자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상청구의 청구인적격에 관한 검토

- 인과관계요건과의 관계성을 중심으로 -



2013. 12. 21.

김주영(변호사, 법무법인 한누리)

1. 논의의 배경

고찰을 위한 사례 1

- A는 상장회사인 X사의 지배지분 40%를 가진 대주주이자 CEO
- 나머지 지분은 수천 명의 소액주주들이 보유
- X사와 Y사 간에 합병을 위한 협상이 진행되던 중 A는 CEO로서의 권한을 이용하여 합병제안을 거부
- 대신 A는 자신이 보유한 40%의 지배지분을 Y사에 시가의 2배 가격에 양도
- A는 합병 전에 주주들에게 보낸 서신에서 합병이 '불확실한 국제적인 상황'에 의해서 무산되었다고 거짓말
- 주식매매계약을 체결한 이후에도 주주들에게 매각사실만 알리면서 그 매각가격이 얼마인지와 그 매각으로 인해서 X사가 Y사의 수직계열자회사가 될 것이라는 사실은 미고지
- X사의 소액주주들은 A를 상대로 Rule 10b-5에 따른 증권사기(우리나라의 증권거래법 제178조에 규정한 부정거래행위)를 주장하면서 소송을 제기

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

질문

Q. 위 사안에서 자본시장법 제178조 위반을 이유로 손해배상청구 또는 금지청구를 할 수 있을까?

제178조(부정거래행위 등의 금지) ① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위
2. 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위
3. 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위

② 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계(僞計)의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니 된다.

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

미국 법원의 판단

- 미 제2연방항소법원은 Rule 10b-5가 증권의 매수인·매도인에 대한 사기를 금지하기 위한 규정이며
- 회사 내부자(경영자)의 신인의무위반이 매수인·매도인이 아닌 자에 대한 사기를 구성하는 경우를 규율하기 위한 것이 아니라는 이유로
- 소액주주들에 대한 소기각결정을 인용
- 위 사례는 미국 Rule 10b-5 청구와 관련하여 매수인·매도인요건 (Purchaser-Seller Requirement)을 확립한 것으로 알려진 유명한 Birnbaum사건

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

한국 법원은 비슷한 사안에서 어떻게 판단할 것인가?

- 결론은 똑 같을 것
- 하지만 매수인·매도인요건이라는 Doctrine을 창설하면서 설명하기 보다는
- 설령 CEO가 합병협상 및 지배지분매각과정에서 위계나 기교를 사용하였다고 하더라도
- 회사 소액주주들은 이로 인하여 직접적인 손해를 입은 것은 아니라고 해서 부정하였을 것
- 지난 달 세미나에서 고찰한 대법원 2012.12.13. 선고 2010다77743 판결 참조

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

고찰을 위한 사례 2

- 정부는 스탬프 제조회사였던 X사의 독점금지법위반을 이유로 X사에게 자사 주식을 염가에 대리점들에게 매각하도록 명함
- 이 매각명령에 따라 X사는 그 대리점 중 하나인 Y사에게 매도제안을 하였음
- 그런데 Y사는 X사의 제안에도 불구하고 X사의 주식을 매수하지 않았음
- Y사는 나중에 X사의 주식을 매수하지 않은 이유로 X사의 사기를 주장
- 즉 X사가 사업설명서가 자사의 사업에 관하여 과도하게 비관적으로 기재하여 매수하지 않은 것임을 주장하면서 Rule 10b-5에 의한 소송을 제기

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

미국 법원의 판단

- 이 사건에 대한 대법관들의 견해는 나뉘었음.
- 다수의견은 원고들이 비록 독점법 관련 정부명령에 따라 증권의 매수제안을 받은 자이긴 하지만
- 독점법관련 정부명령의 당사자도 아니었고 이러한 정부명령에 따라 어떠한 사적인 권리가 발생하지도 않아
- 1934년 증권법에서 말하는 증권의 매수인이나 매도인이라고 볼 수 없다는 이유로
- 원고들의 청구를 기각
- 다수의견을 대표한 Rehnquist 판사는
- 1934년 증권거래법에 따른 사적 손해배상청구소송에서의 배상을 '실제 손해 (actual damage)'에 한정하고 있는 1934년법 제28(a)조가 매수인·매도인 요건을 뒷받침한다고 하면서 다음과 같이 설시

> 비록 10(b) 소송에서 매수인이나 매도인이 입은 손해액을 산정하는 것이 종종 어려운 일이기는 하지만 대체로 그러한 매수인이나 매도인은 적어도 규명될 수 있는 거래된 주식 수에 따라 손해액을 청구할 수 있다. 반면, 매수인도 아니고 매도인도 아니며 다만 매수 또는 매도할 비계약상의 기회(noncontractual opportunity to buy or sell)를 상실한 것에 따른 경제적 피해를 구하는 추정적인 원고(putative plaintiff)는 원고의 주관적인 가정에 입각한 주식 수에 입각한 다분히 추정적이고(conjectural) 투기적인(speculative) 청구를 하게 될 것이다.

- 위 사건은 **Birnbaum사건**에서 정립된 매수인·매도인 요건을 확립한 것으로 알려진 유명한 **Blue Chip** 사건

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

한국 법원은 비슷한 사안에서 어떻게 판단할 것인가?

- 결론은 똑 같을 것
- 하지만 이 역시 매수인·매도인 요건이라는 개념을 설정하여 설명하기 보다는
- 설령 사업설명서가 거짓 기재되어 사기가 성립한다고 하더라도
- 실제로 매수하지 않은 자는 가정적인 손해를 주장할 수 있을 뿐 상당인과관계 있는 손해를 입은 자가 아니라는 이유로 부정하였을 것

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상청구의 접근방법

- 자본시장법상 불공정거래행위관련 법리는 일본법이 모델로 삼은 미국 1933년 증권법과 1934년 증권거래법을 계수한 것
- 반면 불법행위나 손해배상관련 법리는 독일, 스위스, 프랑스 등 대륙법계 국가들의 민법전을 모델로 삼은 일본법을 2차계수한 것
- 이 때문에 증권법 학자들은 미국증권법상 발전된 각종 개념 (매수인·매도인요건, 거래인과관계, 시장사기, 원고적격)을 사적 증권소송의 이슈들에 관하여도 대폭 활용하는 편인데 반하여
- 법원은 우리나라 민법체계상 생소한 이들 개념들을 그대로 사용하기 보다는 상당인과관계와 같은 전통적인 개념을 활용하여 설명하는 경향
- 영미법과 대륙법이 충돌하는 대표적인 접점에 해당하는 부분

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

2. 논의의 주제

자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상책임조항

- 자본시장법은 내부자거래, 시세조종, 부정거래행위 등 각종 불공정거래행위에 따른 손해배상책임을 규정하고 있음
- 자본시장법상 불공정거래행위는 민법상 불법행위에 해당하는데 자본시장법상 손해배상책임과 민법상의 불법행위책임은 청구권 경합관계에 있음
- 민법상 불법행위책임을 규정한 민법 제750조는 “고의 또는 과실로 인한 위법행위로 타인에게 손해를 가한 자는 그 손해를 배상할 책임이 있다.”고만 규정하여 특별히 손해배상청구권자의 적격이나 범위를 명시하지 않고 있음
- 반면, 자본시장법상 손해배상책임을 정하는 규정들은 손해배상청구권자의 적격 내지 범위를 한정하는 표현을 포함하고 있음

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

제175조, 177조, 179조

제175조(미공개중요정보 이용행위의 배상책임)

① 제174조를 위반한 자는 **해당 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래를 한 자**가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.

제177조(시세조종의 배상책임)

① 제176조를 위반한 자는 다음 각 호의 구분에 따른 손해를 배상할 책임을 진다.

1. **그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 해당 증권 또는 파생상품에 관한 매매등을 하거나 그 위탁을 한 자**가 그 매매등 또는 위탁으로 인하여 입은 손해

2. 3: 중략

제179조(부정거래행위 등의 배상책임)

① 제178조를 위반한 자는 **그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자**가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

논의의 필요성

- 자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상청구의 청구인적격 내지 범위에 관한 규정을 올바르게 해석하기 위해서는 다음과 같은 고찰이 필요함
  - 이러한 청구인적격의 제한이 어떠한 법적 성격을 갖는 것인지(원고적격의 제한인지 아니면 단순히 본안적격의 제한인지)
  - 이러한 청구인적격(범위)의 제한이 어떠한 취지에서 이루어진 것인지(특별한 정책적 필요인지 아니면 상당인과관계 있는 피해자의 표현인지)

- 실무상으로 일반소송에서는 자본시장법상 배상책임과 민법상 배상책임을 병합청구하므로 논할 실익이 적음

- 하지만 증권관련집단소송법은 자본시장법 위반에 따른 손해배상책임에 한정되어 적용되므로 소송의 허가여부를 좌우하는 핵심 작업이 됨

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

논의를 위한 쟁점 사례들

사례 ① 기본적인 사례(단순매입사례)

사례 ② 매입의향 좌절사례

사례 ③ 보유자의 매도지연 사례

사례 ④ 계약체결 후 거래완료 전 주가조작사례

사례 ⑤ 기발행된 옵션의 기초자산 가격 조작사례

사례 ⑥ 청약 포기사례

사례 ⑦ 합병 무산 사례

사례 ⑧ 합병조건 조작사례

사례 ⑨ 구주주의 신주청약포기사례

사례 ⑩ 미공개정보이용행위 사례

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

3. 자본시장법상 손해배상 청구인적격의 법적 성격과 이론적 근거

당사자적격인지 여부

- 원고적격은 원고로서의 당사자적격을 의미하므로 청구인적격은 당사자적격 내지 원고적격과는 다름.

- 자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상청구소송은 이행의 소에 해당하는데 이행의 소에 있어서는 이행청구권을 주장하는 자가 원고적격을 가짐

- 자본시장법상 손해배상청구의 청구인적격은 일종의 본안적격으로서 원고가 당해 자본시장법상 손해배상청구권이라는 실체법상 권리를 갖는가라는 문제로 귀결.
  - 따라서 청구인적격이 없으면 소각하판결이 아니라 청구기각 판결이 선고
  - 이는 주주대표소송에서의 원고적격과 다름.

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

청구인적격의 이론적 근거

➢ **두 가지 견해**

- 자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상청구를 일정한 범위의 자에게만 제한적으로 인정하기 위한 것이라는 견해
- 상당인과관계 있는 손해를 입은 피해자의 범위를 명확히 규정하는 방식으로 구성요건이 표현된 것이라는 견해

➢ **우리나라 자본시장법의 입법취지와 문언규정 방식**

- 자본시장법 위반에 따른 손해배상책임을 특별히 일정 범위의 제한된 피해자에게 부여하기 위한 조항이라기보다는 오히려 이를 보다 쉽게 행사하기 위한 특칙
- 문언으로 볼 때도 자본시장법 제175조, 제177조 및 제179조에서 청구인적격을 제한하기 위해서 둔 문구들은 금지규정에 해당하는 자본시장법 제174조, 제176조 및 제178조에 이미 나와 있는 요건을 되풀이한 것에 해당함.

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

4. 미국 증권소송에서의 청구인적격(Standing)

Standing, Purchaser or Seller requirement, in connection with

- 국내 학자들이 증권소송에서의 원고적격(청구인적격)을 논하는 것은 미국의 증권소송판례에서 형성된 '원고적격(Standing)', '매수인·매도인 요건(Purchaser or Seller requirement)' 또는 '매매관련성(in connection with) 요건' 관련 논의에서 상당한 영향을 받은 것

- 따라서 미국 증권소송에서 형성된 청구인적격관련 논의의 내용을 살펴보아야 우리나라 증권소송에서의 청구인적격을 어떻게 해석해야 하는지 시사점을 얻을 수 있음

- 특히 미국 증권소송에 있어서 청구인적격(Standing)에 관한 논의는 Rule 10b-5에 의한 소송에서 가장 활발하게 전개되어 왔음.

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

청구인적격 이론의 정립

- 미국 증권소송에서 청구인적격요건은 Rule 10b-5에 의한 소송을 다룬 Birnbaum 사건에서 처음으로 정립되어 연방대법원이 다룬 Blue Chip사건에서 확립
- Rule 10b-5는 증권사기행위를 포괄적으로 금지하는 금지규정일 뿐 그러한 위반행위로 인하여 손해를 입은 투자자에게 배상청구권을 인정하는 조항은 아니며 따라서 손해배상청구의 청구인적격을 제한하는 문구도 없음.
- 하지만 미국 법원은 위 조항에 의거하여 이른 바 묵시적 소권을 인정하여 이러한 증권사기에 의해서 피해를 입은 투자자에게 손해배상청구소송을 제기할 수 있도록 허용
- 결국 미국 증권사기관련 Rule 10b-5 소송에서의 청구인적격은 법령규정에 의해 정해진 것이 아니라 판례에 의해 형성
- 증권사기의 직접적인 피해자가 아닌 주주의 회사 내부자의 임무해태에 따른 소송을 배제하거나 (Birnbaum) 추정적인 원고에 의한 추정적이고 투기적인 청구를 방지하기 위한 차원에서 (Blue Chip) 형성된 개념
- 이는 결국 인과관계요건 고찰의 산물이라고 보아야 함

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

청구인적격 (Standing)을 유연하게 인정한 미국 판례들

- **신탁의 수익자:** 미국법원은 신탁이 증권사기로 인해서 주식을 매각하였다고 하였을 때 그 신탁의 수익자(beneficiaries)도 10b-5 소송의 청구인적격이 있다고 판시 (Hackford v. First Sec. Bank of Utah. N.A.)
- **합병 또는 주식교환대상회사의 주주**: 합병이나 주식교환의 경우 그 대상이 된 주식의 주주도 매수인·매도인의 지위를 갖는 것으로 미국법원은 판시 (Zweig v. Hearst Corp.)
- **성사되지 않은 매매계약의 당사자:** 매매계약 체결 후 어떠한 증권사기행위로 인해서 매수·매도가 좌절되었을 경우 매수 또는 매도 계약자는 Rule 10b-5소송의 청구인적격(Standing)을 갖는다고 함 (Mosher v. Kane 784 F.2d 1385 C.A.9 (Cal.),1986).
- **이행단계의 구두매수계약자:** 미국 법원은 이행단계에 있는 구두매수계약자에게도 청구인적격(Standing)을 인정 (Horst v. W.T. Cabe & Co.)
- **신주인수권자:** 정관상 또는 계약상 신주인수권을 갖고 있는 자가 신주인수권을 침해하는 사기적인 행위자를 상대로 제기한 Rule 10b-5 소송에서 법원은 청구인적격(Standing)을 인정(Brennan v. EMDE Medical Research, Inc. 652 F.Supp. 255 D.Nev.,1986.)
- **전환사채 보유자:** 사기적 행위로 전환권행사를 하지 못하여 주식배당을 받지 못한 전환사채보유자에게도 청구인적격을 인정 (Pittsburgh Terminal Corporation, Appellant v. The Baltimore and Ohio railroad company)
- **옵션 보유자:** 사기적 행위로 옵션행사가 저지된 사안에서 옵션보유자에게도 청구인적격을 인정 (SEC V. Masri)

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

소결

- 우리나라 자본시장법의 배상책임조항의 입법취지나 문언방식에 비추어 보거나
- 미국법상 청구인적격(Standing)으로서의 매수인·매도인 요건의 형성배경, 그리고 그 해석에 관한 판례에 비추어 볼 때
- 증권소송에서의 청구인적격은 결국 인과관계요건의 다른 표현일 뿐
- 즉 증권관련 소송에서 상당인과관계 (또는 직접적 인과관계) 있는 피해를 입은 청구권자의 범위를 표현하는 하나의 방법으로 매수인·매도인 개념이 형성된 것
- 따라서 인과관계론에 따른 고찰을 이용하여 증권소송의 청구인적격을 규명할 수 있다고 보아야 함.

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

5. 증권관련 손해배상청구소송에서의 인과관계

손해배상에 있어서의 인과관계 - 상당인과관계론

- **민법 제 393조**

> 제393조(손해배상의 범위)
> ① 채무불이행으로 인한 손해배상은 통상의 손해를 그 한도로 한다.
> ② 특별한 사정으로 인한 손해는 채무자가 그 사정을 알았거나 알 수 있었을 때에 한하여 배상의 책임이 있다.

- 법적 가치판단의 문제
- 예견가능성 뿐만 아니라 규범목적도 고려
- 책임범위 뿐만 아니라 책임성립에 있어서도 적용
- 영미법의 직접적 인과관계(Proximate cause)도 결국 유사한 개념

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

‘거래관련 불법행위’에 따른 손해배상에서의 상당인과관계

- 불법행위 중에서는 직접 타인의 신체나 명예, 재산을 직접 침해하는 불법행위와는 달리
- 기망, 고지의무 위반, 허위광고 또는 부실한 공부의 비치 등 피해자의 거래행위를 유인하거나 피해자와의 거래의 성부나 조건에 영향을 미치는 불법행위가 있음
- 이러한 불법행위를 ‘거래관련 불법행위’라고 부를 수 있음
- 이러한 ‘거래관련 불법행위’에 따른 손해배상청구를 하는 경우 기망, 고지의무 위반, 허위광고 또는 부실한 공부를 신뢰하고 어떠한 처분행위를 하거나 그러한 불법행위가 거래조건에 영향을 미친 경우에만 법적 인과관계가 인정
  - **우리나라의 경우:** 무권리자의 사기분양으로 분양지연의 피해를 입은 분양회사의 청구인적격을 부정
  - **미국의 경우:** 사기적인 허위표시의 경우 손해배상청구요건으로 Reliance를 요구
- 예견가능성의 측면에서 볼 때 사기나 허위표시 등 ‘거래관련 불법행위’에 따라 통상 예견되는 손해는 그러한 ‘거래관련 불법행위’로 인해서 피해자가 어떠한 거래에 나아갔거나 그러한 거래의 조건에 영향을 미쳐서 입은 손해에 한정되기 때문이라 볼 수 있음.
- 규범목적이라는 측면에서 보면 ‘거래관련 불법행위’의 경우 보호법익은 ‘거래에 있어서의 진실성과 그로 인한 거래의 안전과 신속’에 해당하므로 그러한‘거래관련 불법행위’로 인해서 어떠한 정신적 손해를 입었다든지 아니면 그러한 ‘거래관련 불법행위’로 인해서 거래상의 손해가 아닌 다른 부수적인 손해를 입은 경우는 당해 불법행위로부터 보호하려는 법익과는 거리가 멀기 때문에 상당인과관계 있는 손해의 범주에 들지 않는다고 볼 수 있음

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

6. 자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상청구에 있어서의 인과관계

자본시장법상 손해배상청구소송에서의 상당인과관계

- 자본시장법상 불공정거래행위는 모두 자본시장의 가격형성기능을 해치고 투자자에게 손해를 입히는 사기적 행위
- 이러한 불공정거래행위에 대한 손해배상책임을 인정하는 이유는 이러한 불공정거래행위를 금지하여 자본시장에 대한 신뢰를 확보하고 이를 통해 거래의 안전과 신속을 도모하고자 하는 것
- 자본시장법상 불공정거래행위는 그 행태나 보호법익면에서 볼 때 위에서 말한 '거래관련 불법행위'의 일종
- 따라서'자본시장법상 불공정거래행위'에 따라 통상 예견되는 손해는 그러한 '불공정거래행위'로 인해서 피해자가 어떠한 거래에 나아갔거나 실제로 거래의 조건에 영향을 미쳐서 입은 손해에 한정되며 가정적이고 추정적이거나 간접적인 손해는 제외된다고 보아야
- 또한 보호법익 차원에서도 자본시장법상 불공정거래행위로 인해 입은 정신적 손해나 거래상의 손해가 아닌 다른 부수적인 손해를 입은 경우는 자본시장법이 보호하려는 법익과는 거리가 멀기 때문에 상당인과관계 있는 손해의 범주에 들지 않는다고 보아야 함

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

우리나라 증권소송 판례에서 나타난 인과관계

- 우리나라 증권소송 판례에서도 '상당인과관계'를 기초로 손해배상청구권자의 범위를 파악
- 대법원은 증권거래법상 시세조종에 따른 손해배상청구소송사건에서, 시세조종행위라는 위법행위와 그 주식의 매매거래 또는 위탁을 한 자가 입은 손해의 발생과 사이에 상당인과관계가 존재하는지를 검토
- 옵셔널캐피탈(옵셔널벤처스의 후신)와 관련한 사기사건도 상당인과관계의 측면에서 청구인적격을 검토
- 상당인관계의 존부를 판단함에 있어서는 당해 행위에 따른 결과 발생의 개연성, 규제의 목적과 보호법익, 행위의 태양 및 피침해이익의 성질 및 피해의 정도 등을 종합적으로 고려

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

거래인과관계와 손해인과관계

- 미국법원은 증권사건에서의 인과관계분석을 거래인과관계'와 '손해인과관계'의 두 범주로 구분하여 수행
- 하지만 이는 다른 여타의 인과관계 분석과 마찬가지로 목적을 위한 수단에 불과
- 거래인과관계를 따로 고찰하는 것은 증시불공정거래행위가 '거래관련 불법행위'로서 거래를 유발하거나 거래에 영향을 미치는 성격의 불법행위이므로 이렇게 나누어 고찰하는 것이 편리하기 때문
- '거래인과관계'와 '손해인과관계' 모두 법적 판단으로서의 상당인과관계의 개념에 포함되며 다만 상당인과관계 분석의 도구적인 개념이라고 보아야

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

신뢰 (reliance)와 매매관련성 (in connection with)

- 신뢰(reliance)나 매매관련성요건(in connection with requirement)요건 등 유사 개념들도 결국은 상당인과관계의 관점에서 파악해야
- 미국 증권소송 판례에서도 신뢰는 거래인과관계의 다른 표현이라고 하고 있음 (Harris v. Union Electric Co.)
- 매매관련성요건도 사기와 손해간의 인과관계를 의미한다고 하면서 이를 사실상 동일시 하고 있음 (Roberts v. Peat, Marwick, Mitchell & Co.)

결국 판례법체계를 가진 미국은 구체적인 사안마다 거래인과관계(transaction causation), 원고적격(standing), 매수인·매도인요건(purchaser-seller requirement) 매매관련성 요건(in connection with), 신뢰 (reliance) 등 다양한 개념을 사용하고 있지만 우리의 관점에서 볼 때 이들 개념들은 모두 법적 가치판단으로서의 상당인과관계를 해석하는 도구적인 개념들에 불과하다고 보아야

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

7. 각 불공정거래행위 유형별로 청구인적격의 검토

미공개정보이용행위

- 세가지 견해
  - 첫째는 내부자거래의 직접 상대방으로 한정하는 견해
  - 둘째는 내부자가 내부자거래를 한 시점부터 미공개중요정보가 공개된 시점 사이에 거래한 자를 모두 포함하는 견해
  - 세 번째는 내부자와 같은 시기에 반대방향으로 거래한 자들로 보는 견해
- 미공개정보이용행위규제는 공시규제와는 달리 미공개정보를 공시하지 않았다는 것이 아니라 이를 이용하여 부당이득을 취함으로써 형평에 어긋나는 결과를 가져왔다는 것을 규제하기 위한 것이므로 이에 따른 손해배상 청구권자는 미공개정보이용행위에 대응하는 '거래상대방'에 한한다고 보아야(첫 번째 견해나 세 번째 견해).
- 첫 번째 견해(내부자거래의 직접 상대방으로 한정하는 견해)와 세 번째 견해(내부자와 같은 시기에 반대방향으로 거래한 자들로 보는 견해) 중에는 당해 내부자거래의 태양과 이로 인한 결과 발생의 개연성 그리고 피해의 정도 등을 살펴서 판단해야
  - 여러 날에 걸쳐서 이용행위가 일어났을 경우 각각 미공개정보이용행위가 발생한 것으로 보아 날짜별로 고찰해야
  - 거래 상대방이 특정된 장외거래나 대량매매방식으로 매매가 이루어지는 경우에는 첫 번째 견해에 따라야
  - 매매가 경쟁매매방식으로 이루어질 경우 세 번째 견해에 따라 '내부자와 같은 시기에 반대방향으로 거래한 자들'로 보아야
  - 그 범위는 당해 거래일 중 미공개정보이용행위가 있은 시점 이후부터 장 마감 후 시간외종가거래가 마무리된 시점까지의 반대방향 매매자까지 인정해야

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

시세조종행위

- 결국 시세조종의 본질이나 규제목적에 충실하려면 자연적 수요·공급의 원칙에 의해 결정되어야 할 증권의 시장가격에 인위적인 영향을 미치는 시세조종행위로 말미암아 증권의 시세가 인위적으로 변동됨에 따라 상당인과관계 있는 피해를 입은 자에게 널리 손해배상청구를 인정해야
- 종전 법 규정은 자본시장법 제176조가 연계시세조종행위를 포함한 다양한 형태의 시세조종을 규정하고 있음에도 불구하고 이러한 시세조종행위에 따른 배상책임을 제대로 규정하지 못한 것에 해당
- 자본시장법 제177조가 개정되었지만 여전히 현행 조항 하에서도 과연 배상청구권자의 범위를 어디까지로 할 지에 관한 해석상 논란이 있을 수 있음
- 피해자가 시세조종의 대상이 된 증권이나 파생상품을 매매하는 일반적인 경우 시세조종이 그러한 매매거래의 체결 또는 조건에 영향을 미쳤다면 상당인과관계 있는 손해가 있다고 보아야
- 사례 ①의 경우 설령 을이 무조건 주식을 사야 할 사정이 있었다고 하더라도(즉 갑의 주가조작이 을의 매수 여부에 영향을 미친 것이 아니더라도) 거래조건에 해당하는 매수가격에 영향을 미쳤으므로 상당인과관계가 있는 손해라고 볼 것임
- 직접 시세조종정보나 분식된 재무정보를 확인하고 매수한 것이 아니더라도 상당인과관계가 인정된다는 것을 미국에서는 소위 시장사기이론 (fraud on the market theory)라고 설명하지만 우리 대법원의 태도에서 보듯이 이 역시 상당인과관계로 설명가능

계속

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

시세조종행위

- 즉 대면거래가 아닌 비대면거래로 이루어지는 증권거래의 특징과 보호법익, 시세조종의 태양과 피해의 정도 등을 토대로 상당인과관계를 해석하면 대면적인 거래인과관계가 없더라도 당연히 상당인과관계가 성립된다는 것
- 시세조종행위와 거래개시간의 선후에 있어서 반드시 시세조종행위가 있은 후 매매나 위탁이 개시되어야 상당인과관계가 성립하는 것은 아님 : 사례 ④의 경우
- 합병과정에서 합병조건에 영향을 미치는 불공정거래행위로 인해서 손해를 입은 주주는 상당인과관계 있는 손해를 입은 자이므로 손해배상인청구적격이 있다고 보아야 (사례 ⑧)
- 반면 시세조종행위가 있었지만 이 때문에 매수 또는 매도가 이루어지지 아니하고 매수 또는 매도할 의향을 갖고 있다가 좌절된 경우라면 이로 인한 손해는 가정적인 인관과계를 의미하는 것으로서 상당인과관계가 없다고 보아야 (사례 ②의 경우)
- 역시 조건적 인과관계는 존재하지만 상당인과관계는 부정해야 할 사례가 있음 (사례 ③의 경우)

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.

부정거래행위

- 자본시장법 제178조는 행위의 주체, 행위의 내용(방식), 행위의 장소 등을 특정범위에 제한하지 않고 모든 유형의 불공정행위에 적용할 수 있도록 구성요건이 포괄화·일반화되어 있음
- 자본시장법 제178조는 미국의 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC Rule 10(b)-5를 본 뜬 명실상부한 '포괄적 사기금지 조항'이라는 것이 지배적인 견해
- 대법원은 합병시 주주들의 주식매수청구권행사를 막기 위해 시세를 인위적으로 상승시킨 사안에 대해 자본시장법 제178조에 따른 부정거래행위를 적용한 원심을 승인 (2011도8109)
- 자본시장법 제179조는 자본시장법 제178조에 위반하는 '부정거래행위'에 따른 손해배상책임을 규정한 조항
- 입법취지와 보호법익에 비추어 볼 때 자본시장법 제179조에 따른 손해배상청구에 있어서의 상당인과관계는 시세조종의 경우 보다도 넓게 해석되어야
- 실제로 미국의 Rule 10b-5소송 사례들은 신탁수익자, 매수계약자, 신주인수권자, 전환사채보유자, 옵션보유자에게도 청구인적격을 매우 폭 넓게 인정

Copyrightⓒ Hannurilaw. All rights reserved.