

이사의 부실표시와 민사책임

—증권거래법 제14조, 상법 제401조를 중심으로—

오 성 근

(한양대학교 법대 강사)

【조 록】

상장회사를 규제대상으로 하는 증권거래법의 목적 및 규율방식과 모든 회사를 규제대상으로 하는 상법의 목적 및 규율방식은 서로 상이하지만, 부실표시에 관한 이사의 책임규정을 두고 있다는 점에서는 동일하다.

본고에서는 부실표시와 관련한 이사의 책임이 상법과 그 특별법인 증권거래법에서 어떠한 형태로 반영되어 있는지를 검토하였다. 검토를 함에 있어서는 부실표시에 관한 민사책임의 요건과 그에 대한 해석론 및 손해배상범위의 타당성을 주요 점검사항으로 삼았다. 그 결과 부실표시와 관련한 이사의 민사책임규정이 제 기능을 다하기 위해서는 약간의 법적 흠결이 보완되어야 하고, 이론적으로 재검토되어야 할 부분이 있다는 점을 알 수 있었다. 그에 관한 주요 내용을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 상법 제401조의 책임을 묻는 데 필요한 부실표시책임 대상서류와 관련하여 상법 제627조(부실문서행사죄)에서 열거하고 있는 주식청약서, 사채청약서, 사업계획서, 주식 또는 사채의 모집에 관한 광고 기타의 문서는 예시사항에 지나지 않는다고 보아야 한다.

둘째, 유가증권발행회사 이사의 면책요건인 상당한 주의(증권거래법 제14조)의 구체적 내용은 각 이사들의 직무내용 및 지위에 따라서 상이하다. 다만 직무연관성이 적은 이사일지라도 이사회에 참석하여 유가증권신고서 등에 불명확한 점 혹은 의문이 있는 사항에 대하여는 관련사항을 조사하여 개선하도록 하여야 한다.

셋째, 대표이사가 아닌 이사가 부실기재를 방지하기 위하여 상당한 주의를 기울였다고 할지라도 부실기재가 있는 서류가 금융감독위원회에 제출되는 것을 방지하지 못한 경우 해당 이사는 면책될 수 없다고 해석한다.

넷째, 이사가 주식청약서, 사채청약서 또는 재무제표 등의 허위표시에 관한 이사회 결의에 참석한 때에는 상법 제401조에 의거 제3자에 대한 책임을 면하기 위해서는 그 결의에 이의를 제기한 기록이 의사록에 기재되어 있어야 한다.

다섯째, 증권거래법 제16조에서 정하는 제소기간은 불법행위 및 일반채권의 시효기간에 비하여 매우 짧다. 외국의 증권관련법제에서도 제소기간을 연장하는 추세에 있다.

여섯째, 증권거래법 제16조에서 정하는 부실표시로 인한 제소기간이 경과한 경우에는 상법 제401조에 대한 다수설인 법정책임설에 의거 10년의 소멸시효기간을 적용하여야 한다.

일곱째, 부실표시로 인한 손해배상액을 산정함에 있어서는 미국과 일본에서 논의되고 있는 시장모델(market model)을 이용하는 방안을 강구할 필요성이 있다.

주제어 : 오인표시 / 유가증권신고서 / 사업설명서 / 상당한 주의의 항변 / 인과관계 / 약의 / 증명책임 / 엄격책임 / 제소기간 / 현실손해배상방식 / 시장모델

【차 례】

I. 서 설

II. 부실표시에 관한 민사책임의 요건

1. 책임대상서류

2. 중요한 사항
3. 허위의 기재와 이사의 책임
4. 무과실의 항변
5. 증권취득자의 악의
6. 단기소멸시효 또는 제척기간

III. 제3자 및 손해배상의 범위

1. 제3자의 범위
2. 손해배상의 범위

IV. 맺음말

I. 서 설

투자자는 투자판단을 함에 있어 발행회사에 관한 여러 자료를 검토하게 된다. 여러 자료 중에서 투자자보호를 위하여 요구되는 기업 내용의 공시서류 등은 투자판단에 필요하고 중요한 정보를 제공한다. 그러므로 해당 자료의 내용은 진실되어야 하고 공시는 적시에 행해져야 한다. 이를 담보하기 위한 제도의 일환으로 증권거래법과 상법에서는 이사 등의 민사책임에 관한 규정을 두고 있다(증권거래법 제14조, 상법 제401조). 공시서류의 작성에 관련하는 이사에게 책임을 부담하게 하는 것은 공시서류의 진실성·완전성을 담보하는 방법으로서 중요하며, 예방적 효과를 기대할 수도 있다.

증권거래법에서는 有價證券 발행시장에 있어서 정보공시의 기초서류인 유가증권신고서(동법 제8조), 유가증권의 모집 또는 매출시 투자자에게 직접 교부되는 문서인 사업설명서(동법 제12조) 등의 부실표시로 인하여 유가증권의 취득자가 손해를 입은 경우 발행회사의 이사 등에게 손해를 배상할 책임을 지우고 있다. 이 책임은 過失責任이며, 증명책임이 전환된다(동법 제14조 제1항). 다만 취득자가 악의인 경우 이사 등은 면책된다(동법 제14조 제1항 단서). 유가증권 유통시장에 있어서도 모집·매출의 완료 후 유통시장에서의 공시서류로서 기능하는 유가증권신고서와 투자자보호를 위한 기업 내용이 공시의 기본을 이루는 유가증권 발행실적보고서(증권거래법 제17조)를 일정기간 일반의 열람에 공여하도록 하고 있다(증권거래법 제18조). 또한 기업 내용에 관한 정보를 계속적으로 공시하는 반기보고서 및 분기보고서(증권거래법 제186조의3) 등의 문서에 부실표시로 인하여 증권취득자에게 손해를 입힌 경우 이사 등은 발행시장에서와 마찬가지로 그 손해를 배상할 책임을 부담한다. 이 외에도 발행회사의 이사는 공개매수에 관한 신고서·설명서 등에 관한 부실기재에 대하여 당해 공개매수에 따라서 당해 주권 등의 매도 등을 한 자에 대하여 손해배상책임을 진다(증권거래법 제25조의3). 이러한 책임도 과실책임이고, 증명책임이 전환된다. 다만 취득자가 악의인 경우 이사는 면책된다(증권거래법 제25조의3 및 제14조).

이사는 증권거래법에서 정하는 민사책임 이외에 부실표시가 상대방의 오인을 초래한 경우에 상법 제401조의 적용을 받게 된다. 동조는 이사의 제3자에 대한 책임의 일반적 규정이다. 이 규정에 따라 이사는 주식청약서·사채청약서·재무제표 등에 허위의 기재를 하거나 허위의 등기나 공고를 하여 제3자에게 손해를 입힌 경우 그 손해에 대하여 책임을 진다.1)

앞서 기술한 바와 같이 上場會社를 규제대상으로 하는 증권거래법의 목적 및 규율방식과 모든 회사를 규제대상으로 하는 상법의 목적 및 규율방식은 서로 상이하지만,2) 부실표시에

관한 이사의 책임규정을 두고 있다는 점에서는 동일하다. 그리고 양법의 책임규정은 겹치는 부분도 있고 종래의 입법·해석에 있어서 상호 영향을 미치고 있다.

따라서 본고에서는 不實表示와 관련한 이사의 책임이 증권거래법과 상법에서 어떠한 형태로 반영되어 있는지를 살펴보고자 한다. 특히 부실표시에 관한 민사책임의 요건이 상법과 증권거래법에서 어떻게 반영되어 있는지의 여부와 그에 대한 해석론을 주요 검토사항으로 삼고자 한다. 이밖에도 이사가 부담하게 될 손해배상의 범위를 고찰하여 보고자 한다. 손해배상의 범위를 검토함에 있어서는 우리나라의 현행법의 문제점을 지적한 후 개선방안을 제시하고자 한다.

II. 부실표시에 관한 민사책임의 요건

1. 책임대상서류

증권거래법은 유가증권신고서, 사업설명서, 유가증권발행실적보고서, 반기보고서·분기보고서 및 공개매수에 관한 신고서·설명서 등의 부실표시로 인한 손해배상책임을 규정하고 있다. 다만 증권거래법은 위임장권유참고서류(증권거래법시행령 제85조 제1항), 주주에 대한 영업보고서 및 언론을 통한 보도발표 등도 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있음에도 불구하고, 이 서류들의 부실표시에 관하여는 손해배상책임규정을 두고 있지 않다. 또한 공개매수와 관련한 주권 등의 발행회사 또는 그 임원이 공개매수 기간중에 행할 수 있는 의견표명 보고서(증권거래법 제25조)의 제출 등(증권거래법시행령 제13조)에 대하여 그 의견에 중대한 허위표시가 있을 때의 손해에 관한 배상책임을 명시하고 있지 않다. 그러므로 이러한 서류들 중 중요한 사항에 관한 부실표시로 인하여 손해를 입은 투자자는 불법행위에 관한 민법 제750조 및 상법 제401조에 의거하여 손해배상을 청구할 수 있다고 본다.

한편 상법 제401조의 책임의 근거가 되는 부실표시책임 대상서류를 여하히 보아야 하는지 문제된다. 생각건대 상법 제627조(부실문서행사죄)에서 열거하고 있는 주식청약서, 사채청약서, 사업계획서, 주식 또는 사채의 모집에 관한 광고 기타의 문서는 기본적으로 부실표시책임 대상서류에 해당한다고 본다. 이 경우에도 책임대상서류를 상법 제627조에서 열거하는 株式請約書·社債請約書(상법 제420조·제474조) 등의 서류로 제한하여야 하는지 문제될 수 있다. 이 문제에 관하여도 주권과 운송증권 등에 대한 부실표시 책임이 주식청약서 등의 경우보다 가볍게 보아야 할 이유를 찾기 어려우므로 상법 제401조를 근거로 책임을 추궁함에 있어서 동법 제627조에 명시된 서류는 예시에 불과하다고 본다.³⁾ 그리고 과대광고 또는 대표이사에 의한 허위의 담화발표 등이 제3자의 오인거래로 이어지면 제401조의 규정을 위반하는 행위에 해당하여 제3자에 대한 책임을 부담한다고 할 수 있다.⁴⁾

2. 중요한 사항

(1) 의 의

증권거래법 제14조에서는 이사 등이 유가증권신고서 등에 ‘중요한 사항’을 기재 또는 표시하지 아니한 경우 배상책임을 지는 것으로 하고 있다. 또한 상법 제401조 임무해태행위의 구체적 예시 규정으로 보는 제627조에서는 이사 등이 주식 또는 사채의 모집을 함에 있어서 주식청약서 등에 중요한 사항에 관하여 不實記載를 하는 경우 책임을 묻고 있다. 이와 같이 이사에게 책임을 묻기 위해서는 중요한 사항에 부실기재가 있어야 하므로 이에 관한 해석 기준이 중요하다.

증권거래와 관련한 ‘중요한 사항’에 대해서는 미국의 TSC Industries사건 등에서 잘 표현되고 있다. TSC Industries사건에서 연방대법원은 중요성의 요건에 대하여 ‘중요한 사항이란 합리적인 주주가 어떻게 투표를 하여야 하는가를 결정함에 있어서 중요하다고 생각할 수 있

는(would) 실질적인 가능성(substantial likelihood)이 있는 경우에 인정된다'고 하였다.5) 이 관례에서는 중요한 사항이란 합리적인 투자자가 중요하다고 생각하였을지도 모르는(might) 정도로는 부족하다는 것을 함축하고 있다. 그리고 연방대법원은 不表示된 사실이 합리적인 투자자의 고려 안에서 실제적인 중요성을 갖게 된다는 실질적인 가능성을 보여주는 것이라고 하였다. 달리 표현한다면, '불표시된 사실이 합리적인 투자자에 의해 이용 가능한 정보의 총체(total mix of information)를 상당히 변화시킬 것으로 받아들여질 수 있는 실질적인 가능성이 있어야 한다'는 취지의 판시를 하였다. TSC사건판결은 위임장권유의 사례이지만 증권거래와 관련한 중요성의 요건 일반에 대한 판시라고 할 수 있다.

미국의 법리를 계수한 우리나라에서는 내부자거래 금지규정인 증권거래법 제188조의2 제2항에서는 중요한 정보를 '투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미쳤을 것'이라고 정의하고 있다. 이 정의는 동법 제14조에서 말하는 부실표시와 관련한 '중요한 사항'의 해석기준으로 삼을 수 있을 것이다. 중요한 사항의 예로는 ① 상장회사의 추정영업실적, ② 상장회사의 매출액·순이익 등의 추정결산 실적,6) ③ 유가증권의 특성에 관한 내용(예: 전환사채의 전환조건), ④ 유가증권의 발행자에 관한 내용(예: 회사의 영업현황), ⑤ 발행자가 속한 업계에 관한 내용(예: 商品の需給狀況), ⑥ 유가증권의 거래에 관한 내용(예: 시장가격), ⑦ 시장 전체에 관한 내용(예: 신용거래의 상황),7) ⑧ 경쟁업체의 동향, ⑨ 유가증권 발행회사의 직전 사업연도의 영업성적만을 표시하고, 現事業年度半期實績이 前事業年度同期와 비교하여 악화된 영업실적을 표시하지 않은 경우8) 등 광범위하다. 당기순이익이 자산매각 등으로 인한 특별이익 계상의 결과인지 아니면 투자유가증권평가이익의 혹은 매각이익의 결과인지 아니면 영업이익에서 발생하는 것인지에 관한 사항도 사업설명서상의 중요한 사항에 해당한다. 당기순손실의 경우도 마찬가지이다.

한편 상법 제627조에서 명시하고 있는 '중요한 사항'은 추상적으로는 사회통념에 비추어 '거래상의 투자판단자료로서 중요한 사실'과 통상인이 생각할 수 있는 사항이라든가 거래여부를 결정함에 있어서 영향을 미쳤다고 일반적으로 인정되는 사항을 의미한다고 볼 수 있다.9) 대법원은 주식·사채의 모집에 관한 不實文書行使罪를 정하고 있는 상법 제627조 제1항에서 말하는 중요한 사항의 구체적 판정기준으로서 주식청약자뿐만 아니라 일반인도 특정 사항의 기재의 허위가 판명된다면 청약하지 않았을 것이라고 인정되는 관계에 있는지의 여부를 결정하는 것이라고 판시하고 있다.10) 그러므로 증권거래법과 상법에서 말하는 중요한 사항이란 미국의 TSC사건에서 표현되고 있는 '중요하다고 생각할 수 있는(would)', '실질적인 가능성'(substantial likelihood)이라고 하는 판단기준을 적용하고 있다는 점에서 차이가 없다.

(2) 허위기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항의 기재 또는 표시누락

증권거래법 제14조는 기재누락과 달리 허위의 기재에 대하여는 '중요한 사항'이라는 표현이 없기 때문에 법문상으로는 허위기재 또는 표시누락은 중요한 사항뿐만 아니라 중요하지 아니한 모든 사항에 대해서도 규제가 이루어지는 것처럼 보인다.

생각건대 투자자의 투자판단에 영향을 미치지 아니하는 미세한 점에 대해서도 허위의 표시를 할 수 있다는 점에서 '중요하지 않은 사항'은 行政處分の 원인이 될 수는 있다고 본다. 그러나 투자자가 손해를 입고 손해배상을 청구하기 위하여서는 그 요건으로 중요한 사항에 대한 허위표시를 필요로 한다고 본다.11) 증권업자가 청약의 권유를 할 때 투자자는 중요하지 않은 사항에 의거하여 투자판단을 하고 그 결과 손실을 입을 가능성이 거의 없으므로 虛偽記載와 記載漏落을 달리 취급할 특별한 이유가 없기 때문이다.

비교법적으로 보면 일본 증권거래법 제17조 및 제18조에는 중요한 사항에 대해서 허위의 표시가 있거나 또는 표시하여야 할 중요한 사항에 대해 필요한 사실의 표시를 결하고 있는 사업설명서의 사용을 금지하고 있다. 또한 등록신고서의 부실기재에 대한 민사책임을 규정하는 미국의 1933년 증권법 제11조에서는 효력발생시점을 기준으로 등록신고서에 중요한 사실에 관하여 허위의 기재가 있거나, 기재되어야 할 중요한 사실 또는 기재된 내용에 대하여 오해가 유발되지 않는 데 필요한 사실이 누락되어 있는 경우, 이러한 사실을 모르고 증권을 매수한 투자자는 제11조에 기하여 증권발행관련자를 상대로 손해배상을 청구할 수 있다고 명시하고 있다.¹²⁾

3. 허위의 기재와 이사의 책임

허위라 함은 사실 혹은 진실이 아닌 것을 의미한다. 이는 상법 제401조에서 명시하는 악의 또는 중대한 과실로 인한 '임무해태행위'의 구체적 예시라고 볼 수 있는 상법 제627조 임원 처벌 요건인 부실한 기재와 同意라고 할 수 있다.¹³⁾ 그런데 증권거래법은 허위의 기재뿐만 아니라 기재누락에 관하여도 규정하고 있다. 상법 제627조에서는 주식청약서 또는 사업계획서 등에 기재가 누락되어 있는 경우에 대하여는 명문의 규정이 없다. 이로 인하여 허위 기재와 이사의 책임요건에 관하여 학설이 나뉜다.

협의설은 적극적인 허위의 기재가 있는 경우에만 이사의 책임이 문제된다고 한다.¹⁴⁾ 이에 대하여 광의설은 오인을 초래하게 하는 생략은 허위의 기재와 동일한 정도의 위법성이 있으며, 책임에 대하여 양자를 구별하여야 할 이유가 없다고 한다. 이 설에 따르면 허위의 기재라 함은 서면의 각 기재사항의 적극적인 허위기재에 한정되는 것이 아니라, 그 각 사항의 생략으로 인하여 당해 서면이 전체적으로 허위로 되는 경우를 포함한다고 한다.¹⁵⁾ 그러므로 기재누락도 투자자의 잘못된 판단을 야기한다는 점에서 허위기재에 포함된다고 한다.

생각건대 이사의 단순한 해태로 인하여 기재가 누락된 경우에도 부실기재로 인한 제3자 책임을 물어야 한다고 본다. 그 이유는 資本減少의 사실을 단순 해태로 인하여 누락한 경우를 생각하여 보면 간명하다. 그러므로 광의설이 타당하다고 본다.

4. 무과실의 항변

(1) 현행 규정

증권거래법에 의하면 유가증권발행회사의 이사는 유가증권신고서·사업설명서·유가증권보고서·반기보고서 등의 허위기재나 또는 중요한 사항이 누락되었음을 알지 못하고, 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명한 때에는 손해배상책임을 면한다(동법 제14조 제1항 단서). 이와 같이 증권거래법은 이사의 책임을 증명책임이 전환된 과실책임으로 하고 있다(증권거래법 제14조).¹⁶⁾ 이 규정을 두게 된 것은 2000년 증권거래법 제14조 전문개정시 허위기재 등이 있는 때에 회사만을 책임주체로 하여서는 예방적 효과를 기대할 수 없고, 모든 임원에게 일률적으로 無過失責任을 과하는 것은 지나치게 가혹하다는 점 등을 비교 형량한 결과이다.

그런데 증권거래법 제14조에서의 賠償責任者는 상법상 이사의 제3자에 대한 책임(제401조)과는 달리 경과실에 대하여도 책임을 진다. 상법에서의 중과실 또는 악의의 요건과는 달리 경과실에 대하여도 책임을 지게 하는 것은 상장회사의 유가증권관련 공시서류가 제3자인 투자자를 위한 대외적인 공시수단이며, 이러한 서류 중 중요사항에 관한 부실표시가 있는 경우는 제3자에게 손해를 입힐 가능성이 있으므로 이사 등이 이를 충분히 인식하여야 한다는 데에서 기인한다.¹⁷⁾

한편 미국과 일본의 증권관계법에서는 발행인 이외의 자들의 면책을 인정하면서도 유가증권

발행인의 책임을 무과실책임으로 하고 있다(미국 1933년 증권법 제11조(b), 일본 증권거래법 제18조 제1항).¹⁸⁾ 외국법에서 발행인에 대한 嚴格責任(strict liability)과 비교하여 우리나라에서는 발행인에 대하여도 면책을 인정하고 있으므로 무과실의 항변을 용이하게 인정하여서는 아니 된다는 주장도 제기되고 있다.¹⁹⁾ 즉 해석상으로는 발행인에 대하여 ‘상당한 주의’를 엄격히 해석함으로써 발행인이 면책될 수 있는 경우를 제한할 필요가 있다는 것이다.²⁰⁾ 이와 같이 증권거래법에서 이사의 면책요건을 ‘상당한 주의’로 정하고 있는 이상 그 구체적인 내용을 살펴볼 필요가 있다.

(2) 상당한 주의의 내용

발행회사의 이사들이 취하여야 할 ‘相當한 注意’의 구체적 내용은 각 이사들의 직무내용 및 지위에 따라서 상이하다. 예를 들어 발행회사의 代表理事, 재무담당이사, 경영위원회의 구성원인 이사 등은 회사의 경영전반과 재무상황을 용이하게 인식할 수 있는 지위에 있기 때문에 비교적 용이하게 악의가 추정될 수 있을 것이다.²¹⁾ 재무제표에 공인회계사 또는 회계법인의 감사증명서가 첨부되어 있다고 할지라도 책임을 면하기 어렵다고 본다.²²⁾ 이에 비하여 그 밖의 이사, 예를 들어 해외영업담당이사, 기술담당이사, 지점장·공장장과 같이 사용인 겸 이사, 담당부문을 갖고 있지 않은 사외이사 등에 대하여는 전자의 이사들과는 달리 상당한 주의에 따르는 무과실의 항변을 완화하여야 한다.

그런데 후자의 이사들도 이사회 구성원으로서 회사의 업무집행을 감독하여야 하는 지위에 있다. 그러므로 이사회에 참석하여 대표이사, 기획담당이사 및 재무담당이사에게 유가증권 신고서 등의 기재의 정확성·신뢰성에 대하여 질문을 하고, 불명확한 점 혹은 의문이 있는 사항에 대하여는 관련사항을 조사하여야 한다. 단순히 일반적인 질문을 하여 해당 기재가 정확하다는 취지의 답변을 듣는 것만으로는 ‘상당한 주의’를 다하였다고 할 수 없다.²³⁾ 예를 들어 公認會計士 또는 會計法人의 감사증명서가 첨부되어 있는 서류일지라도 이러한 서류에 허위기재의 존재를 의심할 만한 사정이 있으면 이를 확인하여야 한다. 어떠한 감독도 하지 않고 인장을 날인한 이사가 면책된다고 하기는 어렵다. 특히 사내이사는 자기의 담당 부문에 관한 기재사항에 대하여 原資料를 대조하여 확인하여야 한다고 본다.²⁴⁾ 그리고 ① 이사가 질병을 앓거나, ② 회사로부터 원격지에 거주하여 조사가 사실상 어려운 때, ③ 특정 회사의 업무 이외에 다른 회사의 업무를 겸임함으로써 多忙하여 특정 회사의 이사로서 직무를 충분히 수행하기 어려운 때 또는 ④ 유가증권신고서 등의 기재, 특히 재무제표의 기재내용을 충분히 이해할 수 있는 능력을 갖고 있지 않다는 사실 등은 이사의 책임을 면제 혹은 경감하는 근거로 삼을 수 없다고 할 것이다.²⁵⁾

관례도 이사가 증권거래법 제14조에 의거한 ‘상당한 주의’의 항변을 하기 위하여는 자신의 지위와 특성에 따라 합리적으로 기대되는 조사를 하였으며, 그에 의하여 문제된 사항이 진실이라고 믿을 만한 합리적인 근거가 있어야 한다고 판시하고 있다.²⁶⁾

(3) 부실기재를 발견한 이사의 면책

대표이사는 유가증권신고서·유가증권발행실적보고서·사업설명서 등의 부실기재를 발견한 때 이를 정정하여 금융감독위원회에 정확하게 작성된 서류를 제출하지 않는 한 이러한 공시서류를 활용하여 증권을 취득한 자의 손해에 대한 배상책임을 면하기 어렵다. 이에 대하여 대표이사 아닌 이사가 이사회에서 公示書類를 심의하여 부실기재를 발견한 때에는 이사회에서 이의를 제기하고 대표이사에게 부실기재가 없는 서류를 작성하여 금융감독위원회에 제출할 것을 요구하는 등 부실기재를 방지하기 위하여 상당한 주의를 기울였다고 할지라도 부실기재가 있는 서류의 제출을 방지하지 못하여 증권취득자에게 손해를 입힌 경우 해당 이사의

면책여부가 문제된다.

증권거래법 제14조 제1항의 문언을 고려하면 부실기재를 알게 된 이사는 그 사항을 지적하여 관련서류가 적정하게 작성·제출되도록 주의를 다하여야 한다. 부실기재 서류의 제출을 방지하기 어려운 경우 이사가 유가증권취득자에 대한 손해배상책임을 면하기 위해서는 유가증권신고서·유가증권발행실적보고서를 금융감독위원회에 제출하기 전(증권거래법 제8조·제17조) 또는 사업설명서의 작성 전(증권거래법 제12조)에 이사직을 사임하여야 한다고 본다.²⁷⁾ 사임하지 않는 이사의 免責을 인정하게 되면 증권거래법상 이사의 민사책임에 관한 규정이 형해화될 수 있다.

한편 증권거래법 제14조 제1항에 의거한 손해배상책임은 유가증권신고서·유가증권발행실적보고서의 금융감독위원회에의 제출시 또는 사업설명서의 작성시 이사의 민사책임을 규정하고 있는 데 불과하다. 따라서 위의 서류들이 제출된 후 혹은 작성된 후 새로 이사로 선임된 자가 중요한 사항에 관한 不實記載를 발견한 때에는 지체 없이 해당 내용을 정정하는 등의 적정한 조치를 취하여야 한다. 만약 새로 선임된 이사가 적정한 조치를 취하지 아니하여 유가증권취득자가 손해를 입은 때에는 신임 이사로도 民法 혹은 商法에 의거하여 손해배상책임을 부담할 수 있다.

(4) 상법 제401조의 면책규정

상법상 이사의 제3자에 대한 책임(동법 제401조)에 관하여는 주주나 사채권자 등을 두텁게 보호한다는 동 규정의 취지로 보아 증명책임이 전환된 과실책임규정으로 풀이한다.²⁸⁾ 그러므로 이사가 면책되기 위해서는 임무를 해태하지 않았다는 사실을 증명하여야 한다. 가령 임무를 해태하지 않았다고 하더라도 주식청약서, 사채청약서 또는 재무제표 등에 허위표시가 있었다는 사실을 발견할 수 없었을 것이라는 증명만으로는 면책되지 아니 한다.²⁹⁾ 이사회 결의에 찬성한 자도 마찬가지이다.

그 밖에 이사로서 허위표시 작성에 관여하지 않는 자는 監視義務違反責任(상법 제393조 제3항)을 부담하게 되므로 결과적으로 상법 제401조 이사의 제3자에 대한 책임 규정을 적용 받게 된다.

결국 理事가 제3자에 대한 책임(상법 제401조)을 면하기 위해서는 주식청약서, 사채청약서 또는 재무제표 등의 허위표시에 관한 이사회 결의에 참석하여 그 결의에 이의를 제기한 기록이 의사록에 기재되어 있어야 한다.

5. 증권취득자의 악의

증권거래법에 의하면 유가증권취득자가 부실기재의 사실을 안 때에는 부실기재와 손해의 인과관계가 성립하지 않는다. 그러므로 발행회사의 이사는 손해배상책임을 부담하지 않는다(동법 제14조 제1항). 이 경우 유가증권취득자의 惡意에 관한 증명책임을 누가 부담하는지 법문상으로 명확하지 않다. 이에 따라 학설은 다수설과 소수설로 나뉜다.

소수설은 유가증권취득자인 원고가 자기의 선의를 증명하여야 한다고 주장한다. 이러한 주장은 유가증권신고서 등이 公衆에 閱覽된다는 규정(증권거래법 제18조)을 근거로 유가증권을 취득함에 있어서 유가증권신고서를 참조한다는 점을 들고 있다.³⁰⁾ 다수설은 손해배상의 무자인 발행회사의 이사 등이 부담한다고 보고 있다. 그 근거로는 ① 증권거래법 제14조가 투자자의 구제를 위한 특칙이라는 점, ② 증명책임분배의 일반이론에 따르면 권리장애 규정인 단서규정은 이를 주장하는 자가 증명할 책임이 있다는 점을 들 수 있다.³¹⁾

생각건대 불법행위의 일반원칙과는 달리 유가증권취득자는 부실표시가 있었기 때문에 손해를 입었다는 因果關係를 증명할 필요가 없다고 본다. 왜냐하면 정책적 고려에서 부실표시만

을 원고가 증명하면 원고의 선의가 추정된다고 보아야 하기 때문이다. 그러므로 유가증권을 취득할 때 유가증권신고서 등을 참조하였는지 여부 및 신고서의 기재를 신뢰하였는지 여부를 묻어서는 아니 된다. 그리고 증권시장은 유가증권신고서 등의 기재내용을 기초로 당해 유가증권을 평가하고 가격을 형성하며, 취득자는 그와 같은 시장의 평가를 전제로 하여 유가증권을 취득한다. 따라서 유가증권신고서 등의 부실표시를 이유로 손해배상을 청구하는 자는 증권을 취득하기 전에 유가증권신고서 등을 열람하였다는 점을 증명할 필요가 없다.³²⁾ 이 점 손해배상의무자가 면책되기 위해서는 취득자가 신고서를 보지 않았다는 점을 증명하는 것만으로는 부족하고, 부실기재를 알았다는 점을 증명하여야 함을 의미한다.³³⁾ 비교법적으로 보면 미국의 1933년 증권법 제11조(e)의 경우 피고는 증권가격의 하락이 登錄申告書의 허위기재나 누락 이외의 원인에 의한 것임을 증명할 수 있다면 그 증명의 정도에 따라 소를 배척하든지 아니면 책임을 경감시킬 수 있다고 한다.³⁴⁾ 우리나라 다수설의 논지와 같은 맥락이라고 볼 수 있다.

한편 상법 제401조(이사의 제3자에 대한 책임)와 제627조(부실문서행사죄)에서 말하는 주식청약서, 사채청약서 또는 사업계획서 등에 대한 부실표시와 증권취득자가 입은 손해의 사이에 인과관계의 존재와 그 증명이 필요한지에 관하여 주장이 대립된다. 대법원 판례에서는 일관하여 相當因果關係說을 취하고 있다.³⁵⁾ 그러나 학계에서는 이사의 책임에 관하여는 증명책임론과 연관지어 인과관계의 존재를 엄격하게 요구하지 않는다는 견해들이 있다. 이러한 견해들은 몇 가지 입장으로 나뉜다.

첫째, 이사는 企業經營의 전문인으로서 그의 임무해태에는 제3자에 대한 손해가 예견될 수 있을 것이므로 이사의 가해행위와 제3자의 손해발생에는 일단 상당인과관계가 있다고 보고 이에 대한 반증책임을 이사가 부담하여야 한다는 설³⁶⁾

둘째, 부실기재를 신뢰하였다는 인과관계의 증명은 불필요하다는 설³⁷⁾

셋째, 부실기재 등을 신뢰하였다고 사실상 추정되어, 인과관계를 증명할 필요성이 매우 경감되는 데 지나지 않는다는 설 등으로 나뉜다.³⁸⁾

생각건대 주식청약서 등은 공시수단이 특수하므로 원고의 악의를 피고인 이사가 증명하여야 한다고 본다.³⁹⁾ 그리하여 부실표시와 손해의 인과관계를 증권거래법 제14조의 해석론과 균형을 맞출 필요가 있다. 만약 원고가 증명책임을 부담한다고 해석하면 원고가 승소할 가능성이 낮아지게 될 것이다. 그러므로 원고가 증명책임을 부담한다고 보는 것은 제3자인 株主 또는 社債權者의 보호 관점에서 보더라도 올바른 해석이라 하기 힘들다.

6. 단기소멸시효 또는 제척기간

(1) 증권거래법의 규정

증권거래법에 의하면 부실표시로 인한 손해배상청구권은 그 청구권자가 당해 사실을 안 날로부터 1년 내 또는 당해 유가증권에 관하여 유가증권신고서의 효력이 발생한 날로부터 3년 내에 청구권을 행사하지 아니한 때에 소멸한다(동법 제16조). 이 규정은 다음과 같이 몇 가지의 쟁점을 내포하고 있다.

첫째, 이 규정에서의 제소기간이 時效期間인지 아니면 除斥期間인지에 대하여는 다툼이 있다. 현행 다수설은 제척기간으로 보고 있다.⁴⁰⁾ 이 규정은 법문의 표현상 다소 미비한 점이 있으나,⁴¹⁾ 규정의 취지와 권리의 성질에 비추어 1년은 소멸시효로, 3년은 제척기간인 것으로 보인다. 이렇게 보는 것은 동 조항의 모범적 소재가 되었다고 할 수 있는 외국의 증권거래법의 규정과 그에 관한 해석론을 배경으로 한다. 일본 증권거래법은 ① 증권발행자의 책임에 대하여 유가증권신고서 등에 請求權者가 허위기재를 안 때 또는 상당한 주의를 가지고

알 수 있었던 때로부터 3년간 이를 행사하지 아니할 때는 消滅한다(동법 제20조 전단). ② 당해 유가증권의 모집 혹은 매출과 관련한 신고가 그 효력이 발생한 때 또는 사업설명서의 교부가 있었던 때로부터 7년간 손해배상청구권을 행사하지 아니한 때는 청구권이 소멸한다(동법 제20조 후단)고 정하고 있다. 이 규정에 대하여 일본의 통설은 3년을 소멸시효기간으로, 7년을 제척기간으로 보고 있다.⁴²⁾ 미국의 경우는 1934년 증권거래법규칙 10b-5에 의거 민사책임에 관한 판례 중 提訴期間(statutes of limitations)을 명확히 대표적인 사례로 Lampf사건을 들 수 있다.⁴³⁾ 이 사건에서 오리건주 연방법원은 종래의 판례법의 흐름에 따라 오리건주의 보통법(common law)에서의 사기로 인한 손해배상청구권의 제소기간인 2년을 적용하여 원고의 주장을 받아들이지 아니하였다. 이에 대하여 연방대법원은 時勢操縱에 관한 1934년 증권거래법 제9조(e)항⁴⁴⁾ 및 부실표시에 관한 제18조(c)항의 규정⁴⁵⁾을 유추하여 손해발생의 원인이 된 사실을 안 날로부터 1년, 그 사실을 알지 못한 경우일지라도 사실이 발생한 날로부터 3년을 초과하면 원고는 소송을 제기할 수 없다고 판시하였다. 미국의 판례법에서의 1년은 객관적 시효기간으로,⁴⁶⁾ 3년은 절대적인 시효기간⁴⁷⁾으로 볼 수 있다.

둘째, 법문에서 말하는 ‘안 날’의 의미이다. 판례에서는 증권거래법상 손해배상책임에 대하여 민법상 단기소멸시효에 관한 ‘안 날’에 대한 해석⁴⁸⁾보다는 완화된 입장을 보이고 있다. 대법원은 피해자가 위반행위가 있었음은 인식하여야 하나 반드시 그 행위가 불법행위로서 손해배상의 대상이 된다는 점까지 인식하여야 하는 것은 아니고 단지 일반인이라면 그것이 불법행위라는 점을 인식할 수 있는 정도면 족하다고 하였다.⁴⁹⁾ 게다가 최근에는 피고의 증명책임에 대한 부담을 더욱 완화하고 있다. 즉 원고의 현실적인 인식이 필요하기는 하지만 그것을 반드시 피고가 직접 증명하여야 하는 것은 아니고 일반 주식투자자가 인식할 수 있었던 사정을 증명한다면 원고도 현실적으로 인식하였던 것으로 추정할 수 있다는 취지의 판시를 하고 있다.⁵⁰⁾ 이와 같이 판례의 태도는 어디까지나 객관적 사정을 판단기준으로 삼고 있다. 즉 당해 사실이 공표되면 원고가 알고 있는 것으로 추정되게 된다. 그러나 일반 투자자라고 할지라도 정보습득능력과 경로가 다르고, 관련서류를 판독하는 능력에 차이가 있음에도 불구하고, ‘甲이 알고 乙이 알면 丙도 알고 있는 것’으로 추정한다는 것은 투자자보호에 문제를 야기할 수 있다. 그러므로 원고의 주관적 사정이 충분히 반영되어야 한다.

셋째, 제소가능기간이 1년 혹은 3년이라는 것은 不法行爲 및 一般債權의 時效期間과 비교하여 매우 짧다. 비교법적으로 보더라도 미국의 경우 2002년에 성립한 Sarbanes-Oxley법 제 804조에서는 연방증권법 위반을 주장하는 私的訴權의 제소기간을 위반행위가 발견된 날로부터 2년 이내, 위반행위가 있었던 날로부터 5년 이내로 명시하여 종래 Lampf사건에서의 1년·3년 원칙을 연장하고 있다. Sarbanes-Oxley법 제804조의 의미는 동법 제정의 계기가 된 엔론사건과 월드컴사건 등을 기화로 종래 연방증권법에 근거하는 사적소권 역제의 흐름이 동 규정을 근거로 확충하는 방향으로 수정·전환되고 있음을 나타내는 데 있다.⁵¹⁾ 일본의 경우 종래에는 발행시장에서의 소멸시효기간 2년, 제척기간을 5년으로 하고 있었다(2004년 개정 전 증권거래법 제20조). 그러나 발행시장에서의 투자자보호를 보다 두텁게 하기 위하여 2004년 증권거래법 개정시 소멸시효기간 3년, 제척기간 7년의 규정을 두게 되었다(동법 제20조). 다만 유통시장에서의 소멸시효기간은 3년, 제척기간은 5년으로 하고 있다(동법 제21조의3). 이 규정 역시 2004년 개정시 새롭게 도입된 것인데, 유통시장에서의 제소기간을 발행시장의 경우보다 짧게 한 이유는 流通市場에서의 책임이 發行市場에서의 책임보다 무겁고, 그 폭이 광범위 할 수 있다는 점을 배려한 데에 있다.⁵²⁾ 통상 유가증권신

고서 등의 부실표시에 대하여는 금융당국의 조사를 거친 후 드러나기 때문에 오랜 기간이 소요된다. 외국의 입법례도 현실적인 상황과 투자자의 권리구제를 고려하여 제소기간을 연장하는 흐름을 보이고 있다. 현행 증권거래법 제16조의 제소가능규정에 대하여는 수정을 고려할 필요성이 있다.⁵³⁾

넷째, 증권거래법 제16조에서 정하고 있는 제소기간을 이사의 제3자에 대한 책임을 명시하고 있는 상법 제401조와 이론적으로 여하히 정합하게 할 것인지 문제된다. 이 문제에 대하여는 항을 달리하여 기술한다.

(2) 상법 제401조와의 이론적 정합성

증권거래법 제16조에서는 부실표시로 인한 제소기간에 관하여 청구권자가 당해 사실을 안 날로부터 1년 내 또는 당해 유가증권에 관하여 유가증권신고서의 효력이 발생한 날로부터 3년 내에 청구하지 아니한 때에는 소멸한다고 명시하고 있다. 이른바 1년·3년 원칙을 채택하고 있는 것이다. 이 규정에 대하여는 불법행위로 인한 손해배상청구권의 소멸시효기간을 3년, 제척기간을 10년⁵⁴⁾으로 볼 수 있는 민법 제766조⁵⁵⁾의 특칙으로 보는 견해가 유력하다.⁵⁶⁾ 이 견해에 따르면 증권거래법에서 정한 청구기간이 경과한 경우에는 一般不法行爲의 책임을 묻게 되어 민법 제766조에서 정하는 시효기간을 적용하게 된다.⁵⁷⁾

그런데 이 견해에 대하여는 상법상 이사의 제3자에 대한 책임의 해석론과 관련하여 검토할 필요가 있다. 이러한 검토는 상법 제401조 이사의 제3자에 대한 책임의 법적 성질을 불법행위책임으로 하여 민법 제766조를 적용하는 것이 합리적인지의 여부와 연관이 있다. 상법에서 정하고 있는 이사의 제3자에 대한 책임에 관하여 우리나라의 다수설은 민법 제750조에 의거한 不法行爲責任論이 아닌 法定責任論을 취하고 있다.⁵⁸⁾ 이에 따라 이사에 대한 소멸시효기간은 10년이 된다.⁵⁹⁾

상법 제401조의 책임을 법정책임이라고 보는 것은 이사의 임무해태를 위법성의 근거로 삼고 있기 때문이다. 즉 법정책임론에 따르면 본 규정은 이사의 책임이 악의 또는 중과실이 있는 경우에 한하여 인정되고, 악의 또는 중과실은 이사의 임무해태만으로 족하다고 본다. 이와 같이 상법 이사의 제3자에 대한 책임(동법 제401조)을 법정책임이라는 논리에 따르면 증권거래법 제14조에 의거한 이사의 民事責任論도 상법 제401조의 책임론과 다를 바 없다. 왜냐하면 증권거래법에서도 투자자 혹은 유가증권을 취득한 자에게 대하여 직접적으로 고의·과실을 문제삼고 있는 것이 아니라, 다양한 정보공시서류에 있어서 허위기재를 문제삼아 손해배상책임을 묻고 있기 때문이다. 이러한 논리를 취한다면 증권거래법상의 민사책임을 단순히 불법행위책임으로 보아 증권거래법에서 정하는 청구기간이 경과한 때에는 이사의 책임에 대하여 민법 제766조를 그대로 적용하여야 하는지 의문이다. 만약 불법행위특칙설을 취하게 되면 증권거래법 제16조의 기간이 경과한 사안의 경우 이사에 대한 소멸시효기간은 3년이 된다.⁶⁰⁾ 이 점 상법상 이사의 제3자에 대한 책임(동법 제401조)을 근거로 한 이사에 대한 소멸시효기간인 10년과의 이론적 정합성의 문제를 야기한다.

생각건대 이러한 문제점을 해결하기 위해서는 증권거래법상의 민사책임을 상법 제401조의 특칙이며, 동조의 책임의 한계를 정하는 것이라고 해석하여야 한다. 즉 상법-증권거래법의 관계는 一般法-特別法의 관계에 있으므로 증권거래법상의 민사책임으로 해결될 수 없는 것, 예를 들어 유가증권의 취득자라고 확언할 수 없는 상황에서는 상법 제401조의 적용이 제한된다. 이와 같이 증권거래법상 민사책임의 법적 성질에 대하여는 불법행위책임론보다는 법정책임론을 취하는 것이 상법 제401조와의 관계에서 정합적이라고 볼 수 있다. 그리하여 증권거래법에서 청구하는 청구기간이 경과한 때에 이사에 대한 책임을 추궁함에 있어서의 소

멸시효기간은 10년으로 보아야 한다.

Ⅲ. 제3자 및 손해배상의 범위

1. 제3자의 범위

이사의 부실표시로 인하여 제3자가 損害를 입은 경우 보호 대상자의 범위는 증권거래법의 규정과 상법의 규정이 서로 다르다. 증권거래법의 경우는 발행시장 및 유통시장에 있어서 유가증권취득자가 보호된다(동법 제14조, 제186조, 제186조의5). 상법에 의하여 保護되는 제3자는 증권거래법의 경우보다 넓다. 주식청약서를 신뢰하여 주식을 취득한 주주, 사채청약서를 신뢰하여 사채를 취득한 회사채권자, 회사로부터 직접 주식·사채를 인수한 자, 사업계획서를 신뢰하여 시장에서 주식 등을 취득한 자⁶¹⁾ 및 회사와 어떠한 법률관계를 맺고 있지 않는 자도 포함될 수 있다. 예를 들어 회사가 발행한 유가증권에 대하여 質權을 취득한 자, 부실한 계산서류로 인하여 주식을 매도할 기회를 놓친 자, 회사에 대하여 갖고 있는 기존의 채권을 보전할 기회를 놓친 자 등도 보호의 대상이 될 수 있다.⁶²⁾

한편 計算書類가 아닌 분기보고서를 보고 회사의 자력과 실적 등을 조사하여 제3자로부터 회사의 어음을 취득한 자에 대한 이사의 책임여부도 문제된다. 이 문제를 직접 다룬 국내 판례나 문헌은 찾아볼 수 없으나, 해당 분기보고서가 허위의 계산서류를 반영할 개연성이 높기 때문에 어음취득자도 보호의 대상에 포함되어야 한다고 본다.⁶³⁾

2. 손해배상의 범위

(1) 현행 규정

상법상 이사는 제3자에게 발생한 직접손해뿐만 아니라 간접손해에 대하여도 책임을 진다는 것이 다수설이다.⁶⁴⁾ 이는 상법 제401조의 범문상 直接損害와 間接損害의 어느 한쪽에 한정하는 뜻이 없고, 이사에 대한 배상청구를 용이하게 하는 것이 제3자를 두텁게 보호하고자 하는 입법취지에도 맞기 때문이다. 직접손해란 이사의 임무해태로 제3자가 직접 입은 손해이다. 예를 들어 이사가 회사의 지급능력이 없음에도 약속어음을 발행하였다든가, 이사의 허위공시로 인하여 취득한 주식의 가격이 하락하여 입은 손해 등이다. 간접손해란 이사의 임무해태로 회사가 입은 손해로 인하여 다시 제3자가 입은 손해이다.⁶⁵⁾ 예를 들어 이사의 집무집행에 대한 악의 또는 중대한 과실로 인하여 회사의 재산상태가 악화되어 주가의 하락으로 생긴 제3자의 손해 등을 말한다. 이사의 제3자에 대한 책임의 경우에도 손해의 발생이나 확대에 대하여 피해자인 제3자에게 과실이 있는 때에는 민법 제396조를 유추 적용함으로써 過失相計가 인정된다. 이사의 손해배상채무는 履行의 請求를 받은 때로부터 지체에 빠지며 지연손해금의 이율은 민법에 따라 연 5分(민법 제379조)으로 한다.

상법 제401조에서는 배상액에 대한 규정을 두고 있지 않다. 그러므로 부실표시와 상당인과 관계에 있는 손해가 배상액이 될 것이다. 이 경우 손해배상청구권자는 증권거래법 제14조와 같이 반드시 유가증권을 취득한 자로 제한되지 않는다. 이미 취득하고 있는 유가증권을 부실정보에 의거하여 본래의 眞實한 價格보다 낮은 가격에서 매각한 경우의 손해액(증권매각시의 진실한 가격과 매각가액의 차액)도 문제될 수 있다. 이 때 진실한 가격의 산정이 용이하지 않기 때문에 해당 손해액의 산정에 어려움이 따른다.

증권거래법은 사업설명서 등의 부실표시(동법 제14조)로 인하여 투자자에게 손해를 입힌 경우 그 손해를 배상하도록 하고 있다(동법 제15조 제1항). 그 배상하여야 할 금액에 대해서는 청구권자가 당해 유가증권을 취득함에 있어서 실제로 지급한 액에서 당해 유가증권에 관하여 소송이 제기되어 있는 때에는 변론종결시에 있어서의 시장가격으로 하고, 시장가격이 없는 경우에는 推定處分價格으로 할 것을 정하고 있다(동법 제15조 제1항 제1호). 제1

β : 특정 주식의 전체시장 대비 민감도(주가변동성)

R_m : 변론종결시 또는 처분시까지 시장 전체의 수익률(market portfolio)

ε : 오차항목

식 ②, 즉 특정 주식의 시장가격은 시장 전체에 영향을 미치는 요인(system risk)과 당해 증권에 고유한 요인(unsystem risk)에 의하여 영향을 받는다는 것을 의미한다.

그런데 시장이론은 株價收益率을 근접시키기 위한 모델에 불과한 것이므로⁷¹⁾ 특정 발행회사가 속한 산업의 포트폴리오수익률을 R_i 로 하여

$$R = \alpha + \beta_1 \times R_m + \beta_2 \times R_i + \varepsilon \dots \dots \text{(식 ③)}$$

α : 특정 주식의 전체시장 대비 변론종결시 또는 처분시까지 초과수익률

β_1 : 특정 주식의 전체시장 대비 변론종결시 또는 처분시까지 민감도

R_m : 변론종결시 또는 처분시까지 시장 전체의 수익률(market portfolio)

β_2 : 특정 주식의 변론종결시 또는 처분시까지 산업지수에 대한 민감도(주가변동성)

R_i : 변론종결시 또는 처분시까지 특정 산업의 수익률

ε : 오차항목

라고 하는 식을 사용해도 무방하다. 그리고 증권시장의 주가를 조사하여 보면 일반적으로 α , β 의 가격은 장기간에 걸친 회귀분석에 의해 추출할 수 있다.⁷²⁾ 따라서 식 ② 또는 ③에 의하여 예상되는 주식의 수익률과 식 ①에 의하여 계산된 현실의 수익률을 관찰하면 부실표시가 발견됨으로써 또는 공시되지 않았던 정보가 공시됨으로써 주가수익률에 반영된 異常을 추출할 수 있다. 환언하면 부실표시 및 불공시가 없었을 경우의 특정 주식의 正常的인 價格을 추정할 수 있으므로 현실손해방식에 의한 손해배상액을 산정할 수 있게 된다.

(3) 시장모델 이용시 고려사항

시장모델과 우리 증권거래법 제15조에 근거한 손해배상액은 그 算定方式이 상이하므로 산출된 손해배상액 역시 다르게 될 것인데, 부실표시로 인한 진정한 손해배상액을 산정하는 데에는 시장모델을 이용하는 것이 보다 합리적이라고 본다. 다만 시장모델을 이용함에 있어서 유의하여야 할 것이 있는데 그 내용은 다음과 같다.

첫째, 시장모델(market model)의 경우는 위의 제②식 또는 제③식에 의하여 손해배상액이 산정되는데, 全體市場收益率(우리나라의 경우 kospì 상승률) 또는 産業別指數가 하락하는 추세에서는 손해액이 0이 될 수 있다. 그러므로 이러한 추세에서는 시장모델보다 종래의 現實損害算定方式, 不當利得返還方式(windfall measure of damages)⁷³⁾ 또는 去來利益賠償方式(benefit of bargain measure)⁷⁴⁾ 등을 적용하는 것이 바람직하다.

둘째, 시장모델에서는 위의 제①식에 의한 손해배상액을 산정하는 것이 아니다. 제①식은 배당을 포함한 현실의 손해액만을 나타내고 있는 것이고, 제②식 또는 제③식에서 산출된 금액은 제①식에서 산출된 금액과 대비하여 부실공시가 없었을 때의 정상적인 가격과 어느 정도의 차이를 나타내는지에 대한 비교수치이다.

셋째, 시장모델은 수시공시와 같이, 예를 들어 회계연도 기간 도중에 決算情報가 발표된다든지 혹은 다양한 시장의 다양한 정보 등 개별정보의 산별이 불가능하다는 점, 즉 시장모델은 시장 전체의 주가동향과 산업별 주가동향을 어느 정도 割増 혹은 割引하여 움직였는지를 파악하는 기능을 수행한다.

넷째, 시장모델을 이용하여 손해배상을 산정하는 경우 證明責任은 原告가 부담한다. 원고가 증명을 하기 위하여는 시장모델을 이용하여 산정한 손해배상액이 유효한 가설조건을 전제로

하였음을 밝혀야 한다.

다섯째, 시장모델에 필요한 α , β , R_m 와 같은 수치는 주식이 상장된 기업에 한하여 추출할 수 있다. 이 점 시장모델이 비상장기업 이사의 책임을 묻는 데 적합하지 않을 수 있음을 의미한다.

IV. 맺음말

증권거래법 제14조와 상법 제401조를 중심으로 부실표시로 인한 이사의 민사책임에 대하여 그 요건 및 손해배상의 범위를 검토하여 보았다. 검토의 결과 부실표시와 관련한 이사의 민사責任規定이 제 기능을 다하기 위해서는 약간의 법적 흠결이 보완되어야 하고, 이론적으로 재검토되어야 할 부분이 있음을 알 수 있었다. 그에 관한 주요 내용을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 증권거래법은 委任狀勸誘參考書類(동법시행령 제85조 제1항), 주주에 대한 營業報告書 및 언론을 통한 보도발표, 공개매수 의견표명보고서(증권거래법 제25조)를 부실표시의 책임대상서류 범위에 포함하고 있지 않다. 그러므로 이러한 서류에 중요한 사항에 관한 부실표시가 있는 경우에는 민법 제750조(불법행위책임) 및 상법 제401조(이사의 제3자에 대한 책임)에 의거하여 손해배상을 청구할 수 있다고 본다. 또한 상법 제401조의 책임의 근거가 되는 부실표시책임 대상서류와 관련하여 상법 제627조(부실문서행사죄)에서 열거하고 있는 株式請約書, 社債請約書, 事業計劃書, 株式 또는 社債의 募集에 관한 廣告 기타의 문서는 예시사항에 지나지 않는다고 본다.

둘째, 상법상 이사의 임무해태행위(동법 제401조)의 구체적 예시라고 볼 수 있는 제627조(부실문서행사죄)에서는 사업계획서 등의 기재누락에 대한 언급이 없으나, 증권거래법 제14조와 같이 기재누락의 경우에도 이사는 부실표시로 인한 책임을 부담한다.

셋째, 有價證券發行會社 이사의 면책요건인 상당한 주의(증권거래법 제14조)의 구체적 내용은 각 이사들의 직무내용 및 지위에 따라서 상이하다. 다만 직무연관성이 적은 이사일지라도 이사회에 참석하여 유가증권신고서 등의 기재의 정확성·신뢰성에 대하여 질문을 하고, 불명확한 점 혹은 의문이 있는 사항에 대하여는 관련사항을 조사하여 개선하도록 하여야 한다.

넷째, 代表理事가 아닌 이사가 부실기재를 발견한 때에 이사회에서 이의를 제기하고 대표이사에 대하여 중요한 부실기재가 없는 서류를 작성하여 금융감독위원회에 제출할 것을 요구하는 등 부실기재를 방지하기 위하여 상당한 주의를 기울여야 한다. 그러나 상당한 주의를 기울였다고 할지라도 부실기재가 있는 서류의 제출을 방지하지 못한 경우 해당 이사는 면책될 수 없다고 해석한다. 이사가 면책된다고 하면 증권거래법상 이사의 민사책임에 관한 규정이 형해화될 수 있기 때문이다.

다섯째, 이사가 주식청약서, 사채청약서 또는 채무제표 등의 허위표시에 관한 이사회 결의에 참석한 때에 상법 제401조 제3자에 대한 책임을 면하기 위해서는 그 결의에 이의를 제기한 기록이 의사록에 기재되어 있어야 한다.

여섯째, 증권거래법 제16조에서 정하는 提訴期間은 불법행위 및 일반채권의 시효기간 10년에 비하여 매우 짧다. 우리 법의 모범적 소재가 된 외국의 증권관련법제에서도 투자자보호를 보다 두텁게 하기 위하여 제소기간을 연장하고 있는 추세이다.

일곱째, 증권거래법 제16조에서는 부실표시로 인한 提訴期間이 경과한 경우에는 상법 제401조 이사의 제3자의 책임에 대한 다수설인 법정책임설을 취하여 10년의 消滅時效期間을 적용하여야 한다고 본다. 법정책임론을 취하는 것이 상법과 증권거래법을 균형 있게 해석하

는 것이며, 상법과 증권거래법의 관계가 一般法-特別法의 관계에 있음을 명확히 하는 것이라고 생각한다.

여덟째, 不實表示로 인한 손해배상액을 산정함에 있어서는 미국과 일본에서 논의되고 있는 시장모델(market model)을 이용하는 것이 합리적이라고 본다. 그것은 시장모델이 증권시장의 일반적 경향과 당해 기업이 속한 산업의 경향이 특정 기업의 주가에 미치는 영향을 분석·판단하여 부실표시로 인한 진정한 손해를 산정할 수 있기 때문이다. 그러므로 시장모델은 현행법상의 損害賠償算定方式을 개선하는 데 유용하다고 본다.

우리나라의 경우 증권거래와 관련하여 이사의 책임을 추궁한 사례는 그 밖의 사안을 근거로 이사의 책임을 추궁한 사례에 비하여 적다. 그 배경에는 증권취득자의 무관심, 민사책임규정의 예방적 역할, 부실표시 발견의 어려움, 법의 흠결 및 손해배상액·인과관계 증명의 어려움 등이 있을 것이다. 그러나 이사의 부실표시행위로 인하여 손해를 입은 투자자가 자기의 권리를 충분히 행사하지 않는 것은 자본시장의 장기발전 측면에서 결코 바람직하지 않다. 이 논문이 투자자들의 권리의식을 향상시키는 데 도움이 되고 우리 자본시장이 투명하게 되는 데 다소나마 일조하기를 기대한다.

참고문헌

강대섭, “증권시장에서의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관한 연구,” 고려대학교 박사학위논문, 1992.

김건식, 『증권거래법』, 제3판, 두성사, 2004.

김문환, “이사의 제3자에 대한 책임,” 『상사법논집』, 법문사, 1986.

김상규·이형규, “이사의 책임강화에 따른 대응방안에 관한 연구,” 『코협연구보고서 02-4』, 코스닥등록법인협의회, 2002.

곽윤직, 『채권각론』, 제6판, 박영사, 2005.

권중호 외, “증권손해배상책임의 실체법적 정비,” 『증권거래소연구용역보고서』, 한국증권법학회, 2003.

김정수, 『현대 증권법원론』, 박영사, 2002.

서완석, “증권거래법상의 부실표시에 관한 손해배상책임에 관한 연구,” 『기업법연구』, 제16집, 한국기업법학회, 2004.

서헌재, 『상법강의(상)』, 법문사, 2003.

이동신, “유가증권 공시서류의 부실기재에 관한 책임,” 『증권거래에 관한 제문제(상)』, 법원도서관, 2001.

이준섭, “증권집단소송의 도입과 증권거래법상 손해배상책임체계의 개선방안,” 『증권법연구』, 제4권 제2호, 한국증권법학회, 2003.

이병태, 『주식회사의 이사회제도』, 법원사, 1986.

이철송, 『회사법강의』, 제12판, 박영사, 2005.

임재연, 『증권거래법』, 개정2판, 박영사, 2004.

전삼현, “허위공시관련 증권집단소송의 쟁점,” 『상사법연구』, 제24권 제4호, 2006.

정찬형, 『상법강의(상)』, 제7판, 박영사, 2004.

최기원, 『신회사법론』, 박영사, 2005.

近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 『証券取引入門』, 商事法務研究, 2003.
龍田節, 『新版注釋會社法(6)』, 有斐閣, 1987.
神崎克郎·志谷匡史·川口恭裕, 『証券取引法』, 青林書院, 2006.
日本辯護士連合會消費者問題對策委員會 編, 『証券取引被害救済の手引』, 民事法研究會, 2001.
証券取引法研究會 編, “平成16年の証券取引等の改正,” 『別冊商事法』, No.290, 商事法務, 2005.
河本一郎·大武一郎, 『証券取引法讀本』, 有斐閣, 2005.

James D. Cox·Robert W. Hillman·Donald C. Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials, 5th ed., Aspen Publishers, 2004.
Larry D. Soderquist·Theresa A. Gabaldon, Securities Regulation, 5th ed., Foundation Press, 2003.
Louis Loss·Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, Aspen Publisher, 5th ed., 2004.
Richard W. Jennings·Harold Marsh·John C. Coffee·Joel Seligman, Securities Regulation Case and Materials, 8th ed., Foundation Press, 1998.
Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, 5th ed, West Group, 2002.
The Korean Journal of Securities Law, Vol. 7, No. 1, 2006

Accountabilities of Board of Directors over Misrepresentation of Documents : A Review of the Securities & Exchange Law and Commercial Law

Sung Keun O

ABSTRACT

The purposes of and the definitions employed in the Securities & Exchange Law and related regulations on direct transactions conducted in the market with respect to publicly traded firms are quite different from the purposes of and the definitions employed in the Commercial Law regulating business activities conducted by companies in general. Both laws are identical, however, in terms of having specific clauses on the duties and responsibilities of boards of directors over the issue of a firm's misrepresentation of facts on any documents that it deals with. This article is an attempt at finding the differences, if any, between the two laws in addressing the issue of duties and responsibilities of boards of directors over improper activities carried out by a third party, which in this case is the misrepresentation of facts on any of a firm's documents produced by an employee or employees other than themselves.

In order to do, a review is made of the two main aspects of the two laws:

1. What in general is construed as business impropriety and the accountability for it, and with what effects?
2. In what different ways can they be interpreted?

The research found that the two civil laws show, at least now, a number of legal and theoretical shortcomings that require further discussion and examination before one can expect them to fulfill their intended legal functions with respect to holding boards of directors accountable for misrepresentation of facts produced by other employees.

First, documents such as a stock solicitation, bond solicitation, business prospectus and/or advertisements and documents issued to attract investors into obtaining a firm's stocks and/or bonds as listed in Article 627 of the Commercial Law should be considered mere examples of the documents that are subject to legal accountability as defined in Article 401 of the Commercial Law, which means that there are also other documents that can be subject to the law.

Second, actual details involved in any specific case involving sufficient awareness and care taken by a member of a board of directors, which is defined in Article 14 of the Securities & Exchange Law as a necessary condition for legal exemption, can be quite different from others in terms of the duties and organizational status of the director in question. It is advised, however, that arrangements be made so that even a director with little relevance to an at-issue business document, such as a securities report, is required to play a role in addressing and improving the matter by attending the meetings of the board of directors and proactively providing his opinion.

Third, under the Securities & Exchange Law in its current form, there is a possibility that a member of a board of directors of a firm, other than its CEO, cannot be exempt from being held accountable for misrepresentation of a document if he has been somehow involved – even unknowingly – in letting it be published, even if he or she has provided sufficient attention and care to prevent such improprieties.

Fourth, in the event where a member of a board of directors has participated in a resolution that involves misrepresentation of facts in such documents as a stock solicitation, bond solicitation or balance sheet of the firm that he belongs to, there has to be some record in the official record of the meeting in particular that he or she has appealed for a resolution for him or her to be exempt completely from being held legally accountable for misrepresentation of facts conducted by a third party, as defined in Article 401 of the Commercial Law.

Fifth, for misrepresentation of facts in documents the statute of limitations, as defined in Article 16 of the Securities & Exchange Law, is quite short compared with that applied to illegal activities in general. It is also noteworthy that foreign countries show a tendency to expand the scope through their securities exchange-related laws.

Sixth, it is suggested that for a misrepresentation case that has passed the statute of limitations given by Article 16 of the same law, a ten-year statute of limitations should be applied based on the theory of law-defined accountability, which has been

supported by the majority of scholars with respect to Article 401 of the Commercial Law.

Finally, with respect to determining the amount of liability in monetary terms, it is advised that arrangements be made in the related communities for further discussion and possibly take advantage of the so-called market model, which is now under vigorous discussion in the USA and Japan.

Key words : misleading statement, registration statement, prospectus, defense of reasonable care, casual connection, bed faith, burden of proof, strict liability, statutes of limitations, out-of-pocket measure, market model

1) 정찬형, 『상법강의(상)』, 제7판(박영사, 2004), 875면.

2) 예를 들어 상법의 청약제도 등에 의한 발행공시와 증권거래법의 유가증권신고서 등에 의한 발행공시는 주식 또는 사채에 관한 정보의 공시라는 점에서 공통하지만 다음과 같은 차이점이 있다. ① 적용범위와 관련하여 상법의 규제는 주식과 사채가 새롭게 발행되는 모든 경우에 미치는 데 대하여 증권거래법의 규제는 다수의 일반투자자가 투자에 참가하고자 하는 경우에 정보를 공시함으로써 투자자를 보호하는 것을 목적으로 하므로 증권이 새롭게 발행된 경우일지라도 모집에 해당하지 않으면 공시를 요구하지 않는다. 반면 이미 발행된 증권에 관한 경우일지라도 매출에 해당하면 공시를 요구한다. ② 공시된 내용과 관련하여 상법의 규제는 증권의 형식적인 내용을 공시하게 하는 데 대하여 증권거래법의 규제는 증권의 실질적인 투자가치를 판단하는 데 필요한 자료·정보를 투자자에게 제공하는 것을 목적으로 한다. 그러므로 발행회사의 기업 내용에 관한 상세한 정보의 공시를 요한다. ③ 행정기관의 관여문제와 관련하여 상법의 규제에서는 행정기관이 관여하지 않는 데 대하여 증권거래법의 규제에서는 공시된 정보의 완전성 및 정확성에 관하여 행정기관이 심사하고 필요에 따라 시정을 요구할 수 있다(近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 『證券取引入門』(商事法務研究, 2003), 109-110면 참조).

3) 龍田節, 『新版注釋會社法(6)』(有斐閣, 1987), 312면 참조.

4) 이와 관련하여 이사의 책임을 긍정한 외국의 판례로는 浦和地法, 昭和 60年 4月 22日 判例タイムズ 第559號, 271면(허위의 문서 등을 이용하여 골프클럽회원으로 가입할 것을 권유한 사안에 관한 판례); 大阪地法昭和 61年 5月 28日 判例時報 第1214號, 127면(정기간행물과 일반 신문공고를 이용하여 투자자문을 받을 것을 권유한 사안에 관한 판례).

5) TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438(1976). 보다 상세한 내용은 Larry D. Soderquist·Theresa A. Gabaldon, Securities Regulation, 5th ed.(Foundation Press, 2003), pp.347-349 참조.

6) ①과 ②의 구체적 사례로는 대법원 1995. 6. 29 판결 95도467; 이밖에도 대법원 1994. 4. 26 판결 93도695 참조.

7) 神田秀樹監修·野村證券法務部編, 『注解證券取引法』(有斐閣, 1997), 1138면 참조; 證券法制研究會編, 『逐條解説證券取引法』(商事法務研究會, 1995), 699면 참조.

8) 日本辯護士連合會消費者問題對策委員會 編, 『證券取引被害救濟の手引』(民事法研究會, 2001), 139면 참조.

- 9) 龍田節, 앞의 각주 3)의 책, 311面 참조.
- 10) 대법원 2003. 3. 25 판결 2000도5712; 서울지법 2000. 11. 22 판결 99노11582.
- 11) 임재연, 『증권거래법』, 개정2판(박영사, 2004), 124면 참조.
- 12) 전삼현, “허위공시관련 증권집단소송의 쟁점,” 『상사법연구』, 제24권 제4호(한국상사법학회, 2006), 203면 참조.
- 13) 山村忠平, “取締役の對第三者責任,” 『企業法研究』, 第八四輯(1957), 10面 참조; 鹽田親文·吉川義春, “取締役の第3者に對する責任,” 『總合判例研究叢書商法(11)』(有斐閣, 1968), 233面 참조.
- 14) 山村忠平, 앞의 각주 13)의 논문, 35面 참조.
- 15) 龍田節, 앞의 각주 3)의 책, 311面 참조; 鹽田親文·吉川義春, 앞의 각주 13)의 논문, 235-236面 참조.
- 16) 서완석, “증권거래법상의 부실표시에 관한 손해배상책임에 관한 연구,” 『기업법연구』, 제16집(한국기업법학회, 2004), 216면; 한편 인과관계의 추정에 대한 상세한 내용은 이준섭, “증권집단소송의 도입과 증권거래법상 손해배상책임체계의 개선방안,” 『증권법연구』, 제4권 제2호(한국증권법학회, 2003), 26-28면 참조.
- 17) 강대섭, “증권시장에서의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관한 연구,” 고려대학교 박사학위논문, 1992, 75면.
- 18) 이동신, “유가증권 공시서류의 부실기재에 관한 책임,” 『증권거래에 관한 제문제(상)』(법원도서관, 2001), 380면 참조.
- 19) 김건식, 『증권거래법』, 제3판(두성사, 2004), 137면; 鈴木竹雄·河本一郎, 『證券取引法』(有斐閣, 1987), 228面.
- 20) 김건식, 앞의 각주 19)의 책, 137면; 임재연, 앞의 각주 11)의 책, 136면.
- 21) 임재연, 앞의 각주 11)의 책, 137면; 김건식, 앞의 각주 19)의 책, 137면; 河本一郎, “證券取引法の基本問題-民事責任を中心として-,” 『神戸法學雜誌』, 第21卷 第4號(神戸法學會, 1975), 245面 참조; 神崎克郎·志谷匡史·川口恭裕, 『證券取引法』(青林書院, 2006), 363面 참조. 다만 증권거래법상 상당한 주의의 면책항변과 관련하여 이사가 증권거래법 및 주식회사의외부감사에관한법률에 도입된 내부통제와 내부회계관리제도를 준수하는 경우 이를 상당한 주의의무의 이행으로 취급할 수 있을 것이다. 이들 내부통제체제에는 사업회사의 임원 및 종업원을 규율하는 법령·정관의 내용뿐만 아니라 업계의 규약·윤리규범 등을 포함하여 임원 및 종업원의 부정 혹은 법률위반행위를 방지하는 광범위한 내용을 담고 있다. 그러므로 이사가 내부통제체제에 따라 의견, 보고, 설명 및 결정 등의 정보를 얻고 이에 적정하게 대처하는 경우 상당한 주의의무를 다한 것으로 보아 이사의 과실책임이 부정되거나 혹은 경감될 수 있을 것이다.
- 22) 이동신, 앞의 각주 18)의 논문, 383면 참조; 神崎克郎, 『證券取引法』(青林書院, 1987), 284-285面 참조.
- 23) 神崎克郎, 앞의 각주 22)의 책, 285面 참조.
- 24) 河本一郎, 앞의 각주 21)의 논문, 244-245面 참조.
- 25) 神崎克郎·志谷匡史·川口恭裕, 앞의 각주 21)의 책, 364面 참조.
- 26) 대법원, 2002. 9. 24 판결 2001다9311, 9328. 이러한 판례의 태도는 미국 증권법 제 11조의 규정과 유사하다(이동신, 앞의 각주 18)의 논문, 382면 참조).
- 27) 河本一郎, 앞의 각주 21)의 논문, 246-247面 참조; 神崎克郎, “證券取引法上の民事責

- 任,” 『大森先生生還記念商法保險法諸問題』(有斐閣, 1975), 223-224面 참조.
- 28) 서헌제, 『상법강의(상)』(법문사, 2003), 851면. 그러나 우리나라의 다수설은 상법 제 401조상의 증명책임은 이사의 책임을 주장하는 자에게 있다고 한다(최기원, 『신회사법론』, 제12대정판(박영사, 2005), 662면; 정동윤, 『회사법』, 제6판(법문사, 2000), 448면; 채이식, 『상법강의(상)』, 개정판(박영사, 1996), 564면).
- 29) 龍田節, 앞의 각주 3)의 책, 320面 참조; 神崎克郎, 앞의 각주 22)의 책, 284面 참조.
- 30) 이동신, 앞의 각주 18)의 논문, 388면 참조; 渡邊豊樹, 『改正證券取引法解説』(商事法務研究會, 1971), 72面 참조.
- 31) 신영무, 『증권거래법』(서울대출판부, 1987), 239면; 김건식, 앞의 각주 19)의 책, 138면; 임재연, 앞의 각주 11)의 책, 138면; 神崎克郎·志谷匡史·川口恭裕, 앞의 각주 21)의 책, 359-363面 참조; 河本一郎·大武一郎, 『證券取引法讀本』(有斐閣, 2005), 76面 참조.
- 32) 이준섭, 앞의 각주 16)의 논문, 27면; 神崎克郎, 앞의 각주 22)의 책, 285面 참조; 志村治美, “證券取引法上の民事責任,” 『證券取引法大系』(商事法務研究會, 1986), 570面 참조.
- 33) 김건식, 앞의 각주 19)의 책, 140면 참조.
- 34) Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 5th ed.(West Group, 2002), p.368; James D. Cox·Robert W. Hillman·Donald C. Langevoort, *Securities Regulation Cases and Materials*, 5th ed. (Aspen Publishers, 2004), p.496.
- 35) 대법원 1985. 11. 15 판결 84다카2490; 대법원 1995. 1. 12 판결 94다21320.
- 36) 이병태, 『주식회사의 이사회제도』(법원사, 1986), 308면.
- 37) 矢澤淳, “違法配當と取締役の責任,” 『商法練習 I』(有斐閣, 1960), 170面.
- 38) 鹽田親文·吉川義春, 앞의 각주 13)의 논문, 225面.
- 39) 서헌제, 앞의 각주 28)의 책, 851면 참조; 龍田節, “不實の開示と取締役の責任—アメリカ證券法を中心として—,” 『法學論叢』, 第74卷 第4號(有斐閣, 1964), 20面 참조.
- 40) 김정수, 『현대증권법원론』(박영사, 2002), 155면; 김건식, 앞의 각주 19)의 책, 141면; 임재연, 앞의 각주 11)의 책, 139면.
- 41) 곽윤직, 『민법총칙』(박영사, 2001), 450면에 따르면 소멸시효기간과 제척기간을 판단·구별하는 표준에 대하여 학설은 조문의 문구가 「시효로 인하여」라고 되어 있는 경우는 언제나 소멸시효기간이라고 하고, 조문에 그러한 문구를 쓰지 않고 있으면 제척기간으로 해석하여야 한다는 데에 대체로 일치하고 있다. 다만 현행 민법 제146조는 취소권의 단기소멸에 관하여 「시효로 인하여」라는 표현을 쓰지 않고 「행사하여야 한다」고만 표현하고 있는데, 이 규정이 제척기간을 정하고 있다는 데에 이설이 없다. 한편 민법 제146조의 특별규정이라고 할 수 있는 제1024조 제2항에서 「시효로 인하여 소멸한다」고 하고, 제1075조 제2항은 동조를 준용하고 있는데, 이 규정들에 대하여는 소멸시효로 보는 견해와 제척기간으로 보는 견해가 대립하고 있다. 그 이유는 「시효로 인하여」라는 문구는 일응 구별의 표준이 된다고 할 수 있겠지만 절대적인 기준은 아니기 때문이다.
- 42) 神崎克郎·志谷匡史·川口恭裕, 앞의 각주 21)의 책, 360面; 河本一郎·大武一郎, 앞의 각주 31)의 책, 78面; 證券取引法研究會 編, “平成16年の證券取引等の改正,” 『別冊商事法務』, No.290(商事法務, 2005), 66-67面; 近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 앞의 각주 2)의 책, 176面.
- 43) *Lampf, Pleva, Lipkind & Prupis & Petigrow v. John Gilbertson*(501 U.S. 350, 1991). 이 판례에 관한 상세한 내용은 Larry D. Soderquist·Theresa A. Gabaldon, 앞의 각

주 5)의 책, pp.600-604 참조.

44) 동조에서는 위법한 행위 또는 거래에 대한 책임에 관하여 정하고 있다. 이에 따르면 동조의 규정에 의거하여 발생하는 책임을 추궁하기 위한 소송은 위반행위가 있었던 사실을 안 날로부터 1년, 위반행위가 있었던 날로부터 3년 이내에 제기하여야 한다(No action shall be maintained to enforce any liability created under this section, unless brought within one year after the discovery of the facts constituting the violation and within three years after such violation).

45) 동조에서는 허위 또는 오인을 유발시키는 기재사항의 제소기간을 정하고 있다. 이에 따르면 동 조항에 의하여 발생하는 책임을 추궁하기 위한 소송은 소송의 원인이 되는 사실을 안 날로부터 1년 이내 또는 당해 소송의 원인이 발생한 날로부터 3년 이내에 제기하여야 한다(No action shall be maintained to enforce any liability created under this section, unless brought within one year after the discovery of the facts constituting the cause of action and within three years after such cause of action accrued).

46) Johns Hopkins Univ. v. Hutton, 442 F.2d 1124, 1130(4th Cir. 1970); Badger v. Boulevard Bancorp, Inc., 970 F. 2d 410, 411-412(7th Cir. 1992); Davidson v. Wilson, 973 F.2d 1391, 1402(8th Cir. 1992). 1년간의 시효기간은 매수자 측에게 상당한 주의의무를 요구하는 기간을 말한다. 다만 1년간의 시효는 원고가 청구권의 존재를 완전히 알게 된 때에만 개시된다는 뜻이 아니다. 원고가 부실표시의 가능성에 관하여 調査認知(inquire note)의 상태에 있으면 족하다.

47) Maher v. J.R. Williston & Beane, Inc., 280 F. Supp. 133, 137(S.D.N.Y. 1967). 3년의 시효기간은 소송원인의 사실을 알게 된 날과 관계없이 절대적인 기간이다. 우리법상 제척기간에 해당한다고 볼 수 있다.

48) 대법원 1996. 8. 23 판결 95다33450.

49) 대법원 1993. 12. 21 판결 93다30402.

50) 대법원 1997. 9. 12 판결 96다41991.

51) Louis Loss·Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, 5th ed.(Aspen Publishers, 2004), p.1347.

52) 證券取引法研究會 編, 앞의 각주 42)의 논문, 66-67面; 神崎克郎·志谷匡史·川口恭裕, 앞의 각주 21)의 책, 374面.

53) 권종호 외, “증권손해배상책임의 실제법적 정비,” 『증권거래소연구용역보고서』 (한국증권법학회, 2003. 11), 45면 참조.

54) 민법 제766조에 의하면 불법행위에 의한 손해배상청구권은 피해자나 그 법정대리인이 그 손해 및 가해자를 안 날로부터 3년 동안 이를 행사하지 않으면 시효로 소멸한다(동조 제1항). 또한 불법행위를 한 날로부터 10년이 지나면 역시 소멸한다(동조 제2항). 이 규정에 대하여 우리나라의 학설은 3년은 소멸시효기간, 10년은 제척기간으로 보는 데 대체로 일치하고 있다. 이에 관한 상세한 내용은 박윤직, 『채권각론』, 제6판(박영사, 2005), 472-473면; 김상용, 『채권각론(하)』 (법문사, 1998), 481면 참조.

55) 그러나 대법원은 민법 제766조의 규정을 소멸시효기간으로 보고 있다(대법원 1993. 7. 23 판결 93다357).

56) 김건식, 앞의 각주 19)의 책, 130면; 이와 관련한 논의에 대하여 상세한 내용은 이준섭, 앞의 각주 16)의 논문, 41면 이하 참조.

- 57) 임재연, 앞의 각주 11)의 책, 145면 참조.
- 58) 이에 관한 상세한 내용은 김상규·이형규, “이사의 책임강화에 따른 대응방안에 관한 연구,” 『코협연구보고서 02-4』 (코스닥등록법인협회, 2002), 55-56면 참조.
- 59) 왜냐하면 이사의 책임의 소멸시효기간은 민법 제162조에서 정하는 일반채권과 같기 때문이다(이철송, 『회사법강의』, 제12판(박영사, 2005), 610면; 정찬형, 앞의 각주 1)의 책, 877면.
- 60) 광윤직, 앞의 각주 54)의 책, 472-473면; 김상용, 앞의 각주 54)의 책, 481면 참조.
- 61) 이병태, 앞의 각주 36)의 책, 298면.
- 62) 鹽田親文·吉川義春, 앞의 각주 13)의 논문, 245-247면 참조.
- 63) 이철송, 앞의 각주 59)의 책, 606면 참조.
- 64) 최기원, 앞의 각주 28)의 책, 669면; 이철송, 앞의 각주 59)의 책, 609면; 김상규·이형규, 앞의 각주 58)의 보고서, 55면; 김문환, “이사의 제3자에 대한 책임,” 『상사법논집』 (법문사, 1986), 177면.
- 65) 김상규·이형규, 앞의 각주 58)의 보고서, 55면.
- 66) 손해액의 산정에 관한 입법론적 검토 등에 대하여는 이준섭, 앞의 각주 16)의 논문, 38-41면, 58-59면 참조.
- 67) Thomas Lee Hazen, 앞의 각주 34)의 책, pp.625-626; Louis Loss·Joel Seligman, 앞의 각주 51)의 책, p.1186.
- 68) Harris v. Union Electric Co., 479 U.S. 823, 107 S.Ct. 94, 93 L.Ed.2d 45(1986); Biben v. Card, 789 F.Supp. 1001(W.D.Mo. 1992); Jsroslawicz v. Engelhard Corp. 724 F.Supp. 294(D.N.J. 1989).
- 69) Thomas Lee Hazen, 앞의 각주 34)의 책, pp.625-626.
- 70) 미국 증권법의 주요 case book에서도 시장모델(market model)이 소개되고 있다. 예를 들면 Richard W. Jennings·Harold Marsh·John C. Coffee·Joel Seligman, Securities Regulation Case and Materials, 8th ed.(Foundation Press, 1998), pp.1382-1390. 또한 일본에서도 시장모델(market model)의 입법화에 대한 논의가 이루어지고 있다(證券取引法研究會 編, 앞의 각주 42)의 논문, 58면).
- 71) 증권시장에서 주식의 價格計算을 어떻게 할 것인가를 설명하는 이론적 모델로서 자본자산평가모델(Capital Asset Pricing Model, CAPM)이 있다. 이는 재무경제학에서 널리 이용되고 있다. 이 모델의 산식은 $R=(1-\beta)R_f+\beta R_m$ (R_f : 무위험자산의 수익률)으로 나타낼 수 있다. 다만 이 모델은 거래비용을 균일하게 0으로 하여 주식의 가격계산을 모델화한 것이므로 시장이론과는 성질이 다르다.
- 72) α , β 의 가격을 산출할 때에는 예를 들어 과거 3년 또는 5년간의 주별 또는 월별 평균 주가를 기본적인 데이터로 삼아 산출할 수도 있을 것이다.
- 73) 매입자가 사기에 의하여 매도자로부터 취득한 증권을 전매하여 이익을 얻은 경우에 매입자의 전매이익을 손해배상으로 매도자에게 지급하도록 하는 방식이다. 다만 원고와 피고 간의 계약관계가 있는 경우에 적용 가능한 방식이다(James D. Cox·Robert W. Hillman·Donald C. Langevoort, 앞의 각주 34)의 책, pp.698-699).
- 74) 피고에 의하여 부실표시된 가치와 진실한 가치의 차액을 배상시키는 방식으로 계약법에서 유래한다. 이 방식이 실제 적용 가능한 것은 공개매수와 위임장권유의 경우이다(James D. Cox·Robert W. Hillman·Donald C. Langevoort, 앞의 각주 34)의 책, p.699).