관계에 대한 입증책임을 가해자에게 전환하는 것이다. 이것은 증권시장의 특수성을 고려하여 피해자인 투자자를 강력하게 보호하고자 함에 그 목적이 있다.

그런데 이미 그 내용이 확정된 정보를 부실공시한 경우에 적용되는 손해배상책임의 특례가 불확정한 예측정보의 부실공시에 대하여도 그대로 적용된다고 볼 것인지는 검토할 여지가 있는 문제라고 본다. 증권거래법은 증권시장에 있어서 각종의 공시서류에 주의문구 등 일정한 방법에 따라 예측정보를 기재한 경우에는 부실공시에 대한 면책특례, 이른바 안전항면책(safe harbor)을 인정한다는 것만을 규정하고 있을 뿐, 그 방법을 따르지 아니하고 한 예측정보의 부실공시에 대한 민사책임에 대하여는 명확한 규정을 두고 있지 않기 때문이다.

이하에서는 논의의 편의상 예측정보의 공시가 법정형식에 따르지 아니하고 임의로 이루어

7) 미국의 경우에는 1995년의 개정법에 의하여 일정한 조건을 전제로 구두표시(oral statements)에 의한 예측정보의 공시를 허용하고, 안전항면책의 혜택을 받을 수 있게 하고 있다. infra note 14.

지는 경우와 법정형식에 따라 이루어지는 경우로 나누어, 예측정보의 부실공시에 대한 민사 책임문제를 고찰하기로 한다.

## 2. 法定形式을 欠缺한 豫測情報의 不實公示와 民事責任

### (1) 두 가지의 責任體系

법정형식을 흠결한 예측정보의 부실공시에 따른 민사책임의 법적 근거를 증권거래법 제14조제1항에서 찾을 것인지, 아니면 민법 제750조에서 찾을 것인지에 대한 문제가 제기될 수 있다고 본다.

먼저 법정형식을 흠결한 예측정보의 부실공시에는 증권거래법상의 신고서 또는 보고서 등 공시서류에 예측정보를 부실기재한 경우로서 증권거래법이 요구하는 주의경고문구 등의 명시라는 형식을 따르지 아니한 경우가 있다. 이 경우에는 증권거래법 제14조제2항의 반대해석에 의하여 동법 제14조제1항에 따른 손해배상책임체계가 성립한다고 볼 것이다.

그리고 증권거래법상의 각종 공시서류에 의하지 아니하고 구두, 사업설명회, 인터넷, 신문, 방송 등 언론매체, 홍보전단 등을 통하여 부실예측정보를 임의로 공시하는 경우가 있다. 이 경우에는 주의경고문구 등의 법정형식을 따랐는지의 여부는 상관없다고 본다. 이 경우에는 앞의 경우와는 달리 그 손해배상책임에 관한 증권거래법상의 특별한 규정이 없으므로 민법 제750조에 의한 일반불법행위책임이 성립한다고 본다.

### (2) 損害賠償責任의 要件

먼저 공시서류에 예측정보를 부실기재하였으나 주의경고문구의 명시 등 법정형식이 결여된 경우에는 발행인 등은 증권거래법 제14조제2항의 반대해석에 의하여 예측정보에 허위의 표시 또는 중요한 사항의 불표시로 인하여 유가증권의 취득자가 입은 손해를 배상하여야 할 책임이 있다(제14조제1항).<sup>8)</sup>

이 손해배상책임은 불법행위책임으로서의 성질을 가지므로 이 손해배상책임이 성립하기 위하여는 부실표시자에게 고의 또는 과실 등의 주관적 요건과 부실표시에 대한 피해자의 신뢰관계 그리고 부실표시와 손해간에 인과관계가 존재하여야 한다. 그리고 피해자인 투자자가 손해의 배상을 청구하기 위하여는 이들 책임요건을 입증하여야 하는 것이 불법행위법의 일반원칙이다. 그런데 증권거래법은 증권시장의 특수성을 고려하고 피해자인 투자자를 두텁게 보호하기 위하여 민법과는 달리 이들 책임요건에 관한 입증책임을 부실표시자에게 전환하고 있다. 그리하여 피해자인 투자자는 예측정보의 부실기재라는 객관적 위법사실과 손해만을 주장·입증하면 충분하고 달리 부실표시자의 주관적 요건과 부실표시에 대한 피해자의 신뢰 및 부실표시와 손해간의 인과관계를 증명할 필요가 없고 객관적인 위법사실의 존재만

8) 증권거래법 제14조제1항의 손해배상책임의 구조에 대하여는 강대섭, 증권시장에 있어서의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관한 연구(고려대 법학박사학위논문, 1992); 송종준/남장우/김재범/이준섭, 증권거래법상 경영자민사책임론(충북대 출판부, 1999), 202면 이하; 이철송, 증권거래관련 손해배상청구제도의 구조, 인권과 정의(통권제277호)(대한변호사협회, 1999.9), 9면 이하; 이형기, 증권거래법상의 민사책임에 관한 고찰, 인권과 정의(통권제277호)(대한변호사협회, 1999.9), 37면 이하 참조.

인정되면 이러한 요건들은 그 존재가 추정된다.<sup>9)</sup> 이러한 견지에서 증권거래법상의 이 책임 규정은 투자자를 강력하게 보호하기 위한 것으로서 민법상의 일반불법행위책임규정에 대하여 특칙관계에 있다고 볼 것이다.<sup>10)</sup>

반면에 공시서류에 의하지 아니하고 임의로 허위표시 또는 중요사실의 불표시 등 예측정보의 부실공시가 있는 경우에 증권거래법은 이로 인한 손해에 대하여 배상책임을 규정하는 명시적인 또는 묵시적인 규정도 두고 있지 아니하다. 그리고 이러한 류의 부실공시도 불법행위에 해당한다는 점에 대하여는 이론이 없을 것이므로 이러한 부실공시에 대하여는 민법상 일반불법행위책임원칙이 적용된다고 본다. 그리하여 부실표시자의 주관적 요건과 인과관계의 존재는 추정되지 아니하고, 피해자인 투자자는 부실표시행위에 대한 고의 또는 과실, 부실표시와 투자자의 신뢰간의 인과관계 및 부실표시와 손해발생간의 인과관계를 입증하여야 부실표시자에 대한 손해배상책임을 주장할 수 있을 것이다. 즉 앞의 경우에 비하여 증권거래법상 공시서류에 의하지 아니하고 한 예측정보의 부실공시에 따른 손해배상책임을 추궁하는 것이 현실적으로 어렵게 된다고 할 수 있다.

### (3) 損害賠償責任의 免責

먼저 공시서류에 예측정보를 부실기재하였으나 주의경고문구의 명시 등 법정형식이 결여된 경우에는 증권거래법 제14조제1항 단서에 의하여 부실표시자의 면책이 인정되고 있다고 볼 것이다. 즉 부실표시자 등 손해배상책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 부실표시임을 알 수 없었거나, 유가증권취득자가 그 취득의 청약시에 부실표시의 사실을 안 때에는 손해배상책임을 지지 아니한다. 이와 같은 면책사유는 부실표시자 등 손해배상책임을 질 자가 입증하여야 한다. 소위 입증책임의 전환이 있는 셈이다. 손해배상책임을 질 자는 전자의 상당한 주위의 항변으로서 부실표시에 대한 고의 또는 과실의 부존재를 입증하여야 하는 것이고, 후자의 악의의 항변으로서 유가증권취득자가 취득의 청약시에 부실표시의 존재에 대하여 알고 있었음을 입증하여야 한다. 이러한 면책의 항변은 민법상 일반불법행위 책임에서는 인정되지 않는 것으로서 증권거래법상 투자자보호를 위한 특칙사항인 것이다.

---

9) 그리하여 이를 일종의 무과실책임이라고 보는 견해도 있다(윤승한, 전계주3,350면). 그러나 부실공시책임은 불법행위책임의 성질을 가지고 있으므로 과실책임이고, 또 무과실에 대한 입증책임이 부실표시자에게 전환되어 있다고 하여 과실책임이 무과실책임으로 전환되는 것은 아닐 것이다.

10) 증권거래법 제14조에 의한 책임의 성질에 대하여는 이를 법정책임이라고 보는 견해가 있다(강대섭, 전계주8,44면 이하). 대법원판례도 법정책임설을 취하고 있다(대법원 1999.10.22 판결 97다26555; 1998.4.24 판결 97다32215; 1997.9.12 판결 96다41991). 반면에 이 책임규정은 민법상의 책임규정에 대하여 특칙관계에 있다고 풀이하는 견해도 있다(송종준 외, 전계주8,209면, 252면 이하; 이철송, 전계주8,11면). 전자의 법정책임설은 민법상의 일반불법행위책임과의 청구권경합을 긍정하는 결과로 되고, 후자의 불법행위특칙설은 그 청구권경합을 부정하게 된다는 점에서 양설의 근본적인 차이가 있다. 생각건대 증권거래법 제14조의 손해배상책임은 민법상의 책임규정에 비하여 입증책임의 전환, 단기소멸시효, 배상책임자의 범위확대 등을 통하여 증권시장에서의 투자자보호를 강화하면서도, 증권거래로 인해발생한 분쟁의 신속한 종식을 통하여 증권시장의 법적 안정성을 도모하고자 하는 데에 보다 근본적인 목적을 가진다는 점에서 증권거래법 제14조의 요건에 부합하는 제한적인 범위의 책임관계에 있어서는 민법상의 일반불법행위책임규정은 그 적용이 배척된다고 보는 것이 타당할 것이다. 동지: 이준섭, 공시책임에 관한 최근 판례의 분석과 비판, 상장협 추계호(한국상장회사협의회, 2000.9), 155면 이하.

반면에 공시서류에 의하지 아니하고 임의로 허위표시 또는 중요사실의 불표시 등 예측정보의 부실공시가 있는 경우에는 위와 같은 면책항변은 인정되지 아니한다. 그러나 이 경우 책임요건이 충족되었다하더라도 피해자인 유가증권취득자에게 부실표시에 대한 악의가 있는 경우에는 부실표시를 알면서 유가증권을 취득한 자에게도 손해배상책임을 지도록 하는 것은 증권거래에 있어서의 신의칙에 위반한다고 볼 것이므로 이러한 경우에는 부실표시자의 손해배상책임을 면제하는 것이 타당하다고 본다. 여기의 악의에 대한 입증은 부실표시로 인하여 손해배상책임을 질 자에게 있다.

#### (4) 損害賠償責任의 追窮

##### 1) 賠償責任者

먼저 공시서류에 예측정보를 부실기재하였으나 주의경고문구의 명시 등 법정형식이 결여된 경우에는 손해배상책임자는 부실표시행위자인 것이 원칙이나, 증권거래법은 투자자의 보호를 위하여 그 배상책임자의 범위를 확대하고 있다(제14조제1항). 즉 당해 공시서류상의 신고자와 신고 당시의 당해 법인의 이사(법인의 설립전에 신고된 때에는 그 발기인), 당해 공시서류의 예측정보 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하였거나 서명한 공인 회계사·감정인 또는 신용평가를 전문으로 하는 자, 당해 발행인과 당해 유가증권의 인수계약을 체결한 자, 유가증권의 매출의 경우에는 매출신고 당시의 당해 매출되는 유가증권의 소유자 등이 배상책임자이다. 이들은 원칙적으로 공동불법행위자의 관계에 있으므로 부진정연대책임의 관계에 있다고 볼 것이고, 이들 상호간의 부담부분은 과실의 정도에 따라 내부적으로 결정될 일이다.

그러나 공시서류에 의하지 아니하고 임의로 허위표시 또는 중요사실의 불표시 등 예측정보의 부실공시가 있는 경우에는 민법상 일반불법행위책임원칙이 적용되므로 유가증권취득으로 손해를 입은 자가 귀책사유가 있는 자를 상대로 하여 개별적으로 손해배상을 청구하여야 한다.

##### 2) 損害賠償額

공시서류에 예측정보를 부실기재하였으나 주의경고문구의 명시 등 법정형식이 결여된 경우에는 유가증권취득을 위하여 실지로 지급한 액에서 당해 유가증권에 대하여 소송이 제기되어 있는 때에는 변론종결시에 있어서의 시장가격(시장가격이 없는 경우에는 추정처분가격), 변론종결 전에 당해 유가증권을 처분한 때에는 그 처분가격을 공제한 금액이 손해배상액이다(제15조제1항).<sup>11)</sup> 다만 배상책임자가 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부를

---

11) 증권거래법상의 손해배상액산정기준(주식회사외부감사에 관한 법률 제17조제2항에 근거)이 위헌인지의 여부에 대하여 헌법재판소는 당해 규정은 손해배상액에 대한 간주규정이 아니라 추정규정으로 해석하면 입법권의 침해에 해당하지 않으므로 위헌이 아니라고 결정하였다(헌법재판소 1996.10.4 결정 94헌가8). 그리하여 대법원판결에서도 회사의 분식결산 또는 외부감사인의 부실감사로 인하여 입은 손해액은 분식결산 또는 부실감사로 인하여 상실하게 된 주가상당액이라고 봄이 상당하고, 그 상실된 주가상당액은 특별한 사정이 없는 한 분식결산 또는 부실감사가 밝혀져 거래가 정지되기 전에 정상적으로 형성된 주가와 분식결산 또는 부실감사로 인한 거래정지가 해제되고 거래가 재개된 후 계속된 하종가를 벗어난 시점에 정상적으로 형성된 주가의 또는 그 이상의 가격으로 매도한 경우에는

부실표시에 의하여 발생한 것이 아님을 입증한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 아니한다(제15조제2항).

반면에 공시서류에 의하지 아니하고 임의로 허위표시 또는 중요사실의 불표시 등 예측정보의 부실공시가 있는 경우에는 일반불법행위에 기한 손해배상액의 산정에 관한 민법상의 일반원칙에 따라 손해배상액을 산정하여야 할 것이다.

### 3) 損害賠償請求權의 消滅

공시서류에 예측정보를 부실기재하였으나 주의경고문구의 명시 등 법정형식이 결여된 경우에는 손해배상청구권자가 당해 부실표시의 사실을 안 날로부터 1년내 또는 당해 유가증권에 관하여 공시서류의 효력이 발생한 날로부터 3년내에 청구권을 행사하지 아니한 때에는 소멸한다(제16조). 이 기간은 제척기간이라고 볼 것이다. 규정상으로는 청구권의 소멸이라는 표현을 사용하고 있어서 소멸시효라고 볼 수 있는 여지도 있지만, 이 규정은 증권취득자로 하여금 부실표시를 발견한 때부터 가능한 한 신속하게 자신의 권리를 행사하게 하여 빨리 분쟁을 종식함으로써 거래관계를 단기간내에 안정시키고, 또 증거가 분실되거나 훼손되는 것을 막는 데 그 취지가 있다고 보아야 하기 때문이다.<sup>12)</sup>

반면에 공시서류에 의하지 아니한 경우에는 일반불법행위로 인한 손해배상청구권의 소멸시효기간이 적용되어, 피해자가 그 손해 및 가해자를 안 날로부터 3년간 이를 행사하지 않으면 시효로 인하여 소멸하고, 불법행위를 한 날로부터 10년을 경과한 때에도 마찬가지로(민법 제766조).

## 3. 法定形式에 따른 豫測情報의 不實公示와 免責의 特例

### (1) 免責特例의 必要性

증권거래법이 각종의 공시서류에 예측정보를 기재할 수 있도록 한 것은 한마디로 말하여 예측정보가 증권시장에서 차지하는 결정적인 역할 때문이라고 할 수 있다. 다시 말하여 투자자는 전통적으로 회사의 경제적 전망을 평가하고 투자판단을 결정함에 있어서 경영진의 예측정보를 중요하고 유용한 것으로 생각하는 경향을 갖는다는 것이다. 실무상으로도 예측정보는 증권업자, 투자자문업자 및 증권전문가 등이 행하는 투자권유에 있어서 결정적인 요소로 고려되는 경우가 많다.

그러나 예측정보가 투자자에게는 유용하지만, 한편으로 그 정보를 공급하는 발행인에게는 비용을 수반되는 문제가 있으므로, 증권거래법은 이를 강제하지 아니하고 자율적인 공시의 대상으로 한 것이다. 그러나 투자판단상 예측정보가 가지는 유용성 때문에 발행인으로 하여금 적극적인 예측정보의 공시를 권장하기 위한 특별한 원칙이 필요하였다. 그리하여 예측정보가 부실공시되더라도 일정한 요건에 따르는 경우에는 증권거래법 제14조제1항에 의한 부실정보공시에 의한 손해배상책임을 면제하는 특례규정을 두게 된 것이다. 이 규정을 안전항면책규정(safe harbor provision)이라고 한다.

그 매도가액과의 차액상당이라고 판시하고 있다(대법원 민사 1997.9.12 판결 96다41991).

12) 신영무, 증권거래법(서울대 출판부, , 1988), 748면; 강대섭, 전계주8, 118; 송종준 외, 전계주8, 73면.

## (2) 免責特例의 適用要件

면책특례가 적용되기 위하여는 근본적으로는 당해 예측정보가 법률상 중요한 정보로서<sup>13)</sup> 다음과 같은 몇 가지 요건이 구비될 것이 필요하다.

### 1) 公示書類에 豫測情報가 表示될 것

증권거래법은 예측정보를 전술한 바와 같은 법정의 공시서류에 기재하는 것만을 예정하여 그 공시제도를 도입한 것이라고 보아야 할 것이므로, 증권거래법상 허용된 서면에 예측정보의 부실공시가 있는 경우에 한하여 증권거래법 제14조제1항상의 손해배상책임의 면책특례가 적용된다고 본다. 그러므로 법정의 공시서류에 의하지 아니한 정보의 공개 또는 구두에 의한 예측정보의 표시(oral statements)에 대하여는 면책특례가 인정되지 아니한다.<sup>14)</sup> 증권거래법이 이와 같이 서면에만 국한한 것은 투자자에게는 정보접근의 용이성을 확보하여 주고 예측정보를 평가할 수 있는 신뢰체제를 제공하며, 증권감독기관에게는 공시정보의 정확성 및 완전성을 유지관리할 수 있도록 하기 위한 것이다.<sup>15)</sup>

### 2) 注意文句 등 法定形式을 具備할 것

예측정보의 부실공시에 따른 손해배상책임을 면하기 위하여는 형식요건으로서 (i) 당해 예측정보의 기재 또는 표시가 예측정보라는 사실, (ii) 예측 또는 전망과 관련된 가정 또는 판단의 근거, 그리고 (iii) 당해 예측정보의 기재 또는 표시에 대하여 예측치와 실제 결과치가 다를 수 있다는 주의문구가 명시되어야 한다(제14조제2항1,2,4호). 이러한 법정형식은 예측정보의 공시에 있어서는 의무적으로 따라야 할 공시방법이다(제8조제2항).

(i)은 예측정보와 확정된 과거정보를 구별하여 투자자의 투자판단상 오해를 방지하기 위한 것이고, (ii)는 예측정보는 미래의 불확정한 사실을 전망하는 정보이므로 여기에는 투자자에게 미래에 대한 과도한 기대와 신뢰를 초래할 수 있는 허황된 사실이 포함될 여지가 많은 점을 우려하여, 미래의 예측치를 산출하는 데 기초가 된 가정이나 근거를 제시케 하기 위한 것이라고 본다. (iii)은 표시된 예측치에 대한 투자자의 과도한 신뢰가능성때문에 예측치가 실제의 결과치와 다를 수 있음을 명시함으로써 투자자에게 투자판단에 있어서 미리 주

---

13) 증권거래법상의 공시규제에 있어서는 모든 공시정보는 중요한 정보이어야 한다는 이른바 중요성원칙(standard of materiality)이 지배하고 있으므로 부실공시된 예측정보가 법률상 중요하지 않은(immaterial)정보인 경우에는 다른 요건의 구비여부와 관계없이 민사책임을 구성하는 문제는 없을 것이다. 미국의 개정 증권법은 예측정보가 중요한 정보가 아닐 경우에는 면책됨을 명확히 규정하고 있다. 1933년 증권법 §7A(c)(1)(A)(ii), 1934년 증권거래법 §1E(c)(1)(A)(ii).

14) 미국의 1995년 개정 증권법에서는 (i)구두표시에 특정내용(particular statement)이 예측정보이고 또 예측치와 실제의 결과치는 다를 수 있다는 주의문구가 수반되고, (ii)실제치와 예측치간의 차이를 발생시키는 원인이 될 수 있는 부가적인 정보가 구독이 용이한 서면에 포함되어 있다는 구두표시가 수반되고, (iii)그 구두표시가 부가정보를 담고 있는 서면 또는 그 일부임을 확인하고 있고, (iv)그 확인된 서면 자체에도 적절한 주의문구를 담고 있는 경우에 한하여 예측정보의 구두표시에도 안전항면책특례가 적용될 수 있도록 규정하고 있다. 1933년 증권법 §7A(c)(2), 1934년 증권거래법 §1E(c)(2).

15) SEC Concept Release, supra note 1, p.8.

의를 환기시키기 위한 것이라고 생각한다.<sup>16)</sup> 이러한 주의문구 등의 명시가 있으면 문제의 부실표시된 예측정보의 중요성(materiality)이 부정되어 예측정보의 부실공시로 인한 책임이 면제되는 것이다.<sup>17)</sup>

### 3) 豫測情報의 記載 또는 表示가 合理的인 根據에 기초하여 誠實하게 行하여졌을 것

예측정보의 공시에는 진술한 바와 같이 당해 예측 또는 전망과 관련된 가정이나 판단의 근거를 명시하여야 한다. 그런데 예측정보의 기초가 된 가정이나 근거가 허위이거나 오해를 유발할 사실이 기재된 경우에는 표시된 예측정보의 진실성을 확보할 수 없을 것이다. 그리하여 예측정보의 진실성을 담보할 수 있도록 하기 위한 실질요건으로서 예측정보의 기초에는 합리적인 근거(reasonable basis)가 있어야 하며, 또 그것은 성실하게 표시되어야 함을 선언한 것이다(제14조제2항3호). 따라서 표시된 예측정보에 합리적인 기초가 결여되면 그 예측정보는 부실표시로 취급되어야 한다고 본다.<sup>18)</sup>

### (3) 免責特例의 適用除外

#### 1) 不實表示者 등에게 故意 또는 重過失이 있는 경우

예측정보의 기재 또는 표시와 관련하여 고의 또는 중대한 과실로 그 예측정보에 허위사실을 기재하거나 또는 중요사실을 불표시한 때에는 손해배상책임의 면책이 허용되지 아니한다(제14조제2항 단서).<sup>19)</sup> 이것은 증권거래법 제14조제1항이 규정하고 있는 손해배상책임의

---

16) 미국의 증권법상 이러한 주의문구(cautionary statements)의 명시에 의한 면책원칙을 "Bespeaks caution" doctrine 이라고 하며 이 이론은 많은 판례에서 적용된 바 있다. Schneider/Dubow, supra note 2, p.1073; Donald C. Langevoort, Disclosures that "Bespeak Caution", 49 Bus.Lawyer, 481(1994) 참조.

17) Edward Brodsky/M.Patricia Adamski, Law of corporate Officers and Directors, Rights, Duties and Liabilities(CBC,1995), §12:06.50; In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, 7 F.3d.357(CA3,1993), cert.den. 114 Ct 1219(1994); 주의문구표시의 법적 의미를 둘러싼 판례의 분석에 대하여는 Langevoort, supra note 16, pp.482-486 참조.

18) rubinstein v.Collins, 20 F.3d.160(CA5,1994);Kowal v. MCI Communications Corp., 16F.3d.1271,1277(CA DC,1994). 그밖에 예측정보의 부실표시자에게 고의 또는 중대한 과실이 있는 경우도 이 요건을 충족하지 못한 것으로 풀이할 수 있을 것이다. 김건식, 증권거래법(두성사, 2000.9), 126면, 주3.

19) 이에 관하여 미국의 증권법에서는 예측정보의 공시자가 자연인인 경우와 법인인 경우로 나누어 부실표시사실에 대한 현실적인 인식(actual knowledge)이 있음을 원고가 입증하지 못하면 부실표시자는 면책된다고 규정하고 있다. 즉 예측정보가 자연인(natural person)에 의하여 공시된 경우에 부실표시의 사실을 그 자연인이 실제로 알았음을 원고가 입증하지 못하거나, 또는 예측정보가 법인(business entity)에 의하여 공시된 경우에 그 예측정보가 당해 법인의 대표임원(executive officer)의 승인에 의하여 또는 승인과 함께 표시되고, 그리고 당해 예측정보의 부실표시사실을 당해 임원이 실제로 알면서 예측정보가 당해 임원에 의하여 표시되거나 당해 임원의 승인에 의하여 표시되었음을 원고가 입증하지 못하면 면책된다고 규정하고 있다. 1933년 증권법 §7A(c)(1)(B)(ii), 1934년 증권거래법 §1E(c)(1)(B)(ii). 미국의 연방판례법에서는 증권사기에 대한 민사책임의 부과는 피고의 증권사기에 대한 인식(scienter)이라는 주관적 요건을 필요로 한다는 것이 원칙인데, 이 원칙에 비하여 위 경 대한 민사책임의 요건으로서 이 scienter는 무모성(recklessness, 인식있는 과실 또는 중대한 과

경우에도 마찬가지이다. 동 제14조제1항의 손해배상책임은 전술한 바와 같이 예측정보에 부실표시가 있으면 유가증권취득자는 그 부실표시자 등에게 고의 또는 과실이 있음을 입증할 필요없이 손해배상책임을 추궁할 수 있고, 따라서 부실표시자가 자신에게 고의 또는 과실이 없음을 입증하여야 면책이 인정된다.

그런데 제14조제2항에 의한 손해배상책임의 면책에 있어서는 동 제1항의 경우와는 달리, 예측정보의 공시자가 주의문구 등 일정한 법정형식을 구비한 경우에는 그 부실표시에 고의 또는 과실이 없음을 입증할 필요가 없이 그 손해배상책임이 면제된다. 오히려 이 경우에는 유가증권취득자가 예측정보의 부실표시자에게 고의 또는 과실이 있음을 입증하여야 그 부실표시자의 책임을 추궁할 수 있게 된다. 특히 여기서의 과실에는 제14조제1항의 경우와는 달리 경과실은 배제되어 있으므로, 유가증권취득자가 부실표시자에게 경과실이 있음을 입증하더라도 부실표시자는 손해배상책임을 면한다는 것이 가장 중요한 특징이라고 할 수 있다. 이것이 예측정보의 부실공시에 있어서 면책특례, 즉 안전항면책제도의 최대 특장점이라고 할 수 있다.

요컨대 부실표시자 등에게 부실표시에 대한 고의 또는 중과실이 있음을 유가증권취득자가 입증하도록 하는 것은 증권거래법 제14조제1항에서의 입증책임의 전환을 배척함으로써, 투자자로 하여금 예측정보의 부실공시에 있어서의 책임추궁을 어렵게 하여 예측정보의 자발적 공시를 적극적으로 유도하기 위한 법적 의도가 깔려 있는 것이라고 본다.

한편 예측정보의 부실표시자 등에게 고의 또는 중과실에 의한 면책배제가 인정되기 위하여는 당해 유가증권취득자가 유가증권의 취득의 청약시에 예측정보에 허위의 기재 또는 표시가 있거나, 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니한 사실을 알지 못하였어야 한다(제14조제2항 단서). 이것은 증권거래법상 정보의 부실표시에 대한 모든 민사책임의 특칙규정은 유가증권취득자가 당해 공시된 정보가 진실한 정보라고 신뢰한 경우에만 적용된다는 점에서 당연한 이치이다. 예측정보의 부실공시에 있어서도 유가증권취득의 청약시에 유가증권취득자가 부실공시의 사실을 이미 알고(악의) 있는 경우에는 법률상의 보호대상에서 배제되는 것이다. 유가증권취득자의 악의에 대한 입증책임은 당해 부실공시자 등 배상책임자에게 있음은 물론이다.

다만 여기서 예측정보의 부실공시자 등의 배상책임자에게 부실표시에 대한 고의 또는 중과실이 있고, 동시에 유가증권취득자에게도 부실표시사실에 대한 악의가 있는 경우에 이의 법적 처리에 관한 문제가 검토될 수 있을 것이다. 이 경우에는 유가증권취득자에게 악의가 있음이 입증되기만 하면 부실공시자 등의 고의 또는 중과실이 입증되었는지의 여부를 물을 필요도 없이 상술한 면책요건만을 갖추었다면 부실공시자 등은 여전히 면책특례의 적용을 받게 된다고 풀이하여야 할 것이다. 그것은 증권거래법 제14조제2항 단서에서도 부실공시자 등에게 면책특례의 적용을 배제하기 위한 전제조건으로서 부실표시사실에 대한 유가증권취득자가 선의일 것이 명시되어 있기 때문이다.

## 2) 非上場法人 또는 非協會登錄法人이 최초로 有價證券을 公募하는 경우

실)만으로도 성립된다는 것이 판례의 일반원칙이었다(이에 대한 상세한 검토는 강대섭, 전계주8, 149면 이하 참조). 그러나 안전항면책특례가 배제되기 위한 요건으로서 피고의 ‘현실적 인식’은 이 ‘무모성’ 만으로는 불충분하다고 풀이한다. Schneider/Dubow, supra note 2, p.1088; Boris Feldman, Navigating the Safe Harbor for Forward-Looking Statements(published in the Recorder, Jan.3 1996); <http://www.wsgr.com/library/libfileshtm.asp?file=navigate.htm>.

예측정보의 부실공시에 대한 안전항면책특례규정은 주권상장법인과 협회등록법인의 유가증권 모집·매출의 경우에 적용되는 것이 원칙이다. 이것은 증권거래법의 적용대상은 원칙적으로 상장법인과 협회등록법인이기 때문이다. 그러나 증권거래법은 발행시장에서의 투자자 보호의 요청상 비상장법인 또는 비협회등록법인이라도 유가증권의 모집·매출의 경우에는 증권거래법 제14조를 적용하고 있다.

그런데 예측정보의 부실공시에 대한 면책특례와 관련하여 증권거래법은 비상장법인 또는 비협회등록법인이 최초로 유가증권을 모집 또는 매출하는 경우, 즉 최초의 공모(initial public offering; IPO)에는 안전항면책특례의 적용을 명문으로 배제하고 있다(제14조제3항).<sup>20)</sup> 그러므로 이 경우에는 증권거래법 제14조제1항의 규정에 의하여 입증책임의 전환에 의한 책임추궁만이 가능하며, 예측정보의 부실공시에 대한 면책특례규정인 동법 제14조제2항의 적용은 배척된다. 증권거래법의 이같은 태도는 증권시장에 정보의 공시가 이루어지지 않아 시장에서의 투자자의 인식이 없는 비상장법인 또는 비협회등록법인이 최초로 유가증권을 공모하는 경우에는 예측정보공시의 남용으로 투자판단상의 혼란을 야기할 수 있으므로 이러한 위험으로부터 투자자를 보호하기 위함에 그 취지가 있다고 본다.

### 3) 公開買受와 관련하여 豫測情報가 不實表示된 경우

증권거래법은 예측정보를 공개매수신고서에도 기재 또는 표시할 수 있도록 허용하고 있다(제21조제3항). 그러나 공개매수신고서에 예측정보가 부실표시된 경우에 이에 대한 민사책임의 면책특례규정인 제14조제2항을 준용하는 규정을 명시하고 있지 않으므로 공개매수의 경우에는 면책특례의 적용이 배제된다고 볼 것이다.<sup>21)</sup> 이것은 공개매수신고서에 대상회사에 대한 예측정보의 공시남용으로 대상회사의 주주의 주식매도를 위한 투자판단상 혼란을 초래할 수 있고, 그 결과 대상회사의 경영권이전에 따른 투자위험이 있는 점을 우려한 때문이라고 본다.

### 4) 大量株式保有狀況報告와 관련하여 豫測情報가 不實表示된 경우

증권거래법은 공개매수의 경우와는 달리 상장법인 또는 협회등록법인의 발행주식총수의 5% 이상의 취득 또는 1% 이상의 변동이 있을 경우에 금융감독위원회에 보고하여야 할 대량주식보유상황보고서(제200조의2)에는 예측정보를 기재 또는 표시할 수 있다는 근거규정을 두고 있지 아니하다. 이러한 태도가 아예 예측정보의 기재를 금지하는 취지인지는 분명하지 않지만, 동 보고서에는 보유주식 등의 발행인에 관한 사항을 기재하도록 하고 있기 때문에(증권거래법시행령 제86조의4제1항2호), 발행인에 관한 예측정보를 기재할 수 있는 여지는 있다. 그러나 설혹 그 기재가 가능하더라도 예측정보의 부실표시에 대한 면책특례를 인정하는 법령상의 명시적인 근거가 없으므로 대량주식보유보고서의 경우에는 예측정보의 부실표시에 대한 면책특례의 적용은 배제된다고 볼 것이다.<sup>22)</sup>

20) 1933년 증권법 §7A(b)(2)(D), 1934년 증권거래법 §1E(b)(2)(D).

21) 1933년 증권법 §7A(b)(2)(C), 1934년 증권거래법 §1E(b)(2)(C).

22) 이에 대하여 미국의 증권법은 면책특례의 적용배제를 명문을 규정하고 있다. 그러므로 예측정보의 기재가 (i) 예측정보의 부실표시로부터 과거 3년내에 일정한 범죄로 기소된 적이 있거나, 사기금지규정을 위반하여 재판상 또는 행정상 명령을 받은 적이 있는 발행인에 관하여 이루어진 경우, (ii) 사업내용을 백지로 하는 회사(blank check company)에 의한 주식모집과 관련하여 이루어진 경우,

## IV. 結 論

예측정보는 증권시장에 있어서 투자자에게 매우 유용하기도 하지만, 여기에는 미래의 불확실한 전망에 대하여 근거없이 허위사실을 포함시킴으로써 오히려 투자판단상의 혼란을 초래하여 투자위험을 증폭시킬 수 있고, 나아가서는 증권시장 전체에 대한 신뢰기반을 붕괴시킬 위험으로까지 연결될 위험도 있다고 본다. 그러므로 사후의 책임추궁에 앞서서 예측정보의 공시가 성실하고 합리적인 근거하에 이루어질 수 있도록 체계적으로 관리감독할 수 있는 규제체계의 확립이 시급한 과제라고 본다. 이를 위하여는 예측정보의 산출이 공신력있는 평가기관에 의하여 이루어질 수 있도록 하는 예방적인 규제감독방안을 마련하는 것도 검토할 필요가 있다고 본다.

특히 증권거래법상 예측정보의 공시는 법령상의 제반 공시서류에 의할 것이 예정되어 있다고 볼 것이나, 실제로 유가증권의 발행기업은 간이사업설명서를 사용하지 아니하고 투자설명회, 홍보전단, 언론매체, 인터넷 등을 통하여 당해 기업의 미래 영업전망 등에 관한 예측정보를 비공식적으로 공시하는 경우가 많다. 그런데 이러한 경우에는 증권거래법 제14조의 적용은 배제되는 것으로 보아야 하는 것이 현행 증권거래법의 해석상 불가피하다고 본다. 따라서 이러한 비공식적인 방법에 의한 예측정보의 부실공시에 대한 민사책임의 추궁에는 민법 제750조에 의한 일반불법행위책임만이 성립하게 되므로 당해 정보를 신뢰하고 유가증권을 취득한 투자자를 손해로부터 구제하는 데에는 사실상 실효성이 없다고 보아도 과언이 아닐 것이다. 이 문제는 일반적인 경성정보(hard information)의 공시에 있어서도 마찬가지일 것이다. 앞으로 이러한 문제에 대한 입법적인 대책을 강구할 필요성이 있다고 본다.

아울러 예측정보의 공시와 관련하여 중요한 예측정보에 대한 강제공시의무의 부과에 대한 심도있는 논의가 뒤따라야 할 것으로 본다. 미국에서는 최근들어 장래의 예측정보가 중요한 정보인 경우에 이를 적극적으로 공시할 의무(affirmative duty to disclose), 즉 강제공시의무(duty of mandatory disclosure)가 있는지에 대하여 많은 논의가 이루어지고 있다. 대부분의 판례는 이를 부인하고 있지만, 일부 판례<sup>23)</sup>에서는 경우에 따라서는 주주에게 미칠 잠재적인 이익과 해악을 교량하여 소프트정보(예측정보 포함)의 공시의무를 확정하여야 한다는 원칙을 제시하기도 하였다. 증권거래위원회(SEC)는 원칙적으로 예측정보의 공시의무를 부정하지만, 일단 공시한 예측정보가 후속적인 사정의 발생에 의하여 부정확하게 되었거나, 또는 사후에 허위 또는 오해를 유발하게 되었음이 밝혀진 예측정보에 대하여는 이를 정정할 의무가 있다는 견해를 표시한 바 있다.<sup>24)</sup> 이와 관련하여 미국의 증권법은 누구에 대하여도 이미 표시된 예측정보의 내용을 갱신할 의무(duty to update)가 없음을 규정하고 있다.<sup>25)</sup>

(iii)저가주(penny stock, 비상장, 비등록주식으로서 가격이 5달러 미만인 주식)의 발행인에 의하여 이루어진 경우, (v)일반적으로 승인된 회계원칙에 따라 준비된 재무상황표시에 포함된 경우, (vi)투자회사의 등록서류에 포함된 경우, (vii)조합, 유한책임회사, 직접투자계획에 의한 모집 또는 그 사업과 관련하여 이루어지는 경우 등에도 면책특례의 적용을 배제하고 있다. 1933년 증권법 §7A(b)(1)-(2), 1934년 증권거래법 §1E(b)(1)-(2).

23) Flynn v. Bass Brothers Enterprises, Inc., 744 F.2d 978(3rd Cir. 1984).

24) SEC Securities Act Release No. 6084(June 25, 1979).

25) 1933년 증권법 §7A(d), 1934년 증권거래법 §1E(d). 대부분의 판례들도 증권법상의 이 규정은 갱신의무(duty to update)를 일체 인정하지 않고자 하는 데에 그 취지가 있다고 풀이하고 있다. Harold S. Bollmental/Samuel Wolff, Emerging Trends in Securities Law(West Group, 1998-99

그러나 학자들은 예측정보라도 일정한 요건하에서 이를 적극적으로 공시할 의무가 있다고 주장하는 견해가 유력해지고 있다.<sup>26)</sup>

이에 비하여 우리나라에서는 이에 관한 논의가 일천하지만 예측정보의 적극적 공시의무를 인정할 수 있는 정당한 법적 근거를 찾는 것이 선결되어야 할 과제라고 보며,<sup>27)</sup> 그 적합한 근거가 없는 경우에는 이를 규율할 입법적인 검토가 필요하다고 본다.

---

Edition), pp.266-269 참조

26) 이에 관한 대표적인 문헌으로는 Marc I. Steinberg, Securities Regulation: Liabilities and Remedies, Law Journal Seminars-Press, 1990, §.03[4]; M.I. Steinberg/R.M. Goldman, Issuer Affirmative Disclosure Obligations-An Analytical Frame Work for Merger Negotiations, Soft Information, and the Bad News, 46 Md. L. Rev. 923(1987); J.E. Kerr, A Walk through the Circuit: the Duty to Disclose Soft Information, 46 Md. L. Rev. 1071(1987);D.J. Block/N.E. Barton/A.E. Garfield, Affirmative Duty to Disclose Material Information Concerning Issuer's Financial condition and Business Plans, 40 Bus. Lwyer, 1229, 1243(1985); Note, Mandatory Disclosures of Soft Information in the Market for Corporate Control, 35, Emory L.J. 213(1986) 등 참조.

27) 예측정보를 포함한 소프트정보는 투자자와 발행인의 이해대립을 고려하여 그것이 중요하고 공시하기에 충분할 정도로 성안단계에 있고, 공시해태가 주주에게 기본적으로 불공정한 때에는 적극적 공시의무를 인정할 수 있다고 보는 견해도 있다. 강대섭, 전계주8,232면.