

증권의 발행 시 정보제공의무에 관한 연구

A Study on the Duty of Information Provision in Issuing Securities

김 대 수*
Kim, Dae-Soo

목 차

- I. 들어가며
- II. 증권 발행과 정보제공의무
- III. 발행인의 정보제공의무 위반 시 손해배상책임
- IV. 주요 쟁점별 입법적 개선의견
- V. 맺으며

국문초록

불특정 다수투자자들을 상대로 자금을 조달하기 위하여 증권을 모집이나 매출하는 경우 무엇보다도 중요한 것은 발행인과 투자자 사이의 정보의 불균형을 해소하도록 투자자에게 제대로 정보제공이 이루어져야 한다. 이에 투자자들은 정보를 바탕으로 합리적인 투자의사를 결정하고 그 결과에 대해 책임을 진다. 그렇지만 발행인은 적시에 정확한 정보를 제공하지 않아, 정보제공의무를 위반하거나 금융투자업자의 불완전판매로 인하여 정보의 열위에 있는 다수 투자자들은 부당하게 손해를 입을 수 있다. 이에 자본시장법은 발행인의 증권 모집·매출 시 정보의 비대칭을 해소하여 투자자를 보호하고, 공정하고 건전한 자본시

논문접수일 : 2020. 04. 01.
심사완료일 : 2020. 04. 23.
게재확정일 : 2020. 05. 14.

* 법학박사 · 한국예탁결제원

장의 발전을 위하여 발행인에게 정보제공의무를 규정하고, 발행인이 정보제공의무를 위반한 경우 손해배상책임을 지도록 하여 정보제공의무의 이행을 강제하고 있다. 또한 손해배상책임은 민법의 일반손해배상책임과는 달리 입증책임의 전환, 손해액의 추정 등의 손해배상의 법리를 구성하여 투자자 보호를 강화하고 있다.

오늘날 증권시장에는 복잡하고 다양한 조건의 증권상품들이 지속적으로 출현되어 투자자의 투자기회는 확대되지만 투자위험은 더욱 커지고 있다. 따라서 발행인의 정확한 정보의 제공과 책임은 투자자 보호와 건전한 증권시장의 발전을 위해 중요성이 더욱 커지고 있다. 이에 부응하여 발행인의 잘못된 정보제공으로 지는 손해배상책임제도는 실질적인 투자자 보호를 위해 법제적인 측면에서 개선할 여지가 있다.

이에 본 고에서는 증권발행에 있어서 정보제공의무와 그 의무 위반에 따른 손해배상책임에 대하여 학설과 판례를 비교·분석하고, 필요 시 외국의 입법례를 참고하여 살펴보고, 몇 가지 쟁점에 대한 입법적 개선의견을 제시한다.

주제어 : 자본시장법, 정보제공의무, 투자자보호, 증권의 모집·매출, 손해배상책임

1. 들어가며

일반적으로 증권시장에서 투자자들은 정보를 신뢰하고 증권거래를 한다. 정보는 증권의 가치에 반영되어 투자결정이 이루어지고 가격을 형성하게 하여 투자손익을 결정하므로 투자자는 정보에 근거하여 올바르게 투자결정을 판단하여야 한다. 불특정 다수투자자들을 상대로 자금을 조달하기 위하여 증권을 모집이나 매출하는 경우 무엇보다도 중요한 것은 발행인과 투자자 사이의 정보의 불균형을 해소하도록 투자자에게 제대로 정보제공이 이루어져 한다. 이에 투자자들은 정보를 바탕으로 합리적인 투자의사를 결정하고 그 결과에 대해 책임을 진다. 그렇지만 발행인이 적시에 정확한 정보를 제공하지 않아 정보제공의무를 위반하거나 금융투자업자의 불완전매매로 인하여 정보의 열위에 있는 다수 투자자

들은 커다란 손해를 입을 수 있다.

따라서 발행인은 성공적으로 자금을 조달하고 투자자는 합리적인 판단으로 투자결정하여 투자위험을 최소화하는 공정한 거래가 되도록 발행인은 정보제공의무를 제대로 이행하여야 하며, 그 의무를 위반한 경우 손해를 입은 투자자가 온전한 배상을 받을 수 있도록 손해배상책임의 실효성 있는 규율이 투자자 보호 관점에서 더욱 필요하다.

이하에서는 증권발행 시 정보제공의무에 대한 일반론과 발행인이 그 의무를 위반하여 지는 손해배상책임에 대해 면밀하게 살펴본 후 주요 쟁점에 대한 입법적 개선의견을 제시하고자 한다.

II. 증권발행과 정보제공의무

1. 정보제공의무의 의의

일반적으로 정보제공의무는 정보량의 차이가 있는 당사자가 계약을 체결하는 경우 보다 많은 정보를 가지고 있는 일방 당사자가 상대방이 모든 정보를 충분히 알고 나서 계약체결을 결정할 수 있도록, 상대방에게 계약체결의 의사결정을 좌우할 수 있는 중요한 사항에 관한 정보를 제공하는 의무를 말한다.¹⁾²⁾ 이는 계약관계를 채권자와 채무자의 상호대립관계로 보는 전통적인 계약관에서 근본적인 전환을 시도하여 채권자와 채무자가 공동이익을 추구하는 협력관계로 포착함으로써 등장한 이론이다.³⁾ 계약의 당사자는 스스로 계약에 관한 필요한 정보를 수집하고 분석한 후 계약을 체결하여 자신의 이익을 지켜야 하므로 상대

1) 송오식, “소비자계약에서 정보제공의무”, 전남대법학연구소, 법학논총, 제29집 제1호, 2009, 85면; 윤테영, “투자계약에서의 정보제공의무 위반에 대한 손해배상책임”, 민사법이론과 실무학회, 민사법이론과 실무, 2011, 93면.

2) 특히 소비자계약에서는 사업자로부터 물품이나 서비스를 구매 또는 이용하고자 하는 소비자들에게 구매결정을 위해 필요한 정보를 제공해 주도록 사업자에게 부과되는 의무를 정보제공의무라고 정의한다.

3) 이상욱, “프랑스에서의 계약상 정보제공의무”, 영남대 법학연구소, 영남법학, 제1권 제1호, 1994, 98면.

방이 정보를 제공하지 않더라도 원칙적으로 법률상 문제는 되지 않는다. 그러나 계약자유 원칙은 계약체결과정에 있어서 정보력 및 분석력에 있어서 계약당사자가 서로 대등해야 보장되는데, 현대 경제사회는 상품 및 거래내용이 매우 복잡하고 다양하여 계약의 당사자 중 일방은 지식이나 정보의 수집 및 분석에서 상당히 열등한 위치에 있는 경우가 대부분이어서 계약자유 원칙은 실질적으로 보장되지 않는다.

따라서 정보량이 많은 대기업 등 전문가와 정보량이 부족한 비전문가인 일반 소비자 사이의 거래에 있어서는 일반소비자의 정당한 이익을 보장하기 위한 방향으로 법제가 마련되어야 하고 법해석이 이루어져야 한다. 다양하고 전문화된 현대사회에서는 사적 자치의 원칙을 바탕으로 한 계약자유 원칙은 계약공정 내지 계약정의에 의하여 수정되어야 하는 것이 합리적이다.⁴⁾

증권시장에서 정보는 현재 또는 미래에 있을 증권거래의 의사결정과 행동에 변화를 줄 수 있는 가치가 있는 지식과 자료이다. 증권투자자들은 개별종목의 취득이나 포트폴리오 구성 등 증권투자에 관한 의사결정을 할 경우 투자목적에 부합할 수 있는 정확한 증권정보가 필요하다. 증권의 발행인은 정보의 약자인 일반투자자가 합리적인 판단을 하여 투자결정할 수 있도록 일반투자자에게 정보를 제공하여야 한다. 자본시장법과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다.)은 증권의 발행인에게 계약체결을 좌우하는 중요한 정보의 제공의무⁵⁾와 그 의무를 위반한 경우 지는 책임에 관하여 규정하고 있다.

2. 정보제공의무의 당사자

가. 정보제공의무자

발행인은 자금을 조달할 목적으로 증권을 발행하여 투자자 및 증권시장에 증

4) 최상호, “계약상의 정보제공의무에 관한 연구”, 경북대 법학연구원, 법학논고, 제9집, 1993, 64면.

5) 정보제공의무는 설명의무, 고지의무, 통지의무, 조연의무 등의 유사개념과 혼재되어 사용되고 있다. 이에 따라 본 고에서는 유사개념들을 구별하지 않고 현대정보사회에 부합하는 정보제공의무라는 용어를 사용한다.

권을 공급하는 자이다. 여기에는 기업을 비롯하여 정부·지방자치단체·비영리단체·특수법인 등이 포함되는데, 주식은 주로 기업이 발행하며, 채권은 정부·지방자치단체·비영리단체·특수법인이 주로 발행한다. 자본시장법상 모집·매출하는 증권(제119조 제1항)은 증권을 발행하였거나 발행하고자 하는 자를 말한다(제9조 제10항). 여기서 증권을 발행하고자 하는 자는 증권 발행을 제안하는 자를 일컫는데,⁶⁾ 법인을 설립하는 경우에는 설립 중인 법인이 해당한다. 증권을 발행하고자 하는 자는 자본시장법상 자연인은 증권을 발행할 수 없으므로 법인에 한정된다. 또한 증권(제119조 제1항)의 발행인으로서 외국인(제9조 제16항)은 외국정부, 외국지방자치단체, 외국공공단체, 외국법령에 따라 설립된 외국기업 등이 해당한다(제9조 제16항). 집합투자증권의 경우는 집합투자기구가 발행인이다(제119조 제3항).⁷⁾

자본시장법에서 증권(제119조 제1항)의 모집은 기본적으로 50인 이상의 투자자를 대상으로 하여 신규로 발행되는 증권에 대하여 취득의 청약을 권유하는 행위⁸⁾를 말하며(제9조 제7항), 증권(제119조 제1항)의 매출은 기본적으로 유가증권시장 또는 코스닥시장(다자간매매체결시장 포함) 밖에서, 50인 이상의 투자자를 대상으로 하여 이미 발행된 증권에 대하여 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유하는 행위를 말한다(제9조 제9항).⁹⁾ 증권(제119조 제1항)의 발행인은 투자자들이 청약할 수 있도록 청약의사결정에 필요한 모든 정보들을 제공하여야 한다. 이러한 정보들은 증권신고서, 투자설명서 등을 통하여 제공된다.¹⁰⁾ 증권신고서의 제출의무자는 모집 또는 매출

6) 黒沼悦郎, 「金融商品取引法入門」, 日本經濟新聞出版社, 2018, 31頁.

7) 현실적으로 집합투자기구는 형식상의 법인이므로 집합투자업자가 증권신고서를 제출한다.

8) 자본시장법상 청약의 권유는 청약을 하도록 유인하는 행위로 민법상 청약의 유인에 해당된다. 청약의 유인은 그 유인을 받은 자가 한 의사표시가 청약이 되고, 청약을 유인한 자가 승낙을 하여야만 계약이 성립하는 점에서 청약과 구별된다(곽윤지, 「채권각론(민법강의Ⅳ)」, 박영사, 2011, 42면; 김준호, 「계약법」, 법문사, 2011, 103면). 다만 자본시장법상 청약의 권유행위는 권유자가 제시한 조건에 부합하는 청약이 있으면 항상 승낙을 한 것으로 간주하겠다는 조건부 권유행위이므로, 권유자로부터 청약의 권유를 받은 자 중 특정인이 예정된 수량·가격·기간 등의 조건으로 취득하겠다는 청약을 하면 그 즉시 권유자가 승낙의 의사표시를 한 것으로 간주되어 매매가 성립한다.

9) 발행인은 증권을 모집·매출이나 사모하는 경우 전문적인 지식과 조직을 가진 증권회사 등 인수기관에 사무를 위탁한다.

10) 실제 시장에서는 전자문서방식으로 모든 정보가 제공되고 있다(자본시장법 제436조 제1항). 이를 전자공시제도라고 하는데, 현재 금융감독원의 DART 전자공시시스템과 한국거래소의 KIND 시스템이 운영되고 있다. 이 외에 한국예탁결제원은 발행인으로부터 새로 증권 등을

하려는 증권의 발행인으로 증권의 모집가액 또는 매출가액이 10억원 이상인 경우 해당한다(제119조 제1항), 구체적으로 살펴보면 ① 모집 또는 매출하려는 증권의 모집가액 또는 매출가액과 해당 모집일 또는 매출일부터 과거 1년 동안 이루어진 증권의 모집 또는 매출로서 그 신고서를 제출하지 아니한 모집가액 또는 매출가액[소액출자자¹¹⁾(그 증권의 발행인과 인수인은 제외)가 제178조에 따른 장외거래 방법에 따라 증권을 매출하는 경우에는 해당 매출가액은 제외) 각각의 합계액이 10억원 이상인 경우 ② 청약의 권유를 하는 날 이전 6개월 이내에 해당 증권과 같은 종류의 증권에 대하여 모집이나 매출에 의하지 아니하고 청약의 권유를 받은 자를 합산하면 50인 이상이 되어 공모에 해당하는 경우에는 그 합산의 대상이 되는 모든 청약의 권유 각각의 합계액이 10억원 이상인 경우이다(자본시장법시행령 제120조 제1항). 반면에 증권을 사모발행하는 경우와 10억원 기준에 미달하는 모집·매출은 증권신고서의 제출이 면제된다(자본시장법 제130조).¹²⁾ 그리고 자본시장법은 발행인과 증권에 대하여 이미 충분히 공시되어 있다고 볼 수 있거나 발행인의 신용이 높아 투자자 보호에 문제가 없는 경우(제118조)¹³⁾, 발행인 및 같은 종류의 증권에 대한 정보가 시장에 충분히 알려져 있는 경우 등 일정한 요건을 모두 충족하는 경우(제119조 제6항, 동법시행령 제124조의2), 온라인소액투자중개의 방법으로 15억원 이하의 증권을 모집하는 경우(제117조의 10 제1항)에 증권신고서 제출을 면제해 주고 있다.

증권의 모집 또는 매출하는 발행인은 증권신고서 외에도 투자설명서를 작성

발행하는 경우 그 증권 등의 종류, 발행회사, 권종 및 번호, 발행가액총액, 발행조건 등을, 압류·가압류 또는 가처분의 명령에 관한 통지를 받거나 도난·분실 또는 멸실된 증권 등에 대한 사고신고를 접수한 경우 그 증권 등의 종류, 사고신고를 한 자의 성명 및 주소 등을 지체 없이 통보받아 SEIBRO(증권정보포털)로 통하여 공표하고 있다(자본시장법 제323조).

- 11) 해당 법인이 발행한 지분증권총수의 100분의 1에 해당하는 금액과 3억원 중 적은 금액 미만의 지분증권을 소유하는 자(법 제159조제1항 본문에 따른 사업보고서 제출대상 법인의 경우에는 지분증권총수의 100분의 10 미만의 지분증권을 소유하는 자를 말한다)를 말한다. 다만, 그 법인의 최대주주 및 그 특수관계인은 소액출자자로 보지 아니한다(자본시장법시행령 제120조 제2항).
- 12) 10억원 미만인 경우(소액공모)에는 증권신고서 대신 소액공모 공시서류만 제출하면 된다.
- 13) 자본시장법 제118조에 의하면 “국채증권, 지방채증권, 한국은행법 등 대통령령으로 정하는 법률에 따라 직접 설립된 법인이 발행한 채권, 그 밖에 다른 법률에 따라 충분한 공시가 행하여지는 등 투자자 보호가 이루어지고 있다고 인정되는 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권”에 관하여는 증권신고서를 적용하지 아니한다.

하여 정보를 제공하여야 한다.

또한 한국예탁결제원의 예탁대상증권 중 새로 증권 등을 발행하는 경우 발행 정보 및 예탁증권 등에 관한 권리행사정보의 통지의무자는 발행인이다(제323조 제1항, 제314조 제6항). 예탁결제원이 예탁적격증권으로 지정한 예탁증권 중 새로 증권 등을 발행하는 발행인이 정보제공자이며, 예탁결제원이 예탁자로부터 예탁받은 증권 등 중 권리행사가 발생한 증권 등의 발행인이 권리행사정보의 제공자이다. 또한 상법 제354조에 따라 주주명부폐쇄기간 또는 기준일을 정한 경우는 예탁증권 등 중 주권의 발행인이 정보제공자이다(제315조 제3항).

증권의 발행인은 증권을 모집·매출할 때 투자자의 투자판단에 필요한 중요한 정보를 적시에 제공하도록 손해배상책임 외에 과징금 부과, 징역과 벌금 등과 같은 행정·형사 제재를 받고 있다(자본시장법 제125조 제1항, 제429조, 제444조 등).

나. 정보제공대상자

투자자는 금융투자상품의 다양화 등으로 투자의 기회는 많지만 금융투자업자와 투자자 사이의 정보의 비대칭으로 투자위험도 더 커지고 있다. 증권시장에서 정보의 비대칭을 해소하여 공정한 거래가 이루어지도록 투자자에게 정보가 제공되어야 한다. 증권 모집이나 매출의 경우 투자자는 청약하기 위해 증권 발행인으로부터 투자판단에 필요한 충분한 정보를 제공받아야 하는 상대방이다.

자본시장법은 투자자를 위험감수능력여부에 따라 투자위험을 감수할 능력이 있는 전문투자자(제9조 제5항)¹⁴⁾와 상대적으로 부족한 일반투자자(제9조 제6

14) 전문투자자들은 국가, 한국은행, 대통령령으로 정하는 금융기관, 주권상장법인, 그 밖에 대통령령이 정하는 투자자로 구분한다(자본시장법 제9조 제5항). 금융기관은 대통령령으로 정하는 금융기관으로 은행, 보험회사, 금융투자업자, 증권금융회사, 종합금융회사, 자금중개회사, 금융지주회사, 여신전문금융회사, 상호저축은행 및 그 중앙회, 그 밖에 이에 준하는 외국금융기관(자본시장법 제9조 제5항 제3호, 동법시행령 제10조 제2항)을 전문투자자의 범위에 포함시키고, 그 밖에 대통령령으로 정하는 투자자로 예금보험공사, 한국자산관리공사 등 특별한 법률에 의하여 설치된 공공기관, 협회, 예탁결제원과 거래소, 금융감독원, 집합투자기구, 지방자치단체, 그리고 이른바 자발적 전문투자자 등을 전문투자자로 분류하고 있다(자본시장법

항)로 구별하여 차별적으로 보호하고 있다. 이는 투자자 보호 규제를 일반투자자의 투자에 대하여 집중하고 전문투자자에 대하여는 완화하여 금융투자업자에 대한 규제의 효율성을 제고하기 위한 목적이다. 자본시장법에는 증권의 모집 또는 매출할 때에는 증권신고서, 투자설명서 등을 공시하여야 하며(제119조, 제123조), 증권발행 후에도 투자자의 투자판단에 영향을 끼치는 정보를 정기 및 수시로 공시하여야 한다(제159조, 제161조). 또한 일반투자자를 상대로 하는 금융투자업자의 영업에는 적합성의 원칙과 적정성 원칙, 그리고 설명의무가 준수 되도록 규정(제46조, 제46조의2, 제47조)하고 있는 반면 전문투자자에게는 적용되지 않는다. 그리고 부당권유 금지(제49조), 불공정거래행위나 공시위반으로 인한 피해의 경우에는 일반투자자와 전문투자자에게 동일하게 모두 적용된다.

한편 금융투자업자의 영위와 관련하여 전문투자자만을 대상으로 하는 약관을 제정·변경하는 경우에는 금융위원회에 사전 신고하지 않고 약관의 제정·변경 후 7일 이내에 금융위원회와 금융투자협회에 보고하면 된다(자본시장법 제56조 제1항 단서 4호). 그리고 자본시장법은 증권신고의 효력이 발생한 증권을 취득하고자 하는 자에게는 적합한 투자설명서를 미리 교부하지 아니하면 그 증권을 취득하게 하거나 매도하여서는 안되고, 전문투자자 기타 연고자들에게는 투자설명서의 교부의무를 면제하고 있다(제124조, 시행령 제132조).

3. 정보제공의무의 대상정보

발행인과 투자자 사이의 정보의 불균형을 해소하기 위하여 자본시장법은 발행인이 증권을 발행하기 위하여 정보의 제공내용과 제공방법 등에 관하여 구체적으로 규정하고 있다. 발행인은 증권을 모집 또는 매출하는 경우 증권신고서와 투자설명서¹⁵⁾ 등을 제공하여야 한다. 또한 예탁대상증권 등의 경우 새로 증권등을 발행하면 그 증권 등의 종류, 발행조건 등 증권의 발행정보를 발행인은 예탁결제원이 공표하도록 지체없이 제공하여야 한다(제323조 제1항).

제9조 제5항 5호, 동법시행령 제10조 3호).

15) 본 고에서는 증권신고서와 투자설명서에 대해서만 주요 정보대상으로 다루고자 한다.

가. 증권신고서

증권신고서(Registration Statement)는 발행인이 증권 모집 또는 매출의 내용과 증권 발행인에 관한 사항을 일정한 형식에 따라 작성한 서류로서 모든 청약권유의 근간이 되는 공시서류이다. 자본시장법은 발행인은 증권 모집가액 또는 매출가액 각각의 총액이 10억원 이상인 경우, 그 모집 또는 매출에 관한 신고서를 금융위원회에 제출하여 수리되어야만 그 증권 모집 또는 매출을 할 수 있도록 규정하고 있다(제119조 제1항).

자본시장법에서 증권신고서 제도를 도입한 것은 발행인과 발행되는 증권에 대한 정확하고 완전한 정보를 투자자들에게 제공함으로써 투자자가 신규로 발행되거나 매도되는 증권에 대하여 사전에 충분한 정보를 갖고 투자판단을 할 수 있도록 발행인과 투자자 사이에 발생할 수 있는 정보의 격차를 해소하는 것을 기본적인 취지로 한다. 자본시장법이 증권신고서를 요구하는 것은 상법상의 주식청약서¹⁶⁾나 사채청약서¹⁷⁾에는 당해 증권발행에 관한 기본적인 사항만을 기

- 16) 주식청약서의 기재사항은 상호, 회사가 발행할 주식의 총수, 액면주식을 발행하는 경우 1주의 금액, 주주에게 배당할 이익으로 주식을 소각할 것을 정한 때에는 그 규정, 납입을 맡을 은행 기타 금융기관과 납입장소, 명의개서대리인을 둔 때에는 그 성명·주소 및 영업소, 신주의 종류와 수, 신주의 발행가액과 납입기일, 무액면주식의 경우에는 신주의 발행가액 중 자본금으로 계상하는 금액, 신주의 인수방법, 현물출자를 하는 자의 성명과 그 목적인 재산의 종류, 수량, 가액과 이에 대하여 부여할 주식의 종류와 수, 액면미달발행한 경우에는 그 발행조건과 미상각액(未償却額), 주주에 대한 신주인수권의 제한에 관한 사항 또는 특정한 제삼자에게 이를 부여할 것을 정한 때에는 그 사항, 주식발행의 결의연월일 등이다(상법 제420조 참조).
- 17) 사채청약서의 기재사항은 회사의 상호, 자본금과 준비금의 총액, 최종의 대차대조표에 의하여 회사에 현존하는 순재산액, 사채의 총액, 각 사채의 금액, 사채발행의 가액 또는 그 최저가액, 사채의 이율, 사채의 상환과 이자지급의 방법과 기한, 사채를 수회에 분납할 것을 정한 때에는 그 분납금액과 시기, 채권을 기명식 또는 무기명식에 한한 때에는 그 뜻, 채권을 발행하는 대신 전자등록기관의 전자등록부에 사채권자의 권리를 등록하는 때에는 그 뜻, 전에 모집한 사채가 있는 때에는 그 상환하지 아니한 금액, 사채모집의 위탁을 받은 회사가 있는 때에는 그 상호와 주소, 사채관리회사가 있는 때에는 그 상호와 주소, 사채관리회사가 사채권자집회결의에 의하지 아니하고 제484조 제4항 제2호의 행위를 할 수 있도록 정한 때에는 그 뜻, 위탁을 받은 회사가 그 모집액이 총액에 달하지 못한 경우에 그 잔액을 인수할 것을 약정한 때에는 그 뜻, 명의개서대리인을 둔 때에는 그 성명·주소 및 영업소이며(상법 제474조 참조), 그 외에 청약기간, 청약증거금, 청약취급처, 사채대금납입기일, 사채대금 납입은행, 채권원리금지급장소, 채권등록발행 등이 임의기재사항이다(김대수, 「증권등록제도 이론과 실무」, 한국예탁결제원, 2014, 24-25면).

재 하고 있어 실제 투자자보호에는 한계가 있으므로 발행회사의 재무와 비재무 적 상황 등 발행인과 발행되는 증권에 대한 정보를 투자자에게 제공하도록 하여 투자자를 보호하기 위한 것이다.¹⁸⁾ 증권신고서제도는 자본시장법상 발행공 시의 핵심을 이루고 있다.

증권신고서에는 증권의 모집 또는 매출과 관련하여 투자자의 투자 의사 결정에 필요하다고 판단되는 모든 정보사항이 기재되어 제공된다.

증권신고서의 세부정보에 대하여 살펴보면 증권신고서는 해당 증권의 ① 모집 또는 매출에 관한 사항, ② 발행인에 관한 사항 ③ 첨부서류로 구성되어 있다.

① 모집 또는 매출에 관한 사항으로는 모집 또는 매출에 관한 일반사항, 증 권의 권리내용, 증권의 취득에 따른 투자위험요소, 증권의 기초자산에 관한 사 항, 증권에 대한 인수인의 의견, 주권 비상장법인의 직접공모에 관한 신고서를 제출하는 경우에는 증권분석기관의 평가의견, 자금의 사용목적 등이 있다(자본 시장법시행령 제125조 제1항 제2호).

② 발행인에 관한 사항으로는 회사의 개요, 사업의 내용, 재무에 관한 사항, 회계감사인의 감사의견, 이사회 등 회사의 기관 및 계열회사에 관한 사항, 주주 에 관한 사항, 임원 및 직원에 관한 사항, 이해관계자의 거래내용 등이 있다(자 본시장법시행령 제125조 제1항 제3호). 또한 자본시장법에 의하면 증권신고서 에는 발행인의 미래의 재무상태나 영업실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항 중 ① 매출규모·이익규모 등 발행인의 영업실적, 그 밖의 경영성과에 대 한 예측 또는 전망에 관한 사항 ② 자본금규모·자금흐름 등 발행인의 재무상태 에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항 ③ 특정한 사실의 발생 또는 특정한 계획 의 수립으로 인한 발행인의 경영성과 또는 재무상태의 변동 및 일정시점에서의 목표수준에 관한 사항 ④ 그 밖에 발행인의 미래에 대한 예측 또는 전망에 관 한 일정한 사항이 해당한다(제119조 제3항).

③ 첨부서류에는 정관 또는 이에 준하는 서류, 증권발행을 결의한 주주총회 또는 이사회 의사록의 사본, 법인등기부등본, 증권의 인수계약을 체결한 경우에 는 그 계약서의 사본인 인수계약서 사본, 지분증권·증권예탁증권·파생결합증권

18) 김구환, 「자본시장법실무」, 법률서원, 2011, 470면.

을 증권시장에 상장하려는 경우에는 거래소로부터 그 증권이 상장기준에 적합하다는 확인을 받은 상장예비심사결과서류(코넥스시장에 상장하려는 경우에는 상장심사 결과서류) 등 이다(자본시장법시행령 제125조 제2항).

나. 투자설명서

투자설명서(Prospectus)는 모집 또는 매출하는 증권의 청약을 권유하기 위하여 투자자에게 해당 증권의 발행과 관련한 내용을 설명하고 교부하기 위해 작성하는 투자권유문서이다. 하지만 자본시장법은 투자설명서에 대한 정의를 내리고 있지 않고 있어 해석에 의하여 투자설명서의 개념을 정의하고 있는 바, 법령에 투자설명서는 표제부와 본문으로 구분하여 그 기재사항이 규정(제123조 제1항, 동법시행령 제131조 제1항, 제2항)되어 있으므로 이러한 규정에 의해 작성된 문서만이 투자설명서로 볼 수 있다는 견해¹⁹⁾가 있으나 실질적으로 투자자에게 증권의 투자권유를 목적으로 발행인이 기업내용에 대한 정보를 담은 문서 또는 자료는 투자설명서라는 명칭이 없어도 투자설명서에 해당한다고 보는 견해²⁰⁾ 투자자 보호에 보다 적합하다고 본다.

누구든지 증권신고의 효력이 발생한 증권을 취득하고자 하는 자에게 투자설명서를 미리 교부하지 아니하면 그 증권을 취득하거나 매도할 수 없으므로(제124조 제1항) 증권을 취득하고자 하는 자가 증권을 취득하거나 매수하기 이전까지 발행인은 투자설명서를 교부하여야 한다. 자본시장법은 전문투자자 등 일정한 자를 상대로 할 경우를 제외하고²¹⁾ 증권을 취득하게 하거나 매도할 경우

19) 김정수, 「자본시장법원론」, SFL그룹, 2014, 541면.

20) 김건식·정순섭, 「새로 쓴 자본시장법(제3판)」, 두성사, 2013, 211면; 정찬형(편집대표), 「주식금융법(Ⅲ)(자본시장법2)」, 한국사법행정학회, 2013, 76면; 자본시장법은 구 증권거래법 제12조상 사업설명서를 투자설명서를 변경하였는데 구 증권거래법에도 정의가 없어, 사업설명서에 대해 유가증권의 모집 매출을 위해 공중에게 제공하는 그 유가증권의 발행인의 사업에 관한 설명을 기재한 모든 문서를 말한다고 정의하고 있다(서완석, “유가증권발행시장에서의 공시제도에 관한 연구”, 성균관대대학원 박사학위, 1997, 236면).

21) 전문투자자나 그 밖에 다음과 같은 자에게는 투자설명서의 교부를 면제하고 있다(자본시장법시행령 제132조). 첫째, 회계법인, 신용평가회사, 공인회계사·감정인·변호사·변리사·세무사 등 공인된 자격증을 가지고 있는 자, 발행인의 최대주주와 발행주식총수의 5% 이상을 소유한 주주, 발행인의 임원 등(자본시장법시행령 제132조 제1항 제1호, 제11조 제1항 1호, 1의2

투자설명서의 교부²²⁾를 의무화하고 있다(제124조 제1항)

투자설명서의 정보는 표제부와 본문으로 구성된다. 표제부에 기재된 정보는 ① 증권신고서의 효력발생일, ② 해당 증권의 모집가액 또는 매출가액, ③ 청약 기간, ④ 납부기간, ⑤ 해당 증권신고서의 사본과 투자설명서의 열람 장소, ⑥ 안정조작이나 시장조성을 하려는 경우에는 증권시장에서 안정조작이나 시장조성이 행하여 질 수 있다는 뜻, ⑦ 청약일 전달(개방형 집합투자증권 및 금적립계좌 등인 경우에는 청약일 이후에도 해당)까지는 해당 증권신고서의 기재사항 중 일부가 변경될 수 있다는 뜻, ⑧ 정부가 증권신고서의 기재사항이 진실 또는 정확하다는 것을 인정하거나 해당 증권의 가치를 보증 또는 승인하는 것이 아니라는 뜻, ⑨ 그 밖에 투자자를 보호하기 위하여 필요한 사항으로서 발행회사의 명칭, 증권의 종목, 대표주관회사의 명칭이다(자본시장법시행령 제131조 제2항).

그리고 투자설명서의 본문에는 모집 또는 매출에 관한 사항, 발행인에 관한 사항 등 증권신고서의 정보와 동일하다(자본시장법시행령 제131조 제3항).

다. 예탁증권 등 정보

예탁결제원은 증권 등을 집중예탁 및 전자등록하고 그 증권에 대한 권리를 적시에 행사하여 투자자의 재산 및 권리를 보호한다. 이러한 업무를 적절히 수행하기 위해 예탁결제원은 예탁증권 등에 관한 발행정보, 기준일정보, 권리행사 정보, 발행인 정보, 사고증권등 정보를 공표하며, 전자등록주식 등에 관한 신규

호) 둘째, 투자설명서를 받기를 거부한다는 의사를 서면, 전화·전신·모사전송, 전자우편 및 이와 비슷한 전자통신, 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 방법으로 표시한 자(자본시장법시행령 제132조 제1항 2호) 셋째, 이미 취득한 것과 같은 집합투자증권을 계속하여 추가로 취득하려는 자(자본시장법시행령 제132조 제1항 3호). 다만, 해당 집합투자증권의 투자설명서의 내용이 직전에 교부한 투자설명서의 내용과 같은 경우만 해당한다. 따라서 직전에 교부한 투자설명서의 내용과 다른 경우에는 투자설명서를 교부해야 한다.

22) 자본시장법 제124조 제1항은 투자설명서의 직접적인 교부와 전자문서방식의 교부를 허용하고 있다. 전자문서방식에 의할 경우는 ① 전자문서에 의하여 투자설명서를 받는 것을 전자문서를 받을 자(이하 “전자문서수신자”라 한다)가 동의할 것, ② 전자문서수신자가 전자문서를 받을 전자전달매체의 종류와 장소를 지정할 것, ③ 전자문서수신자가 그 전자문서를 받은 사실이 확인될 것, ④ 전자문서의 내용이 서면에 의한 투자설명서의 내용과 동일할 것등의 요건을 충족하여야 한다.

전자등록정보, 기준일 정보, 권리행사정보 등의 정보를 공개한다.

자본시장법상 예탁대상증권의 발행인은 새로 증권 등을 발행하는 경우 그 증권의 종류, 예탁대상증권의 발행회차, 권종 및 번호, 발행가액총액, 발행조건, 그 밖에 증권 등의 발행정보와 관련하여 한국예탁결제원이 필요하다고 인정하여 요청하는 사항 등에 관한 정보를 한국예탁결제원에 지체 없이 통지하여야 한다(제323조 제1항, 동법 시행규칙 제34조 제1항). 또한 예탁받은 증권 등의 발행인은 예탁받은 증권 등에 대한 권리가 발생한 경우 예탁결제원이 원활하게 그 권리행사를 하도록 증권정보를 지체 없이 한국예탁결제원에 통지하여야 한다(제314조 제6항, 동법시행령 제316조). 이에는 증권등의 종류 및 발행 회차, 증권등의 권리의 종류·발생사유·내용 및 그 행사일정, 증권등의 발행조건이 변경된 경우에는 그 내역, 주주명부에 주주로 기재된 자와 실질주주명부에 실질주주로 기재된 자가 동일인이라고 인정되는 경우에는 주주로서의 권리 행사에 있어서 주주명부의 주식수와 실질주주명부의 주식수를 합산하는 경우에는 신주인수권 등 권리의 배정명세, 원리금 지급일의 변경, 그 밖에 증권등의 권리행사와 관련하여 예탁결제원이 필요하다고 인정하여 요청하는 사항이다. 그리고 예탁증권등 중 주권의 발행인이 권리행사할 주주 또는 질권자를 확정하기 위해 「상법」 제354조에 따라 주주명부폐쇄기간 또는 기준일을 정한 경우에는 예탁결제원에 이를 지체 없이 통지하여야 한다(제315조 제3항).

그리고 예탁결제원은 예탁대상증권의 발행인으로부터 새로 증권 등을 발행하는 경우 발행정보를 통지받아 공표하여야 하며(제322조 제3항), 예탁증권 등에 관한 발행정보, 기준일정보, 권리행사정보, 발행인정보, 사고증권등의 정보는 업무규정에 의거하여 공표²³⁾한다(증권 등 예탁업무규정 제79~80조).

23) 증권등 정보의 세부내역은 1.발행정보에는 증권등의 종류, 발행회차, 권종 및 번호, 발행가액 총액, 발행조건 및 발행사유, 교부일, 그밖에 증권등의 발행과 관련하여 필요한 사항 2. 기준일정보에는 주주명부폐쇄기준일 및 그 설정사유, 주주명부폐쇄기간이 있는 경우에는 그 기간, 그 밖에 주주명부폐쇄기준일과 관련하여 필요한 사항 3. 권리행사정보에는 증권등의 종류 및 회차, 권리의 종류발생사유내용 및 그 행사일정, 발행조건이 변경된 경우 그 내역, 그 밖에 권리행사와 관련하여 필요한 사항 4. 발행인정보에는 발행인의 명칭, 주소 및 대표자, 그 밖에 업무수행과 관련하여 필요한 사항 5. 사고증권등 정보에는 사고증권등의 종류, 발행회차, 권종 및 번호, 사고신고인의 명칭 및 주소, 사고신고년월일 또는 압류명령 등의 송달년월일, 그 밖에 사고증권등과 관련하여 필요한 사항 6. 기타정보에는 증권등의 예탁지정 및

또한 주식등을 전자등록한 경우에는 해당 전자등록주식등의 종류, 종목, 발행 조건, 발행회차, 발행가액총액, 단기사채등의 경우 발행한도 및 미상환 발행잔액 그 밖에 전자등록업무규정으로 정한 사항으로서 신규 전자등록정보²⁴⁾, 기준일정보, 권리행사정보, 기타정보를 공개하고 있다(주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 제62조 제1항, 동법시행령 제43조 제1항, 주식·사채 등의 등록업무 규정 제70조).

Ⅲ. 발행인의 정보제공의무 위반 시 손해배상책임

부실표시가 있는 경우에 손해배상책임은 현실로 피해를 입은 자의 구제를 위한 실익뿐만 아니라 정보제공의무자에 대하여 충분한 주의와 신중한 배려로 오해를 초래하지 않는 공시를 하도록 하는 예방적 기능을 발휘할 수 있다.²⁵⁾ 자본시장법은 증권신고서와 투자설명서 중 중요사항에 관하여 부실표시를 함으로써 증권외 취득자가 손해를 입은 경우에는, 그 손해에 관하여 배상책임을 지도록 정하고 있다(제125조). 이러한 손해배상책임은 민법상 일반불법행위책임을 성립요건인 가해자의 고의·과실, 가해자의 위법행위와 피해자의 손해사이의 인과관계, 손해배상액에 대한 증명책임을 피해자가 부담하는 것과는 달리 가해자에게 입증책임을 전 환하고 있다. 일반적으로 대면거래를 통해 이루어지는 민법상의 불법행위와는 다르게 불특정 다수인 사이에 비대면거래를 통해 불법행위가 발생하는 증권시장의 특성을 고려하여 자본시장법 위반행위에 대한 손해배상이 적절히 이루어 질 수 있도록 자본시장법에 손해배상책임의 요건 등을 규정하고 있다.²⁶⁾

취소현황, 증권등의 표준코드 등이 있다(증권등 예탁업무규정시행세칙 제60조~제65조 참조)

24) 전자등록주식 등의 신규 전자등록정보에는 발행인의 명칭, 주소 및 대표자, 발행인이 발행한 전자등록주식등의 종류 및 종목, 발행회차 및 발행가액총액, 발행일자 및 발행방법, 단기사채 등의 경우 발행한도 및 미상환발행잔액, 사채·국채·지방채 및 이와 비슷한 권리의 경우 발행 일 및 만기일 등이며, 기준일정보, 권리행사정보, 기타정보는 예탁증권등 정보와 비슷하다(주식·사채 등의 등록업무규정시행세칙 제80조~83조 참조).

25) 神崎克郎·志谷匡史·川口恭弘, 「證券取引法」, 青林書院, 2006, 359頁.

26) 이근영, “자본시장법상 공시의무위반에 대한 손해배상책임”, 성균관대학교, 박사학위논문, 2014, 96면.

자본시장법상 손해배상책임은 일반불법행위에 비해 인과관계 요건, 입증책임의 전환, 손해배상액의 범위 등을 특별히 규정하고 있는 점으로 비추어 이는 민법상 일반불법행위책임과는 별도로 인정되는 법정책임이며, 피해투자자는 자본시장법상 손해배상책임과 민법상 일반불법행위책임을 선택하여 행사할 수 있다.

1. 손해배상책임의 요건

가. 대상서류의 부실표시

(1) 대상서류

자본시장법상 손해배상책임의 대상서류는 증권신고서와 투자설명서이다. 증권신고서와 투자설명서 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재·표시되지 아니함으로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우에는 증권신고서의 신고인·임원 등은 그 손해에 관하여 배상의 책임을 진다(제125조 제1항). 증권신고서에는 정정신고서(제125조 제1항), 일괄신고서(119조 제2항), 일괄신고추가서류(제119조 제2항 후단) 및 이들의 첨부서류가 포함된다(제119조 제6항). 투자설명서에는 정식 투자설명서 외에 예비투자설명서와 간이투자설명서도 포함된다(제125조 제1항).

그러나 법 제130조에 따른 소액공모의 경우와 증권신고서·투자설명서 이외의 서류에 허위의 기재가 있거나 구두의 부실표시가 있는 경우에는 법 제125조의 손해배상책임이 적용되지 않는다. 이 경우에는 민법상 불법행위 또는 자본시장법상 포괄적 사기금지 규정(제179조)에 따라 손해배상책임을 물을 수 있다.²⁷⁾

판례에 따르면 “유상증자에 의한 유가증권을 발행함에 있어 사채업자의 자금을 유상증자를 위한 주금납입 계좌에 일시적으로 입금한 다음 주금납입금보관증명서를 발급받아 증자등기 경로 직후 이를 인출하여 사채업자에게 반환하는 방법으로 주금납입을 가장하거나, 실제로는 주금납입이 이루어지지 않았음에도 위조된 주금납입금보관증명서를 제출하여 증자등기가 경로되게 한 경우에는, 비

27) 김재룡, “증권 발행공시 위반의 민사책임”, 한국경제법학회, 경제법연구, 제15권 제3호, 2016. 12, 94면; 김건식·정순섭, 전게서, 230면.

록 형식상으로는 유상증자의 외형을 갖추었다 하더라도 실질적으로는 자금을 조달할 의도나 목적이 없어 납입한 주금이 전혀 자본금으로 편입되지 않으므로, 주금의 가장납입 또는 위조된 주금납입금보관증명서에 의한 증거등기를 경로할 의도하에 마치 실질적인 자금조달에 의하여 유상증자를 할 것처럼 구 증권거래법 제8조의 유가증권신고서를 작성하여 금융감독위원회에 제출하는 행위는 같은 법 제207조의3 제2호의 유가증권신고서의 중요한 사항에 관하여 허위의 기재를 한 경우에 해당한다.”고 판시하여,²⁸⁾ 가장납입에 따른 증권신고서의 허위기재를 인정하였다.

(2) 부실표시를 하였을 것

중요사항에 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 않은 경우를 부실표시이라고 한다. 발행인 등이 증권신고서나 투자설명서 등의 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니하여야 한다. 거짓의 기재 또는 표시라는 것은 적극적인 표시로서 허위의 기재 또는 표시와 같은 의미로 사실과 다른 기재를 하거나 표시를 하는 것을 말하며, 또한 기재 또는 표시를 하지 아니한다는 것은 소극적인 표시로서 불표시의 의미로 서식상의 기재 또는 표시 요구항목에 대하여 아무런 기재 또는 표시를 하지 않는 것을 말한다.²⁹⁾ 허위표시는 발행공시서류에 기재되거나 표시된 사항이 명백히 진실과 상반되는 것을 의미한다.³⁰⁾

그런데 투자자에게 오해를 불러일으키는 표시인 오인표시(misleading statement)는 명시적으로 규정하고 있지 않다.

자본시장법 제119조 제5항에 따르면 증권신고서를 제출하는 경우 신고 당시 해당 발행인의 대표이사 및 신고업무를 담당하는 이사는 그 증권신고서의 기재

28) 대법원 2006. 10. 26. 선고 2006도5147 판결 이 외에 증권신고서와 투자설명서의 중요사항에 대한 부실기재에 따른 손해배상책임을 대부분의 판례에서 언급하고 있다(대법원 2011. 12. 22. 선고 2011도12041 판결; 대법원 2015. 11. 27. 선고 2013다211032 판결; 대법원 2016. 9. 28. 선고 2014다221517 판결 등).

29) 한국증권법학회, 「자본시장법[주석서 I]」, 박영사, 2009, 543면.

30) 최정식, “유가증권신고서 등의 부실기재로 인한 배상책임에 관한 고찰”, 한국비교사법학회, 비교사법 제15권 1호, 2008, 362면.

사항 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항의 기재 또는 표시가 누락되어 있지 아니하다는 사실 등 대통령령으로 정하는 사항을 확인·검토하고 이에 각각 서명하여야 하며, 자본시장법시행령 제124조 제2호는 “증권신고서의 기재 또는 표시 사항을 이용하는 자로 하여금 중대한 오해를 일으키는 내용이 기재·표시되어 있지 아니하다는 사실”을 확인·검토하고 각각 서명하도록 명시하고 있다.

따라서 중요사항에 관하여 오인표시가 있으면 투자자는 그 사실을 신뢰하고 투자하게 되므로 결국 투자자의 잘못된 판단을 야기한다는 점에서 허위기재나 기재누락과 같은 정도의 부실표시에 포함된다고 보는 편이 타당하다.

나. 중요사항에 해당할 것

손해배상책임이 인정하려면 증권신고서와 투자설명서의 중요사항에 관하여 부실표시가 있어야 한다(자본시장법 125조 제1항). 중요사항이란 투자자의 합리적인 투자판단 또는 해당 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다(자본시장법 제47조 제3항).³¹⁾ 이는 합리적인 투자자가 투자를 결정함에 있어서 해당 정보가 중요하다고 판단한다면 그 정보는 중요정보이며 개별투자자의 주관적 특성에 따라 중요성 여부를 판단하는 것은 아니다. 결국 중요한 정보란 합리적인 투자자가 그 사실의 중요성과 사실이 발생할 개연성을 함께 고려하여 특정증권 등의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지니는 정보를 말한다.

미국의 경우 1933년 증권법(Securities Act of 1933: 이하 ‘33년 증권법’이라 한다)상 등록신고서에 중요한 사실(a material fact)을 허위표시하거나, 기재되어야 할 중요한 사실을 누락 또는 오인하지 않도록 필요한 중요한 사실을 누락한 경우에 증권에 취득자는 증권발행관련자를 상대로 손해배상을 청구할 수 있다

31) 중요성의 개념은 자본시장법상 발행공시책임에 한정되는 것이 아니고 자본시장법 전반에 걸치는 핵심적 개념으로 투자자보호라는 사회적 이익과 그에 소요되는 사회적 비용을 비교·형량하는 과정에서 만들어진 개념이다.(박승배, “자본시장법상 불공정거래행위로 인한 손해배상 책임에 관한 연구”, 연세대학교 박사학위논문, 2011, 154면).

(33년 증권법 제11조(a))³²⁾. 또한 증권거래위원회(the Securities and Exchange Commission: SEC) 규정에는 “중요성은 합리적인 투자자가 등록된 증권의 매수 여부를 결정함에 있어서 중요하게 고려할 실질적 개연성이 있는 정보”라고 정의하고 있다(SEC Rule 405).³³⁾ 따라서 정보의 중요성은 증권법의 핵심적인 개념으로 합리적인 투자자의 투자판단에 영향을 줄 수 있는 사항으로, 공시대상은 중요한 정보에 한정되며 그 중요한 정보의 부실표시나 정보누락으로 인한 손해의 배상을 청구할 수 있다.³⁴⁾

일본의 경우 유가증권신고서에 중요사항에 관하여 허위 기재 등이 있는 경우에는 모집이나 매출한 유가증권을 취득한 자는 발행인 등에게 손해배상을 청구할 수 있다(금융상품거래법 제21조 제1항 본문)³⁵⁾. 중요한 사항 또는 중요한 사실은 일반적으로 투자자의 관점에서 투자자의 합리적인 투자판단에 의해 중요한 요소가 되는지 여부, 즉 주가 등의 시장가격에 상당한 영향을 미치는 개

32) SECURITIES ACT OF 1933 SEC. 11. (a) In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue—

33) The term material, when used to qualify a requirement for the furnishing of information as to any subject, limits the information required to those matters to which there is a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in determining whether to purchase the security registered.

34) 김건식·송옥렬, 「미국의 증권규제」, 홍문사, 2001, 313면.

35) 金融商品取引法 第二十一条 有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、次に掲げる者は、当該有価証券を募集又は売出しに応じて取得した者に対し、記載が虚偽であり又は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めに任ずる。

一 当該有価証券届出書を提出した会社のその提出の時における役員（取締役、会計参与、監査役若しくは執行役又はこれらに準ずる者をいう。第六十三条から第六十七条までを除き、以下同じ。）又は当該会社の発起人（その提出が会社の成立前にされたときに限る。）

二 当該売出しに係る有価証券の所有者（その者が当該有価証券を所有している者からその売出しをすることを内容とする契約によりこれを取得した場合には、当該契約の相手方）

三 当該有価証券届出書に係る第九十三条の二第一項に規定する監査証明において、当該監査証明に係る書類について記載が虚偽であり又は欠けているものを虚偽でなく又は欠けていないものとして証明した公認会計士又は監査法人

四 当該募集に係る有価証券の発行者又は第二号に掲げる者のいずれかと元引受契約を締結した金融商品取引業者又は登録金融機関

연성여부에 관해 객관적으로 판단한다.³⁶⁾ 일본 판례는 중요한 사항에 관하여 “시장가격은 시장에 있어 주식 등의 수급관계로 형성되는데, 기업가치에 관한 사항이나 친자관계에 관한 사항뿐만 아니라 시장에 있어 주식 등의 유동성에 관한 사항도 해당할 수 있다”고 판시하였다.³⁷⁾

우리나라 판례의 입장에 따르면, 중요사항은 “해당 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정 증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다”고 판시하고³⁸⁾ 또한 “자본시장법 제125조의 중요사항이란 ‘투자자의 합리적인 투자판단 또는 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’(자본시장법 제47조 제3항)을 말하는 것으로서, 이는 합리적인 투자자가 금융투자상품과 관련된 투자판단이나 의사결정을 할 때에 중요하게 고려할 상당한 개연성이 있는 사항을 의미한다. 나아가 어떠한 사항이 합리적인 투자자가 중요하게 고려할 상당한 개연성이 있는 사항에 해당하는지는 그 사항이 거짓으로 기재·표시되거나 기재·표시가 누락됨으로써 합리적인 투자자의 관점에서 이용할 수 있는 정보의 전체 맥락을 상당히 변경하는 것으로 볼 수 있는지에 따라 판단하여야 한다”고 판시하였다.³⁹⁾

이와 같이 미국과 일본의 법 및 판례에 따르면 중요사항은 투자자의 관점에서 투자자의 합리적인 투자판단 또는 해당 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이며, 중요사항을 부실표시한 경우 손해배상책임이 인정된다.

다. 인과관계

자본시장법은 손해배상요건으로 “중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우”라고 규정(제125조 제1항)하여 부실표시와 취득자의 손해와의 인

36) 松尾 直彦, 「金融商品取引法」, 商事法務, 2018, 201頁.

37) 東京地法判決, 平成20年 4月 24日 判示 2003号, 147頁 참조.

38) 대법원 2016. 8. 29. 선고 2016도6297 판결; 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결; 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등 참조.

39) 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결.

과관계를 요구하고 있다. 증권시장에서 정보제공의무위반에 따른 가해자는 대부분은 발행인과 금융투자업자이며, 피해자는 대부분 불특정 다수의 투자자이다. 또한 증권시장에서 비대면으로 집중적·대량적 거래가 이루어지는 특성으로 민법의 대면거래에 의한 불법행위와 같은 손해배상의 성립요건 및 증명책임 등을 그대로 적용하면 일반투자자에게 매우 불리하게 된다.

민법상 일반불법행위가 성립하려면 가해자의 가해행위와 손해의 발생 사이에 인과관계가 있어야 한다. 이에 대하여 종래 통설과 판례는 인과관계를 하나로 파악하여 불법행위가 있는 경우에, 이에 해당하는 상당인과관계가 있는 손해를 배상하면 충분한 것으로 이론이 구성되어 왔다.⁴⁰⁾ 그러나 최근에는 불법행위로 인한 손해가 다양하게 발생함으로써 종래의 인과관계이론에 의하면 손해배상의 범위가 너무 확대되어 손해분담의 공평이라는 견지에서 배상의 범위를 적절하게 한정하려는 손해배상법의 목적에 어긋나게 되므로 인과관계를 두가지로 나누어 논하는 견해가 유력하게 제기되어 이론이 정립되고 있다. 하나는 불법행위의 성립요건으로서 요구되는 것이고(민법 제750조), 다른 하나는 성립한 불법행위에 있어서 손해배상의 범위를 정하는 데 요구되는 것이다(민법 제763조, 제393조). 독일의 지배적인 학설은 인과관계를 손해배상책임의 성립과 책임의 범위를 구별하여 전자를 책임설정적 인과관계라 하고, 후자를 책임충족적 인과관계라고 부른다.⁴¹⁾

증권거래관련 손해배상책임과 관련하여서도 인과관계를 두 가지로 나누고 있다. 증권취득자가 증권신고서 등의 부실기재로 인하여 당해 증권을 취득하였는가를 기준으로 하는 ‘손해배상의 성립’에 관한 거래인과관계(transaction causation)와 증권취득자의 손해가 부실기재 때문에 발생하였는가를 기준으로 하는 ‘손해배상의 범위’에 관한 손해인과관계(loss causation)이다.⁴²⁾

자본시장법상의 거래인과관계와 손해인과관계를 살펴보면 다음과 같다.

40) 곽윤직, 「채권총론(민법강의Ⅲ)」, 박영사, 2006, 110면; 김형배, 「민법학강의」, 신조사, 2007, 968면.

41) 김형배, 전게서, 1591면; 지원림, 「민법강의(13판)」, 홍문사, 2015, 1100면.

42) 김건식·정순섭, 전게서, 242면.

(1) 거래인과관계

증권취득자인 손해배상청구인이 배상책임자의 부실표시를 신뢰하고 거래하였다는 사실을 거래인과관계(transaction causation)라 한다.⁴³⁾ 거래인과관계는 손해배상청구인이 실제로 공시서류의 부실표시를 믿었으며, 그러한 신뢰가 해당 거래를 하도록 하는 원인으로 구성된다. 다시 말해 거래인과관계는 신뢰와 그 신뢰에 기한 거래로 구성되는데 일반적으로 거래인과관계와 신뢰라는 용어는 혼용되고 있다.⁴⁴⁾ 이러한 거래인과관계는 민사법적 원리에서 당연히 요구되지만 증권시장과 같이 불특정 다수투자자 사이에 대량으로 비대면거래되는 증권거래구조에서 발생하는 불법행위에 대해서도 거래인과관계가 동일하게 요구되는가에 대해 견해가 나누어져 있다.

1) 학설

첫째, 증권시장과 같은 불특정 다수인간의 거래에도 거래인과관계가 요구된다는 견해이다. 이에는 거래인과관계에 대하여는 손해인과관계와 같은 증명책임의 전환 규정이 없기 때문에 거래인과관계에 대한 증명책임은 취득자에게 있지만, 취득자가 신뢰를 추정할 만한 간접사실을 증명하면 이에 기하여 신뢰를 사실상 추정할 수 있다는 견해⁴⁵⁾와 직·간접적으로 증권신고서 등을 읽고 난 후 그 기재내용을 신뢰하지 않으면서도 증권을 취득한다거나, 증권신고서 등을 아예 읽지 않아 그 기재내용이 무엇인지도 모르면서 증권을 취득한 경우는 일종의 투기적 행위로, 이는 성실하고 합리적인 투자자를 보호하기 위한 자본시장법의 보호대상이 아니므로 원칙적으로 거래인과관계의 증명이 요구된다고 하는 견해⁴⁶⁾가 있다.⁴⁷⁾

43) Niels B. Schaumann, *Securities Regulation*, Thomson West, 2008, p.239.

44) 임재연, *자본시장법*, 박영사, 2019, 517면.

45) 이동신, “유가증권 공시서류의 부실기재에 관한 책임, 증권거래에 관한 제문제(상)”, 『재판자료』 제90집, 법원도서관, 2001, 397면.

46) 황동욱, 「증권관련 집단소송」, 동현출판사, 2004, 38면.

47) 투자자는 자기책임으로 공시서류를 보고 참조하여 투자결정을 할 수도 있지만 금융투자업자의 투자권유만을 믿고 투자결정을 할 수도 있다. 금융투자업자의 권유만으로 증권을 취득하였다고 하더라도 금융투자업자가 공시서류의 정보를 신뢰하고, 이를 근거로 투자자에게 투자 권유를 하였기 때문에, 결과적으로 투자자는 부실공시 서류에 의지하여 투자결정을 한 것이므로 거래인과관계는 추정된다고 보는 견해도 있다(최정식, 전계논문, 354면).

둘째, 자본시장법은 증권취득자의 손해배상청구에 있어서 거래인과관계를 요건으로 규정하고 있지 아니하므로, 취득자는 증권신고서 또는 투자설명서의 내용을 보고 신뢰하였으므로 증권을 취득하였다는 것을 증명할 필요가 없다는 견해이다.⁴⁸⁾ 또한 증권신고서 등을 볼 것인지 여부는 투자자의 선택인 데, 보지 않았다고 해서 손해배상청구를 부정한다면 증권신고서 등을 볼 것을 강제하는 것으로, 이는 투자자의 자유로운 의사결정을 부당히 침해하는 것이다. 따라서 배상의무자는 취득자가 증권신고서 등을 보지 않았다는 점을 증명하는 것만으로는 부족하고 부실표시를 알았다는 점을 증명하여야 면책 받을 수 있다(자본시장법 제125조 제1항 단서)고 한다.⁴⁹⁾

2) 소결

거래인과관계란 투자자가 부실공시라는 사실을 알았더라면, 즉 신뢰하지 않았더라면 해당 증권을 취득하지 않았을 것이라는 관계이므로, 손해배상책임의 원인인 부실표시내용은 중요사항으로서 합리적인 투자자의 투자판단에 실질적인 영향을 미칠 정도의 것이어야 한다. 바로 자본시장법이 손해배상책임의 발생요건에 있어서 거래인과관계를 요건으로 규정하지 않는 이유는 거래인과관계에 대한 별도의 증명이 없어도 중요성의 증명에 의하여 거래인과관계의 존재도 당연히 인정되는 것으로 보기 때문이라고 보아야 한다.

판례에 따르면, 주식거래에 있어 일반투자자가 외부감사인이 작성한 투자 기업에 대한 감사보고서를 신뢰하고 이를 판단 자료로 삼아 주식거래를 한 것으로 볼 수 있는지 여부에 관하여 “주식거래에 있어서 대상 기업의 재무상태는 주가를 형성하는 가장 중요한 요인 중의 하나이고, 대상 기업의 재무제표에 대한 외부감사인의 회계감사를 거쳐 작성된 감사보고서는 대상 기업의 정확한 재무상태를 드러내는 가장 객관적인 자료로서 일반투자자에게 제공·공표되어 그 주가 형성에 결정적인 영향을 미치는 것이므로, 주식투자를 하는 일반투자자로서는 그 대상 기업의 재무상태를 가장 잘 나타내는 감사보고서가 정당하게 작성되어 공표된 것으로 믿고 주가가 당연히 그에 바탕을 두고 형성되었으리라는 생각 아래 대상 기업

48) 김정수, 전게서, 553면.

49) 김건식·정순섭, 전게서, 244면.

의 주식을 거래한 것으로 보아야 한다.”고 판시하여⁵⁰⁾ 원고인 일반투자자의 기업의 공시자료의 중요정보에 대한 신뢰와 거래관계를 추정하고 있다.⁵¹⁾

미국의 경우 33년 증권법 제11조는 등록신고서에 중요한 부실기재가 있는 경우 투자자에게 그로 인한 손해배상청구권을 인정하고 있다. 발행시장의 부실공시에 대해서 33년 증권법 제11조의 손해배상책임이 적용되는데 증권취득자는 증권을 매수하였다는 사실만으로 거래인과관계가 추정되므로 증권취득 시 등록신고서의 부실기재를 실제로 믿고 취득하였다는 이른바 거래인과관계를 입증할 필요가 없고, 등록신고서의 중요한 사항의 부실기재와 손해의 발생인 손해인과관계만을 증명하면 충분하다. 다만 당해 등록신고서의 작성일로부터 1년 이상의 기간에 대한 발행회사의 손익계산서가 공표된 경우에는 증권취득자는 당해 증권이 공모발행과 연관된 증권임과 등록신고서의 부실기재를 신뢰하여 증권을 취득하였음을 입증해야 한다(33년 증권법 제11조(a)).

또한 유통시장에서 부실공시에 대해서 살펴보면 발행회사가 SEC에 제출한 보고서류에 부실기재가 있는 경우 그 정보를 신뢰하여 증권을 거래한 매도인이거나 매수인은 그 회사를 상대로 하여 손해배상을 청구할 수 있다.⁵²⁾ 근거로는 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제10조(b)항에 근거한 SEC Rule 10b-5가 사기적 행위를 금지하는 규정으로 일반적으로 활용되고 있다.⁵³⁾ SEC Rule 10b-5의 요건은 ① 투자자가 증권의 매매에 있어서 ② 피고의 주관

50) 대법원 1997. 9. 12. 선고 96다41991 판결(대법원은 원고의 증권거래법 제197조 제1항에 근거한 손해배상청구는 증권거래법상의 소멸시효로 인해 다툼의 실익이 없어 민법 제750조를 근거로 판결함); 대법원 2007. 10. 25. 선고 2006다16758, 16765 판결; 대법원 2016. 12. 15. 선고 2015다243163 판결; 대법원 2016. 12. 15. 선고 2015다60597 판결 등 참조.

51) 이러한 판례의 태도는 증권거래법상 소멸시효로 인하여 민법 제750조에 근거한 판결임에도 전통적인 불법행위의 손해배상책임 구조를 따르지 않고 증권거래의 인과관계와 관련된 증권거래의 특수성을 감안하여 입증책임을 전환함으로써 피고에게 입증책임을 부담시켰다는 점에서 의미하는 바가 크다고 본다(김병연, “미국판례법상 시장사기이론과 증권거래법상 손해배상책임에 있어서 인과관계의 문제,” 비교사법학회, 비교사법, 제11권 제1호, 2004, 300면).

52) 김건식·송옥렬, 전제서, 232면.

53) 증권사기집단소송상 규칙 10b-5를 근거로 청구한 소송비용을 보면 전체 증권사기단체소송 중 66%(2010년), 71%(2011년), 85%(2012년), 84%(2013년), 85%(2014년), 84%(2015년), 67%(2016년)를 차지하여 규칙 10b-5는 사기당한 투자자들의 손실을 회복하기 위한 중요한 수단이다(Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich, *Rule 10B-5 PRIVATE SECURITIES-FRAUD LITIGATION*, THOMSON REUTERS, 2018, p.20).

적인 인식⁵⁴⁾하에 중요한 사항의 부실표시가 있고, ③ 원고는 이를 신뢰하여 거래하였으며(거래인과관계), ④ 그 거래로 인해 손해가 발생하여야 한다(손해인과관계).

그런데 거래인과관계와 관련하여 연방대법원은 Basic Incorporated v. Levinson, 485 U.S. 224(1988) 사건⁵⁵⁾에서 시장에서 거래되는 특정기업의 주식가격은 그 기업에 관한 중요정보에 의해 결정된다는 가설을 기반으로 하고 있어 시장에서 형성된 주가는 중요정보를 반영한 공정한 가격이라고 신뢰하여 거래한 투자자는 간접적으로 그 정보를 신뢰한 셈이 된다.⁵⁶⁾ 따라서 부실표시가 있는 경우 이를 직접 신뢰하지 않았더라도 해당 부실표시를 반영한 가격을 신뢰함으로써 기망을 당할 수 있다. 부실표시로 주가에 영향을 미친 경우 이러한 행위는 시

54) 이는 scienter로 미국 연방대법원의 판례는 scienter의 구성요소로서 ① 피고가 투자자의 오해를 유발하기 위하여 부실표시를 하였을 필요는 없지만, 회사의 진실이 무엇인지 알고 있어야 하고(awareness of the true state of affairs) ② 피고의 부실표시에 의하여 투자자의 오해가 야기될 수 있다는 점을 인식하여야 한다(appreciation of the misstatement or omission to mislead)를 요구하고 있다(김건식·송옥렬, 전제서, 325면 참조).

55) 김용재, “유통시장에서의 부실공시에 대한 손해배상책임-대상판결: 대법원 2015.1.29. 선고 2014다207283 판결-”, 한국외국어대학교, 외법논집, 제40권 제3호, 2016, 54면. 각주 참고 : Basic Incorporated v. Levinson, 485 U.S. 224(1988) 판결에 의하면, 시장사기이론은 공개적이고 발전된 자본시장에서의 유가증권의 가격은 발행회사에 관한 이용 가능한 중요정보에 의하여 결정된다는 가정을 기초로 하고 있다. 그리고 부실공시는 비록 매수자가 직접 그 공시에 의존하지 않더라도 매수자를 기망하는 것이 된다고 한다. 유가증권시장은 일반적인 대면거래와 달리 증권사기에 있어서의 인과관계의 요건도 다소 차별화되어야 한다는 점이 강조된다. 유가증권시장에서의 거래는 매도자와 매수자 사이에 시장이 개입하여 당해 정보를 시장가격에 반영하는 방법으로 전달하는데, 시장이 투자자에게 모든 이용 가능한 정보에 기초할 때 당해 증권은 현재 시장가 상당의 가치가 있다는 것을 알려주는 것으로 보며, 시장가격으로 증권을 사고 파는 투자자는 그 가격의 진실성을 믿고자 할 것이다. 대부분의 공개정보는 시장가격에 반영되므로 허위표시에 대한 투자자의 의존도 추정할 수 있다. 동 판결에서는 증권사기소송에 있어서 시장가격이 허위기재나 누락에 의하여 영향을 받았다는 점과 원고의 손해가 사기적 행위에 의하여 유인된 시장가격으로 매수나 매도함으로써 발생한 것이라는 점을 입증함으로써 신뢰의 요건을 충족한다고 판시하였다.

56) The fraud-on-the-market presumption actually consists of two presumption. First, the fraud-on-the-market theory presumes that public statements in an efficient market impact the price of the company's stock. In an efficient market, stock prices fully reflect all available information. Second, the fraud-on-the-market theory presumes that plaintiff indirectly relies on those statements by transacting at a price that has been impacted by public statements in an efficient market(Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich, *Ibid*, pp.70-71).

장에 대한 사기이며, 시장에서 형성된 주가를 신뢰하고 거래한 투자자에 대한 간접적인 사기도 성립한다는 소위 시장사기이론이 확립되었다.⁵⁷⁾⁵⁸⁾

이는 투자자가 부실표시에 대해 직접적으로 신뢰하였다는 증거가 없더라도 시장가격의 진실성을 신뢰한 것으로 보아 거래인과관계가 충족되었음을 추정할 수 있다고 하여 거래인과관계를 대폭 완화하였다.

생각건대 투자자가 시장에서 형성된 가격에 증권을 취득하였다면 그 투자자는 부실표시를 포함한 모든 중요정보를 신뢰하였다는 사실이 추정되는 것⁵⁹⁾으로 거래인과관계에 대한 별도의 입증이 필요하지 않다. 따라서 미국의 법리와 판례의 입장을 비추어 증권시장에서 중요정보에 의해 형성된 증권의 가격을 신뢰하고 취득한 투자자는 손해배상청구에 있어서 거래인과관계는 요구되지 않는다고 보는 것이 타당하다.⁶⁰⁾

(2) 손해인과관계

자본시장법상 증권의 취득자가 입은 손해는 “증권신고서와 투자설명서 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써” 발생하여야 한다(제125조 제1항). 증권신고서 등의 부실표시와 취득자의 손해 사이에 인과관계인 손해인과관계가 존재하여야 배상의무자의 손해배상책임은 발생한다.

민법상 불법행위의 손해인과관계의 입증책임은 배상청구권자가 부담하지만 자본시장법상 배상청구권자는 손해인과관계의 존재를 증명할 필요가 없다. 자본시장법은 “배상의 책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하거나 그 증권의 취득자가 취득의 청약을 할 때에 그 사실을 안 경우에는 배상의 책임을 지지 아니한다”고 규정(제125조 제1항 단서)하여 배

57) 장근영, “시장사기이론과 거래인과관계의 재평가”, 한국비교사법학회, 비교사법 제23권 제3호, 762-763면.

58) 김용재, 전개논문, 54면에서 유통시장에서의 부실공시와 관련하여 회사의 부실표시가 회사의 주가에 반영되므로 투자자가 실제로 그 부실표시를 알지 못하였더라도 시장가격을 신뢰하고 거래하였다면 그 부실표시와 투자자의 거래 사이에 거래인과관계가 존재한다고 하는 이론으로 시장사기이론을 정의하고 있다.

59) 김화진, 「상법강의」, 박영사, 2016, 436면.

60) 동지; 김용재, 「자본시장법(상)」, 고려대출판부, 2011, 256면.

상의무자가 자신의 무과실 또는 증권취득자의 악의를 증명하지 못하면 손해배상책임을 부담하도록 하고 있다. 최초로 증권이 발행되어 투자자에게 매각되는 발행시장에 있어서 증권신고서나 사업설명서의 정보가 투자자의 투자판단에 유일한 자료이기 때문에 당해 정보의 정확성을 강화하기 위하여 손해인과관계의 입증책임을 배상의무자에게 전환한 것이다.⁶¹⁾ 또한 자본시장법은 손해배상액에 관하여 “배상책임을 질 자는 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부가 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 표시 또는 기재되지 아니함으로써 발생한 것이 아님을 증명한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 아니한다”고 규정하고 있다(제126조 제2항).

따라서 증권의 취득자는 증권신고서나 투자설명서의 중요사항에 대하여 부실표시가 존재한다는 사실과 자신이 손해를 입은 사실만 증명하면 되고, 중요사항에 관하여 부실표시와 손해간의 인과관계의 존재를 증명할 책임이 없다. 반면에 배상의무자는 청구권자가 입은 손해와 부실표시간의 인과관계의 부존재를 증명할 책임을 부담하고, 그것을 증명하지 못하면 해당 손해액에 대한 배상책임이 따른다. 손해인과관계 부존재의 입증책임을 배상의무자에게 전환시키고 있다. 배상의무자의 ‘손해인과관계의 부존재사실’의 입증은 ① 직접적으로 문제된 당해 허위공시 등 위법행위가 손해 발생에 아무런 영향을 미치지 아니하였다는 사실이나 ② 부분적 영향을 미쳤다는 사실을 입증하는 방법 또는 ③ 간접적으로 문제된 당해 허위공시 등 위법행위 이외의 다른 요인에 의하여 손해의 전부 또는 일부가 발생하였다는 사실을 입증하는 방법으로 가능하다고 할 것이나, 허위공시 등의 위법행위 이후 매수한 주식의 가격이 하락하여 손실이 발생하였는데 그 가격 하락의 원인이 문제된 당해 허위공시 등 위법행위 때문인지 여부가 불분명하다는 정도의 입증만으로는 위 손해의 추정이 깨진다고 볼 수 없다.⁶²⁾

2. 손해배상책임을 당사자

61) 박효상, “증권관련 부실공시책임의 손해인과관계에 관한 고찰”, 전남대 법학연구소, 법학논총 제27권 제1호, 2007. 6, 163면.

62) 대법원 2007. 9. 21. 선고 2006다81981 판결.

가. 손해배상청구권자

발행시장에서 발행인이 증권을 모집하거나 매출하는 경우에 개인뿐만 아니라 법인 등 증권을 취득한 자는 증권신고서와 투자설명서 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재·표시되지 아니함으로써 손해를 입은 경우에는 손해배상을 청구할 수 있다(제125조 제1항).

이와 같이 자본시장법 제125조에서 손해배상을 청구할 수 있는 자는 증권의 취득자로 규정하고 있어 발행시장에서 부실표시가 있는 증권신고서와 투자설명서에 의한 모집이나 매출에 응하여 직접 증권을 취득한 자는 당연히 손해배상 청구권자이지만 유통시장에서 당해 증권을 매수한 전매자도 손해배상청구권자에 포함되는지에 대하여 살펴보고자 한다.

(1) 학설

유통시장에서의 취득자도 자본시장법 제125조에 의한 손해배상청구권자에 포함된다고 보는 견해이다.⁶³⁾ 그 근거로서 ① 금융위원회는 증권신고서·투자설명서·발행실적보고서 등을 3년간 일정한 장소에 비치하고, 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 하는데(자본시장법 제129조), 이들 공시서류의 부실기재에 의하여 유통시장에서 거래되는 주식의 거래에도 영향을 미친다.⁶⁴⁾ ② 일본의 금융상품거래법이 유가증권신고서에 중요한 사항에 대한 허위기재 등이 있는 경우에 모집 또는 매출에 의하지 않고 취득한 자에 대한 손해배상책임을 규정하고 있는 것⁶⁵⁾과 달리 우리나라 자본시장법은 전득자에 관한 규정을 따로 정

63) 김건식·정순섭, 전게서, 237면; 김정수, 전게서, 558면; 한국증권법학회, 전게서, 544면; 이동신, 전계논문, 365면.

64) 모집·매출된 증권이 상장된 후, 사업보고서 또는 반기보고서에 의한 새로운 공시가 있기 전에 해당 정보에 부실기재가 발견되어 주가가 하락한 경우 유통시장에서 해당 증권을 취득한 자를 법 125조의 손해배상청구권자에서 배제할 이유가 없다는 견해(김정수, 전게서, 558면)도 동일한 취지이다.

65) 金融商品取入法 第二十二條 有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、第二十一条第一項第一号及び第三号に掲げる者は、当該記載が虚偽であり、又は欠けていることを知らないで、当該有価証券届出書の届出者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、記載が虚偽であり、又

하고 있지 않으므로 법 제125조에서 전득자를 반드시 제외할 필요는 없다.⁶⁶⁾ 또한 자본시장법상 유통시장의 공시가 이루어지기 전의 증권거래자는 실질적으로 발행인의 공시에 의거하여 거래할 수 밖에 없으므로 법 제125조에 의한 보호필요성이 더 크다고 하는 견해⁶⁷⁾도 동일한 맥락이다.

이와는 반대로 유통시장에서의 취득자는 자본시장법 제125조에 기한 손해배상청구권자에 포함되지 않는다고 보는 견해이다.⁶⁸⁾ 그 근거로서 ① 법 제125조가 규정하는 손해배상청구권은 모집 또는 매출에 의하여 증권을 취득한 자에게 인정되므로, 유통시장에서 증권을 취득한 자는 손해배상청구권을 행사할 수 없다.⁶⁹⁾ ② 투자권유를 위해 작성된 증권신고서는 바로 공모의 증권을 대상으로 한 것으로 다른 증권을 대상으로 한 것이 아니므로 공모 당시의 증권취득자가 아닌 유통시장에서 취득한 제2차 취득자에게도 그 공모 당시 투자권유를 위해 작성된 공시서류의 부실기재에 대한 손해배상청구권을 적용할 수는 없다.⁷⁰⁾ ③ 일본의 금융상품거래법은 허위기재가 있는 증권신고서 제출회사의 이사 등에 의한 모집·매출에 응해 취득한 자 또는 처분자에 대하여 책임(금융상품거래법 제21조)이 있지만, 이사 등에 의한 모집·매출에 의하지 않고 취득한 자 또는 처분한 자에 대한 책임(금융상품거래법 제22조)은 별도로 규정되어 있다는 것이다.⁷¹⁾

(2) 소결

손해배상청구권자인 증권의 취득자의 범위에 유가증권의 발행시장이 아닌 유통시장에서 증권을 인수한 자도 포함되는지 여부에 관해 판례는 “① 자본시장

は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めに任ずる。

66) 이동신, 전계논문, 365면.

67) 박세화, “발행시장의 부실공시로 인한 민사책임에 관한 고찰-자본시장법 제125조·제126조의 개선방향 검토를 중심으로”, 한국금융법학회, 금융법연구, 제13권 제3호, 2016, 298면.

68) 이준섭, “공시책임에 관한 최근 판례의 분석과 비판”, 한국상장회사협의회, 상장협연구, 제42호, 2000, 149면; 서완석, “증권거래법상의 부실표시에 대한 손해배상책임”, 기업법연구, 제16집, 2004, 211면; 임재연, 전계서, 487면.

69) 임재연, 전계서, 487면.

70) 이준섭, 전계논문, 148-149면.

71) 松尾 直彦, 전계서, 211頁.

법이 증권발행시장에서의 공시책임과 유통시장에서의 공시책임을 엄격하게 구분하면서 손해배상청구권자와 책임요건을 따로 정하고 있는 점, ② 자본시장법 제125조의 손해배상책임 규정은 법이 특별히 책임의 요건과 손해의 범위를 정하고, 책임의 추구를 위한 증명책임도 전환시켜 증권발행시장에 참여하는 투자자를 보호하기 위하여 규정한 조항인 점, ③ 자본시장법 제3편 제1장의 다른 조에서 말하는 ‘청약’은 모두 발행시장에서의 증권의 취득 또는 매수의 청약을 의미하므로 같은 장에 속한 자본시장법 제125조 제1항 단서에서 증권취득자의 약의를 판단하는 기준 시로 정한 ‘취득의 청약을 할 때’도 발행시장에서 증권의 취득 또는 매수의 청약을 할 때로 보는 것이 자연스러운 점 등에 비추어 보면, 증권발행시장에서 증권을 인수한 자는 증권신고서와 투자설명서의 거짓 기재 등으로 관여자에게 민법상 불법행위책임을 물을 수 있는 경우가 있을 수 있음은 별론으로 하더라도, 자본시장법 제125조에 정한 손해배상청구권자인 증권취득자의 범위에는 포함되지 않는다”고 판시⁷²⁾하여 구 증권거래법에서의 포함설 입장⁷³⁾과는 달리 불포함설의 입장을 취하고 있다.

자본시장법은 구 증권거래법과는 달리 발행시장에서의 손해배상책임(제125조)과 유통시장에서의 손해배상책임(제162조)을 구분하여 손해배상요건을 정하고 있다. 따라서 자본시장법 제125조에서 규정하는 손해배상청구권자는 발행시장에서 모집 또는 매출에 의한 증권을 취득한 자에 한정하는 것이고, 유통시장에서 증권을 취득한 자는 해당하지 않는다고 보는 것이 타당하다. 다만, 발행시장에서 취득자가 아니더라도 발행시장에서 취득자와 직접거래를 하여 증권을 취득한 자

72) 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결.

73) “구 증권거래법은 증권거래의 공정성을 확보하고 투자자를 보호하기 위하여 증권의 발행인으로 하여금 증권의 내용이나 발행회사의 재산, 경영상태 등 투자자의 투자판단에 필요한 기업내용을 신속·정확하게 공시하게 하는 제도를 두고 있고, 그와 같은 공시제도의 일환으로 같은 법 제186조의2 제1항은 ‘주권상장법인 등 대통령령이 정하는 법인은 그 사업보고서를 각 사업연도 경과 후 90일 내에 금융감독위원회 등에 제출하여야 한다’고 규정하고 있으며, 같은 법 제186조의5는 사업보고서의 허위기재 등 유통시장의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관하여 유가증권신고서의 허위기재 등으로 인한 손해배상책임에 관한 같은 법 제14조 내지 제16조를 준용하고 있다. 따라서 같은 법 제14조에 따른 손해배상을 청구할 수 있는 사람은 모집 또는 매출에 의하여 ‘발행시장’에서 증권을 취득한 사람에 한정되는 것이 아니고, ‘유통시장’에서 증권을 취득한 사람도 포함된다”(대법원 2008. 11. 27. 선고 2008다31751 판결; 대법원 2010. 8. 19. 선고 2008다92336 판결).

의 경우 포함여부가 문제된다. 이러한 경우 증권신고서 등의 부실표시에 의하여 최초 취득자가 거래한 취득가격을 전제로 결정한 가격으로 이루어진 거래임을 소명할 수 있으면 손해배상청구권을 행사할 수 있다고 보아야 할 것이다.

나. 손해배상의무자

발행인은 증권을 모집이나 매출할 경우 증권신고서의 제출의무가 있어 증권신고서의 신고인으로서 손해배상책임을 진다. 하지만 자본시장법은 손해배상의무자를 증권신고서 및 투자설명서의 작성에 관여한 모든 자를 포함한다. 신고당시의 발행인의 이사, 상법 제401조의2 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자⁷⁴⁾로서 증권신고서의 작성을 지시하거나 집행한 자, 증권신고서의 기재사항 또는 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하여 서명한 공인회계사·감정인 또는 신용평가를 전문으로 하는 자 등, 증권신고서의 기재사항 또는 첨부서류에 자기의 평가·분석·확인 의견이 기재되는 것에 대하여 동의하고 그 기재내용을 확인한 자, 증권의 인수인 또는 주선인, 투자설명서를 작성하거나 교부한 자, 매출의 방법에 의한 경우 매출신고 당시의 매출인이 해당한다(제125조 제1항). 이와 같이 손해배상의무자를 넓게 규정한 이유는 책임을 부담하지 않으려면 스스로 진실한 정보를 완전히 공개하도록 주의를 다하라는 취지이다.

손해배상의무자는 발행시장에 있어서 증권의 취득자에 대하여 무과실책임을 부담하는데, 이는 중요사항의 허위기재 등과 같은 중대한 위법성을 감안하여 손해배상청구권자의 입증부담을 경감시키는 것이다.⁷⁵⁾ 배상의무자간의 배상책임의 성질은 부진정연대채무로 배상청구권자는 배상의무자의 전부 또는 일부에 대하여 배상책임을 물을 수 있다.⁷⁶⁾ 다양한 주체에게 손해배상책임을 동시에 부과하여 피해구제의 실효성을 확보할 수 있다. 배상의무자 중 한 사람이 손해

74) 이에는 ① 회사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 이사에게 업무집행을 지시한 자 ② 이사의 이름으로 직접 업무를 집행한 자 ③ 이사가 아니면서 명예회장·회장·사장·부사장·전무·상무·이사 기타 회사의 업무를 집행할 권한이 있는 것으로 인정될 만한 명칭을 사용하여 회사의 업무를 집행한 자를 말한다.

75) 松尾 直彦, 전게서, 207頁.

76) 한국증권법학회, 전게서, 544면.

액을 전부 배상한 경우 다른 손해배상의무자에게 구상권을 행사할 수 있고, 책임이 있는 자들은 과실의 정도에 따라 부담부분을 정해야 할 것이다.⁷⁷⁾

3. 손해배상책임의 면책

자본시장법상 증권신고서 등의 부실표시로 인하여 손해배상책임을 질 경우 손해배상의무자가 상당한 주의의 항변을 한 경우와 증권취득자가 악의인 경우는 면책된다.

첫째로 배상의무자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명한 경우에는 배상의 책임을 지지 아니한다(자본시장법 제125조 제1항 단서). 이를 상당한 주의의 항변이라 한다. 상당한 주의의 항변은 발행인 등이 배상책임을 면하기 위해서는 실제로 상당한 주의를 하였어야 하고 그럼에도 불구하고 부실표시를 알 수 없었음을 증명하여야 한다. 자본시장법은 발행인 등 부실표시한 자들에게 ‘상당한 주의의 항변’ 또는 ‘무과실의 항변’을 허용하고 있다.

민법상 일반불법행위로 인한 손해배상책임(민법 제750조)은 과실책임으로서 피해자가 가해자의 과실을 입증하는 원칙과는 달리 자본시장법상 증권신고서 등의 부실표시로 인한 손해배상청구권은 가해자인 손해배상의무자가 무과실을 증명하여야 한다.⁷⁸⁾ 즉, 과실의 입증책임을 전환시키고 있다. 증권신고서나 투자설명서 작성에 필요한 자료가 주로 발행인의 지배영역에 있는 점을 고려하면 이러한 입증책임을 전환이 발행인 등에게 크게 불리한 것은 아니다. 따라서 배상청구자는 배상의무자의 과실을 입증할 필요가 없고, 배상의무자는 상당한 주의를 다하였음에도 불구하고 그 부실표시를 알 수 없었다는 사실을 증명해야 면책된다. 단순히 그 부실표시를 알지 못하였다든가 상당한 주의를 다하지 못하였다면 책임을 면할 수 없다.

판례에 따르면 ‘상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음’을 증

77) 김건식·정순섭, 전제서, 249면.

78) 예측정보의 경우, 증권이 취득자가 취득의 청약 시에 예측정보 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니한 사실을 알지 못한 경우로서 그 기재 또는 표시와 관련하여 증권신고서의 신고인 등 손해배상책임자에게 고의 또는 중대한 과실이 있었음을 증명한 경우에는 배상책임을 진다(자본시장법 제125조 제2항 단서).

명한다는 것은 “자신의 지위에 따라 합리적으로 기대되는 조사를 한 후 그에 의하여 허위 기재 등이 없다고 믿을 만한 합리적인 근거가 있었고 또한 실제로 그렇게 믿었음을 입증하는 것을 의미한다.”⁷⁹⁾고 판시하였다.

일본의 경우 발행인은 제외하고 유가증권신고서 제출 시의 이사, 매출인은 기재가 허위인 것을 알지 못하거나 상당한 주의를 다하였음에도 불구하고 알 수 없는 경우 면책된다(금융상품거래법 제21조 제2항 1호)⁸⁰⁾. 다만, 알지 못했다는 것을 주장·입증하는 것만으로는 면책되지 않고, 상당한 주의를 다했음을 주장·입증해야 한다. 이 상당한 주의의무의 내용과 범위는 획일적이지 않고 그 지위나 직무분장 등에 따라 다르다.⁸¹⁾ 대표이사 등으로부터 ‘기재는 정확하다’는 뜻의 설명을 받은 것만으로는 상당한 주의를 다한 것은 아니다.⁸²⁾ 상당한 주의의 구체적 내용은 각 이사의 회사지위에 따라 구분할 필요가 있다.

둘째로 증권의 취득자가 취득의 청약을 할 때에 부실표시를 안 경우에는 배상의 책임을 지지 아니한다(자본시장법 제125조 제1항 단서)⁸³⁾. 이는 악의의 항변이라 한다. 이와 같이 증권의 취득자가 부실표시를 알고 증권의 취득을 청

79) 대법원 2007. 9. 21. 선고 2006다81981 판결; 대법원 2014. 12. 24. 선고 2013다76253 판결; 대법원 2015. 12. 23. 선고 2015다210194 판결 참조.

80) 金融商品取引法 第二十一条 2 前項の場合において、次の各号に掲げる者は、当該各号に掲げる事項を証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない。

一 前項第一号又は第二号に掲げる者(이사, 발기인 또는 매출인)

記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。

二 前項第三号に掲げる者(공인회계사, 감사법인)

同号の証明をしたことについて故意又は過失がなかつたこと。

三 前項第四号に掲げる者(인수금융투자업자, 등록금융기관)

記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、第九十三条の二第一項に規定する財務計算に関する書類に係る部分以外の部分については、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。

81) 松尾 直彦, 전게서, 209頁.

82) 藤林大地, “不實表示に係る取締等の相當な注意に關する序論的考察”, 商事法務研究會, 商事法務 No.2165, 2018, 10頁.

83) 예측정보의 공시 부실표시에 대한 증명책임은 전환하지 않고 있다. 증권의 취득자가 취득의 청약 시에 예측정보 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니한 사실을 알지 못한 경우로서 예측정보의 공시와 관련된 자에게 그 기재 또는 표시와 관련하여 고의 또는 중대한 과실이 있었음을 증명한 경우에는 배상의 책임을 진다(자본시장법 제125조 제2항 단서).

약한 경우는 취득자가 부실표시로 인한 손해를 스스로 감수할 의사가 있는 것으로 추정할 수 있기 때문에 보호할 필요는 없는 것이다.⁸⁴⁾ 다만 취득자의 악의에 대해서는 면책을 주장하는 자인 손해배상의무자가 입증할 책임을 진다.⁸⁵⁾

미국의 경우 청구권자가 증권을 매수할 당시에 부실표시의 사실을 알고 있었으면 발행인 관련자들은 면책된다(33년법 제11조 (a)). 일본의 경우도 모집 또는 매출한 유가증권을 취득한 자가 청약 시에 유가증권신고서의 허위 기재나 누락한 것을 안 때에는 책임을 면한다(금융상품거래법 제18조 제1항 단서).

4. 손해배상액의 산정과 배상청구권의 소멸

자본시장법은 민사소송절차를 감안하여 증권의 가격산정 기준시점을 구분하여 손해배상액을 산정하고 있다.

손해배상액은 청구권자가 해당 증권을 취득함에 있어서 실제로 지급한 금액에서, 그 증권에 관한 손해배상을 청구하는 소송이 제기되어 있을 때에는 손해배상청구소송의 변론이 종결될 때의 그 증권의 시장가치를 빼거나, 시장가격이 없는 경우에는 추정처분가격을 빼고, 변론종결 전에 그 증권을 처분한 경우에는 그 처분가격을 뺀 금액으로 추정한다(자본시장법 제126조 제1항). 손해배상책임에 관해서 투자자가 소송하지 않고 청구할 수 있도록 하는 관점에서 손해배상액이 원상회복법리에 따라 법정되어 있다. 이와 같이 자본시장법은 손해배상액을 법정하고 있는 이유는 다양한 요인들로 인하여 결정되는 주가의 등락분 중 부실공시로 인한 등락분을 가려내어 투자자가 그 인과관계를 입증하는 것은 용이하지 않기 때문이다.⁸⁶⁾

일반적인 손해배상법리에 의하면 증권의 발행가격과 처분가격의 차이, 즉 실제 손실을 한도로 배상의 범위를 정하고 있어 증권의 처분으로 손실이 확정되면 처분 이후의 시세변동은 배상액의 산정에 영향을 끼치지 못한다.⁸⁷⁾ 처분가

84) 최정식, 전계논문, 358면.

85) 한국증권법학회, 전게서, 547면.

86) 김건식·정순섭, 전게서, 244면.

87) 서완석, “증권거래법상 부실표시에 대한 손해배상책임”. 기업법학회, 기업법연구, 제16집, 2004,

격은 공개시장에서의 처분가격 뿐만 아니라 장외시장에서의 처분가격도 포함된다. 또한 증권을 계속 보유하면서 손해배상청구소송을 진행하는 경우의 손해액은, 확정되지는 않았지만, 취득가격에서 손해배상을 청구하는 소송의 변론종결시의 시장가격을 공제한 금액으로 추정한다.

손해배상의무자는 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부가 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 발생한 것이 아님을 증명한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 아니한다(자본시장법 제126조 제2항). 이는 손해인과관계의 증명책임을 전환하는 규정으로 배상의무자의 배상액에 대한 책임을 제한하는 기능을 한다. 따라서 손해배상의무자는 청구권자가 받은 손해배상액의 전부 또는 일부가 중요사항에 관한 허위기재 등에 의해 발생할 수 있는 해당 증권의 가치하락 이외의 사정에 의해 발생한 것을 증명한 경우는 그 전부 또는 일부에 관해 배상책임을 면한다.⁸⁸⁾

또한 발행공시의무 위반에 관한 손해배상청구소송에서 손해배상책임을 범위를 정함에 있어서 민법상 불법행위를 청구원인으로 하는 소송뿐만 아니라 자본시장법상의 소송에서도 피해자에게 손해의 발생 및 확대에 기여한 과실이 있으면 과실상계⁸⁹⁾를 하거나 공평의 원칙에 기한 책임제한은 가능하다.⁹⁰⁾

자본시장법상 증명책임을 전환 등으로 강화된 손해배상의무자의 책임을 장기간 인정하는 것은 바람직하지 않고, 대량으로 신속하게 이루어지는 증권거래에 있어서 증권관련 분쟁의 조속한 해결과 거래의 안정을 도모하기 위해 단기의 배상청구권소멸기간을 정하고 있다. 즉 손해배상책임은 그 청구권자가 해당 사실을 안 날로부터 1년 이내 또는 해당 증권에 관하여 증권신고서의 효력이 발생한 날로부터 3년 이내에 청구권을 행사하지 아니한 경우에는 소멸한다(자본

223-224면.

88) 松尾 直彦, 전제서, 208頁.

89) 채무불이행 또는 불법행위에 의해 채권자에게 발생한 손해 중에서 채무자가 배상하여야 할 손해의 범위가 민법 제393조에 따라 정해지면, 금전배상의 원칙에 따라 일정한 금액으로 산정하고, 채권자의 과실이 있는 경우 산정된 손해배상액에서 일정한 비율로 배상액을 감면한다(곽윤직(편집대표), 「민법주해(IX)-(채권2)」, 박영사, 2012, 602면).

90) 대법원 2007. 10. 25. 선고 2006다16758, 16765 판결; 대법원 2015. 1. 29. 선고 2014다207283 판결; 대법원 2016. 12. 15. 선고 2015다243163 판결 등.

시장법 제127조).⁹¹⁾ ‘당해 사실을 안 날’에 대해 판례는 청구권자가 사업보고서의 허위기재나 기재누락의 사실을 현실적으로 인식한 때라고 볼 것이고, 일반인이 그와 같은 사업보고서의 허위기재나 기재누락의 사실을 인식할 수 있는 정도라면 특별한 사정이 없는 한 청구권자도 그러한 사실을 현실적으로 인식하였다고 봄이 상당하다는 입장이다.⁹²⁾

미국의 사베인스-옥슬리법(The Sarbanes-Oxley Act of 2002: SOX) 제804조(a)는 청구권자가 공시의무사항의 부실표시를 발견한 날로부터 2년 또는 공시의무를 위반한 날로부터 기산하여 5년의 제소기한을 적용하고 있다.⁹³⁾ 또한 일본의 금융상품거래법은 중요한 사항에 대한 허위기재나 중요한 사실에 대한 기재가 누락되어 있는 것을 알았을 때 또는 상당한 주의로써 알 수 있었던 때로부터 3년간, 유가증권의 모집 또는 매출에 관한 신고의 효력이 발생한 때 또는 사업설명서가 교부된 때로부터 7년간 행사하지 않는 때에는 소멸한다고 정하고 있다(금융상품거래법 제20조)⁹⁴⁾.

Ⅳ. 주요 쟁점별 입법적 개선의견

본 고에서 자본시장법상 정보약자인 투자자에게 합리적으로 투자결정을 할 수 있는 중요한 정보가 제공되어야 하고, 이에 정보강자인 발행인의 정보제공의무 이행과 손해배상책임에 대하여 살펴보았다. 증권발행 시 발행인의 잘못된

91) 이 제소기간은 법문에 시효로 소멸한다고 규정하지 않고 소멸한다고 규정하고 있어 소멸시효기간이 아니라 제척기간으로 볼 것이다. 따라서 이 기간은 재판상 행사하여야 하는 제척기간이며, 시효의 중단이나 정지의 문제는 발생하지 않는다.

92) 대법원 2007. 10. 25. 선고 2006다16758, 16765 판결.

93) 미국법전(USC) 제2편 제1658조 참조.

94) 金融商品取引法 第二十条 第十八条の規定による賠償の請求権は、請求権者が有価証券届出書若しくは目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていたことを知った時又は相当な注意をもって知ることができる時から三年間、これを行わないときは、消滅する。当該有価証券の募集若しくは売出しに係る第四条第一項から第三項までの規定による届出がその効力を生じた時又は当該目論見書の交付があつた時から七年間、これを行わないときも、また、同様とする。

정보제공으로 인한 손해배상책임에 대한 법체계를 정립하기 위해 민법의 법리와 연계하고, 미국 및 일본의 제도를 비교하고 판례를 분석하여 살펴보았다.

자본시장법은 발행인 등의 정보제공의무 위반에 따른 손해배상책임에 대해서 투자자 보호를 위해 입증책임의 전환, 손해액의 추정 등을 규정하여 민법상 일반불법행위에 의한 손해배상책임과는 달리 특칙을 두고 있으나, 지속적으로 다양하고 복잡한 구조의 증권상품들이 출현하고, 정보의 비대칭에 있는 투자자들의 투자위험은 더욱 커지고 있어 투자자 보호를 강화하기 위한 손해배상책임제도에 대한 체계적인 정비가 요구된다.

이에 앞에서 살펴 본 내용을 중심으로 자본시장법상 발행인 등의 손해배상책임에 대한 몇가지 입법적 개선의견을 제시하고자 한다.

1. 손해배상청구권자의 범위 제한

발행시장에서 증권의 모집·매출을 통하여 증권을 취득한 투자자가 발행인 등의 증권신고서 등 공시서류의 부실표시로 인해 손해를 입은 경우 손해배상청구권자를 증권의 취득자로 규정하고(자본시장법 제125조) 있어 증권의 취득자의 범위에 관해 명확히 할 필요가 있다. 자본시장법 제125조에서 규정하는 손해배상청구권자는 발행시장에서 모집 또는 매출에 의한 증권을 취득한 자에 한정하는 것이고, 유통시장에서 증권을 취득한 자는 해당하지 않는다. 그런데 발행시장에서 모집·매출된 증권의 최초 취득자가 매도하여 해당 증권을 매수한 자(전매자)의 경우 자본시장법 제125조에서 규정하는 증권의 취득자에 포함되어 손해배상청구권을 행사할 수 있는가에 대해 살펴보면, 거래소시장에서의 취득자와는 달리 장외에서 발행시장에서의 취득자와 직접거래를 하여 모집이나 매출된 증권을 취득한 자는 증권신고서 등의 부실표시에 의하여 최초 취득자가 거래한 취득가격을 전제로 결정한 가격으로 이루어진 거래임을 소명할 수 있는 경우에는 손해배상청구권을 행사할 수 있도록 인정해야 할 것이다. 하지만 이러한 전매자와 직접거래를 하여 취득한 자 등의 경우도 손해배상청구권자에 해당될 수 있는가에 대하여는 거래 당사자 사이 거래관계의 소명에 대한 진실성 확보나 장내외시장의 영향 등에 비추어 보아 부실표시로 인한 책임을 무한정 인정하는

것은 곤란하므로 손해배상청구권자에 포함하는 것은 부적절하다.

따라서 발행인 등의 증권신고서 등 공시서류의 부실표시로 인해 손해를 입은 경우 손해배상청구권자는 증권의 취득자 및 그 증권의 취득자로부터 증권을 취득한 자로 제한하여 명시하는 것이 타당하다.

2. 발행인의 손해배상면책대상 제외

발행인은 증권의 모집 또는 매출의 경우 증권신고서의 제출의무자이며(제119조 제1항), 대표이사와 신고업무 담당이사는 증권신고서의 기재사항을 확인·검토 후 서명하도록 의무화하여(제119조 제5항) 책임을 명확히 하고 있다. 따라서 발행인이 중요한 사항에 관하여 부실표시를 하였다는 것은 위법성이 중대하여 고의 또는 중과실이 있다고 할 수 있다. 그렇지만 자본시장법은 손해배상책임과 관련하여 발행인의 책임과 이사 등 관계인의 책임을 구분하지 않고 열거하여 증권신고서와 투자설명서의 작성 및 제출 의무를 지는 발행인도 상당한 주의의 항변에 의한 면책을 인정하고 있다(자본시장법 제125조 제1항 단서). 발행인이 주식회사의 경우 회사의 업무집행권을 갖는 대표이사가 증권신고서와 투자설명서를 작성하여 제출한다. 또한 법인의 대표자가 인식한 경우에 일반적으로 법인이 인식한 것으로 인정된다는 점⁹⁵⁾을 감안할 때, 대표이사가 거래통념상 요구되는 주의능력을 갖추고 그러한 주의로써 증권신고서 등의 작성 및 제출의무를 집행한 경우에는 발행인도 상당한 주의의무를 다하였다고 볼 수 있다. 이에 따라 증권신고서 등에 중요사항이 부실기재되어 해당 증권의 다수의 취득자가 커다란 손해를 입더라도 아무도 책임을 지지 않아 배상을 받지 못하는 부당한 경우가 발생한다.

미국의 경우 33년 증권법 제11조(b)에서 발행공시 의무위반의 경우 발행인을 제외한 책임주체들은 그들이 주의의무를 다했다는 것을 증명하여 책임을 면할 수 있지만⁹⁶⁾, 발행인에게는 임원 등 관계인보다 더욱 엄격한 책임을 물어 무과

95) 송호영, “법인의 대표자가 자신이 대표하는 법인에 대해서 불법행위를 한 경우에 법인의 인식여부”, 한국법학원, 저스티스, 통권 제82호, 2004, 12, 94면.

96) SECURITIES ACT OF 1933 SEC. 11. (b) Notwithstanding the provisions of subsection (a) no person, other than the issuer, shall be liable as provided therein who shall sustain the burden of proof

실책임을 부과하고 손해액을 법정하고 있어 발행인은 면책의 항변을 주장할 수 없다. 또한 일본의 경우에도 금융상품거래법 제21조 제2항에서 임원 등 책임주체들의 면책사유를 개별적으로 정하고 발행인에 대하여는 면책사유를 규정하지 않고 무과실책임을 부과하고 있다.

따라서 미국 및 일본의 입법례와 같이 증권신고서 등의 부실표시가 있는 경우 그 위법성이 중대하다고 판단되는 발행인에 대하여는 그 지위와 특성을 고려하여 엄중한 책임을 물어 이사 등 관계인의 책임과는 구별되도록 상당한 주의의 항변에 의한 면책을 할 수 없도록 자본시장법 제125조 제1항 단서에서 발행인은 제외하는 입법적 보완이 이루어져야 할 것이다.

3. 손해배상액의 산정기준 변경

자본시장법상 공시의무위반으로 인한 손해배상액의 산정은 청구권자가 변론종결 전에 그 증권을 처분한 경우에 취득가격에서 처분가격을 뺀 금액으로 추정하고(제126조 제1항), 증권을 계속 보유하면서 손해배상청구소송을 진행하는 경우의 손해배상액은 취득가격에서 손해배상을 청구하는 소송의 변론종결 시의 그 증권의 시장가격을 뺀 금액으로 추정한다(제126조 제1항). 따라서 증권의 취득자가 부실표시를 발견하였더라도 시장가격이 취득가격을 초과하는 경우에는 손해배상액을 청구할 수 없고 또한 증권을 보유한 상태에서 손해배상액을 산정하는 경우에는 손해배상청구소송이 제기된 후 변론종결시점까지 상당한 시간이 소요될 수 있고, 증권의 가격이 다른 다양한 요인에 의하여 상승하여 변론종결 시의 시장가격이 취득가격을 초과하는 경우에도 손해배상액이 발생하지 않을 수 있는 문제가 있다.

미국의 경우 증권의 발행가격(매수가격)과 소제기 시 증권가치(소송 종결 시까지 증권을 보유하고 있는 경우)나 증권처분가격(소제기 전이나 소 제기 후 판결 전에 증권을 처분한 경우)과의 차액이 배상액으로 결정된다. 다만, 발행가격과 소제기 시 증권가치의 차액을 배상액으로 청구할 수 있으나 이 경우 판결 전까지 소제기 시 가치보다 높은 가격으로 처분한 경우에는 그 만큼 감액된다(33년 증권법 제11조 (e)). 미국이 원칙적으로 소제기일의 시장가격을 손해배상

의 기준으로 정하고 있는 이유는 등록신고서상 부실표시가 있는 경우 소를 제기하는 시점에 그 사유가 소장에 상세하게 기술되어 있다는 실질적인 이유와 배상책임자가 부실표시를 한 사실이 알려지고 이에 대한 정정공시를 통해 후속 조치가 이루어진 후 손해배상소송이 제기되므로 그 때는 부실표시로 인한 주가 하락요인이 이미 시장가격에 반영되어 있다고 판단하여 소제기일의 시장가격을 기준으로 하는 것이다.⁹⁷⁾

일본의 경우도 손해배상액은 청구권자가 유가증권을 취득하면서 지급한 금액에서 판결 시까지 증권을 보유한 경우에는 손해배상을 청구할 때의 시장가격을 공제한 금액을 원칙으로 하고 손해배상청구 전에 증권을 처분한 경우에는 처분가액을 공제한 금액을 손해배상액으로 한다(금융상품거래법 제19조 제1항). 따라서 손해배상청구 후의 시장가격의 변동은 손해배상액의 산정에 반영되지 않는다.

생각건대, 증권을 보유한 경우 손해배상액 산정 시 변론종결시점의 시장가격을 공제기준으로 하는 것은 소제기 이후 변론종결 시까지는 부실표시 이외의 다양한 요인에 의하여 증권의 가격이 변동될 수 있으며, 소송기간이 장기화될 경우 더욱 가격변동위험이 커지므로 불합리하다. 따라서 증권을 보유하면서 손해배상을 청구한 경우 손해배상액의 공제가격 산정시점을 변론종결 시가 아니라 손해배상청구의 소제기 시로 기준을 정하고 그 산정방법은 취득가격에서 손해배상청구의 소제기 시의 시장가격을 뺀 금액으로 하고, 판결 전에 소제기 시 금액보다 높은 가격으로 처분한 경우에는 차액만큼 감액하는 것으로 변경하는 것이 합리적이다.

4. 손해배상청구권 행사기간의 연장

자본시장법상 부실표시에 따른 손해배상책임은 청구권자가 해당 사실을 안 날로부터 1년 이내 또는 해당 증권에 관하여 증권신고서의 효력이 발생한 날로부터 3년 이내에 청구권을 행사하지 아니한 경우에는 소멸하도록(자본시장법 제127조) 하여 피해자의 손해배상청구기간은 자본시장법이 투자자 보호를 강화하는 특별법임에도 불구하고 민법상 일반불법행위에 의한 청구권행사기간인 10

97) 서완석, 전제논문, 224면.

년에 비하여 상당히 짧다. 또한 판례는 허위공시 사실을 안 날로부터 1년의 기준은 청구권자 본인은 부실표시 사실을 몰랐더라도 일반인이라면 이를 인식할 수 있으면 청구권자도 현실적으로 인식한 것으로 판단⁹⁸⁾하므로 피해자인 증권 취득자의 인식이 배제될 수 있어 불합리하다.

미국의 경우 청구권자가 중요한 사실의 허위표시 또는 기재누락을 안 날 또는 합리적 주의를 기울여 그러한 사실을 알 수 있어야 하는 날로부터 1년 이내에 소송을 제기하여야 하며, 증권을 모집이나 매출한 날로부터 3년 이내에 제소하도록 정하고 있다(33년 증권법 제13조). 다만 2002년 사베인스-옥슬리법에 서 사기적 행위와 관련된 경우 투자자 보호를 위해 제소기한을 각각 1년 및 3년을 2년 및 5년으로 기간을 연장하였다.⁹⁹⁾

일본의 경우 유가증권신고서 혹은 투자설명서 중에 중요한 사항에 대하여 허위기재가 있거나 기재하여야 하는 중요사항 또는 오해의 소지를 없애기 위하여 필요한 중요사실에 대한 기재가 누락되어 있는 것을 알았던 때 또는 상당한 주의으로써 이를 알 수 있었던 때부터 3년간 이를 행사하지 아니하면 소멸한다. 또한 유가증권의 모집 또는 매출에 관한 신고의 효력이 발생한 때 또는 투자설명서가 교부된 때로부터 7년간 이를 행사하지 않으면 소멸한다(금융상품거래법 제20조).

이와 같이 자본시장법상 손해배상청구권의 행사기간은 민법과 외국의 입법례에 비해서도 지나치게 짧고, 부실표시의 인식에 대한 피해자인 청구권자의 인식이 일반인의 인식 여부에 따라 배제될 수 있는 판례의 입장도 피해투자자의 권리보호에 미흡한 면이 있다. 따라서 이러한 점들을 감안하여 피해를 입은 투자자가 자본시장법상 손해배상을 청구할 수 있는 기회가 적절히 보장되도록 손해배상청구권 행사기간을 청구권자가 해당 사실을 안 날부터 1년 이내 또는 증권신고서의 효력이 발생한 날로부터 3년 이내에서 해당 사실을 안 날부터 3년 이내 또는 증권신고서의 효력이 발생한 날로부터 5년 이내로 조정하는 것이 타당하다.

98) 대법원 2007. 10. 25. 선고 2006다16758, 16765 판결.

99) Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulations*, 6th Edition, West Pub. 2009, p. 280.

5. 예탁증권 등에 관한 정보의 체계 정비

자본시장법상 예탁결제원은 발행인으로부터 발행명세(사고증권명세 포함), 권리 행사정보, 주주명부폐쇄 또는 기준일 정보를 통지받지만, 발행명세(사고증권명세 포함)만을 공표하도록 규정하고 있고(제323조 제3항) 대부분의 정보 공표는 업무 규정에 의거하여 이루어지고 있어 정보제공의 근거가 불합리적인 면이 있다.

권리행사정보와 기준일 정보도 해당 증권에 투자 시뿐만 아니라 투자자의 권리배정 등 권리행사를 위한 중요한 정보에 해당되므로 투자자 권리보호를 위해 표준화하여 공표하도록 하는 것이 타당하다. 따라서 예탁결제원은 자본시장법상 발행인으로부터 제공받은 모든 정보를 지체 없이 공표하도록 공표대상정보를 자본시장법상 명시해야 할 것이다.

자본시장법은 발행인의 예탁결제원에 증권정보 통지이행을 강제하기 위해 행정제재를 규정하고 있다. 발행명세를 통지하지 아니하거나 거짓으로 통지한 자는 3천만원 이하의 과태료를 부과하고(제449조 제3항 제16호), 주주명부 폐쇄기간 또는 기준일을 통지하지 아니한 자는 3천만원 이하의 과태료를 부과한다(제449조 제3항 제14호). 또한 발행인의 권리행사 정보통지의무를 위반하여 통지하지 아니한 자는 3천만원 이하의 과태료를 부과한다(제449조 제3항 제14호).

이와는 별도로 발행인이 예탁결제원에 정보제공의무를 위반하여 투자자가 손해를 입은 경우 투자자의 손해를 현실적으로 배상받을 수 있는 민사책임을 정하고 있지 않아 자본시장법상 투자자 보호를 위한 비례의 원칙이 적절하지 못하고, 주주 또는 사채권자 등 권리자의 보호실효성이 떨어지는 면이 있다. 따라서 발행인이 예탁결제원에 정보제공을 불이행하거나 거짓으로 정보를 제공하여 투자자가 손해를 입은 경우 투자자가 민법상 불법행위책임과는 별도로 자본시장법상 손해배상책임을 물을 수 있도록 발행인이 배상책임을 지도록 하는 근거를 마련하고, 또한 발행인이 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 그 사실을 알 수 없었음을 증명하거나 투자자가 그 사실을 알고 권리행사 등을 한 경우에는 면책되는 근거를 마련해야 할 것이다. 그리고 예탁결제원은 발행인으로부터 제공받은 정보를 형식적으로 확인하는 것으로 그 정보의 내용을 보장하는 역할을

수행하는 것은 아니므로 투자자의 손해에 대한 책임은 없다. 다만 예탁결제원은 고의 또는 중과실로 정보의 공표행위를 잘못된 경우에는 배상책임을 지도록 해야 할 것이다.

V. 맺으며

자본시장법은 발행인의 증권 모집이나 매출 시 정보의 비대칭을 해소하여 투자자를 보호하고, 공정하고 건전한 자본시장의 발전을 위하여 발행인에게 정보제공의무를 지게 하고, 발행인이 정보제공의무를 위반하여 투자자에게 손해가 발생한 경우에는 손해배상책임을 지도록 하여 정보제공의무의 이행을 강제하고 있다. 또한 정보제공의무를 위반하여 지는 손해배상책임은 민법의 일반손해배상책임과는 달리 입증책임의 전환, 손해액의 추정 등의 손해배상의 법리를 구성하여 투자자 보호를 강화하고 있다.

자본시장법이 시행된 이후 우리나라의 증권시장은 거래 규모의 확대, 투자자의 증가 등 지속적인 성장과 함께 다양하고 복잡한 구조의 증권상품의 출현에 따른 투자자의 투자위험은 더욱 커지고 있다. 따라서 증권시장에서 정보약자인 투자자들이 합리적인 투자결정을 할 수 있도록 정확하고 신뢰할 수 있는 정보가 제공되어 사전적으로 보호받고, 발행인의 정보제공의무 위반으로 입은 손해는 온전한 배상을 받도록 하는 실질적인 투자자 보호체계가 이루어져야 한다.

본 고에서는 증권의 발행에 있어서 정보제공의무의 위반에 따른 손해배상책임에 대하여 학설과 판례를 비교·분석하고 필요시 외국의 입법례를 참고하여 살펴보고, 몇 가지 자본시장법의 개선의견을 도출하였다.

우선, 발행시장에서 증권의 모집이나 매출 단계에서 발행인 등의 증권신고서 등 공시서류의 부실표시로 인해 손해를 입은 경우 손해배상청구권자의 범위를 증권취득자와 증권취득자로부터 모집이나 매출한 증권을 매수한 자로 명시하는 것이 타당하다. 발행인은 발행공시에 관한 확인·검토 후 서명의무를 부여하여 책임을 강화하고 있는 법의 취지에 맞춰 손해배상책임의 면책대상자에서 제외시켜 정보의 진정성 담보를 강화하고, 손해배상액을 산정할 경우 취득가격에서

변론종결 시의 시장가격을 빼는 경우 손해배상청구소송이 장기화되는 경우 다양한 요인에 의해 시장가격은 변동하므로 소 제기 시의 시장가격으로 변경하도록 하고, 투자자의 자본시장법상 손해배상을 받을 적절한 기회 보장을 위해 손해배상청구권행사기간을 부실표시의 해당사실을 안 날로부터 3년 이내 또는 증권신고서의 효력이 발생한 날로부터 5년 이내로 확대하는 것이 타당하다. 또한 발행인으로부터 제공받은 모든 정보에 대한 예탁결제원의 지체없는 공표와 잘못된 정보제공으로 인한 발행인의 손해배상책임 근거를 투자자 보호를 위해 마련하도록 해야 할 것이다.

이상에서와 같이 발행인의 정보제공의무와 그 위반에 따른 손해배상책임에 관하여 합리적인 개선을 위한 법제 정비를 기대해 본다.

참고문헌

1. 국내문헌

〈단행본〉

- 곽윤직, 「채권총론(민법강의Ⅲ)」, 박영사, 2006.
 _____, 「채권각론(민법강의Ⅳ)」, 박영사, 2011.
 곽윤직(편집대표), 「민법주해(IX)-(채권2)」, 박영사, 2012.
 금융감독원, 「기업공시실무안내」, 2013.
 김건식·송옥렬, 「미국의 증권규제」, 홍문사, 2001.
 김건식·정순섭, 「새로 쓴 자본시장법(제3판)」, 두성사, 2013.
 김구환, 「자본시장법실무」, 법률서원, 2011.
 김대수, 「증권등록제도 이론과 실무」, 한국예탁결제원, 2014.
 김병연·권재열·양기진, 「자본시장법」, 박영사, 2017.
 김용재, 「자본시장법(상)」, 고려대출판부, 2011.
 김준호, 「계약법」, 법문사, 2011.
 김정수, 「자본시장법원론」, SFL그룹, 2014.

- 김형배, 「민법학강의」, 신조사, 2007.
김흥기, 「상법강의」, 박영사, 2015.
김화진, 「상법강의」, 박영사, 2016.
이상복, 「자본시장법상 기업공시 이론과 실무」, 박영사, 2012.
임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2019.
정찬형(편집대표), 「주석금융법(Ⅲ)(자본시장법1,2)」, 한국사법행정학회, 2013.
지원림, 「민법강의(13판)」, 홍문사, 2015.
한국거래소, 「유가증권시장 상장·공시업무해설」, 2016.
한국예탁결제원, 「증권예탁결제제도(개정증보 제4판)」, 박영사, 2018.
한국증권법학회, 「자본시장법[주석서 I]」, 박영사, 2009.
홍복기 외, 「회사법-사례와 이론」, 박영사, 2017.
황동욱, 「증권관련 집단소송」, 동헌출판사, 2004.

〈논 문〉

- 김병연, “미국판례법상 시장사기이론과 증권거래법상 손해배상책임에 있어서 인과관계의 문제”, 한국비교사법학회, 비교사법, 제11권 제1호, 2004.
김용재, “유통시장에서의 부실공시에 대한 손해배상책임-대상판결: 대법원 2015.1.29. 선고 2014다207283 판결-”, 한국외국어대 법학연구소, 외법논집, 제40권 제3호, 2016. 8.
김재룡, “증권 발행공시 위반의 민사책임”, 한국경제법학회, 경제법연구, 제15권 제3호, 2016. 12.
박세화, “발행시장의 부실공시로 인한 민사책임에 관한 고찰-자본시장법 제125조·제126조의 개선방향 검토를 중심으로”, 한국금융법학회, 금융법연구, 제13권 제3호, 2016.
박승배, “자본시장법상 불공정거래행위로 인한 손해배상책임에 관한 연구”, 연세대학교 대학원 박사학위논문, 2011.
박효상, “증권관련 부실공시책임의 손해인과관계에 관한 고찰”, 전남대 법학연구소, 법학논총, 제27권 제1호, 2007. 6.
서완석, “유가증권발행시장에서의 공시제도에 관한 연구”, 성균관대학교 대학원 박사

- 학위논문, 1997.
- _____, “증권거래법상 부실표시에 대한 손해배상책임”. 한국기업법학회, 기업법 연구, 제16집, 2004.
- 송오식, “소비자계약에서 정보제공의무”, 전남대법학연구소, 법학논총, 제29집 제1호, 2009.
- 송호영, “법인의 대표자가 자신이 대표하는 법인에 대해서 불법행위를 한 경우에 법인의 인식여부”, 한국법학원, 저스티스, 통권 제82호, 2004, 12.
- 윤태영, “투자계약에서의 정보제공의무 위반에 대한 손해배상책임”, 민사법이론과 실무학회, 민사법이론과 실무, 2011. 6.
- 이근영, “자본시장법상 공시의무위반에 대한 손해배상책임”, 성균관대법학전문대학원 박사학위논문, 2014.
- 이동신, “유가증권 공시서류의 부실기재에 관한 책임, 증권거래에 관한 제문제(상)”, 「재판자료」 제90집, 법원도서관, 2001.
- 이상욱, “프랑스에서의 계약상 정보제공의무”, 영남대 법학연구소, 영남법학, 제1권 제1호, 1994.
- 이준섭, “공시책임에 관한 최근 판례의 분석과 비판”, 한국상장회사협의회, 상장협연구, 제42호, 2000.
- 장근영, “시장사기이론과 거래인과관계의 재평가”, 한국비교사법학회, 비교사법, 제23권 제3호, 2016.
- 최상호, “계약상의 정보제공의무에 관한 연구”, 경북대 법학연구원, 법학논고, 제9집, 1993. 12.
- 최정식, “유가증권신고서 등의 부실기재로 인한 배상책임에 관한 고찰”, 한국비교사법학회, 비교사법, 제15권 1호, 2008.

2. 외국문헌

〈영미〉

Alan R. Palmiter, *Securities Regulations*, Seventh Edition, Wolters Kluwer, 2017.

- Brown, J. Robert Jr, *The Regulation of Corporate Disclosure*, FOURTH EDITION, Wolters Kluwer, 2016.
- Jill E. Fisch, *Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries*, 158 Univ. of Pennsylvania Law Review 1961, 2010.
- Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich, *Rule 10B-5 PRIVATE SECURITIES-FRAUD LITIGATION*, THOMSON REUTERS, 2018.
- Niels B. Schaumann, *Securities Regulation*, Thomson West, 2008.
- Steinberg, Marc I, *Securities Regulations*, SEVENTH EDITION, Carolina Academic Press, 2017.
- Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulations*, 6th Edition, West Pub. 2009.
- _____, *PRINCIPLES OF Securities Regulation*, WEST ACADEMIC, 2017.

〈일본〉

- 藤林大地, “不實表示る取締等の相當な注意に關する序論的考察”, 商事法務研究會, 商事法務 No.2165, 2018.4.
- 松尾 直彦, 「金融商品取引法」, 商事法務, 2018.
- 神崎克郎·志谷匡史·川口恭弘, 「證券取引法」, 青林書院, 2006.
- 岸田 雅雄, 「注釋 金融商品取引法(第2券)」, 社団法人 金融財政社情研究會, 2009.
- 黒沼悦郎, 「金融商品取引法入門」, 日本經濟新聞出版社, 2018.

[Abstract]

A Study on the Duty of Information Provision in Issuing Securities

Kim, Dae-Soo

Ph.D. in Law, Korea Securities Depository

In case of public offering and public sale of securities to raise funds among multiple unspecified investors, the most important thing is to provide the investors with proper information to resolve the information imbalance between the issuers and investors. Hence, the investors will decide the proper investment based on the information and be liable on the outcomes. However, if the issuers do not provide the correct information timely violating the duty of information provision or financial investment business entities mis-sell the securities, multiple investors who are in the damaged unfairly.

Accordingly, Financial Investment Services and Capital Markets Act protects the investors by resolving the asymmetry of information in case of public offering and public sale of securities; defines the issuers' duty of information provision for the development of fair and sound capital market; and makes the issuers to take the liability of damage if they violate the duty of information provision, which is enforced. With respect to the liability of damage, protection of investors is strengthened by the form of legal principles on damage compensation such as conversion of burden of proof, presumption of the amount of damages, and so on unlike general liability of damage under the civil law.

Securities with complicated and diverse conditions have been introduced

continuously these days, hence, the investment opportunity for the investors are expanded and the risk of investment are also raised. Therefore, the importance of accurate information provision and its responsibility of issuers has been increased to protect investors and develop the sound security market. To cope with this, the system of liability of damage due to provision of incorrect information by issuers needs to be improved in view of the legislative system to protect the investors practically.

This study was aimed to propose the legislative improvement opinions on some issues upon analysis of theories and precedents on the duty of information provision when issuing securities and the duty of damage caused by its violation, and reviewing foreign legislative cases, if necessary.

Key words : Financial Investment Services and Capital Markets Act, Duty of Information Provision, Protection of Investor, Public Offering and Public Sale of Securities, Liability of Damage