

# 증권인수인의 주의의무와 책임에 관한 일고찰

## — 자본시장법 제125조의 합리적인 개선방안 —

손 영 화

(선문대학교 법학과 교수)

### 【초 록】

---

증권인수인은 발행시장에 있어서 중요한 역할을 담당하는 자로서 증권투자자는 이러한 자를 신뢰하고 투자하게 될 가능성이 높다. 그러므로 증권인수인에 대해서는 어느 정도 게이트키퍼로서의 책임을 부과할 필요성이 있다. 우리나라 자본시장법에서는 이른바 주간사 증권인수인(대표주관회사)에 대해서만 그 책임을 부과하고 있는데 참가 증권인수인의 경우에도 일정 부분 책임을 지도록 입법할 필요성이 크다.

증권인수인이 발행회사를 조사하는 등 인수업무를 하는데 필요한 주의의무(due diligence)의 정도에 대해서 자본시장법에는 특별한 규정이 없다. 이에 관련된 미국 및 일본의 입법 및 판례 등이 참조가 된다. 증권인수인의 주의의무의 정도는 증권인수인이 주간사회사인가 참가회사인가에 따라서 그 정도가 달라질 것이다. 미국에서는 주간사 증권인수인의 주의의무를 원칙적으로 증권신고서에 기재된 기재사항을 감사증명이 첨부된 재무제표와 그 이외의 기재사항으로 나누어 판단하고 있다. 전자의 경우에는 전문가인 감사인에 대한 합리적인 신뢰를 면책요건으로 감사인에 대한 신뢰가 합리적인가의 여부에 의하여 판단한다. 후자의 경우에는 증권인수인이 발행회사 등의 설명에 대해서 가능한 한 독자적인 검증을 실시할 것을 전제로 검증을 위해 필요한 due diligence를 다하였는가의 여부에 의하여 판단하고 있다. 전문가에 대해서도 무조건적으로 신뢰하여 검증을 하지 않는 것은 주의의무를 다하였다고 볼 수 없으므로 이와 같은 미국 판례의 태도는 타당한 것이라고 생각된다.

참가 증권인수인의 경우에는 주간사 증권인수인이 발행인에 대하여 상당한 주의의무(due diligence)를 다하여 조사를 하고 있는가에 대하여 확인할 주의의무가 있다고 할 것이다. 다시 말해, 참가 증권인수인은 주간사 증권인수인의 due diligence가 적절하게 이루어졌는지를 확인할 필요가 있다. 결국, 참가 증권인수인의 주의의무는 주간사 증권인수인의 주의의무에 비하여 상대적으로 엄격하지 않다.

증권인수인이 자신의 대리인과 전문가를 신뢰함에 있어서도 과거와 달리 상당한 주의를 하지 않으면 안된다. 특히 감사받은 재무제표에 대하여서도 단순히 신뢰하여서는 안된다고 하는 것이 최근 미국 및 일본에서의 법 집행에 있어서 확립된 원칙이라고 할 것이다. 재무제표에 대한 신뢰문제를 포함하여 전문가에 대한 신뢰의 정도에 있어서도 미국 및 일본에서의 논의는 우리 법의 해석 및 입법에 있어서 참고가 된다.

참가 증권인수인에게 자본시장법 제125조에 따른 책임을 부과하는 경우, 주간사 증권인수인과 참가 증권인수인간에 어떻게 책임을 부담시킬 것인가가 문제된다. 발행시장의 건전한 발전과 투자자보호를 위해서 연대책임을 부과하고, 예외적으로 자신의 due diligence를 증명하는 증권인수인에게 비례책임을 지도록 하는 입법이 타당할 것으로 생각된다.

---

주제어: 증권인수인 / 인수인 / 주간사회사 / 대표주관회사 / 참가 증권인수인 / 게이트키퍼 / 상당한 주의의무 / 컴포트 레터 / 명성자본 / 평판자본 / 합리적인 신뢰 / 합리적 조사

논문투고일: 2011. 3. 8 / 논문심사일: 2011. 4. 1 / 게재확정일: 2011. 4. 12

## [차 례]

I. 서 론	1. 서 설
II. 미국 및 일본에서의 증권인수인의 주의 의무	2. 제125조의 입법 의의
1. 미 국	3. 제125조에 규정하는 증권인수인의 주의 의무
2. 일 본	4. 제125조의 책임부과대상의 적합성
III. 우리나라 자본시장법상 증권인수인의 주의 의무와 그 개선방안	IV. 결 론

## I. 서 론

회사가 주식을 공모하고자 하는 경우 일반적으로 직접공모하기 보다는 증권인수인을 통하여 간접공모를 하게 된다. 이와 같이 간접공모를 하는 이유는 증권인수인이 가지고 있는 공신력에 의하여 공모가 성공할 가능성이 높게 되고, 증권인수인이 공모 차질로 인한 위험을 부담하는 보험자의 역할을 하기 때문이다.<sup>1)</sup> 증권인수인은 증권을 모집<sup>2)</sup>·사모·매출하는 경우 제3자에게 그 증권을 취득시킬 목적으로 그 증권의 전부 또는 일부를 취득하거나(총액인수: firm commitment underlying),<sup>3)</sup> 그 증권의 전부 또는 일부에 대하여 이를 취득하는 자가 없는 때에 그 나머지를 취득(잔액인수: stand-by underlying)하는 자이다(자본시장법 제9조 제12항).<sup>4)</sup> 증권인수인은

1) 林在淵, 『資本市場法』, 博英社, 2010, 281면 참조.

2) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')에서는 공모를 '모집'이라고 하여 시행령에 따라 산출한 '50인 이상의 투자자'에게 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것이라고 정의하고 있다.

3) 자본시장법상의 인수는 상법상의 인수와 다르다. 상법 및 담보부신탁법 등에서 규정하고 있는 인수(subscription)는 인수업무가 증권업무로서 전문화되기 이전부터 사용되어 온 개념으로서 증권의 발행시 그것을 발행인으로부터 원시적으로 취득하는 계약을 의미하며, 이 계약으로 증권을 배정받은 자가 배정분에 대한 인수인이 된다. 자본시장법상 증권의 인수는 제3자에게 그 증권을 취득시킬 목적으로 그 증권의 전부 또는 일부를 취득하는 것인데, 이러한 목적을 전제로 한다는 점에서 상법상 인수와 다르다(林在淵, 앞의 책, 283면).

4) 종래 증권인수인이 행하는 인수방법은 총액인수와 잔액인수 이외에도 모집주선(best effort underwriting)이 있다. 모집주선은 증권발행인이 증권인수인을 증권의 매각주체로서 이용하는 것이 아니라 일종의 대리인(agent)으로 이용하는 것이다(김병연, "유가증권신고서 등의 부실기재와 인수인의 손해배상책임에 있어서 due diligence 항변에 관한 연구," 『商事法研究』, 제22권 제5호(2004), 120면). 그러나 종래의 모집주선업무는 타인의 계산으로 "증권의 발행·인수에 대한 청약의 권유·청약·청약

발행회사의 부실개시(위법행위)를 억제하거나 발행회사에 관한 정보를 보증하는 서비스를 위해서 기능하는 존재이다.<sup>5)6)</sup> 다시 말해, 증권인수인은 정보의 취득비용(acquisition cost) 외에 처리비용(processing cost)이나 확인비용(verification cost)을 경제화하는 존재로서, 증권인수인이 증권시장에서 시장효율성이 유효하게 작동되도록 정보의 분배에 중요한 영향을 미치고 있다고 할 것이다.<sup>7)</sup> 정보중개기관으로서 증권인수인이 그 역할을 유효하게 담당하지 않으면 결과적으로 시장의 상대적 효율성은 달성되지 않을 것이다.<sup>8)9)</sup>

우리나라 자본시장법은 증권인수인에 대하여 증권신고서(정정신고서 및 첨부서류를 포함)와 투자설명서<sup>10)</sup>(예비투자설명서 및 간이투자설명서를 포함) 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우에는 그 손해에 관하여 배상의 책임을 지도록 규정하고 있다(제125조 제1항 본문).<sup>11)</sup> 증권신고서 및 투자설명서는 발행인에 의하여

의 승낙을 영업으로 하는 것"으로서 투자중개업에 해당할 것이다(金建植·鄭順燮, 『資本市場法』, 斗聖社, 2009, 64면).

5) Reinier H. Kraakman, "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy," 2(1) *Journal of Law, Economics & Organization*, 53(1986); Stephen Choi, "Market Lessons for Gatekeepers," 92 Nw. U.L. Rev. 916(1998).

6) Kraakman은 '명성의 정보중개기관'에 대해 '게이트키퍼'라고 하였는데, 명성의 정보중개기관이란 증권시장에 있어서 투자자에 대해서 '확인'(verification) 및 '인증'(certification)의 서비스를 제공하는 자를 말한다. 구체적으로는 증권인수인 이외에도 ① 회사의 재무제표를 확인하는 서비스를 제공하는 '회계사', ② 회사의 신용도를 평가하는 서비스를 제공하는 '신용평가기관' 및 ③ 경쟁 상대와의 상대적인 비교에 있어서 회사의 사업 및 재무의 전망을 평가하는 서비스를 제공하는 '증권에널리스트' 등을 들 수 있다(John C. Coffee, Jr., "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms," 84 B.U.L. Rev. 301, 309(2004)).

7) Ronald J. Gilson/Reinier H. Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency," 70 VA. L. Rev. 549, 693-606, 608 Fig. 3(1984).

8) Ronald J. Gilson/Reinier H. Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias," 28 J. Corp. L. 715, 736-37(2003).

9) 증권인수인은 공모과정에 있어서 중요한 역할을 담당하는데 종종 증권법하에서 소송을 제기당한다. 즉, 1933년 증권법 제11조하에서 소송이 제기되는 전문가 중 하나가 바로 증권인수인이다(Dana B. Klimes, "Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933," 53 Fordham L. Rev. 1063, 1063(1985)). 이에 대하여 증권인수에 있어서 법상의 증권인수인을 고려하면서 인수에 참가한 투자자들로 인하여 기관투자자가 제11조의 책임을 부담하게 된다(Jennifer O'Hare, "Institutional Investors, Registration Rights, and the Specter of Liability Under Section 11 of the Securities Act of 1933," 1996 Wis. L. Rev. 217, 220(1996)).

10) 종래 증권거래법상으로는 사업설명서라고 하였던 것이다.

11) 한편, 우리나라 자본시장법은 발행인에 대해서도 제125조의 규정에 의하여 동일하게 규율하고 있다. 그러나 미국 및 일본의 경우에는 발행인에 대해서는 그 항변을 허용하지 않고 엄격한 책임을 부여하고 있다. 미국 1933년 증권법(The Securities Act of 1933)에서는 유가증권의 발행인에 대하여는 일

작성되는데(제119조 제3항, 제123조 제1항) 증권신고서와 투자설명서에 있어 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 않았으므로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우 발행인뿐 아니라 증권인수인에게도 그 책임을 묻는 것에 대한 이론적 검토가 필요하다.<sup>12)</sup> 또한 자본시장법 제125조 제1항 단서에서는 증권인수인이 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 증권신고서와 투자설명서에 있어 거짓의 기재 또는 표시가 있거나, 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 않았음을 알 수 없었음을 증명하거나, 그 증권의 취득자가 취득의 청약을 할 때에 그 사실을 안 경우에는 배상의 책임을 지지 아니하도록 하고 있다. 증권인수인이 증권신고서와 투자설명서를 이용하여 제3자에게 주식을 취득시키는 경우 기울여야 하는 주의의무의 정도에 대하여도 검토할 필요가 있다.

한편, 증권의 모집 또는 매출과정에서 증권인수인이 다수(2인 이상)인 경우에는 발행인 또는 매출인으로부터 직접 증권의 인수를 의뢰받아 인수조건 등을 정하는 증권인수인(주간사 증권인수인; 대표주관회사)만 책임을 진다(자본시장법 시행령 제135조 제2항). 주간사 증권인수인에 대해서만 이와 같은 책임을 부과하고 다른 증권인수인에게 책임을 부과하고 있지 않은 입법에 문제가 없는지 검토할 필요가 있다.<sup>13)</sup>

아래에서는 미국 및 일본의 입법을 참고로 우리나라 자본시장법상의 증권인수인에 대한 책임규정의 타당성에 대하여 증권인수인의 주의의무를 중심으로 살펴보고자 한다.

---

중의 엄격책임(strict liability)을 부과함으로써 due diligence항변을 하여 손해배상책임을 벗어날 수 없도록 하고 있다(15 U.S.C.A. §77k(b)). 마찬가지로 일본의 금융상품거래법 제21조의2에서는 발행자의 민사책임에 관해서 무과실책임을 부과하고 있다. 입법적으로 검토할 필요가 있다.

12) 증권인수인은 자기의 평판과 명성을 배경으로 공모에 따른 증권의 분배를 담당하는 자이고, 발행회사의 영업 및 재산상태를 조사하여 증권신고서 등 공시서류의 정확성을 조사해야 할 지위와 증권의 최종적인 인수여부에 관한 상당한 임의성을 갖고 있기 때문에 허위공시에 대한 손해배상책임을 부담하는 것이다(李亨基, “證券發行 引受審査의 適正化를 위한 研究-引受審査에 있어서 Due Diligence의 範圍-”, 『上場協』, 제47호(2003. 3), 166면).

13) 대표주관회사에 대해서만 이와 같은 책임을 부담하고 다른 증권인수인에게는 책임을 제한하고 있는 것에 대한 합리성이 문제된다. 오히려 자력 없는 증권인수인(인수회사)을 내세워 책임을 회피함으로써 투자자보호에 문제를 일으킬 가능성이 있다. 입법적으로 재검토할 필요가 있다(한국증권법학회, 『자본시장법』, 박영사, 2009, 546면 각주 2)).

## II. 미국 및 일본에서의 증권인수인의 주의의무

### 1. 미 국

#### (1) 1933년 증권법

##### 1) 제11조

미국에 있어서는 1933년 증권법<sup>14)</sup> 제11조가 개시정보(발행개시정보)의 정확성을 위해서 회계사 및 증권인수인에 대해서 엄격한 책임을 부과하고 있다(Securities Act of 1933 § 11(a); 15 U.S.C. §77k(a)).<sup>15)</sup> 1933년 증권법은 유가증권의 공모(public offering)에 관계되는 중요한 정보를 모두 개시하게 하고 위반자에게는 특별한 민사책임을 부과하여 공정한 거래를 촉진함으로써 사기적 행위로부터 투자자를 보호할 것을 목적으로 하고 있다.<sup>16)17)</sup>

종래, 미국에서는 증권인수인은 재무에 관한 개시정보에 대해서는 정도가 낮지만(증권인수인은 원칙적으로 회계사의 감사를 신뢰하는 것이 가능하지만, 절대적으로 신뢰할 수 없다고 여겨지고 있다), 법정의 민사책임에 근거하여 공모에 있어서 발행회사의 개시정보 전반에 대해서 포괄적으로 담보책임을 진다고 여겨져 왔다(Securities Act of 1933 §§11(b)(3)(A)(C); 15 U.S.C. §§77k(b)(3)(A)(C)). 그리고 증권법 제11조는 등록 신고서(registration statement, 우리나라의 증권신고서<sup>18)</sup>에 해당) 또는 사업설명서(pro-

14) 1933년 증권법은 유가증권의 공모(public offering)에 관계되는 중요한 정보를 모두 개시하게 하고, 위반자에게는 특별한 민사책임을 부과하여 공정한 거래를 촉진함으로써 사기적 행위로부터 투자자를 보호할 것을 목적으로 하고 있다(Louis Loss/Joel Seligman, *Securities Regulation*, 3rd ed.(2004), §1-H-6).

15) 이른바 게이트키퍼로서의 책임에 대해서는 野田耕志, “開示規制における証券引受人の「ゲートキーパー責任」,” 『商事法務』, 第1636号(2002), 76面, 野田耕志, “アメリカにおける証券引受人の機能と責任-情報技術の進展と証券開示規制-(一)・(二・完),” 『法学』, 第68卷 第1号(2004), 31面, 第2号(2004), 28面.

16) Louis Loss/Joel Seligman, *op. cit.*, §1-H-6.

17) 1933년법하에서 due diligence 항변(due diligence defense)을 할 수 있는 증권인수인은 또한 1934년법 제10조 제(b)항하에서 소송 각하(dismissal of claims)를 얻을 수 있는데, 합리적인 조사 및 중요한 부실표시(material misstatement) 또는 누락(omission)에 대하여 알지 못하면 못할수록 통상 고의의 결여를 입증할 것이다(In re Software Toolworks Inc., 38 F. 3d 1078, 1088 Fed. Sec. L. Rep. P 98426(9th Cir.(Cal.) Oct. 19, 1994) (NO. 94-16150)).

18) 종래 증권거래법상으로는 유가증권, 유가증권신고서라고 하였으나 자본시장법에서는 증권, 증권신고

spectus)<sup>19)</sup>에 중요한 사실에 대한 부실개시가 행해지고, 또 그것을 피하기 위해 필요한 중요한 사실이 개시되어 있지 않을 경우에 인수인(underwriter)<sup>20)</sup>을 포함한 일정한 자에게 민사책임을 부과하는 취지를 규정하고 있다. 증권법 제11조에 책임을 져야 한다고 열거되어 있는 자(잠재적 피고)는 ① 등록신고서에 서명한 모든 자, ② 발행자의 모든 임원, ③ 발행자의 임원이 될 자로써 등록신고서에 기재된 자, ④ 회계사, 기술자, 평가사, 그 밖의 등록신고서의 일부를 작성했거나, 이것을 증명하거나 혹은 등록신고서에 관련해서 사용된 보고서·평가서를 작성했거나, 이것을 증명한 자, ⑤ 분매에 관여한 인수인, ⑥ 증권법 제11조에 의해 책임을 지는 자(위 ①~⑤의 자)에 대해서 지배력을 가진 자(controlling person)이다.

1933년 증권법 제11조 제(b)항 제(3)호에서는 이상의 증권인수인의 책임을 면할 수 있는 이른바 due diligence(주의의무의 성실한 이행)의 항변이 인정되고 있는데, 전문가에 의해 작성된 부분에 관하여 기울여야 할 주의의무와 전문가에 의해 작성된 부분 이외의 부분에 관하여 기울여야 할 주의의무에 대해서 규정을 달리 두고 있다. 동법 제11조의 책임을 추궁받을 때에 증권인수인은 다음과 같이 일정한 경우에 해당 책임을 면제받을 수 있다. 즉, 동법 제11조하에서 ① 증권인수인 등은 등록신고서 중 전문가가 아닌 자에 의해 작성된 부분에 대하여 '합리적 조사'(reasonable investigation)를 실시한 후에 해당 등록신고서가 실질적으로 잘못되지 않고, 또는 오해를 초래하는 것이 아니라고 믿고, 한편 그처럼 '믿는 합리적인 이유'(reasonable ground to believe)를 가졌다고 하는 것을 증명할 수 있는 경우에 피고측의 항변이 성립하여 동법 제11조의 책임을 면할 수 있다(Securities Act of 1933 §11(b)(3)(A); 15 U.S.C. §77k(b)(3)(A)). 또한, ② 증권인수인 등은 감사를 마친 재무제표와 같은 등록신고서 중 전문가에 의해 작성된 부분에 대하여 해당 등록신고서가 실질적으로 잘

서라고 하고 있다(제125조). 외국법제를 소개하는 경우에는 종래대로 유가증권이라고 표기한다.

19) 자본시장법상으로는 투자설명서라고 하고 있으나 외국법제에 나오는 것으로 종래 용어표기법에 따라 사업설명서로 표기한다.

20) Securities Act §2(a)(11), “인수인(underwriter)이란 증권의 분매(distribution)를 목적으로 하여 발행자로부터 구입하는 자, 증권 분매에 관련하여 발행자를 위해 매도신청 혹은 매도를 행하는 자, 당해 약속(undertaking)에 참가하거나 직접 혹은 간접적으로 관여하고 있는 자 또는 당해 약속의 직접 혹은 간접적인 인수(underwriting)에 참가 혹은 관여하는 자를 말한다.-단, 이 용어는 그 이익인수인 혹은 딜러로부터 받는 수수료에 한정되며, 또한 그 금액이 분매업자 또는 매도인의 보통 및 관습적인 수수료를 넘지 않는 자를 포함하지 않는다. 본 호에 사용되는 경우 ‘발행자’라는 용어는 발행자 이외에 직접 혹은 간접적으로 발행자를 지배하거나 또는 발행자에 의해 지배받고 있는 자 또는 발행자와 함께 직접 혹은 간접적으로 공통의 지배하에 있는 자를 포함하는 것으로 한다.”

못되어 있거나 또는 오해를 초래하는 것이라고 믿을 합리적 이유를 가지지 않고, 한편 잘못되어 있거나 또는 오해를 초래하는 것이라고 믿지 않았던 것을 증명하는 경우에 항변이 성립하여 책임을 면할 수 있다(Securities Act of 1933 §11(b)(3)(C); 15 U.S.C. §77k(b)(3)(C)).

1933년 증권법 제11조 제(c)항에 “정당한 조사의 내용 및 믿었던 것에 대한 상당한 근거의 내용을 결정하는데 있어서 정당성의 기준은 자기의 재산을 관리할 때 신중한 자(prudent man)에게 필요하다고 간주되는 정도의 것으로 한다”라고 규정하여, due diligence의 항변을 주장하는데 있어서의 주의의무의 상당성에 관계되는 판단기준을 추상적으로 제시하고 있다.

## 2) 제12조

1933년 증권법에 따르면, 중요한 사항에 관해서 허위표시 등을 포함한 사업설명서 또는 구두의 통신을 사용하여 증권 매도신청을 실시한 자(예컨대, 증권인수인 등)는 사업설명서의 표시가 진실하지 않은 것을 알지 못하고, 한편 합리적인 주의(reasonable care)<sup>21)</sup>를 하여도 알 수 없었던 것을 입증할 수 없는 한<sup>22)</sup> 해당 증권의 매수인에 대해서 책임을 진다(Securities Act of 1933 §12(a)(2)).<sup>23)</sup> 매수인은 해당 증권을 제공하고 계약의 취소를 청구해도 좋고, 이미 증권을 매각하거나 혹은 증권을 제공할 수 없을 때에는 손해배상을 청구할 수 있다. 다만, 매도인은 해당 증권가치 하락의 전부 또는 일부가 부실기재 또는 불개시와 관계가 없는 요인에 의해 발생했다고 하는 적극적 항변이 인정된다(Securities Act of 1933 §12(b)). 이 책임은 ① 증권매수인의 신뢰를 요구하지 않고,<sup>24)</sup> ② 이미, 증권을 소유하고 있지 않아도 추궁할 수

21) 합리적인 주의와 관련하여 1933년 증권법 제11조의 상당한 조사의무와 동일하다는 견해와 상당한 조사의무 정도의 엄격한 책임이 아니라는 견해 등의 대립이 있으나 연방대법원은 Sanders사건 판결(Sanders v. John Nuveen & Co., 619 F. 2d 1222(7th Cir. 1980))에서 동법 제12조 제(a)항 제2호의 합리적인 주의를 제11조의 비전문가의 Due Diligence항변에서 요구되는 수준과 동일한 것으로 해석하고 있다(이형기, 앞의 논문, 175면).

22) 이 주의의무는 제11조하에서 비전문가에게 요구되는 due diligence의 정도와 같은 것이라고 해석되고 있다(Sanders v. John Nuveen & Co., 619 F. 2d 1222(7th Cir. 1980)).

23) 제12조 제(a)항 제2호의 책임은 증권법의 등록요구에 의한 것이 아니기 때문에 제11조의 책임과 제12조 제(a)항 제1호의 책임에 대한 보충적인 것이다(T.L. Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 4th ed.(2003), p.370). 한편, 증권투자의 권유를 실시한 자가 그 증권 구입자에 대해서 허위 등이 있는 구두의 통신을 하였을 경우에 제12조 제2호(당시)에 의하여 손해배상책임을 진다고 판시한 사안이 있다(MidAmerica Federal Savings & Loan Association v. Shearson/American Express, Inc., 886 F. 2d 1249(10th Cir. 1989)).

있다. ③ Pinter 판결<sup>25)</sup>에 의해 당사자 관계 요건이 완화되어 매도인의 범위가 확대되고 있다.<sup>26)</sup> ④ 주 법원의 이용을 포기하는 것 없이 연방법원에 소를 제기할 수 있다.<sup>27)</sup> 따라서 보통법(common law)상의 책임보다 엄격한 것이 되고 있다.<sup>28)</sup>

## (2) 판례의 동향

종래, 미국에서는 증권인수인은 재무에 관한 개시정보에 대해서는 정도가 낮지만 어느 정도의 책임을 지지 않으면 안되는 것으로, 다시 말해 증권인수인은 원칙적으로 회계사의 감사를 신뢰하는 것이 가능하지만 절대적으로 신뢰할 수 없다고 여겨지고 있다. 법정의 민사 책임에 근거하여 공모에 있어서 발행회사의 개시정보 전반에 대하여 포괄적으로 담보책임을 진다고 되어 있다.<sup>29)</sup> 아래에서 관련 판례에 대하여 간략히 고찰해 보고자 한다.

### 1) Escott v. Barchris Construction Corp. 사건<sup>30)</sup>

이 사건은 1933년 증권법 제11조하에서 감사인의 책임문제를 취급한 사건인데, 특히, 여기에서는 ‘결산일 후의 사항’에 관한 정당한 주의(S1 review)에 대하여 법원이 제시한 입증책임에 대하여 주목하지 않으면 안된다. 도산한 바크리스사(BarChris Construction Corp.)의 사채권자가 1962년 피트 마윅 미첼(Peat Marwick Mitchel) 회계

24) 신뢰의 주관적 요소는 객관적인 ‘합리적으로 신중한 자’(reasonably prudent person)의 기준으로 판단되는 중요성(materiality)의 개념에 본질적으로 구비되어 있다(Gilbert v. Nixon, 429 F. 2d 348, 356-57(10th Cir. 1970)). 그러나 1933년법 제11조에 있어서 일정한 경우에는 신뢰의 입증을 요구하도록 개정을 실시했을 때에도 동법 제12조 제2호는 같은 개정이 이루어지지 않았던 것을 살펴보면, 신뢰의 요소는 중요성의 요건에 포함되어서는 안된다(L. Loss/J. Seligman, *Securities Regulations*, 3rd ed.(revised, 1999), pp.4202-4203).

25) Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622(1988).

26) Pinter 판결은 제12조 제(a)항 제1호에 관한 것이며 제12조 제(a)항 제2호는 판단하지 않았는데, Pinter 판결 이후의 하급심 판례는 Pinter 판결이 제12조 제(a)항 제2호에도 적용된다고 해석하고 학설도 제12조 제(a)항 제2호에 적용되는 것으로 해석하고 있는 것 같다(L. Loss/J. Seligman, *op. cit.*, pp.4222-4241).

27) 연방법원을 선택하면, 전국적인 소송절차의 특전을 가지고, 재판지에 있어서 넓은 선택을 갖고, 통상 5만 달러의 요건에 따르지 않아도 좋다. 게다가 피고는 이송을 요구할 수 없다(L. Loss/J. Seligman, *op. cit.*, p.4203).

28) 芳谷剛伸, “目論見書規制に関する一考察,” 東京大学大学院法学政治学研究科 2004年度 リサーチペーパー, 14面(<http://www.j.u-tokyo.ac.jp/~jjweb/research/MAR2005/36135.pdf>) (검색일: 2011. 3. 8).

29) 원칙적으로 법원은 증권인수인에 대하여 사외이사 정도의 주의의무를 부과하는 것으로 보인다(김진식·송옥렬, 『미국 증권규제』, 홍성사, 2002, 127면).

30) Escott v. Barchris Construction Corp., 283 F. Supp. 643(S.D.N.Y. 1968).

사무소를 상대로 유가증권보고서에 있어서의 중요한 허위기재를 이유로 손해배상 청구 소송을 제기한 것이다. 즉, 이 사건에서 문제가 된 것은, ① 등록신고서에 허위표시가 포함되어 있든가 혹은 오해를 피하기 위해 표시되어야 할 사항이 결여되어 있는지, ② 만약 그러한 일이 있으면 허위표시나 결여는 중요하다고 판단할 수 있는지, ③ ①, ②가 타당한 경우 피고 BarChris사가 유력한 변호론을 성립할 수 있는가 하는 3가지 점이다. 판례에 의하면, 피트 마윅 미첼 회계사무소는 감사책임자의 경험에 따라서 그 절차에 대해 정당한 주의가 결여되어 있었다고 여겨진다. 즉, 결산일 후에 발생한 사항이 BarChris사의 재무상태에 중요한 영향을 주었는지를 결정하는 S1 review에 대해 동 사무소는 정당한 주의가 부족하고, 감사인의 능력, 경험, 소요시간 등 감사계획 그 자체뿐만 아니라 그것조차도 충분히 실시하지 않았다고 판결되었다. 이 경우 입증책임은 피트 마윅 미첼 회계사무소로 이전되는데, 판례에 의하면 증거불충분이라고 하여 각하되고 있다. 이 사례에 대한 1968년 판결에서는 자산의 과대표시와 부채의 과소표시에 대해 감사인의 과실이 인정되었다.

이 사례는 당시의 회계기준의 불명료함에 기인하는 부분이 있었으므로 본 사례 후에 APB(Accounting Principles Board, 회계원칙심의회)는 의견 제5호의 발표 등의 대처를 하고 있다. 감사에 대한 일반대중의 합리적인 기대를 명료한 회계기준의 발표라고 하는 형태로 충족하였다. 회계기준의 개선에 의해 기대치에 부응할 수 있게 되었다.

이 사례의 중요성은 1933년 증권법하에서 감사인의 책임이 판결상 명료하게 추궁된 효시가 되는 사건이었던 것에 있다.<sup>31)</sup> 또한 증권인수인에게 개시정보의 증명에 대한 책임을 위해서 발행회사의 재무 및 사업에 관한 전문적인 조사능력을 가지고 있다고 보고 있다.<sup>32)</sup>

31) 미국에서는 아직까지 BarChris 판결이 인수증권회사의 due diligence를 논하는데 있어서 상당히 큰 영향력을 가지고 있는데, 가장 중요한 이유는 인수증권회사의 due diligence에 대해서 판례가 거의 없기 때문이라고 한다. 이것은 1933년 증권법 제11조의 피고가 관련된 사실을 소송절차 안에서 개시하는 것을 피하기 위해 회해를 선택하는 경향에 있기 때문이라고 한다("Report of the Task Force on Sellers' Due Diligence and Similar Defenses Under the Federal Securities Laws," 48 Business Lawyer 1185, 1210-1212, 1229-30(1993)).

32) Lynn Nicholas, "The Integrated Disclosure System and Its Impact Upon Underwriters' Due Diligence: Will Investors Be Protected?," 11 Sec. Reg. L. J. 3, 11 n. 27(1983); Comment, "BarChris Due Diligence Refined," 68 Colum. L. Rev. 1411, 1421(1968). See Ernest L. Folk, III, Civil Liabilities under the Federal Securities Acts: The BarChris Case, 55 Va. L. Rev. 1, 54-56(1969).

## 2) Globus v. Law Research Serv. Inc. 사건<sup>33)</sup>

이 사건은 발행자의 모집문서에 오해를 일으키게 하는 사항이 기재되어 있었음을 이유로 주식을 취득한 투자자가 발행자 및 증권인수인에 대해서 1933년 증권법 제17조 제(a)항, 1934년 거래소법 제10조 제(b)항 등에 기하여 손해배상을 청구한 사건이다. 증권인수인은 인수계약 내의 보상조항에 근거하여 발행자에게 교차소송(cross claim)을 제기하였다. 원심에 의하면 보상조항은 증권인수인이 허위기재를 알고 있거나 또는 중대한 과실에 의해서 모르는 경우에는 무효이며, 본건에서는 허위기재를 알고 있었으므로 증권인수인의 보상조항에 기한 청구는 인정되지 않는다고 판시하였다.<sup>34)</sup> 항소심도 다음과 같이 이 판단을 지지하였다.

“본건 상황에서 보상을 허용한다면 관습법 및 증권법의 정책을 경시하게 된다 고 하는 원심 법원의 판단에 동의한다.” “제11조 및 동조의 규정하에서의 민사책임은 사기에 의한 투자자의 손해전보라고 하는 것보다도 오히려 법의 실시를 촉진하는 한편, 의무를 태만히 한 자에 대해서 제재를 가하는 것에 의해서 과실을 방지하는데 목적이 있다. 따라서 증권인수인이 자기의 책임을 발행자에게 자유롭게 전가할 수 있다면 Loss 교수가 말하는 민사책임의 ‘위협효과’는 발휘되지 않을 것이다.”<sup>35)</sup>

## 3) Eichenholts v. Brennan 사건

이 사건은 발행개시서류에 허위기재가 있었다고 하여 투자자가 발행자나 그 임원, 증권인수인에 대하여 연방 증권제법의 사기금지규정<sup>36)</sup>에 기초하여 손해배상이 청구된 사건이다. 지방법원에서 일부화해가 성립되었다(증권인수인은 화해에 응하지 않았다). 그런데 화해내용에는 화해에 응한 피고, 응하지 않은 피고 모두 구상을 하거나 보상을 요구하거나 하는 것 등을 금지하는 조항이 포함되었다. 증권인수인은 이러한 화해를 승인한 지방법원 판단에 재량의 일탈이 있다고, 보상을 요구할 권리는 연방증권제법·관습법으로 인정된 것이라고 주장하였다. 인수계약에는 공모에 임하여 중요한 부실기재, 진실과 다른 기재 또는 기재 누락으로부터 발생하는 모든 손실, 책임, 청구, 손해 및 지출에 대하여 증권인수인에게 보상할 것을 발행자가 합

33) Globus v. Law Research Serv. Inc., 418 F. 2d 1276(2d Cir, 1969).

34) Globus v. Law Research Serv. Inc., 287 F. Supp. 188(S.D.N.Y. 1968).

35) Globus v. Law Research Serv. Inc., 418 F. 2d 1276(2d Cir, 1969).

36) 1933년법 제11조, 제12조 제2호, 1934년법 제17조 제(a)항, 동법 규칙 10b-5 등이 그것이다.

의하는 취지가 정해져 있었다.

항소법원은 다음과 같이 판시하고 있다.

“1933년법 및 1934년법하에서는 보상의 명시적인 권리는 존재하지 않는다. 보상은 1933년법 및 1934년법의 근저에 있는 정책에 반한다. 또한 의회가 이러한 법하에서 보상을 이용가능하게 하려는 의도를 가지고 있던 것을 나타내 보이는 것은 없다.” “연방 증권제법은 특히 인수인에 의한 완전하고 독립한 조사의 실시를 촉진하도록 요구하고 있다. 구상과는 달리 계약상의 보상은 부정의 주장이나 책임의 판정 전에 증권인수인이 그 모든 책임을 발행자에 전가하는 것을 가능하게 한다. 따라서 보상은 증권인수인의 조사인 및 공중의 옹호자로서의 역할을 약하게 하는 것이다. 법원이 보상조항의 효력을 인정한다면 조사의무를 완수하는 증권인수인의 인센티브를 사실상 없애게 될 것이다.”<sup>37)</sup>

앞의 Globus 판결에서는 주간사 증권인수인이 허위기재에 대해 악의 또는 중과실의 경우에는 보상조항은 무효라고 한 것에 대하여 Eichenholts 판결에서는 보다 엄격한 입장이 나타나고 있다고 할 수 있다.<sup>38)</sup>

### (3) SEC Rule 176

사업설명서에 중요한 사실에 대한 부실기재를 하거나 또는 오해를 피하기 위해서 필요한 중요한 사실이 개시되어 있지 않은 경우, 해당 증권의 취득자는 등록신고서에 서명을 한 자 등에 대해서 1933년 증권법 제11조의 책임을 추궁할 수 있다. 이 경우 발행자 이외의 자에게는 주의의무의 성실한 이행의 항변(due diligence 항변)이 인정된다(제11조 제(b)항 제1호). 1933년 증권법 SEC Rule 176은 동법 제11조에 있어서의 ‘주의의무의 성실한 이행의 항변’(due diligence defense)에 관련된 것인데, ‘합리적인 조사를 실시한 것’ 및 ‘(등록신고서를 SEC에 등록했을 때) 부실표시가 없다고 믿는 것에 충분한 합리적인 근거’를 보다 구체적으로 정하고 있다.

1933년 증권법 제11조의 주의의무의 정도는 피고의 성질에 따라서 다르다. 즉, 회사의 내부자인가 외부자인가에 따라서 그리고 외부자의 경우 전문가 또는 인수인

37) Eichenholts v. Brennan, 52 F. 3d 478(3d Cir, 1995).

38) 石田眞得, “上場会社・役員等の民事責任に関する問題点,” 『大証金融商品取引法研究会』, 2010. 5. 28, 14面.

인가 그 이외의 자인가에 따라서 피고의 주의의무의 정도가 다르다(Rule 176).<sup>39)</sup> 청구할 수 있는 손해배상액은 법정되어 있어 원고는 부실표시와 손해와의 인과관계를 입증할 필요는 없지만, 피고는 손해의 전부 또는 일부가 부실표시 이외의 원인에 의해서 생긴 것을 입증(negative causation<sup>40)</sup>)한 때에는 배상액의 감액이 인정된다(Securities Act of 1933 §11(e)). 인수인의 경우 인수계약의 내용, 당해 피고의 인수인으로서의 역할, 발행회사의 정보에 대한 접근 가능성 등에 관하여 조사하였는지의 상황이 중요하다고 하고 있다.<sup>41)</sup>

## 2. 일 본

### (1) 금융상품거래법

증권인수인의 민사책임에 관하여 금융상품거래법은 다음과 같이 정하고 있다. 금융상품거래법 제21조 제1항 제4호와 제17조<sup>42)</sup>는 유가증권신고서의 허위 기재 등에 관한 책임을 정하고 있다.

#### 1) 제17조

중요한 사항에 대해 허위의 기재가 있거나 또는 기재해야 할 중요한 사항 혹은 오해를 일으키지 않기 위해 필요한 중요한 사실의 기재가 결여되어 있는 사업설명서[目論見書] 그 외의 표시를 사용하여 유가증권을 취득시킨 자는 표시가 허위이거나 또는 결여되어 있는 것을 모르고 그 유가증권을 취득한 자가 받은 손해를 배상하지

39) 참가 증권인수인의 합리적인 조사는 주간사 증권인수인에 의해 이루어진 조사를 중복할 필요 없다. 참가 증권인수인은 조사의 이행을 주간사 증권인수인에게 위탁할 수 있다(Securities Act Release No. 5275; Securities Exchange Act Release No. 9671(July 26, 1972): 이형기, 앞의 논문, 173면). 다만, 참가 증권인수인은 주간사 증권인수인의 조사프로그램 및 조사의 실행을 체크할 것이 요구된다(이형기, 앞의 논문, 173면). 만약, 주간사 증권인수인이 합리적 조사(reasonable investigation)를 이행하면 참가 증권인수인에게 요구되는 일반적 기준을 이행한 것이 되기 때문에 주간사 증권인수인의 due diligence가 참가 증권인수인을 보호할 수 있다고 판례가 지적하기도 한다(In re Activision Securities Litigation, 621 F. Supp. 415, 434, Blue Sky L. Rep.(CCH) ¶172218, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶92270, 3 Fed. R. Serv. 3d 761(N.D. Cal. 1985)).

40) 이를 감액항변이라고도 한다(박휴상, “증권인수인의 책임에 관한 고찰,” 『企業法研究』, 제21권 제3호(2007. 9), 424면).

41) 17 C.F.R. §230.176(g); 김병연, 앞의 논문, 140면.

42) 일본의 금융상품거래법상의 증권인수인과 관련된 책임 부분은 종래 증권거래법의 조문을 그대로 가져온 것이다. 일본 증권거래법상의 증권인수인의 책임에 관하여는 박휴상, 앞의 논문, 435-438면 참조.

않으면 안되는 것으로 되어 있다. 다만, 사업설명서 등을 사용한 자가 표시가 허위이거나 또는 결여되어 있는 것을 알지 못하고, 한편 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 알 수 없었던 것을 증명하면 면책된다(금융상품거래법 제17조). 이 규정은 사업설명서를 사용하여 권유행위를 실시하는 증권회사에게 재무서류를 포함한 사업설명서의 기재내용의 중요한 사항에 대하여 허위기재가 없고, 중요사실의 기재가 결여되어 있지 않은 것을 상당한 주의를 이용하여 조사할 의무를 부과하고 있다.<sup>43)</sup>

## 2) 제21조

주간사 증권인수인(元引受証券会社)에게는 또한 유가증권신고서 기재내용의 중요한 사항에 대하여 허위기재가 없고, 중요사실의 기재가 결여되어 있지 않은 것을 상당한 주의를 가지고 조사할 의무가 부과되어 있고, 그것을 대만히 하면 투자자에 대하여 손해배상책임을 지도록 되어 있다. 다만, 재무서류에 대해서는 상당한 주의를 다하지 않아도 책임이 면제되고 있다(금융상품거래법 제21조 제1항·2항).<sup>44)</sup>

사업설명서의 사용자인 증권회사(참가 증권인수인)와 유가증권신고서와 관련된 증권인수인(주간사 증권인수인)간에는 재무서류에 대한 손해배상책임을 취급에 있어서 차이가 있다. 이에 대해서는 1969년 11월 6일에 나온 대장성 증권국장장증 제 2677호 「증권업자의 인수업무의 적정한 운영에 대하여」<sup>45)</sup>에 있어서 “주간사 증권인수인은 증자의 인수, 주식의 공개 등에 있어서 스스로 충분한 조사를 실시하는 것은 물론, 요약하면 그 발행회사를 감사한 공인회계사 등으로부터도 감사내용, 감사의견을 형성하기에 이른 경위 등에 대하여 청취하는 등 각종의 방법을 종합적으로 강구하여 기업의 재무내용에 대하여 사전에 적격으로 파악함과 동시에 필요에 응해 그 회사에 대하여 적절한 조언을 하는 것”이라고 하고 있던 것으로부터 주간사 증권인수인은 재무서류에 대해서도 상당한 주의를 다할 의무를 부담한다고 해석하는 것이 통설이다.<sup>46)</sup> 법이 명확하게 하여야 할 것을 지적하는 견해도 있다.<sup>47)</sup>

43) 小谷融, “金融商品取引法における開示規制の課題,” 『RID ディスクローチャーニュース』, Vol. 8(2010. 4), 119面.

44) 금융상품거래법 제21조는 주간사 증권인수인만을 그 책임의 대상으로 파악하고 있어서 참가 증권인수인은 책임의 대상이 아님을 주의하여야 한다.

45) 大蔵省証券局長蔵証 第2677号 「証券業者の引受業務の適正な運営について」(昭和44年11月6日).

46) 神崎克郎, 『証券取引法』, 青林書院新社, 1980, 285面.

47) 小谷融, 前掲論文, 119面.

또한 1997년 8월 6일에 공포된 내각부령 제52호 「금융상품거래업 등에 관한 내각부령」<sup>48)</sup>에 있어서도 유가증권의 원인수를 행하는 증권회사(주간사 증권인수인)가 그 유가증권 발행자의 재정상태, 경영성적 그 외 인수의 적부 판단에 기여하는 사항에 대해서 적절한 심사를 실시하여야 하는 취지가 규정되어 있다(금융상품거래법 제40조 제2호; 금융상품거래업 등 부령 제123조 제1항 제4호). 또한 일본증권업협회의 자주규제하에서도 주간사 증권인수인은 발행자 등으로부터 인수심사자료 등을 수령하는 것, 그 밖의 증권회사는 적어도 일정 항목(기업내용 등의 적정한 개시를 포함)에 대해 엄정한 심사를 실시하는 것이 의무지워져 있었다(일본 증권업협회·유가증권의 인수 등에 관한 규칙 제12조, 제13조, 제16조, 제19조; 동 세칙 제6조 제11조). 즉, 이러한 규제하에서는 감사받은 재무제표 부분과 그 이외의 부분을 나누어 조사의무를 부과하고 있지는 않았다.<sup>49)</sup>

### 3) 제17조와 제21조의 관계

유가증권신고서에 중요한 허위기재가 있을 때 주간사 증권인수인 등은 금융상품거래법 제21조 제1항 제4호에 근거하여 투자자에 대하여 손해배상책임을 진다. 이 책임은 동조 제2항 제3호에 의하면, ① 재무계산에 관한 서류와 관련되는 부분에 대해서는 허위기재를 몰랐던 것을 증명했을 경우에, ② 감사받은 재무제표 이외의 부분에 대해서는 허위기재를 알지 못하고, 한편 상당한 주의를 기울였음에도 불구하고 알 수 없었던 것을 증명한 경우에만 면할 수 있다. 이 조문은 재무제표에 허위기재가 있었을 경우, 주간사 증권인수인이 허위기재를 모르면 면책되는 것으로 읽을 수 있다. 만약 그렇다고 하면 주간사 증권인수인으로서의 재무제표의 허위기재를 알아 버리면 책임을 지게 되므로 재무제표는 감사법인에 맡겨 심사하지 않는 것이 이득이 되게 된다. 그래서 통설은 감사받은 재무제표 부분에 대해서는 제17조의 ‘상당한 주의’의 대상이 되기 때문에 역시 증권인수인은 선의만으로는 면책되지 않는다고 하고 있다.<sup>50)</sup> 다시 말해, 증권인수인은 금융상품거래법 제17조에 의해 사업설명서(주식모집의 경우 기재사항의 대부분은 유가증권신고서와 동일)의 사용자로서의 책임을 지고, 그 책임은 재무계산에 관한 서류와 관련되는 부분인가의 여부를 묻지 않

48) 内閣府令 第52号 「金融商品取引業等に関する内閣府令」(平成19年8月6日).

49) 石田眞得, 「報告」上場会社・役員等の民事責任に関する問題点,」大証金融商品取引法研究会, 2010. 5. 28, 12面.

50) 上掲論文, 12面.

고 상당한 주의를 다하지 않으면 면할 수 없기 때문에 증권인수인은 상당한 주의를 다해 사업설명서·신고서를 심사할 의무를 진다고 주장되고 있다.<sup>51)</sup>

법적으로 보면, 사업설명서의 사용자로서의 책임과 유가증권신고서의 허위기제에 대한 증권인수인의 책임은 상당히 다르다고 하지 않을 수 없다. 우선, 사업설명서의 사용자로서의 책임은 그 사업설명서를 사용하여 유가증권을 취득시킨 상대방에 대해서만 진다. 그러므로 증권인수인으로부터 주식을 취득하지 않은 투자자가 증권인수인에게 제17조의 책임을 추궁하는 것은 원칙적으로 어렵게 될 것이다. 또한 사업설명서의 사용자가 지는 주의의무와 주간사 증권인수인이 인수 심사시에 이용해야 할 주의의무의 수준이 같을 수는 없다. 금융상품거래법 제17조나 제21조가 모두 ‘상당한 주의’라고 규정하고 있지만, 이와 관련된 미국의 원래의 조문에서는 전자는 in the exercise of reasonable care, 후자는 after reasonable investigation으로서 due diligence로 불리는 의무를 의미한다.<sup>52)</sup> 결국, 제17조와 제21조의 해석에 의하여 주간사 증권인수인의 책임을 논하는 것은 한계가 있기 때문에 감사받은 재무정보의 부실개시에 대해서도 감사인에 대하여 합리적인 신뢰(reasonable reliance)의 근거가 결여되어 있는 경우에 한해서는 손해를 입은 투자자에 대해 주간사 증권인수인(인수증권회사)이 민사책임을 진다고 법을 개정하는 것이 바람직하다고 생각된다.<sup>53)</sup>

51) 금융상품거래법 제21조와 제17조는 종래 증권거래법 제21조와 제17조를 그대로 답습한 조문이다. 종래 양 조문의 관계에 대하여 증권인수인이 ① 감사결과를 신뢰하면 면책된다는 견해(神田秀樹監修, 『注解 証券取引法』, 有斐閣, 1997, 136面; 주간사 증권인수인은 예외이다(138-139面)). ② 감사결과를 신뢰하는 것만으로는 면책되지 않는다는 견해(神崎克郎他, 『証券取引法』, 青林書院, 2006, 367-369面) 및 ③ 감사결과를 신뢰하면 제21조의 책임은 면책되어도 제17조의 책임(사업설명서의 사용자로서 책임)을 진다는 견해로 나누어져 있었다. 이 ③의 견해가 통설이다(黒沼悦郎, “発行開示と引受業務に関する諸問題,” 『近年の証券規制を巡る諸問題』, 日本証券経済研究所, 2004, 150面).

52) 참고로 미국에서는 증권인수인(인수증권회사)이 전문가가 작성한 서류(재무제표는 이에 포함)에 대해서 기제가 허위라고 믿을 합리적인 이유가 없고, 한편 실제로 허위가 아니라고 믿은 경우에 면책되는 것으로 허위라고 몰랐던 것만으로 면책되는 것이 아니다.

53) 제21조 제2항 제3호를 개정해야 한다는 견해로서는 梅本剛正, 『現代の証券市場と規制』, 商事法務, 2005, 261-262面.

### Ⅲ. 우리나라 자본시장법상 증권인수인의 주의의무와 그 개선방안

#### 1. 서 설

우리나라 자본시장법은 발행인이 작성한 증권신고서(정정신고서 및 첨부서류를 포함)와 투자설명서(예비투자설명서 및 간이투자설명서를 포함) 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나, 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우에는 발행인뿐 아니라 증권인수인에 대하여도 그 손해에 관하여 배상의 책임을 지우고 있다(제125조 제1항 본문).<sup>54)</sup> 다만, 증권인수인이 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 증권신고서와 투자설명서에 있어 거짓의 기재 또는 표시가 있거나, 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 않았음을 알 수 없었음을 증명하거나, 그 증권의 취득자가 취득의 청약을 할 때에 그 사실을 안 경우에는 배상의 책임을 지지 아니하도록 하고 있다(동 단서).

#### 2. 제125조의 입법 의의

자본시장법 제125조에서 증권신고서와 투자설명서의 중요사항에 관한 허위기재나 기재누락이 있는 경우 증권인수인에게 책임을 부과하고 있는 이유에 대한 검토가 필요하다. 이미 앞에서 살펴 본 바와 같이 증권인수인에게 이와 같은 책임을 부과하고 있는 것은 발행개시정보의 정확성을 담보하기 위해서이다. 즉, 증권인수인에게 발행시장에 대해 재무제표 및 재무제표 이외의 개시정보에 대해서도 책임을 지움으로써 발행시장에서의 투자자를 보호하고자 한 것이다. 증권인수인은 증권의 발행과정에서 일반적으로 증권 발행회사에 대하여 조사하고, 증권신고서류의 준비 과정에 실질적으로 참여할 뿐만 아니라 증권의 공모가를 결정하는데 있어서도 매우 중요한 역할을 수행하고 있다. 실질적으로 주관사(대표주관회사)는 증권신고서

54) 증권인수인과 관련하여 자본시장법은 종래 모집의 증권인수인만 그 대상이 되고 매출의 증권인수인에 대해서는 포함하고 있지 못하고 있던 증권거래법 제14조의 문제를 입법적으로 해결하고 있다(제125조 제1항 제5호). 따라서 모집의 발행인뿐만 아니라 매출의 증권소유자와 계약을 체결한 자도 모두 증권인수인으로서 책임을 진다(박휴상, 앞의 논문, 441면).

의 거의 대부분을 초안하며, 증권의 모집 또는 매출에 있어서 모집 또는 매출되는 증권에 대하여 인수인의 의견을 제시하여야 한다(증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제2-11조 제1항 제1호 나).<sup>55)</sup> 이는 증권인수인에게 개시정보의 인증책임을 게이트키퍼 책임의 하나로써 부과하고 있는 미국의 증권법과 그 궤를 같이 한다고 할 것이다. 게이트키퍼(gatekeeper)란 비행 내지 위법행위를 억제함에 있어서 바로 그 위법 행위자(제1차 행위자)가 아닌 제3자에게 그 억제를 기대하는 것을 말한다.<sup>56)</sup> 행위자 자신은 위법행위를 하여도 노출되지 않으면 이익을 얻을 수 있는 것이므로, 제3자에게 위법행위를 억제하는 역할을 부담하게 하면 행위자 자신의 행위를 규제하는 것보다도 용이하게 위법행위를 억제할 수 있다.<sup>57)</sup> 증권신고 서류에 기재되어 있는 사항이 부실기재되어 투자자가 손실을 입는다고 하더라도 증권의 인수업무를 행한 증권회사(자본시장법상 금융투자회사, 이하 편의상 종래대로 '증권회사'라 지칭)는 그 명성에 손상을 입는 것을 제외하고는 원칙적으로 직접적인 손실을 부담하지 않아야 되지만, 자본시장법에서는 증권인수인에게도 손해배상책임을 부과함으로써 투자자에 대한 정보제공의 과정에서 인수인의 상당한 주의(due diligence)를 촉구하고 있는 것이다.<sup>58)59)</sup>

한편, 증권인수인은 발행인과의 관계로 인하여 이미 공표된 정보를 이용할 수 밖에 없는 일반 투자자로서는 평등하게 이용할 수 없는 사실에 접근할 수 있다. 그

55) 증권신고서의 '인수인의 의견' 항목에서는 대표주관회사의 실사의 내용 및 결과와 그에 대한 평가의견, 공모대상 증권의 투자가치에 영향을 미치는 제반 중요요소에 대한 평가결과, 공모가격 또는 희망공모가격의 적정성에 대한 의견을 기재한다(정성구, "증권법학회(2011. 4. 23) 토론요지", 2면).

56) 회사 조직에 대하여 살펴보면 회계감사인, 인수인, 변호사, 사외이사 등이 이에 해당된다(Reinier H. Kraakman, *op. cit.*, p.53).

57) 黒沼悦郎, "ディスクロージャーの実効性確保-民事責任と課徴金-", 『金融研究』, 2006. 11, 78面.

58) 김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2002, 142면; 김병연, 앞의 논문, 131면; 이형기, 앞의 논문, 177면.

59) 모집·발매 유가증권취득의 결정에 있어서 투자자는 증권인수인(인수증권회사)의 명성(평판)에 신뢰를 두는 것이며, 이러한 유가증권의 모집·발매에 있어서 중요한 역할을 다하는 증권인수인이 유가증권신고서의 허위기재에 대해 손해배상책임을 지는 것은 투자자 보호를 위해서 필요하다(神崎克郎, "有価証券届出書の虚偽記載による民事責任", 『商事法務』, 第543号(1970), 14面); "증권인수인은 공표되는 자료의 정확성을 확인하는 일에 있어서 가장 신뢰를 얻고 있다. 왜냐하면 증권인수인은 증권발행과 발행자의 평가에 대한 전문가이며, 그렇게 하는 인센티브를 가지고 있기 때문이다. 증권인수인은 회사의 영업상황을 조사하는 과정에 정통하고 있으며, 그렇게 하기 위한 광범위한 정보원을 가지고 있다. 증권인수인은 증권발행에 있어서 금전적 이해관계를 자주 가지고 있기 때문에 발행자의 강점과 약점을 조사할 특별한 동기를 가지고 있다. 미래의 투자가는 -관계자 전원이 알고 있는 사실 및 특히 증권인수인이 알고 있는 사실에 근거하여- 증권의 건전성 및 등록신고서와 사업설명서의 정확성을 조사할 것을 증권인수인에게 기대한다"(Chris-Craft Industries, Inc. v. Piper Aircraft Corp. 480 F. 2d 341(1973)).

리고 증권인수인과 그 고객 사이의 관계에는 발행된 증권에 관하여 정확하고 공정한 공시와 정보제공을 통한 권유가 이루어질 것이라는 의무가 암묵적으로 포함되어 있다. 증권인수인은 당해 증권을 인수하였다는 사실만으로도 당해 발행인에 관한 조사에 있어서 자신이 보유한 전문성의 기준을 충족하였다는 묵시적 표시에 기인하여 증권인수인의 책임이 인정된다.<sup>60)</sup> 증권인수인은 회사 자체의 표시만을 신뢰하는 것은 아니고, 그것에 더하여 회사 표시의 보증을 신뢰하는 것이 필요불가결하다. 왜냐하면, 시장 일반은 증권인수인이 발행회사와 비교해서 시장을 속이려고 하는 인센티브를 가지지 않는다고 이해하고 있고, 따라서, 증권인수인의 보증 또는 평가를 한층 신뢰할 수 있는 것이라고 생각하고 있기 때문이다.<sup>61)</sup> 증권인수인 등 게이트키퍼의 상대적인 신뢰성은 수많은 고객과의 관계에서 동일한 서비스를 오랫동안 행하고 있던 것에서 확립된 ‘명성자본’(reputation capital)을 담보로 서비스를 실시하고 있다고 하는 사실에 기하여 일반적으로 설명된다. 이 명성자본은 1인의 고객 또는 사소한 대가를 위해서 위험에 처해질 것은 아니라고 한다.<sup>62)63)</sup>

한편, 증권인수인에게 손해배상책임을 부과하는 경우, 이러한 위험의 회피를 위해 증권인수인이 발행회사와의 사이에 보상계약(cross-indemnification)의 체결을 맺는 것을 고려할 수 있다. 그러나 이러한 약정은 미국의 Globus 판결<sup>64)</sup>에서 “증권인수인이 허위 기재에 대해 알고 있거나 중대한 과실로 인해 이를 알지 못한 경우에는 무효이다”라고 판시한 바와 같이, 현행법상으로도 신의성실의 원칙 또는 공서양속의 관점에서 동일하게 해석할 수 있을 것이다.<sup>65)</sup>

60) Sanders v. John Nuveen & Co., 524 F. 2d, 1064(7th Cir. 1975), vacated and remanded, 425 U.S. 929(1976); 이석환, 『간접투자자산운용업법상』 投資管理者理論, 무한출판사, 2005, 87면.

61) John C. Coffee, Jr., *op. cit.*, p.309.

62) John C. Coffee, Jr., *op. cit.*, pp.309-310. Coffee는 ① 불이행 발견성, ② 서비스 대가의 저액성, ③ 반복행위성(repeat player)이 게이트키퍼를 위한 중요한 요소라고 설명한다(John C. Coffee, Jr., *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting*, 2001, pp.9-10).

63) 인수인의 증권업계에서의 명성이 높으면 높을수록 인수인이 증권의 발행인으로부터 받게 되는 수수료의 액수가 증가하게 되는 것 또한 사실이다(김병연, 앞의 논문, 131면).

64) Globus v. Law Research Serv. Inc., 418 F. 2d 1276(2d Cir. 1969).

65) 이형기, 앞의 논문, 178면; 한편, 일본에서는 금융상품거래법상 발행인에 대하여 무과실에 의한 면책이 인정되지 않는 절대적 책임을 부과하고 있는 것(법 제18조)을 감안하여 보상계약이 이러한 취지에 위반하는 것은 아닌가라고 해석하는 견해도 있다(中村聡ほか, 『金融商品取引法 資本市場と開示編』, 商事法務, 2008, 592면).

### 3. 제125조에 규정하는 증권인수인의 주의의무

자본시장법 제125조는 증권인수인이 증권신고서와 투자설명서를 이용하여 제3자에게 주식을 취득시키는 경우 기울여야 하는 주의의무의 정도에 대하여 규정하고 있다. 다만, 제125조에서 규정하고 있는 증권인수인은 주간사 증권인수인에 한정된다(자본시장법 시행령 제135조 제2항). 증권인수인은 증권신고서와 투자설명서 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니하였는지에 대하여 상당한 주의(due diligence)를 하여야 한다. 증권인수인이 그 주의의무를 다하기 위하여 발행회사에 대하여 조사를 실시하는데, 그 일환으로서 발행회사의 재무제표 감사를 실시하고 있는 외부감사인으로부터 컴포트 레터(Comfort Letters)<sup>66)</sup>를 취득한다.

증권인수인이 발행회사를 조사하는 경우 외부감사인 등이 작성한 재무제표라든가 컴포트 레터를 신뢰하는 경우 그 주의의무를 다하였는지가 문제된다.<sup>67)</sup> 미국 1933년 증권법 제11조 제(b)항 제(3)호에서 그리고 일본의 금융상품거래법 제21조에서는 우리나라 자본시장법 제125조와 마찬가지로 이른바 due diligence의 향변이 인정되고 있다. 우리나라와 일본의 경우와는 달리 미국 1933년 증권법은 제11조 제(c)항에서 “정당한 조사의 내용 및 믿었던 것에 대한 정당한 근거의 내용을 결정하는데 있어서 정당성의 기준은 자기의 재산을 관리할 때 신중한 자(prudent man)에게 필요하다고 간주되는 정도의 것으로 한다”라고 규정하여, due diligence의 향변을 주장하는데 있어서 주의의무의 상당성에 관계되는 판단기준을 추상적으로 제시하고 있다.<sup>68)</sup> 우리나라 자본시장법 제125조를 해석함에 있어서도 동일하게 해석할 수 있을

66) 컴포트 레터는 증권신고서나 해의 공모의 사업설명서에 기재된 재무정보 등의 타당성 등을 확인하고 그 후의 변동을 파악하기 위해 증권인수인이 감사인에게 의뢰하고, 통상 발행인의 비용부담으로 특정항목에 대하여 감사인이 견해를 밝혀 사업설명서 등에 있어서의 재무보고에 대하여 'Negative Assurance'로 불리는 소극적 보증'을 하는 것이 그 일반적인 내용이다.

67) 일본에서는 2006년 9월의 감사위원회 보고 개정에서는 감사인이 인수증권회사에게 소극적 '보증'을 첨부하는 것조차 부적절하다고 여겨져 보증을 시사하는 문언이 모두 삭제되게 된 것이다. 증권회사로부터 감사인에게 질문이 있는 경우 감사인으로부터 회답에 개별 구체성이 없어진 것이다(어떠한 질문에 대해서도 “일반적으로 공정타당한 감사절차에 근거하여 감사하고 있다.” “감사법인은 재무제표 전체에 대하여 감사를 실시하고 있어 개별 계산항목에 관한 질문에는 회답할 수 없다” 등의 회답), Due Diligence 절차의 충분성, 혹은 원래의 의의가 없어진 것이다(企業の資金調達の円滑化に関する協議会/日本資本市場協議会, “コンフォートレターの現状と課題について,” 2008. 4. 24, 10-11面 <[http://www.cftaj.org/proposal/pdf/20\\_04\\_24.pdf](http://www.cftaj.org/proposal/pdf/20_04_24.pdf)> (검색일: 2011. 3. 8)). 대부분의 국내 IPO에서 대표주관회사가 회계법인의 컴포트 레터를 취득하지 않거나, 매우 약식의 '확인서한'을 받는다고 한다(장성구, 앞의 토론문, 2면).

것으로 생각된다. 증권인수인은 증권신고서와 투자설명서 중 중요사항, 즉 합리적인 투자자가 투자판단을 할 때에 중요하다고 생각되는 사실<sup>69)</sup>에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니하였는지에 대하여 신중한 자 (prudent man)에게 필요한 상당한 주의(due diligence)를 하여야 할 것이다.<sup>70)</sup>

증권인수인이 그 주의의무의 이행에 있어서 발행인의 임원 등을 전적으로 신뢰 하여서는 안된다는 것은 너무나 당연하다.<sup>71)</sup> 예를 들면, 합리적으로 확인할 수 있는 경영자의 설명을 단순히 신뢰하는 것은 합리적이지 않다. 그러나 발행인만이 알 수 있고 제3자가 그 정확성을 합리적으로 확인할 수 없는 정보에 대해서는 경영자의 설명을 신뢰하는 것이 비합리적으로 되지는 않는다.<sup>72)</sup>

다만, 주의를 요하는 것은 외부감사인 등 이른바 전문가에 의하여 작성되거나 한 자료 등에 대한 증권인수인의 주의의무의 정도이다. 과거에는 미국과 일본에서 모두 전문가에 대한 신뢰를 인정하였다. 이른바 전문가에 대한 신뢰의 항변(reasonable reliance)이 적용된 것이다.<sup>73)</sup> 증권인수인의 주의의무에 대한 미국 및 일본에서의

68) due diligence는 통상적인 위임관계에서 발생하는 주의의무(duty of care)보다는 경감시켜 주는 것을 볼 수 있다. 즉, due diligence의 정도는 사실상 과실(negligence)과 유사한 기준이라고 할 수 있다 (김병연, 앞의 논문, 136면).

69) 중요사항이란 합리적인 투자자가 투자판단을 할 때에 중요하다고 생각되는 사실을 말한다고 해석되고 있다(TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 96 S. Ct. 2126, 48 L. Ed. 2d 757 (1976); Basic Inc. v. Leinson, 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194(1988)). 우리나라 자본시장법도 이러한 태도를 받아들여 제47조 제3항에서 “투자자의 합리적인 투자판단 또는 해당 금융상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항”을 “중요사항”으로서 규정하고 있다.

70) ‘상당한 주의’의 항변을 하기 위해서는 자신의 지위와 특성에 따라 합리적으로 기대되는 조사를 하였으며, 그에 의해 문제된 사항이 진실이라고 믿을 만한 합리적인 근거가 있음을 입증해야 한다(대법원 2002.9.24 선고 2001다9311판결).

71) 증권인수인이 경영진의 표명에 신뢰를 두었다고 하는 것만으로는 그 부과된 책임을 충족시킬 수 없다(In re The Richmond Corp., 41 S.E.C. 398(1963)); 물론, 증권인수인이 사내임원만큼 회사에 대하여 자세한 지식을 가지는 것은 기대할 수 없고, 그들의 조사 의무는 보다 제한된 접근이 고려되어야 한다. 그러나 증권인수인은 회사의 설명에 대해 높은 수준에서 조사와 독립된 확인을 실시할 것을 기대받고 있다. 경영진의 주장에 대한 신뢰는 받아들여지지 않는다. 인수인은 악마의 대변인(devil's advocate) 역할을 담당해야만 한다(Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544, 582(E.D.N.Y. 1971); In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628, 675 Fed.(S.D.N.Y. Dec. 15, 2004)).

72) In re Software Toolworks, Inc. 789 F. Supp. 1489, 1496(N.D. Cal. 1992).

73) 예컨대, 미국의 판례를 살펴보면 다음과 같다. 하이테크 장난감 회사인 WOW가 사채발행을 위한 등록신고서에 포함되어 있는 재무제표에 많은 잘못이 있었다고 하여, 손해를 입은 투자자가 증권인수인 등에 대해서 손해배상청구를 행한 사건에서 법원은 재무제표는 Deloitte(감사인)에 의해 감사증명이 첨부되어 있었기 때문에 다른 피고는 합리적인 신뢰의 항변이 인정된다고 판시하였다(In re Worlds of Wonder Securities Litigation 814 F. Supp. 850(N.D. Cal. 1993)).

최근의 판례 및 학설을 살펴보면 과거와 달리 외부감사인이 작성한 재무제표 등에 대하여도 상당한 주의를 하여야 할 것을 알 수 있다.<sup>74)</sup><sup>75)</sup><sup>76)</sup> 따라서 IPO 등 증권의 인수업무에 따른 책임문제를 고려하여, 증권인수인은 실질적으로 단순한 관행적인 질문보다는 발행회사의 임원 등의 전문가에게 상세한 정보의 제공을 요구하는 것이 일반적이다.<sup>77)</sup>

한편, 증권인수인은 due diligence의 특정 부분을 변호사나 회계사 등에게 위임할 수 있다. 이러한 경우 증권인수인의 대리인으로서 변호사 등이 부적합한 업무수행을 한 경우에는 증권인수인은 due diligence의 항변을 할 수 없다.<sup>78)</sup> 다시 말해, 증권인수인이 발행시장에서의 개시정보의 정확성을 위하여 변호사의 의견을 참고하는 경우에도 최종적으로 책임을 지는 자는 해당 변호사가 아니고 증권인수인인 것이다.<sup>79)</sup>

#### 4. 제125조의 책임부과대상의 적합성

증권의 모집 또는 매출과정에서 증권인수인이 다수(2인 이상)인 경우에는 발행인 또는 매출인으로부터 직접 증권의 인수를 의뢰받아 인수조건 등을 정하는 증권인

74) “만약 ‘자기의 자산 관리에 신중한 자(prudent man)’라면 1999년도의 Form 10-K를 읽고, 관련되는 발행자의 경합상대에 대한 정보에 정통하지만 수치의 정확성에 의문을 가지며 그리고 이들 수치는 위험신호를 구성하여 인수인인 피고는 조사의무를 지게 될 것이다”라고 판시하였다(In re WorldCom, Inc., Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628, 679(S.D.N.Y. 2004)).

75) 江頭憲治郎, “ディスクロージャーと民事責任,” 『証券業法』, 1996, 29-32面; 河本一郎・関要監修, 『新訂版 逐条解説証券取引法』, 商事法務, 2002, 144面; 近藤光男他, 『新訂版 証券取引法入門』, 商事法務, 1999, 154-155面.

76) 종래 증권인수인의 주의의무와 관련하여 감사받은 재무제표 등에 대한 신뢰권한을 이야기 한 지방법원 판결이 있다. “기업공개 중간사회사로서는 공개 예정 기업이 기업공개의 요건을 갖추었는지 여부를 분석하는 데 필요한 재무사항에 관하여는 주식회사의 외부감사에 관한 법률에 의하여 엄격한 자격기준 및 감사기준이 마련되고 허위감사에 대한 제재에 의하여 그 진실성이 담보되는 외부감사인의 감사보고서와 그 감사를 받은 재무제표를 진실한 것으로 믿고 이를 기준으로 분석을 하는 것으로 족하다 할 것이고, 더 나아가 위 재무제표 및 감사보고서가 진실한 것인지 여부를 다시 확인하여야 할 의무까지는 없다고 보아야 할 것이다”(서울지법 남부지원 1994.5.6. 선고 92가합11689판결). 그러나 이는 수긍하기 어렵다(박휴상, 앞의 논문, 444면).

77) 이형기, 앞의 논문, 171면.

78) Escott v. BarChris Construction Corporation., 283 F. Supp. 643, 697(S.D.N.Y. 1968).

79) Louis Loss/Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 4th ed.(2001), pp.1154-1156; ABA Committee on Federal Regulation of Securities, “Report of Task Force on Sellers’ Due Diligence and Similar Defenses Under the Federal Securities Laws,” 48 Bus. Law. 1185, 1221-1222(1993).

수인(이하 '주간사 증권인수인')만 책임을 진다(자본시장법 시행령 제135조 제2항). 주간사 증권인수인에 대해서만 이와 같은 책임을 부과하고 다른 참가 증권인수인에게 책임을 부과하고 있지 않은 입법에 문제가 없는지 검토할 필요가 있다. 이에 대해서는 자력 없는 증권인수인(인수회사)을 내세워 책임을 회피함으로써 투자자 보호에 문제를 일으킬 가능성을 들면서 입법적으로 재검토할 필요가 있다는 견해도 있다.<sup>80)</sup>

증권의 모집에 있어서 통상은 1사의 증권회사가 주간사 증권인수인(managing underwriter)이 되어 그 밖의 증권회사인 참가 증권인수인(participating underwriter)과 인수 신디케이트를 조직하여 복수의 인수증권회사에서 인수를 행한다. 주간사 증권인수인과 참가 증권인수인간에는 기울여야 하는 주의의무(due diligence)의 내용이 크게 다르다. 통상 참가 증권인수인인 증권회사는 인수심사자료로 회사정보자료와 증권신고서를 발행회사로부터 입수하여, 주간사 증권인수인인 증권회사에 대해 주로 서면으로 질문을 주고받고 검증한다. 따라서 참가 증권인수인인 증권회사가 행하는 주의의무는 주간사 증권인수인인 증권회사가 행하는 주의의무와 비교해서 그 정도가 낮다고 할 것이다.

자본시장법 제125조의 책임은 증권신고서와 투자설명서의 거짓의 기재 등에 따라 증권 취득자가 손해를 입은 경우 그에 대하여 증권인수인 등에게 손해배상 책임을 지도록 하고 있다. 우리나라 자본시장법 제125조는 일본의 금융상품거래법 제21조 및 미국 1933년 증권법 제11조와 유사하다고 하겠다. 그런데, 미국에서는 판례의 해석상 그리고 일본의 경우에는 금융상품거래법 제17조의 규정에 의하여 주간사 증권인수인 이외의 참가 증권인수인에 대해서도 일정한 책임을 부과하고 있다.<sup>81)</sup> 우리나라 자본시장법 제125조에 의한 책임은 원칙적으로 주간사 증권인수인만을 그 책임의 대상으로 포섭하고 있기 때문에(제125조 제1항 제5호) 참가 증권인수인에 대한 증권 취득자의 손해배상 청구는 일반 민법상의 손해배상에 대한 법리가 적용된다고 할 것이다. 이 경우 자본시장법 제125조에 의한 주간사 증권인수인의

80) 한국증권법학회, 앞의 책, 546면 각주 2).

81) 다만, 책임을 부과하는 경우 주간사 증권인수인과 참가 증권인수인(단순한 중개업자)간에는 due diligence에 차이가 있을 수밖에 없다. 그러한 근거에서 감사증명이 첨부된 재무정보의 부실개시에 대해서 인수증권회사에게 책임을 부과하는 경우 사업설명서의 사용자의 유형마다(주간사 인수증권회사, 그 밖의 증권회사, 분매만을 담당하는 중개업자 등의 유형) 책임의 정도를 고려할 필요가 있다고 하는 견해도 있다(Therese H. Maynard, "The Affirmative Defense of Reasonable Care under Section 12(2) of the Securities Act of 1933," 69 Notre Dame Law Review 57(1993); 梅本剛正, 前掲書, 262面). 타당한 견해이다.

책임추궁시와는 달리 참가 증권인수인의 책임을 추궁하고자 하는 증권 취득자가 참가 증권인수인의 고의 또는 과실과 자신의 손해와의 인과관계를 증명하지 않으면 안된다. 현실적으로 그 실현 가능성이 적다고 생각한다.

물론, 참가 증권인수인이 당해 증권 취득자에게 자본시장법 제123조에 적합한 투자설명서를 교부하면서 그 증권을 취득시키거나 매도한 경우에는 그 “투자설명서를 교부한 자”로서 자본시장법 제125조의 책임을 지게 된다(제125조 제1항 제6호). 그러나 자본시장법 제124조 제1항에 따른 투자설명서의 교부의무는 증권신고의 효력이 발생한 증권에 대한 투자설명서에 한하고, 예비투자설명서와 간이투자설명서는 그 대상이 아니다. 또한 투자설명서의 교부의무를 위반한 경우에는 금융위원회에 의한 제재를 받게 되고, 형사상 제재도 받을 수 있다(제132조 제4호, 제446조 제22호). 그러나 이와 관련된 민사책임에 대해서는 규정되어 있지 않다.<sup>82)</sup> 그러므로 자본시장법 시행령을 개정하여 참가 증권인수인의 경우에도 자본시장법 제125조 제1항 제5호에 따른 책임추궁을 할 수 있도록 개정할 필요가 있다. 적어도 참가 증권인수인이 주간사 증권인수인의 발행인에 대한 조사 등을 단순히 신뢰하여 주간사 증권인수인이 주의의무를 다하지 못한 사실을 발견할 수 있었음에도 불구하고 이를 발견하지 못하였거나 하는 경우에는 참가 증권인수인도 증권 취득자에 대해서 책임을 져야 할 것이다.<sup>83)</sup>

주간사 증권인수인과 참가 증권인수인이 연합하여 인수업무계약을 체결한다고 가정하는 경우 미국의 1933년 증권법 제11조는 관련된 모든 증권인수인(every underwriter with respect to such security)에게 연대책임을 부과하였다. 그에 따라 자기의 책임비율이 아무리 작더라도 전액배상의 책임을 지게 되는 것에 대해 과도하다는 비판(특히 사외이사의 경우)에 따라 1995년의 개정법에서 연대책임을 지는 경우<sup>84)</sup>를 제외하고는 자기의 책임부분에 대해서만 책임을 지게 되는 비례책임제도

82) 참가 증권인수인이 투자설명서를 교부하지 않았을 경우 현행법에 따르면 부실공시에 따른 손해배상 책임은 부담하지 않으나, 증권의 판매만을 담당하는 청약취급기관이 투자설명서를 교부하였을 경우에는 부실공시에 따른 손해배상책임을 부담하게 된다. 따라서 인수업무에 관여한 정도의 차이, 인수인이 받는 수수료와 단순 청약취급기관이 받는 수수료의 차이 등을 감안하였을 때 납득하기 힘든 불합리한 결과도 초래된다(김현동·이재열, “증권인수인의 주의의무와 손해배상책임에 관한 연구,” 『漢陽大學校 法學叢論』, 제28輯 第1號(2011. 3), 208면).

83) 주간사 증권인수인이 적절한 조사를 하지 못한 경우 참가 증권인수인이 어떠한 조사도 하고 있지 않다면 due diligence 항변을 할 수 없다(Escott v. BarChris Const. Corp., 283 F. Supp. 643, 697, 2 A.L.R. Fed. 86(S.D.N.Y. 1968)).

84) 1933년 증권법 제11조에 기하여 책임추궁이 되는 피고는 자신이 스스로 인식하면서 증권법령을 위

(proportionate of liability)가 도입되었다.<sup>85)</sup> 이를 통해 허위기재에 관여한 피고는 그에 대하여 인식하고 있었던 경우에 한하여 연대책임을 지고, 그 이외의 경우에는 그 책임비율(percentage of responsibility)에 따라 투자자에 대해 배상책임을 지게 된 것이다(Securities Exchange Act of 1934 §21(D)(g)). 증권시장 특히, 발행시장의 건전한 발전과 투자자 보호를 위해서는 원칙적으로 증권인수단 전원에게 연대책임을 부과하고, 예외적으로 자신의 due diligence를 다하였음을 증명하는 증권인수인에게 비례책임에 따른 자신의 책임범위에서 책임을 지도록 하는 입법이 타당할 것으로 생각된다.<sup>86)</sup>

#### IV. 결 론

이상에서 증권인수인의 주의의무와 책임에 관하여 자본시장법 제125조의 내용을 중심으로 미국 증권법 및 일본 금융상품거래법상의 유사규정과의 비교를 통하여 그 해석 및 개정방안에 대하여 고찰해 보았다.

증권인수인은 증권 발행시장에 있어서 중요한 역할을 담당하는 자로서 이러한 자를 신뢰하고 일반인은 투자하게 될 가능성이 높다. 그러므로 증권인수인에 대해서는 어느 정도 게이트키퍼로서의 책임을 부과할 필요성이 있다. 특히, 우리나라 자본시장법에서는 이른바 주간사 증권인수인(대표주관회사)에 대해서만 그 책임을 부과하고 있는데, 단순히 증권중개업만을 영위하는 참가 증권인수인의 경우에도 일정한 부분 그 책임을 지도록 입법할 필요성이 크다.

증권인수인이 발행회사를 조사하거나 하는데 필요한 주의의무(due diligence)의 정도는 미국 및 일본의 판례 등이 참조가 되는데, 이러한 주의의무의 정도는 증권인수인이 주간사회사인가 참가회사인가에 따라서 그 정도가 달라질 것이다. 주간사

반한 경우에 한하여 연대책임을 지게 되었다.

85) 이준섭, “증권집단소송제의 전제조건으로서의 손해배상책임제도의 정비방안,” 전국경제인연합회, 2004. 1, 24-25면. 이를 사적증권소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)이라고도 한다.

86) Partnoy 교수나 Coffee 교수의 논고에서도 접할 수 있듯이 과실의 정도가 어느 정도였는가의 인정을 필요로 하는 비례책임의 견해는 소송을 오래 끌게 할 뿐이고 투자자보호에 도움이 되지 않을 우려가 있다. 게이트키퍼에게 무과실책임을 부과한 후에 그 책임의 범위를 한정하고 나머지는 게이트키퍼의 시장에 있어서의 경쟁에 맡긴다고 하는 견해는 게이트키퍼의 명성(평판)중개 기능에 주목한 매우 매력적인 제안으로 생각된다(黒沼悦郎, 前掲論文, 86面).

증권인수인의 경우에는 원칙적으로 발행인에 대한 철저한 조사를 스스로 하여야 한다. 미국에서는 원칙적으로 유가증권신고서에 기재된 기재사항을 감사증명이 첨부된 재무제표와 그 이외의 기재사항으로 나누어, 전자의 경우에는 전문가인 감사인에 대한 합리적인 신뢰를 면책요건으로 감사인에 대한 신뢰가 합리적인가의 여부에 의하여, 후자의 경우에는 증권인수인이 발행회사 등의 설명에 대해서 가능한 한 독자적인 검증을 실시할 것을 전제로 검증을 위해 필요한 due diligence를 다하였는가의 여부에 의하여 판단하고 있다. 전문가에 대해서도 무조건적으로 신뢰하여 검증을 하지 않는 것은 주의의무를 다하였다고 볼 수 없으므로 이와 같은 미국 판례의 태도는 타당한 것이라고 생각된다.

참가 증권인수인의 경우에는 주간사 증권인수인의 조사를 신뢰할 수 있다. 다만, 이때의 신뢰는 무조건적인 신뢰여서는 안되고, 주간사 증권회사가 발행인에 대하여 상당한 주의의무(due diligence)를 다하여 조사를 하고 있는가에 대하여 확인할 주의의무가 있다고 할 것이다. 다시 말해, 참가 증권인수인은 주간사 증권인수인이 due diligence가 적절하게 이루어졌는지를 확인할 필요가 있다. 결국, 참가 증권인수인의 주의의무는 주간사 증권인수인의 주의의무에 비하여 상대적으로 엄격하지 않다.

증권인수인이 자신의 대리인과 전문가를 신뢰함에 있어서도 과거와 달리 상당한 주의를 하지 않으면 안된다. 특히 감사받은 재무제표에 대하여서도 엔론 사태에 의하여 SOX법이 제정된 이후에는 단순히 신뢰하여서는 안된다고 하는 것이 미국 및 일본에서의 법 집행에 있어서 확립된 원칙이라고 할 것이다. 재무제표에 대한 신뢰문제를 포함하여 전문가에 대한 신뢰의 정도에 있어서도 미국 및 일본에서의 논의는 우리 법의 해석 및 입법에 있어서 참고가 된다.

참가 증권인수인에게도 자본시장법 제125조에 따른 책임을 부과하는 경우, 주간사 증권인수인과 참가 증권인수인 등에게 어떻게 책임을 부담시킬 것인지가 문제된다. 발행시장의 건전한 발전과 투자자 보호를 위해서 원칙적으로 증권인수단 전원에게 연대책임을 부과하고, 예외적으로 자신의 due diligence를 다하였음을 증명하는 증권인수인에게 비례책임을 지도록 하는 입법이 타당할 것으로 생각된다.

## ■ 참고문헌

- 김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2002.
- 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍성사, 2002.
- 金建植·鄭順燮, 『資本市場法』, 斗聖社, 2009.
- 김병연, “유가증권신고서 등의 부실기재와 인수인의 손해배상책임에 있어서 due diligence 항변에 관한 연구,” 『商事法研究』, 제22권 제5호(2004).
- 김현동·이재열, “증권인수인의 주의의무와 손해배상책임에 관한 연구,” 『漢陽大學校 法學論叢』, 第28輯 第1號(2011. 3).
- 박희상, “증권인수인의 책임에 관한 고찰,” 『企業法研究』, 제21권 제3호(2007. 9).
- 이석환, 『(간접투자자산운용업법상) 投資管理者理論』, 무한출판사, 2005.
- 이준섭, “증권집단소송제의 전제조건으로서의 손해배상책임제도의 정비방안,” 전국경제인연합회, 2004. 1.
- 李亨基, “證券發行 引受審査의 適正化를 위한 研究-引受審査에 있어서 Due Diligence의 範圍-,” 『上場協』, 제47호(2003. 3).
- 林在淵, 『資本市場法』, 博英社, 2010.
- 한국증권법학회, 『자본시장법』, 박영사, 2009.
- 江頭憲治郎, “ディスクロージャーと民事責任,” 『証券業法』, 1996.
- 近藤光男他, 『新訂版 証券取引法入門』, 商事法務, 1999.
- 企業の資金調達の円滑化に関する協議会/日本資本市場協議会, “コンフォートレターの現状と課題について,” 2008. 4. 24, <[http://www.cftaj.org/proposal/pdf/20\\_04\\_24.pdf](http://www.cftaj.org/proposal/pdf/20_04_24.pdf)> (검색일: 2011. 3. 8).
- 梅本剛正, 『現代の証券市場と規制』, 商事法務, 2005.
- 芳谷剛伸, “目論見書規制に関する一考察,” 東京大学大学院法学政治学研究科 2004年度 リサーチペーパー, <<http://www.j.u-tokyo.ac.jp/~jjweb/research/MAR2005/36135.pdf>> (검색일: 2011. 3. 8).
- 石田眞得, “【報告】上場会社・役員等の民事責任に関する問題点,” 大証金融商品取引法研究会, 2010. 5. 28.
- 小谷融, “金融商品取引法における開示規制の課題,” 『RID ディスクロージャーニュース』, Vol. 8(2010. 4).
- 神崎克郎, “有価証券届出書の虚偽記載による民事責任,” 『商事法務』, 第543号(1970).
- \_\_\_\_\_, 『証券取引法』, 青林書院新社, 1980.
- 神崎克郎他, 『証券取引法』, 青林書院, 2006.
- 神田秀樹監修, 『注解 証券取引法』, 有斐閣, 1997.
- 野田耕志, “開示規制における証券引受人の「ゲートキーパー責任」,” 『商事法務』, 第1636号(2002).
- \_\_\_\_\_, “アメリカにおける証券引受人の機能と責任-情報技術の進展と証券開示規制-(一)・(二・完),” 『法学』, 第68卷 第1号(2004), 31面, 第2号(2004).
- 中村聡ほか, 『金融商品取引法 資本市場と開示編』, 商事法務, 2008.

河本一郎・関要監修,『新訂版 逐条解説証券取引法』,商事法務,2002.

黒沼悦郎,“発行開示と引受業務に関する諸問題,”『近年の証券規制を巡る諸問題』,日本証券経済研究所,2004.

\_\_\_\_\_,“ディスクロージャーの実効性確保-民事責任と課徴金-,”『金融研究』,2006, 11.

ABA Committee on Federal Regulation of Securities, “Report of Task Force on Sellers’ Due Diligence and Similar Defenses Under the Federal Securities Laws,” 48 Bus. Law. 1185 (1993).

Comment, “BarChris Due Diligence Refined,” 68 Colum. L. Rev. 1411(1968).

Dana B. Klimes, “Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933,” 53 Fordham L. Rev. 1063(1985).

Ernest L. Folk, III, “Civil Liabilities under the Federal Securities Acts: The BarChris Case,” 55 Va. L. Rev. 1(1969).

Jennifer O’Hare, “Institutional Investors, Registration Rights, and the Specter of Liability Under Section 11 of the Securities Act of 1933,” 1996 Wis. L. Rev. 217(1996).

John C. Coffee, Jr., “Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms,” 84 B.U.L Rev. 301(2004).

\_\_\_\_\_, *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting*, 2001.

Louis Loss/Joel Seligman, *Securities Regulations*, 3d ed.(revised, 1999).

\_\_\_\_\_, *Fundamentals of Securities Regulation*, 4th ed.(2001).

\_\_\_\_\_, *Securities Regulation*, 3rd ed.(2004).

Lynn Nicholas, “The Integrated Disclosure System and Its Impact Upon Underwriters’ Due Diligence: Will Investors Be Protected?,” 11 Sec. Reg. L. J. 3(1983).

Reinier H. Kraakman, “Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy,” 2(1) Journal of Law, Economics, & Organization, 53(1986).

“Report of the Task Force on Sellers’ Due Diligence and Similar Defenses Under the Federal Securities Laws,” 48 Business Lawyer 1185(1993).

Ronald J. Gilson/Reinier H. Kraakman, “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias,” 28 J. Corp. L. 715(2003).

\_\_\_\_\_, “The Mechanisms of Market Efficiency,” 70 VA. L. Rev. 549(1984).

Stephen Choi, “Market Lessons for Gatekeepers,” 92 Nw. U.L. Rev. 916(1998).

T.L. Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 4th ed.(2003).

Therese H. Maynard, “The Affirmative Defense of Reasonable Care under Section 12(2) of the Securities Act of 1933,” 69 Notre Dame Law Review 57(1993).

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 12, No. 1, 2011

**Consideration about an Underwriter's Due Diligence and Responsibility**  
**- A rational suggestions for the improvement of Financial Investment Services**  
**and Capital Markets Act(FSCMA) §125 -**

Son, Young Hoa

**ABSTRACT**

An underwriter takes charge of an important role in an issue market. A securities investment person has a high possibility of coming to invest such a person with reliance. Therefore there is the necessity of imposing the responsibility as a gatekeeper an underwriter. By the Financial Investment Services and Capital Markets Act(FSCMA) in Korea, the responsibility is imposed only to the so-called managing underwriter. The necessity of legislating so that fixed partial responsibility may be taken also to participating underwriter is large.

FSCMA does not have special regulation to the grade of a duty of care(due diligence) required for an underwriter to do underwriting. Legislation and judicial precedent, etc. of the United States and Japan concerning here are referred to. The grade of an underwrite's duty of care will change at least it by whether an underwriter is a managing underwriter or a participating underwriter. In the United States, a managing underwriter's due diligence is grasped as follows. In principle, the items mentioned divide and grasp in the propriety whether it is the financial statement which became gratitude proof. In the case of financial statements, it judges by the propriety of whether the reliance to the auditor who is a specialist is rational. In the case of the items mentioned the outside of it, it is required that an underwriter should carry out the most original possible verification to explanation of an issuer etc. It has judged by the propriety of underwriter's due diligence.

A participating underwriter has a due diligence which checks a managing under-

writer's due diligence to whether it is investigating sure enough to a issuer. It is necessary to check whether managing underwriter's due diligence has been realized appropriately. A participating underwriter's due diligence is not relatively strict compared with a managing underwriter's due diligence.

An underwriter has to trust his agent and specialist, but it is necessary to due diligence in a difference as the past.

If it assumes that FSCMA § 125 is revised, it will become a problem whether responsibility should be distributed among a managing underwriter and participating underwriter. The legislation which imposes joint liability on every underwriter in principle, and which impose proportionality responsibility on the underwriter who proves his due diligence will be appropriate.

**Key Words:** firm commitment underlying, stand-by underlying, public offering, underwriter, due diligence, reasonable investigation, SEC Rule 176, reasonable reliance, Comfort Letters, managing underwriter, participating underwriter