

중국 증권시장 부실공시의 민사배상책임에 관한 연구

Study on Civil Liability of Securities Market False Statements of China

장 진 보*
Zhang, Zhen-bao

목 차

- I. 서론
- II. 중국 증권시장 부실공시에 관한 민사배상책임의 규제
체제
- III. 미국과 한국의 경험
- IV. 문제점과 개선방안
- V. 결론

국문초록

모든 국가의 증권시장에서 투자자를 보호해야 한다는 것은 그의 증권법체
계에서 최대의 과제로 되어 있다. 공시제도는 주로 정보공시주체가 투자자들
에게 잠재적인 투자대상회사에 대한 정확하고 신뢰할 만한 투자정보를 제공
하기 위한 것이다. 이는 투자대상회사가 자금을 모집할 때 회사를 홍보하는
수단이기도 하고 투자자가 자신을 보호하는 수단이기도 한다. 증권시장 정보
공시의 주체가 부실공시에 대하여 책임을 져야 하는 것은 잘못된 정보를 시

논문접수일 : 2016. 01. 30.

심사완료일 : 2016. 02. 18.

게재확정일 : 2016. 02. 18.

* 이 논문은 2015년도 충북대학교 학술연구지원사업의 연구비지원에 의하여 연구되었음.

** 법학박사·충북대학교 법학전문대학원 조교수, 중국변호사.

장에 제공한 자신의 행위에 대하여 책임을 지는 것이다. 그 책임은 민사책임, 행정책임, 형사책임 등 3 가지가 있다. 본문은 민사책임만 검토한다.

부실공시행위는 중국 증권시장 발전을 저해하는 하나의 중대한 문제점으로 인식되고 있다. 중국 최고인민법원(이하 “최고법원”)은 2003.1.9. 부실공시행위로부터 초래된 민사배상사건에 대한 전문법령을 제정, 발표하였다. 지금까지 십여 년이 경과되면서 중국 증권시장은 끊임없이 발전하였고 일부 문제점들이 해결되는 동시에 새로운 문제점들이 나타났다. 이에 따라 기존 법령에 대하여 정리, 보충, 개선작업을 할 필요성이 제기되었다.

중국의 증권시장은 급속히 성장되었지만 그 역사는 불과 20여 년이다. 그 중 법과 정책의 시행착오, 국내외 경제와 정치 환경의 변화 등 제반 요소가 증권시장에 영향 줄 수 밖에 없다. 증권시장의 발전은 국내외 경제와 정치 환경의 변화를 피할 수 없지만 적어도 선진국의 경험을 받아 법과 정책의 시행착오를 회피하여야 할 것이다. 그 중 미국과 한국의 경험이 중요하고 미리 검토할 필요가 있다.

이 논문은 최고법원이 발표한 「증권시장 부실공시 민사배상 사건 재판에 관한 규정」을 중심으로 소송의 제기, 소송방식, 책임귀속원칙, 인과관계, 손해인정 등 내용을 검토하고 한국 관련법의 불성실공시제도와 비교하여 집단소송제도의 미도입, 법원의 권한 부족, 공시의무자 범위에 대한 입법 부족, 투자자 손해배상액 미흡, 소송전제요건의 제한성 문제, 부실공시 신고 포상제도의 미도입 등 6가지 문제를 제시하고 개선방안을 검토한다.

주제어 : 부실공시, 사법해석, 민사배상, 증권시장, 최고법원

1. 서론

기업운영에 있어서 손익에 영향 줄 수 있는 정보가 수시로 발생할 수 있고 기업의 가치에 영향을 미친다. 특히 상장회사의 경우, M&A나 신제품의 출시 는 주가를 크게 변동시킨다. 이러한 정보가 제대로 투자자에게 전달되면 증권

시장의 정보비대칭 문제점이 개선될 수 있고, 내부자거래 등 증권시장에서의 부정행위가 크게 줄어들 것이다.¹⁾

정보공시는 크게 발행시장에서의 유가증권신고서, 사업설명서, 유통시장에서의 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서, 수시공시, 자율공시 등이 있다. 이러한 정보들은 투자자가 받을 수 있는 기본적이고 중요한 정보이다. 투자자는 이러한 정보를 토대로 해당 회사의 재무제표에 반영된 정보를 보충하여 미래 수익성을 예측하여 투자를 판단한다.²⁾ 이러한 공시정보에 부실기재가 있거나 중요한 사항을 누락하면 해당 증권취득자는 손해를 입을 것이다. 이러한 경우 정보공시의 의무자는 투자자에게 그가 입은 손해를 배상해야 한다.

중국 증권시장은 1992년 출범 후 20여 년간 급속히 성장하였으며, 그 성장과 더불어 주식거래 과정에서 부실공시행위로 인하여 손해를 입는 투자자들이 적지 않았다.³⁾ 증권시장이 1992년에 출범하였지만, 증권법은 1998년에야 제정되었다.⁴⁾ 이와 같이 입법이 현실보다 뒤떨어진 현상이 중국의 실정이다. 증권시장의 부실공시 행위를 억제하기 위하여 중국 최고법원은 2003년 「증권시장 부실공시 민사배상 사건 재판에 관한 규정(最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定)(이하 “규정”)」을 발표하였다. 이 규정이 지금까지 10여 년 경과되면서 증권시장의 일부 문제점이 해결되는 동시에 새로운 문제점도 나타났다. 이에 기존 법령에 존재하는 문제점을 검토하고 법을 정비할 필요가 있다.

본문에서는 부실공시를 발표하는 공시관계자가 증권발행시장과 유통시장⁵⁾의 주식취득자에 대하여 져야 할 손해배상책임, 손해배상액의 산정시점 및 산정방법 등을 중심으로 논하고자 한다. 논문의 구성은 다음과 같다.

Ⅱ부분은 우선 증권시장의 부실공시에 대한 규제체제를 서술한 다음에 증

1) 김건식, 정순섭, 「자본시장법」, 2009, 두성사, 192면 참조.

2) 전성빈, 박상수, 이아영, “부실공시기업의 정보유용성에 관한 연구” 「한국회계학회 발표논문집」, 한국회계학회, 2007년, 2면.

3) 최근의 판례에는 광둥성 고등법원의 (2013)粵高法立民終字第151號 등이 있다.

4) 현행 증권법은 2004년, 2005년, 2013년, 2014년 4차례 개정되었다.

5) 최고법원이 발표한 “규정”은 이와 관련된 내용을 두고 있다. 본문 “부실공시의 의미”에서 자세히 서술한다.

권법과 최고법원이 발표한 “규정” 등 입법을 중심으로 정보공시 의무자, 부실 공시행위에 대하여 정의를 내린 후 그 유형을 정리하고 소송방식, 소송에서의 전제요건, 부실공시에 관여한 자, 손해산정과 인과관계 등을 서술한다. 중국에서 지역적 차이와 입법과 집행 간의 차이가 큰 것이 현실이다. 현실에서의 규제체제를 설명하기 위하여 2012.12.14. 중국 상해변호사협회가 발표한 「증권시장 민사배상 사건 변호사업무지침(시행)(律師代理投資者證券市場民事賠償案件業務操作指引(試行))(이하 “상해변호사증권업무지침”）」의 관련 내용을 소개한 다음에 행정처벌과 판례로 법 집행의 현황을 설명한다. Ⅲ부분은 다른 선진국의 경험을 배우기 위하여 미국과 한국의 부실공시 관련 입법을 소개한 다음에 Ⅵ부분은 중국 부실공시 규제체제에 존재하는 문제점을 검토하면서 개선 방안을 제시하기로 한다.

Ⅱ. 중국 증권시장 부실공시에 관한 민사배상책임의 규제체제

공시제도는 주로 투자자들에게 잠재적인 투자대상회사에 대한 정확하고 신뢰할 만한 투자정보를 제공하기 위한 것이다. 공시의무를 위반한 경우를 통상적으로 부실공시라고 한다.⁶⁾ 이 부분은 우선 부실공시에 대한 규제체제를 설명하고 부실공시에 관한 증권법과 최고법원의 규정을 소개한 다음, 민사소송의 일반적인 소송제도를 서술하고, 부실공시와 관련된 소송제도에 대하여 최고법원의 규정을 바탕으로 소송의 전제요건과 방식, 부실공시에 관여한 자, 인과관계와 손해산정 등 내용을 정리한 후 “상해변호사증권업무지침”을 소개하고 행정처벌사례와 판례를 서술하기로 한다.

1. 부실공시에 관한 규제체제

증권시장 부실공시에 대한 중국 최초의 규제체제는 국무원이 1993년에 발표한 「증권사기행위금지잠행관법(證券欺詐行爲防止暫行辦法)(폐지)」과 「주식발

6) 김건식, 정순섭, 앞의 책, 199면 참조.

행 및 거래관리 잠행조례(股票發行交易管理暫行條例)』, 같은 해 전국인민대표대회상무위원회가 발표한 “회사법”, 1998년 전국인민대표대회상무위원회가 발표한 “증권법”으로 구성되었다. 증권사기행위는 증권발행, 거래 및 관련 활동에서 있는 내부자거래, 시세조종, 투자자사기, 부실공시 등 행위를 포함한다.⁷⁾ 투자자가 손해를 입은 경우 배상책임을 져야 한다.⁸⁾ 증권거래에서 부실공시 행위자에 대하여 시정을 명할 수 있고 RMB 3만 내지 20만 위안의 과징금을 부과할 수 있으며 범죄가 구성된 경우 형사책임을 추궁한다.⁹⁾ 그 내용들을 살펴보면, 당시의 규제체제는 형사책임과 행정책임에 중심을 두고, 민사배상책임에 관한 내용은 상대적으로 간단하다고 볼 수 있다.

중국 증권시장은 출범 이후 빠른 속도로 성장하였다. 증권시장의 성장에 따라 사기행위가 빈번하게 발생하였고 최초의 입법이 현실보다 많이 낙후되었다. 이러한 문제점을 해결하기 위하여, 최고법원은 2003년 부실공시 공시행위에 대하여 전문적으로 규제한 「증권시장 부실공시 민사배상 사건 재판에 관한 규정(最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定)(이하 “규정”)」을 발표하였다. 이 규정은 입건접수와 관할, 소송방식, 부실공시의 인정, 인과관계와 면책사유 등 내용을 포함하여 판사에게 부실공시 사건 재판에 대한 업무지침을 제공하였다.

위에 서술한 부실공시와 관련 법규정은 중국 증권시장 부실공시행위에 대한 규제체제를 구성하였다. 다음 부분에서는 정보공시의무의 개념, 의미, 유형, 소송제도 등 구체적 내용에 대하여 자세히 설명하기로 한다.

2. 정보공시 의무자, 의미, 유형

가. 정보공시 의무자

7) 증권사기행위금지잠행판법 제2조.

8) 증권사기행위금지잠행판법 제23조. 이 법은 민사배상책임에 대해서는 자세히 규정하지않고 있다.

9) 1998년 증권법 제72조.

정보공시의무자에 대하여 증권법 제78조는 다음과 같이 규정하고 있다. 국가기관 공직자, 언론기관 종사자 및 이와 관련된 자는 부실정보를 제작, 전파하여 증권시장을 교란하여서는 아니 된다. 또한, 증권거래소, 증권회사, 증권등록결제기관, 증권관련업무기관 및 그 종사자, 증권업협회, 증권감독관리기관 및 임직원은 증권거래 업무 수행 중, 부실공시나 오인을 유발하는 행위를 하여서는 아니 된다.

위의 제78조 규정에서 정보고시의 의무자가 상장회사와 발행인을 포함하는지가 명확하지 않다. 이는 다음 부실공시의 의미에서 서술한 최고법원 “규정” 제17조의 “증권발행 또는 증권거래 과정에서...” 등 내용과 결합해서 분석하면 정보고시의 의무자는 상장회사와 발행인을 모두 포함하는 것으로 판단할 수 있다.

나. 부실공시의 의미

부실공시¹⁰⁾에 대하여 최고법원의 “규정” 제17조는 증권시장 부실공시¹¹⁾란 정보공시의무자가 증권법규를 위반하여 증권발행과 거래 과정에서 중대한 사건에 대하여 사실과 부합하지 않는 부실기재, 오인유발 공시를 하거나, 정보공시에서의 중대한 누락행위 또는 부당하게 정보를 공시하는 행위를 말한다고 규정하고 있다. 여기서 최고법원은 부실공시에 대하여 다음과 같은 몇 가지 요건을 제시하였다.

첫째, 부실공시의 주체이다. 즉, 증권법 제78조에서 규정하는 각 행위 주체이다.

둘째, 부실공시가 발생하는 시장주체이다. 여기서는 법 조문에서 “증권발행

10) 부실공시행위에 대해서 위약손해배상책임 및 침권(불법침해)손해배상책임 경합설, 침권(불법침해)손배배상책임설, 법정책임설 등 학설이 있어 본문은 논하지 않기로 한다. 자세한 내용은 彭旭林, “證券法中虛假陳述民事法律適用分析”, 「阜陽師範學院學報」, 2014年 第3期, 2014., 참조.

11) 선전(深圳)증권거래소는 부실공시에 대하여 “부실공시는 행위주체가 고의로 규칙을 위반하는 행위”로 狹義적으로 정의하였다. 深圳證券交易所綜合研究所法律研究小組, “2007年證券市場主體違法違規情況報告”, 深證綜研字 第0165號, 2008.6.2., 3면 각주 1.

또는 증권거래 과정”을 언급하였기 때문에 장내의 증권발행 시장과 증권유통 시장으로 볼 수 있다. 또한 같은 규정 제2조 제2항은 “본 규정에서 증권시장이란 발행인이 사회공중으로부터 공개적으로 주식을 모집하는 시장을 말하고, 증권거래소의 호가시스템을 통하여 증권거래를 진행하는 시장을 말하며, 증권회사가 주식양도를 대행하는 시장 및 국가가 비준하여 설립한 기타 증권시장을 말한다”고 규정하고 있다. 이 내용은 부실공시가 발생하는 시장주체를 한정하였다.

셋째, 부실공시에 해당하는 사건의 규모이다. “규정”은 “중요사건”으로 제한하고 있지만 어떤 사건이 중요사건에 해당하는지를 규정하지 않았다. 이는 증권법의 규정에 따라서 해석해야 한다.¹²⁾

넷째, 부실공시행위의 유형이다.

다. 부실공시행위의 유형

최고법원의 규정 제17조 제3항 내지 제6항은 부실공시행위에 대하여 부실기재, 오인을 유발하는 공시, 중대한 누락, 부당공시행위 네 가지 유형으로 분류하였고, 각 유형의 행위에 대하여 정의를 내렸다. 여기서 부실기재행위는 정보공시의무자가 정보 공시 시 공시문서에 존재하지 않는 사실을 기재하는 행위이다. 오인을 유발하는 공시행위는 정보공시의무자가 공시문서 또는 신문, 매체에 투자자로 하여금 잘못된 판단을 내리게 하여 투자자의 투자결과에 중대한 영향을 미치는 공시행위이다. 중대한 누락행위는 정보공시의무자가 정보공시문서에 기재해야 하는 사항을 일부만 기재하거나 기재하지 않는 행위¹³⁾이다. 부당공시행위는 정보공시의무자가 법에서 규정한 방식대로 공시하지 않거나 정확한 기간 내에 공시하지 않는 행위이다.¹⁴⁾

12) 중요사건 해당여부는 증권법 제59조~제62조, 제72조의 내용을 근거로 판단할 수 있다. 주요 내용은 채권 상장, 퇴장, 폐지 공고와 감독기관의 결정, 상장 중지, 종지의 공고 등이 있고 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사건을 포함한다. “중대사건”에 대한 인정 기준은 倪 紘, “關於證券虛假陳述幾個具體法律問題的探討”, 「安徽冶金科技職業學院學報」, Vol.19. No. 1, 2009.1. 103면에 자세한 서술이 있다.

13) 여기서는 부실공시자가 주관적 고의인지 과실인지가 명확하지 않다.

3. 증권관련 소송제도

중국 증권시장의 투자자가 손해를 입었을 때 구제수단은 소송 밖에 없다. 그러나 증권거래와 관련된 손해배상에서 미국식 집단소송제도를 채택하고 있지 않다. 민사소송법에 집단소송제도를 두고 있지만 증권관련소송에서는 적용되지 않는다. 최고법원의 “규정”은 집단소송과 관련된 일부 문제점을 해결하였지만 아직도 풀어가야 할 문제가 많다. 아래에서는 회사법상의 주주대표소송과 민사소송법상의 집단소송제도를 간단히 소개하고 부실공시로 인한 민사배상 소송을 서술한다.

가. 회사법과 민사소송법상의 소송제도

중국 회사법 제150조는 이사, 감사, 고위집행임원의 배상책임을 규정하고 있다. 제150조에 해당되는 경우 회사의 주주는 감사에게 법원에 소송을 제기하도록 서면으로 청구할 수 있고, 주주가 감사에게 배상책임을 요구하는 경우 법원에 소송을 제기하도록 이사에게 서면으로 요구할 수 있다(회사법 제152조). 이는 중국 회사법상의 주주대표소송제도이다. 중국 민사소송법에도 다수 당사자가 관여하는 공동소송, 대표자소송, 집단소송제도가 있다.¹⁵⁾

그러나 아쉽게도 중국 학계에서는 증권 관련 집단소송제도에 관한 논의¹⁶⁾가 많지만 현실에서는 증권 관련 집단소송제도가 아직 도입되지 않고 있다.¹⁷⁾

나. 부실공시로 인한 민사배상 소송

14) 장진보, 「중국 회사형 국유기업의 지배구조에 관한 연구」, 서울대학교 대학원 박사논문, 2011.8. 269-230면 참조.

15) 자세한 내용은 장진보, 앞의 박사논문, 265-266면 참조.

16) 중국에서 관련 논문은 唐曉波, 「證券集團訴訟制度比較研究」, 華東政法學院碩士論文, 2004.11. 李佳蔚, 「試論美國證券集團訴訟制度對中國的借鑒和啓示」, 復旦大學碩士論文, 2012.4. 羅斌, 「證券集團訴訟研究」, 復旦大學博士論文, 2010.4. 등이 있다.

17) 한국 증권관련집단소송법(2003년) 제2조 제1항은 증권관련집단소송을 규정하였다. 증권관련집단소송은 유가증권의 거래과정에서 다수인이 피해를 발생한 경우, 피해자 1인 또는 수인이 대표당사자 역할을 수행하고 손해배상청구소송을 진행하는 절차를 말한다.

최초 법원은 증권시장 투자자가 정보공시의무자의 부실공시 행위로 손해를 입었다는 이유로 제기한 소송을 거절했다. 2003년부터 최고법원이 “규정”을 발표하면서 입장을 바꾸었다. “규정”은 부실공시로 인한 민사배상 사건에 대하여 다음과 같이 정의를 내렸다. 부실공시로 인한 민사배상 사건이란 정보공시 의무자가 정보공시의무를 위반하여 부실공시를 함으로써 손해를 입혔음을 이유로 법원에 소송을 제기한 민사사건을 말한다. 이 규정은 증권시장의 투자자에게 주는 최초의 민사적 구제수단이다.

또한 규정은 원고가 택한 소송방식에 대하여 다음과 같이 규정하였다. 원고는 단독소송과 공동소송을 선택할 수 있고, 집단소송은 접수하지 않는다(규정 제12조). 이 내용은 원고가 선택할 수 있는 다른 소송방식, 특히 집단소송을 배제하였다.

4. 최고법원의 부실공시 재판에 관한 규정

위에서 언급한 최고법원의 “규정”은 부실공시 사건의 심리에 대하여 업무담당판사에게 지침을 정해주었다. 다음에는 입건접수의 전제조건, 부실공시에 관여한 자, 관련 법원, 인과관계와 손해산정 4가지 내용으로 나누어 서술한다.

가. 전제조건

투자자가 법원에 부실공시 소송을 제기하기 위해서는 관련 행정기관, 법원의 피고에 대한 행정처벌문서 또는 피고에 대한 형사처벌에 관한 판결문을 제출해야 한다 (규정 제6조).

여기서 유의하여야 하는 것은 중국의 행정처벌 기관은 중국증권감독관리위원회이고, 증권거래소는 처벌 권한이 없다는 점이다. 또한 법원은 원고가 제시한 감독기관의 행정처벌 결정과 부실공시의무자에게 형사처벌을 내린 판결문에 근거하여 사건을 접수한다는 것이다. 이는 법원이 사건의 위법여부에 대해서는 자기의 판단을 포기하는 것으로 볼 수 있다.

나. 부실공시에 관여한 자

부실공시에 관여한 자는 다음과 같다. ① 발기인, 지배주주 등 실질적인 지배력을 가진 자(controlling person)¹⁸⁾, ② 상장회사나 발행 주관회사, ③ 증권 판매를 담당하는 회사, ④ 추천보증인(保薦人, sponsor), ⑤ 변호사, 회계사사무소, 자산평가기관과 같은 전문 중개기관, ⑥ 위의 ②, ③, ④의 기관의 책임자 및 ⑤의 책임자, ⑦ 기타 부실공시를 한 기관 또는 개인이다(제7조).

위의 내용을 보면 부실공시에 관여한 자에는 공시된 정보에 접근한 자가 모두 포함된 것으로 보인다.

다. 인과관계와 손해산정

법원은 다음 하나에 속한 경우 부실공시행위와 손해결과 간의 인과관계를 인정한다. ① 소송 해당 증권이 부실공시와 직접적 관련성이 있거나, ② 투자자가 부실공시 행위 사후 또는 적발일 또는 시정일 이전에 증권을 매수하였거나, ③ 투자자가 부실공시행위 적발일, 시정일, 그 이후 증권을 매도하였거나 또는 계속 증권을 보유함으로써 손해를 입은 경우(제18조). 그러나 피고가 다음과 같은 사정을 입증하면 법원은 인과관계를 인정하지 않는다. ① 행위 적발일 또는 시정일 이전 증권을 매도하였거나, ② 적발일, 시정일 또는 그 이후 투자하였거나, ③ 부실공시 행위를 알면서 투자하였거나, ④ 일부 또는 전부 손해가 시장의 전체적 위험 또는 다른 위험으로 인하여 발생되었거나. ⑤ 시세조종 행위 등이다(제19조).¹⁹⁾

최고법원 규정 제29, 30조는 투자자에게 손해배상청구권을 부여하였다.²⁰⁾

18) “지배력을 가진 자”란 용어에 대한 해석은 김병연, “미국 증권법상 부실공시에 대한 지배력을 가진 자의 책임”, 「상사법연구」 제19권 제2호, 2000년, 한국상사법학회, 제671면에 자세히 설명하였다.

19) 여기서 입증책임의 취지와 관련하여 한국 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제126조 제2항의 규정과 유사하다.

20) 증권발행시장인 경우 투자자는 손해배상을 청구할 수 있고, 주식발행이 중단된 경우 투자자가 납입된 주식 매수금과 이자의 반환을 청구할 권리가 있다. 부실공시 행위자가 증권거래시장에서 민사배상책임을 지는 범위는 실제 발생된 손해만 한한다. 실제 손해는 투자차

투자자가 기준일²¹⁾ 또는 그 전에 주식을 매도한 경우, 투자차액의 계산방법은 매도 증권평균가격을 매수 증권평균가격에서 빼고 해당 증권의 거래량을 곱한 금액이다(제31조). 투자자가 기준일 이후 증권을 보유하였거나 매도한 경우, 투자차액의 계산방법은 해당 행위 적발일, 시정일부터 기준일까지 매 거래일 증권시장 증가의 평균가격을 매수 증권평균가격에서 뺀 해당 증권의 거래량을 곱한 금액이다(제32조).

5. 상해시 “증권시장 민사배상 사건 변호사 업무지침(2012)”

2012.12.14 상해시 변호사협회 업무연구지도위원회는 통신 방식으로 「증권시장 민사배상 사건 변호사업무지침(시행)(律師代理投資者證券市場民事賠償案件業務操作指引(試行))(이하 “상해변호사증권업무지침”)」을 의결하고 통과하였다. 이 지침은 변호사의 법에 따라 직책을 이행, 변호사가 투자자를 대리하여 증권시장 민사배상 사건에서 업무집행행위를 규범하고, 증권시장에서의 투자자의 합법적 권익을 보호하기 위하여 제정한 것이다(제1조).

그러나 변호사는 증권시장의 모든 사건을 대리할 수 있는 것이 아니다. 이 지침은 증권시장의 변호사업무에 제한을 두었다. “변호사가 증권법에 따라 투자자를 대리하여 담당하는 증권시장 민사배상 사건은 부실공시, 내부차거래, 시세조종 3가지 사건이어야 하는 것이나, 증권법의 기초적인 규정이 부족하고 최고법원의 관련 사법해석의 제한이 있기 때문에, 현재 각 지역 법원은 정상적으로 부실공시 증권민사배상 사건을 접수하고 있다. 따라서 본 업무지침은

액, 차액부분의 커미션 및 수수료, 인지세 등을 포함한다.

- 21) 제33조에 의하면, 투자자의 손해산정 기준일은 부실공시 사실을 인정하거나 적발한 이후, 투자자가 입은 배상금액을 부실공시로 발생된 범위 이내로 한정하기 위하여 손해산정을 진행할 때 합리적 기간을 확정하는 기일이다. 기준일은 다음과 같은 기준에 의하여 정한다.
- ① 부실공시 행위의 적발일이나 시정일부터 부실공시로 영향을 받은 증권의 누적 거래량이 유통이 가능한 부분의 100%에 되는 날. 다만 증권시장의 대규모거래 시스템을 통하여 합의하여 거래된 양은 산정하지 아니한다.
 - ② 앞의 규정을 의하여 법원이 재판하기 전에 기준일을 판단하기 어려운 경우, 적발일이나 인정일 이후의 30일째 거래일은 기준일로 본다.
 - ③ 이미 퇴장된 경우에는 퇴장 그 이전의 거래일을 기준일로 본다.
 - ④ 증권거래가 이미 정지된 경우, 거래 정지일 그 전의 날을 기준일로 보하고, 거래가 회복된 경우 ①의 규정에 근거하여 판단한다.

부실공시 증권민사배상 사건에 대해서만 제시한 것이다.

2007.5.30. 최고법원 시샤오밍(奚曉明)부원장은 전국민상재판업무회의에서 내부자거래 또는 시세조종행위의 권리침해행위자에 대하여 소송을 제기할 수 있고 법원은 입건 접수해야 한다고 발표하였다.²²⁾ 일부 변호사들이 앞의 발표 내용을 근거로 내부자거래 민사배상소송, 시장조종 민사배상소송을 제기하였지만, 관할 법원은 근거법령이 없음을 이유로 청구를 기각하거나 패소를 선고했다. 따라서 투자자를 대리함에 있어 변호사들은 내부자거래 민사배상사건, 시세조종 민사배상 사건과 관련 법원의 사법해석이 발표되기 전에는 신중히 고려하여야 한다(지침 제3조).

6. 행정처벌과 판례

중국에서 지역적 차이와 입법과 집행의 차이가 큰 것이 현실이다. 현실의 규제체제를 설명하기 위하여 전형적 사건을 예로 검토하는 것이 좋은 방법이다. 다음에는 행정처벌사건과 판례를 서술하고 검토한다. 이런 검토를 통하여 부실공시에 대한 규제의 실제상황을 설명하고자 한다.

가. 행정처벌

[사건의 개요]

중국 증권감독관리위원회(이하 “증감위”)는 2010.3.19. 중국남경중복그룹주식회사(中國南京中北(集團)股份有限公司), 이하 “중복회사”)의 관리경영자에 대하여 행정처벌(中國證監會行政處罰決定書(2010)第10號)를 내렸다.²³⁾

중복회사는 은행 대차금(¥6.55억), 미지급대금(¥6.5억), 주주 유용 자금(¥22

22) 奚曉明, “充分發揮民商事審判職能作用 爲構建社會主義和諧社會提供司法保障 - 在全國民商事審判工作會議上的講話”, 2007年5月30日, [http://www.360doc.com/content/14/0914/11/15989001_409356733.shtml], 2016年1月22日訪問.

23) 중국 증권감독관리위원회의 행정처벌 결정문(남경중복 등 7인), [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201005/t20100506_180071.htm?keywords=南京中北], 2016.01.24. 방문.

역), 이해관계자에게 채무보증(¥4,648만)을 한 사실 등을 2003년도, 2004년도 사업보고서에 공시하지 않았다. 중북회사는 앞의 사실에 대하여 1. 해당 행위는 관련 책임자가 이사회 의 위임을 받지 않고 이사회에 보고하지 않았으므로 관련 업무자가 책임을 져야 한다. 2. 사건이 발생한 후 회사는 즉시 정부에 보고하고 해당 사실을 공시하였다. 3. 회사는 2006년에 구조조정을 하면서 관련 문제를 모두 해결하였다.

[증감위의 판단]

증감위는 (1) 감독기관이 해당 행위에 대하여 관할권한을 갖고 있고 해당 회사는 위법행위가 있어 위법행위에 대하여 책임을 져야 한다. (2) 위법행위의 정도, 투자자가 해당 행위에 인하여 손해를 입은 정도, 해당 행위의 향후 시장에 대한 부정적 영향 등 요소들을 고려하여야 한다. (3) 사건 발생 후 해당 회사가 취한 시정조치 등 요소도 고려해야 한다는 의견이었으며, 중북회사의 관리경영, 인사조정, 재무회계 등 역할이 주요하고 직접적인 책임을 지는 자들에게 경고, 과징금 처벌을 내렸다.

나. 판례

[사건의 개요]

원고 장링페이(張玲培)는 피고 국태군안증권주식회사(國泰君安證券股份有限公司, 이하 “증권회사”)와 성도복지과기주식회사(成都福地科技股份有限公司, 이하 “복지회사”) 상대로 부실공시 손해배상 소송을 제기하였다. 이 사건은 재판과정에서 원고와 피고가 화해하고 법원은 조정서(四川省成都市中級人民法院(2002)成民初字第862號)²⁴⁾를 내렸다.

24) 본 조정서와 관련 자료는 중국 북경대학교 법률정보검색 포털[http://www.pkulaw.cn/case/pfnl_117486082.html?keywords=%E8%99%9A%E5%81%87%E9%99%88%E8%BF%B0%E8%AF%81%E5%88%B8%E6%B0%91%E4%BA%8B%E8%B5%94%E5%81%BF%E6%A1%88&match=Exact%2C%20Piece&tiao=1]을 통하여 검색된 결과이다. 검색된 자료에 사건발생 기일에 대한 기록은 잘 못하였다(주식인수, 행정처벌, 법원재판 등 기일은 모두 2002.11.25.로 적었다). 이 문제를 해결하기 위해 본문의 관련 서술은 모두 X일로 표기하

본 건에서 원고는 다음과 같이 주장하였다. 원고는 증권회사의 부실공시 내용을 믿고 복지회사의 사업보고서를 본 후 복지회사의 주식을 인수하였다. X일 주당 13.9위안, 주당 13.6위안의 가격으로 각 500주를 인수하였고, X일 주당 10.25위안으로 900주를 인수하였으며, X일 10.5위안으로 100주를 인수하였다. 그 후 주가가 하락하는 바람에 X일 주당 6.25위안으로 2,000주를 매각하였고 10842.8위안의 손해를 입었다.

증권회사는 다음과 같이 주장하였다. 복지회사 상장 시점에는 중국 증권법이 아직 제정되지 않았으므로 당사자는 증권법을 위반하지 않았다. 또한 원고가 피고의 주관적인 과실을 입증하여야 하고, 나아가 원고의 손해와 증권회사 행위의 인과관계를 입증하여야 한다.

복지회사는 다음과 같이 주장하였다. 복지회사는 국무원과 증권감독기관의 행정법규를 위반하였지만 당시에 증권법 제정 전이므로 증권법을 위반하지 않았다. 따라서 복지회사는 본 사건의 피고가 될 수 없다.

X일 증감위는 증권회사와 복지회사에게 證監查字(1998)75號, 證監查字(1998)77號 행정처벌결정을 내렸다. 증감위의 처벌 이유는 (1)복지회사는 부실공시행위(분식회계를 통하여 상장자격 편취(騙取), 결손을 적게 보고하고 투자자를 기만, 중대한 사항을 숨김)가 있었고, 유용한 자금으로 규칙에 반하여 주식매매를 하였으며, 중대 사항에 대한 공시의무를 위반한 등의 행위가 있었고, 당사자들은 해당 사실에 대해서 의문이 없다는 점, (2)증권회사는 보증추천인²⁵⁾으로 그의 행위는 주식발행 또는 거래과정에서 부실기개, 중대한 오인을 유발하는 공시 또는 정보공시에서의 중대한 누락행위에 해당되며, 당사자들이 해당 사실에 대해서 의문이 없다는 점이다.²⁶⁾

기로 한다. 본문 인용된 부실공시와 관련 판례는 2002년도이었지만, 중국재판문서망[Judicial Opinions of China] 등 웹사이트를 이용하여 대표적인 판례를 찾아보려고 시도하였다.

25) 보증추천인은 발행인의 상장추천과 지도에 관한 책임을 지고 발행회사 서류에 기록된 사실의 진실성, 정확성, 완전성, 적법성을 조사하여 확인하며 발행인의 성실한 정보공개에 협조하여야 한다. 상장 후에도 지속적으로 감독하고 지도할 책임을 진다(증권발행 상장 보증추천인제도 임시시행방법 제2조). 김명아, 「중국 증권법상의 투자자보호에 관한 연구」, 한국외국어대학교 대학원 박사논문, 2008.2., 123면.

26) 그러나 검색된 자료에서 증감위의 처벌내용이 없다.

[법원의 판단]

(1) 법 위반 사실에 대한 인정 여부이다. 증권회사와 복지회사가 증감위의 행정처벌에 대한 이의가 없었으므로 해당 당사자들의 부실공시행위를 인정한다.

(2) 원고의 손해금액이다. 원고가 제출한 증거에 근거하여 RMB 10,842.8위안의 손해를 입었다는 사실을 인정한다.

(3) 원고의 손해와 증권회사, 복지회사 행위 간의 인과관계이다. 증권회사와 복지회사의 부실공시 행위를 적발한 후 그 주가에 대하여 영향을 미칠 수밖에 없다. 따라서 원고의 손해와 피고 행위 간의 일정한 인과관계를 인정하여야 한다. 다만 원고가 입은 손해는 완전히 피고 증권회사와 복지회사의 부실공시 행위를 인하여 발생한 것이 아니고, 동시에 원고의 잘못된 투자판단, 증권시장의 체계적 위험(systematic risk) 등 요소도 고려하여야 한다. 원고와 피고 간에는 구체적 책임부담 기준이 없다. 본건은 양 피고가 주요 책임을 부담하고, 양 피고가 합리적으로 책임을 나누어야 한다는 토대 위에서 조정수단을 강화하여야 한다.

본건은 재판과정에서 판사가 조정을 주최하여 원고, 피고 증권회사, 피고 복지회사 각 1:1:8로 책임을 부담하고 화해로 종결하였다.

다. 검토

중복회사가 공시한 사업보고서에서 은행 대차금, 미지급대금, 주주 유용자금, 이해관계자에게 제공한 채무보증 등의 사실을 공시하지 않은 행위가 부실공시행위에 해당된다는 점에는 의문이 없다. 이 사건을 통해서 다음 2 가지 문제를 주목할 수 있다. 첫째, 사건이 발생한 시기이다. 사건 발생 시기는 2003년, 2004년이고, 증감위는 2010년에야 행정처벌을 내렸다. 이 사건에서 중복회사의 위법사실이 분명함에도 불구하고 6년 후에야 처벌을 내린 사실로부터 감독기관인 증감위가 회사 경영자에게 처벌을 부과하는 것은 상당히 어려운 것이라는 점을 알 수 있다. 둘째, 투자자에 대한 손해배상문제이다. 증권법 제232조는 본 법의 규정을 위반하는 행위에 대하여 민사배상책임을 추궁하고 과징금을 부과하며 재산으로 충당하지 못할 경우 민사배상책임을 우선적으로

부담해야 한다고 규정하고 있다. 증권법상 제반 규정이 있지만 현실에서 집행할 때 상황이 다를 수 있다. 실제로는 해당 회사가 행정처벌을 받더라도 경영이 악화되면 투자자가 손해배상을 받기가 어렵다. 또한 투자자가 6년 동안 행정기관의 구제를 기대한 후에도 민사배상소송까지 얼마나 기다려야 하는지도 불확실한 면이 있다.²⁷⁾

또한 증감위의 행정처벌에서 감사의 책임을 언급하지 않은 문제점도 있다. 이 사건에서 감사가 그 역할을 제대로 수행하지 못했다는 것은 사실이다. 증감위가 감사의 의무수행 여부에 대해서 언급하지 않는 것은 상장회사에 대한 규제의 한 가지 면을 보여주었다. 다른 한편, 증권감독당국의 긍정적인 면도 있다. 증감위의 이러한 행정처벌은 증권감독기관이 회사의 내부통제문제를 제약하려는 노력으로도 볼 수 있기 때문이다.

위에 서술한 판례²⁸⁾는 다음과 같은 3 가지 문제점을 제기할 수 있다.

첫째, 법원이 조정을 강요하였다는 점이다. 판사는 “양 피고가 주요 책임을 부담하고, 양 피고가 합리적으로 책임을 나누어야 한다는 토대 위에서 조정수단을 강화하여야 한다”고 판시하였다. 이는 법원이 사회적 효과나 사회안정을 우선시하고 있다는 입장으로 볼 수 있다. 그러나 분쟁 당사자의 책임을 명확하게 구분하고 책임을 부과하는 것이 법원의 역할이다. 이러한 역할을 피하고 단순히 사회안정을 이유로 조정을 강요하는 것은 결국 반대효과를 끌어내게 되는 셈이다. 책임을 명확하게 구분하고 판단을 내리는 것은 향후 불법행위자에게 경고를 줄 수 있는 것이고 더 큰 사회적 효과를 기대할 수 있는 것이다.

둘째, 인과관계의 문제이다. 법원은 우선 피고의 부실공시행위를 인정하면서도 원고가 자기의 투자에 대하여 잘못된 판단을 하였으며 증권시장에 체계적 위험이 있다는 의견을 제시하였다. 여기에서 법원의 판단이 서로 모순된다는 점을 보아낼 수 있다. 원고는 투자자로서 양 피고의 부실공시행위로 말미암아 잘못된 투자판단을 내려 손해를 본 것이므로 부실공시 의무자가 배상책임을 져야 한다. 완전히 법원의 논리에 따른다면, 증권시장에 체계적 위험이 있기

27) 현재까지 관련 증권관련소송의 소식이 없다. 「新浪財經」, “聚焦虛假陳述賠償案”, [http://finance.sina.com.cn/stock/focus/xjcspca/], 2015.11.30. 방문.

28) 검색된 자료에 하자가 있어 아쉬운 점이 있다. 앞의 24 번 각주 참조.

때문에 양 피고가 자기의 부실공시행위에 대하여 전부 책임을 질 필요가 없다는 이해가 가능하다. 이는 불법행위자가 자기의 행위에 대하여 책임을 져야 한다는 법적 논리에 대한 괴리이다.

셋째, 1:1:8의 책임부담 비율문제이다. 법원은 “원고와 피고 간에 구체적 책임부담 기준이 없다”고 의견을 제시하면서도 당사자의 책임부담 비율을 규정하였다. 이는 법원이 자기 사건 조정비율을 높이기 위해서 자기 권한을 남용하는 것으로도 볼 수 있다.

Ⅲ. 미국과 한국의 경험

중국의 증권시장은 급속히 성장되었지만 그 역사는 불과 20여 년이다. 그 중 법과 정책의 시행착오, 국내의 경제와 정치 환경의 변화 등 제반 요소가 증권시장에 영향 줄 수 밖에 없다. 증권시장의 발전은 국내의 경제와 정치 환경의 변화를 피할 수 없지만 적어도 선진국의 경험을 받아 법과 정책의 시행착오를 회피하여야 할 것이다. 아래에서는 미국²⁹⁾과 한국의 입법 경험을 연구하면서 중국 관련법을 개정할 때 유의한 정보를 모색해보기로 한다.

1. 미국의 경험

가. 정보공시 의무자

미국 1933년 증권법 제11조 (a)항은 유가증권신고서의 부실기재에 대하여 손해배상책임을 지는 자의 범위를 규정하였다. ① 유가증권 신고서에 서명한 자,³⁰⁾ ② 유가증권 신고서의 제출일에 증권발행회사의 이사(또는 유사한 업무

29) 미국 경험에 대한 중국어 문헌은 郇習頂, 徐勤忠, “試論證券犯罪中的虛假陳述”, (四川警察高等專科學校學報, Vol.13 No.3., 2009.) 등 논문이 있다.

30) Securities Act of 1933 Sec. 6은 유가증권 발행신고서에 서명하는 자에 대하여 발행인, 대표이사, 재무담당자, 회계담당자, 그리고 이사회 구성원의 다수의 이사 또는 유사한 업무를 집행한 자(또는 이사회나 유사한 업무를 집행한 자가 없는 경우 이사회 다수의 이사 또

를 수행하는 자)또는 파트너이었던 자, ③ 증권발행회사의 이사, 유사한 업무를 수행하는 자, 파트너로서 그 이름을 유가증권신고서에 기재한 자, ④ 본인의 동의 하에 유가증권신고서, 그 일부를 본인이 제작하였거나 증명한 것으로서 또는 위의 보고서, 평가서, 유가증권신고서 등에 기재된 문언과 관련하여 이를 자신이 제작 또는 증명한 것으로서 그 이름을 유가증권신고서에 기재하도록 동의한 기술자, 공인회계사, 감정인 또는 권위가 있는 전문가, ⑤ 당해 유가증권의 인수인이다.

나. 손해배상

미국 증권법상 부실공시에 대한 민사책임은 1차적 책임과 2차적 책임으로 나누어 볼 수 있다. 1차적 책임은 공시서류의 작성에 참여한 자가 직접 또는 간접적으로 부담하게 되는 책임이고, 2차적 책임은 공시서류를 작성할 때 참여하지 않은 자에게 부과하는 책임이다.³¹⁾

1차적 민사책임의 구조는 명시적인 책임규정과 묵시적인 책임규정으로 나누어질 수 있다. 명시적인 책임규정은 1933년 증권법의 제11조, 제12조 (a)(2), 1934년 증권거래법 제18조(a)에 관련 규정을 두고 있다. 여기서 특별히 설명해야 할 부분은 유명한 SEC Rule 10b-5 의 내용이다.

1934년 증권거래법 Rule10b-5는 “누구든지 증권의 매매와 관련하여 직, 간접으로 주 상호간 통상의 수단이나 우편, 전국증권거래소의 시설 등을 이용하여 다음의 행위를 진행하는 것은 위법이다. ① 사기를 위하여 어떤 방법, 계획, 또는 기망적 기법을 사용하는 행위, ② 중요한 사실에 대하여 허위 표시를 하거나, 당시의 사정에 비추어 오해하지 않도록 하기 위하여 공시하였어야 할 중요 사실의 표시를 생략한 행위, ③ 타인을 기망하거나 기망하는 것을 뒷받침하는 관행이나 행위 또는 그런 거래방식을 사용하는 행위는 위법이다”고

는 이사회에 결정권이 있는 자)로 규정하고 있다.

31) 유가증권신고서류의 직, 간접적인 작성주체는 발행인이지만 변호사, 회계사, 감정평가사 등도 이 서류들에 대한 정확성 여부를 판단하게 됨으로 신고서류의 작성에 간접적 참여자로 본다. 김병연, “미국 연방증권법상 부실공시에 대한 민사책임과 예측정보에 대한 면책조항”, 『연세법학연구』 제8권 제2호, 연세법학회, 2002년, 111면.

규정하였다. ②에서 요구하는 진실된 정보공시의무는 신임적 법률관계로부터 충실의무를 부담하는 자에게 인정되는 것이다. 회사의 주주에게 충실의무를 부담하는 이어나 임원은 회사주식거래에서 취득하거나 그가 이미 알고 있는 회사의 중요한 내부정보를 공시할 의무가 있다.³²⁾

2차적 민사책임은 직접적으로 회사의 경영에 참여하지 않고, 공시서류의 작성에 직, 간접적으로 관여하지도 않지만, 회사의 경영 또는 공시서류의 작성에 대하여 영향력을 미칠 가능한 위치에 있는 자에게 주어지는 책임이다. 1933년 증권법 제15조는 주식의 소유, 대리 혹은 기타 방법으로 제11와 제12조(a)(2)에서 유가증권신고서 또는 사업설명서의 부실기재에 책임을 부담하는 자에 대하여 지배력을 가진 자가 부실기재가 있음을 몰랐거나 책임을 발생한 사실에 대하여 합리적인 이유가 없다면, 지배력을 가진 자가 지배를 받은 자와 같은 책임을 부담한다고 규정하였다. 1934년 증권거래법 제20조(a)는 지배의 범위를 더욱 확대하였다.³³⁾

2. 한국의 경험

한국의 부실공시와 관련된 입법은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」외에 한국 「유가증권시장 공시규정」이 해당 내용을 자세히 규정하고 있다. 다음에는 불성실공시³⁴⁾와 공시책임자, 설명의무와 손해산정 2가지 부분으로 나누어 서술한다.

가. 불성실공시, 공시책임자

32) 우홍구, “미국연방증권법상의 불공정한 주식거래에 관한 고찰”, 「일감법학」 제2권 0호, 건국대학교 법학연구소, 1997년, 6면. 반면에 충실의무를 부담하지 않는 자는 그가 가진 내부정보를 공시해야 할 의무가 없으며, 그의 정보공시의무가 없다는 이유만으로 주식거래가 금지되는 것은 아니다.

33) 위 1, 2차적 민사책임에 대하여 김병연, 앞의 “민국 연방증권법상 부실공시에 대한 민사책임과 예측정보에 대한 면책조항” 논문, 114-124면에서 자세한 서술이 있다.

34) 부실공시에 관한 한국법상의 용어는 “불성실공시”이다. 여기서는 한국법의 내용을 서술하기 때문에 법조문의 용법을 그대로 인용하기로 한다.

한국 증권거래소에서 규정한 불성실공시라 함은, 유가증권시장주권상장법인이 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」과 「유가증권시장 공시규정」에 따른 이미 신고한 내용을 변경 또는 번복하여 공시하거나 신고의무를 성실히 이행하지 아니하거나, 공시변경 또는 공시반복에 해당되는 경우를 말한다(유가증권시장 공시규정 제2조).

공시책임자란 유가증권시장주권상장법인의 대표이사 또는 상근이사(집행위원을 설치하는 회사의 경우 대표집행임원 또는 집행임원), 업무집행 지시자에 당해 상근 이사로서 주요 의사를 결정하는 이사회 등 회의에 참석하는 자로서 해당 상장법인을 대표하여 증권신고업무를 이행한 자를 말한다.

나. 설명의무, 손해배상책임, 손해산정

한국의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」은 금융투자업자의 설명의무와 손해배상책임 나아가 손해산정방법을 규정하였다. 설명의무는 금융투자업자가 투자권유를 일반투자자 상대로 하는 경우 투자에 따르는 위험, 금융투자상품의 내용 등 사항을 일반 투자자에게 이해하고 오해하지 않도록 설명하여야 하는 것이고, 금융투자업자는 투자가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항 또는 합리적인 투자판단을 거짓 또는 왜곡하여 설명하면 안 되고, 중요사항을 누락하면 안 된다(제47조 제1, 3항).

금융투자업자가 설명의무를 위반하여 일반투자자의 손해를 야기한 경우 금융투자업자가 배상책임을 진다(제48조 제1항).

손해산정방법은 일반투자자가 금융투자상품을 취득하기 위하여 지급하였거나 지급해야 할 금전 등의 총액에서 일반 투자자가 취득한 금융투자상품의 처분, 기타 방법으로 회수하였거나 회수 가능한 금전 등의 총액을 공제한 금액을 일반투자자의 손해금액으로 추정한다(제48조 제2항).

다. 불성실공시의 포상제도

투자자의 손해에 대하여 한국 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제48조

는 일반투자자의 손해액 추정 계산법을 규정하였고, 이 밖에 「유가증권시장 불성실공시 신고 및 포상에 관한 기준」은 유가증권시장주권상장법인의 공시 위반 사실을 거래소에 제보 또는 신고하는 자의 포상에 관하여 필요한 사항을 규정하였다.

포상 대상자는 「유가증권시장 공시규정」 제35조³⁵⁾에 따른 불성실공시 지정에 해당하는 공시의무 위반사실을 신고한 자로 한다. 동일한 신고내용에 대한 포상대상자가 복수인 경우에는 최초의 신고자 1인으로 하고, 공동명의로 신고한 경우 신고자가 선정한 대표명의로 1인으로 한다(기준 제5조).

포상기준은 거래소가 신고내용과 관련하여 규정 제35조에 따른 부과별점(그 전부 또는 일부가 공시위반제재금으로 대체된 경우 그 대체된 부과별점을 포함하며, 부과별점의 면제 등으로 인하여 부과별점이 0점이 되는 경우에는 부과별점을 1점으로 본다)을 기준으로 해당 부과별점을 1점으로 환산한 점수를 신고자의 포상 포인트로 산정한다. 동일 신고인의 동일 법인에 대한 누적 포상 포인트가 10점 이상이 된 경우에는 해당 법인에 대한 그 이후의 불성실공시 신고로 인한 포상 포인트를 연간 누적 포상 포인트에서 제외한다. 거래소는 매 반기마다 신고자의 누적 포상포인트를 1포인트당 10만원으로 산정한 포상금(세 후 기준, 연간 총 포상금은 200만원을 초과하지 못한다)을 지급한다. 이 경우 우수 신고자에 대하여 별도로 포상할 수 있다(기준 제4조).

IV. 문제점과 개선방안

중국 증권시장은 정책우위의 시장(policy-driven market)이다.³⁶⁾ 최고법원이

35) 제35조 제1항은 유가증권시장주권상장법인이 불성실공시법인에 해당된다고 결정한 경우에는 유가증권시장주권상장법인을 불성실공시법인으로 지정한다고 규정하고 있다. 제35조의2 제1항은 거래소는 제35조에 따라 상장법인이 불성실 공시자로 인정된 경우 벌점부과 이외에 2억원 이내에 공시위반 제재금을 부과할 수 있다.

36) Sebastian Heilmann의 “The Chinese Stock Market: Pitfalls of Policy-driven Market”, *China Analysis*, No.15, Center for East Asian and Pacific Studies Trier University, German, 2002.09., [www.chinapolitik.de] 참고, 2015.11.27. 방문.) 논문에서 정책우위의 시장에 대하여 1. 정치가 중요시, 2. 국유기업에 대한 지배력, 3. 국유자산의 통제에 통한 이익도모 3

“규정”을 비롯한 재판지침을 제정하였음에도 여전히 관련 제도가 부족하다. 또한 법 집행의 현실적 문제도 낙관적이지 못하다. 아래에서는 집단소송제도의 미도입, 법원의 권한 부족, 공시의무자 범위에 대한 입법 부족, 투자자 손해액 배상 부족, 소송 전제요건 제한성 문제, 부실공시 신고 포상제도의 미도입 여섯 가지 문제를 제시하면서 개선방안을 모색하고자 한다.

1. 집단소송제도의 미도입

소송제도와 관련하여 중국의 증권 관련 소송제도에서 단독소송, 공동소송 등 제도가 허용되었지만 증권관련 집단소송제도는 아직 도입되지 않고 있다.

입법개혁 차원에서 중국 증권소송과 관련 입법을 수정할 때 한국의 「증권관련 집단소송법」의 소송대리인 선임, 구체적 소송 허가요건, 손해배상액의 구체적 산정, 소송절차, 분배절차, 배임수재, 변호사보수 등 내용을 참고하여 도입할 필요가 있다.³⁷⁾

2. 법원의 권한 부족

중국 법원의 입장은 상당히 소극적인 편이다. 최고법원은 증권시장에서의 부실공시, 사기행위, 내부자거래, 시세조종 등 행위가 빈번하게 발생했음에도 불구하고, 2001. 9. 21. 「증권 관련 민사배상사건의 잠정적인 접수정지에 관한 통지(最高人民法院關於涉及證券民事賠償案件暫時不予受理的通知(2013.4.8. 폐지))」를 제정, 발표한 바 있었다. 이 통지의 취지는 증권시장의 민사배상 사건을 접수하지 않는다는 것이었다. 그 후 최고법원이 2003년에 발표한 “규정”은 증권시장 부실공시 민사배상 사건만 접수하고 내부자거래, 시세조종 민사배상 사건에 대해서는 여전히 거부하는 입장을 취하였다. 다른 한편, 법원이 증권관련 부실공시제도를 접수하여 재판하더라도 조정을 강요하는 것도 문제이다.

법원의 입장을 바꾸는 것이 쉽지는 않다. 이 문제는 단순히 법원이 자기의

가지 특징을 서술하였다. 여기서 자세히 서술하지 않기로 한다.

37) 장진보, 앞의 논문, 제324면 참조.

역할을 제대로 수행하더라도 해결하기 어려운 부분이 있다. 집권당국이 법원에 충분한 사법권한을 위임하고 사법을 간섭하지 않아야 가능한 것이다. 동시에 국민들이 법원의 재판에 대하여 충분히 존중하고 전체 사회의 준법 분위기를 만들어 내야 향후 법질서가 점차 좋아질 수 있는 것이다.

3. 공시의무자 범위에 대한 입법 부족

최고법원 “규정” 제7조는 부실공시로 인한 민사배상사건의 피고를 받기인, 지배주주 등 부실공시에 관여한 자, 즉 실질적인 지배력을 가진 자(controlling person)로 지정하였다. 이 규정은 미국 1933년 증권법 제15조에서 규정하는 “지배력을 행사한 자”와 유사하다. 그러나 문제는 양국 법원의 운영 시스템에 차이가 있다는 점이다. 중국 법원의 판사들의 재판권은 그다지 크지 않다. 따라서 누가 지배력을 가진 자인지에 대한 판단이 쉬운 일이 아니다. 현실에서 이 조항이 무용지물이 될 가능성이 크다.

법 집행의 실효성을 강조하면 미국의 경험이 아니고, 오히려 한국의 경험이 도움이 된다. 한국 「유가증권시장 공시규정」 제2조 제4항은 “공시책임자”에 대하여 대표이사, 상근이사, 업무집행지시자 등으로 구체적으로 나열하였다. 중국의 현실에 비추어 볼 때, 판사들은 이러한 규정에 따라 쉽게 판단을 내릴 수 있을 것이다.

4. 투자자 손해배상액 미흡

부실공시로 인한 손해배상책임 문제에서 중요한 것은 구체적인 손해액의 산정기준이다. 정보비대칭 현상이 존재하기 때문에 일반 투자자가 공시의 진위 여부를 판단할 때 어려운 측면이 있다. 부실공시에 관한 민사소송은 통상적으로 투자자가 금융감독 당국의 감독결과 또는 조치가 발표된 후에 진행된다. 이는 중국 최고법원 “규정” 제6조가 “피고에 대한 행정처벌 결정 또는 법원의 형사재판문서가 있어야 한다”고 규정하고 있기 때문이다.³⁸⁾ 원고가 행정처벌결정 또는 형사재판문서를 제시하게 되면 피고의 중요사항에 대한 허위

기재나, 기재누락행위, 행위의 위법성 등을 보다 쉽게 입증할 수 있을 것이다.³⁹⁾

최고법원의 “규정”은 손해산정에서 투자차액산정방법을 사용하고 있다. 투자차액산정방법은 매수·매도 증권평균가격, 증권시장 증가의 평균가격 (규정 제31조, 제32조)을 취하고 있다. 그러나 앞의 손해산정방법은 투자자가 투자 당시의 상태로 회복할 수 없기에 적절한 방법이 아니라고 생각한다. 다음에는 “규정” 제31조의 내용을 계산식으로 설명한다.

갑이 2011.1.1 A회사 주식을 주당 5위안의 가격으로 50주를 매수함. A회사는 2011.1.10 부실공시 후 주가가 상승함. 갑이 2011.1.11 A회사 주식을 주당 7위안의 가격으로 50주를 매수함. A회사는 2011.3.1 적발을 당하고, 주가가 하락하기 시작함. 갑은 2011.3.2. 주당 5위안의 가격으로 30주를 매도함. 주가가 계속 하락함. 갑은 2011.3.5. 주당 3위안의 가격으로 70주를 매도함.

갑의 투자손실액 = (5위안*50주+7위안*50주)-(5위안*30주+3위안*70주) = 240 위안

매도평균가격 = (5+3)/2 = 4위안 매수평균가격 = (5+7)/2 = 6위안

투자차액은 투자자의 거래 중 매도 증권평균가격을 매수 증권평균가격에서 뺀 후 증권거래량을 곱하면 됨.

갑의 투자차액 = (6-4)위안×100주 = 200위안

투자 실제 손해발생액 240위안 - 투자차액산정방법 결과 200위안 = 40위안

위의 계산 방법대로라면, 갑이 소송을 제기하여 배상을 받더라도 40위안의 차액이 발생한다. 갑이 투자하기 전의 상태로 회복되지 못한다는 결론이 내려진다.⁴⁰⁾

38) 중국의 증권거래소는 처벌권한이 없고 증권감독관리위원회의 위임을 받아 수사할 권한이 있다. 2014.12.8. “中國證監會委託上海、深圳證券交易所實施案件調查試點工作規定”, [中國證券監督管理委員會令第111號] 참조.

39) 노혁준, “부실공시로 인한 손해배상책임 - 차액설과 피해주식서 산정”, 「상사판례연구」 제VI권(2000-2005), 박영사, 2006, 500면. 투자차액에 관해서는 “주당 손해액, 피해주식의 수, 피해주식의 범위” 등 문제가 있어, 여기서 서술하지 않는다. 자세한 내용은 앞 노혁준의 논문 501-506면 참조.

40) 위의 계산방법은 장진보, 「중국 회사형 국유기업의 지배구조에 관한 연구」, 서울대학교 대

투자차액손해는 그 말대로만 해석하면 투자하기 전의 상태로 회복할 수 있어야 한다는 것이다. 그러나 위의 계산식을 보면 투자자는 투자하기 전의 상태로 회복되지 못하였다. 그 원인을 살펴보면, 위에 설명한 손해산정의 근거인 법조문에서는 “투자차액손해”라는 용어를 사용하고 있지만 손실 산정 시에는 매수 증권평균가격, 매도 증권평균가격을 사용하고 있음을 알 수 있다. 이는 실제로 매수, 매출하는 금액이 아니고 매수, 매출하는 금액의 평균치이다. 따라서 계산결과는 실제 발생하는 금액과 차이가 생길 수 있는 것이다.

최고법원 “규정”의 제30조는 부실공시의 행위자가 증권시장에서 민사책임을 지는 범위는 투자자의 부실공시로 야기된 실제 손해에 한하고 실제손해는 투자차액 손해와 차액부분의 커미션, 수수료 및 인지세를 포함한다고 규정하고 있다. 이는 투자자가 투자하기 전의 상태로 회복한다는 의미이다. 그렇다면 “규정” 제30조의 손해배상 범위와 제31조의 손해산정방법간에는 충돌이 있는 것이다.

한국 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제48조 제2항은 손해산정방법을 지급 총액에서 회수총액을 공제한 후의 금액으로 손해금액을 추정한다고 규정하고 있다.⁴¹⁾ 한국의 계산식은 “지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총 금액에서 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총 금액을 공제한 후의 금액은 손해액으로 추정한다”는 것이다. 이 방법에 따르면 투자자는 해당 증권을 매입하기 전의 상태로 회복할 수 있는 것이다. 반면에 중국의 계산식은 앞에서 설명한 것처럼 투자자가 투자하기 전의 상태로 회복할 수 없으므로 한국의 경험을 참조하여 수정할 필요가 있다.

5. 소송 전제요건의 제한성 문제

최고법원의 “규정”은 법원이 사건을 접수할 때 행정처벌과 형사판결문을 전제요건으로 두었다. 이런 요건은 당사자가 입증할 때 편리한 장점이 있지만

학원 박사논문, 2011.8. 279-280면을 요약하여 인용한 것이다.

41) 제48조 제2항은 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액에서 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 뺀 금액은 손해액으로 추정한다고 규정하고 있다.

단점도 없지 않다. 행정처벌과 형사재판은 상당한 시간이 필요하다. 시간이 지연된 만큼 피고의 재산 가치가 떨어질 가능성이 있다. 따라서 투자자의 민사배상소송이 지연되면 투자자가 제대로 배상을 받을 가능성이 적어진다.⁴²⁾

또한 중국 “증권법(2014)” 제232조는 “본 법을 위반한 경우 민사배상책임을 져야 하고 제재금, 과징금을 부과하며 재산이 부족할 때 우선 민사배상책임을 부담한다”고 규정하고 있다. 그러나 민사배상소송이 행정처벌과 형사재판을 전제조건으로 하게 되면 원고가 소송을 제기할 때 제재금, 과징금이 이미 집행되었을 가능성이 크고, 남은 재산으로 민사배상책임을 질 가능성이 떨어질 수밖에 없다.⁴³⁾

미국 1934년 증권거래법 10b-5의 규정을 보면 소송 전제조건이 없다.

대안은 부실공시를 인정하는 권한을 증권거래소에 위임하는 것이다. 누구나 부실공시행위를 증권거래소에 수시로 제보할 수 있고, 증권거래소가 제보를 받아 부실공시행위를 인정한 경우 바로 해당 상장회사를 부실공시기업으로 지정하고, 투자자가 증권거래소의 지정문서를 제시하면 법원이 사건을 접수하도록 해야 하는 것이다. 여기서도 다음에 소개한 한국의 부실공시 신고 포상제도를 도입할만한 것이다.

6. 부실공시 신고 포상제도의 미도입

부실공시 신고 포상제도는 부실공시행위를 효율적으로 억제할 수 있는 제도이다. 중국의 현행제도상으로는 아직 없다. 중국 증권당국은 한국의 「유가증권시장 불성실공시 신고 및 포상에 관한 기준」을 참조하여 부실공시 신고 포상제도를 들 필요가 있다.⁴⁴⁾

42) 위에 서술한 행정처벌 사건은 사건발생 시부터 행정처벌이 내려질 때까지 투자자가 6년 동안을 기다렸다.

43) 陳建軍, “我國證券市場虛假陳述民事賠償制度評析”, 「揚州職業大學學報」, Vol.7 No.2, 2003.6., 16면 참조.

44) 한국의 부실공시 포상제도에 관한 내용은 위 “2. 한국의 경험 다. 불성실공시의 포상제도”를 참조.

V. 결론

본문은 중국 최고법원이 발표한 “규정”을 바탕으로 중국의 부실공시행위에 대한 규제제도를 소개하고 사례와 판례를 서술하며 문제점을 정리하였으며 미국과 한국의 경험과 비교하면서 중국부실공시 규제제도의 개선에 대하여 여섯 가지 개선방안을 제시하였다.

소송제도에 있어서도 중국은 아직 증권관련 집단소송제도가 없으므로 빠른 시일 내에 한국과 비슷한 “증권관련집단소송법”을 제정할 필요가 있다. 법원의 입장은 증권당국의 주도하에 전체 국민의 힘을 모아 전환할 수 있는 문제이다. 공시의무자에 대한 중국의 현행 입법이 아직 부족하고 미국의 “지배력을 행사하는 자”의 경험을 따르기는 쉽지 않을 것이다. 오히려 한국의 경험이 유용하다. 손해산정에 있어서 현행 입법상으로는 투자자가 투자하기 전의 상태로 회복될 수 없다는 결론이 내려질 수 있고, 한국 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제48조2항의 내용은 참고가치가 있다. 소송의 전제요건에 있어서는 현행 입법이 지나치게 엄격하고 당사자가 제대로 구제를 받기 어려운 면이 있다. 따라서 행정처벌과 형사판결문의 전제요건을 폐지하고 부실공시를 인정하는 권한을 증권거래소에 위임하는 것이 필요하다. 마지막으로 한국의 부실공시 신고 포상제도를 도입하여야 한다는 개선방안을 제시하였다.

증권시장 정보공시의 주체가 부실공시에 대하여 책임을 져야 하는 것은 잘못된 정보를 시장에 제공한 자신의 행위에 대하여 책임을 지는 것이다. 증권시장의 투자자는 공시된 정보에 기초하여 투자결정을 내린다. 그러한 정보는 진실하고 정확하여야 한다. 정보의 진실성과 정확성은 정보 공시자가 정보 이용자에게 자동적으로 담보를 제공해 주는 것이고, 그 담보의 역할은 부실공시가 있었을 때 그로 인하여 손해를 입은 자가 법이 확보하는 일정한 자에게 손해배상책임을 요구하는 것이다. 증권시장의 부실공시행위를 제대로 제재하고 투자자의 손해를 배상함으로써 투자자들의 증권시장에 대한 신뢰를 회복하고 나아가 시장의 활발한 발전을 보장해줄 수 있다.

참고문헌

한국어문헌:

- 김일중, 김진호, “증권거래법과 집단소송제도에 관한 실증분석”, 「경제연구」 제24권 4호, 한국경제통상학회, 2006.12.
- 김병연, “미국 증권법상 부실공시에 대한 지배력을 가진 자의 책임”, 「상사법 연구」 제19권 제2호, 상사법학회, 2000.
- 김병연, “미국 연방증권법상 부실공시에 대한 민사책임과 예측정보에 대한 면책조항”, 「연세법학연구」, 연세법학회, 2002.
- 김명아, 「중국 증권법상의 투자자보호에 관한 연구」, 한국외국어대학교 대학원 박사논문, 2008.2.
- 노혁준, “부실공시로 인한 손해배상책임 - 차액설과 피해주식수 산정”, 「상사 판례연구」 제VI권(2000-2005), 박영사, 2006.
- 류근관, 송옥렬, 이상승, “증권집단소송의 손해배상액 산정방법에 관하여”, 기업소송연구회, 2004.11.12.
- 우흥구, “미국 연방증권법상의 불공정한 주식거래에 관한 고찰”, 「일감법학」, 건국대학교 법학연구소, 1997.
- 장진보, 「중국 회사형 국유기업의 지배구조에 관한 연구」, 서울대학교 대학원 박사논문, 2011.8.
- 전성빈, 박상수, 이아영, “부실공시기업의 정보유용성에 관한 연구”, 「한국회계학회 발표논문집」, 한국회계학회, 2007.

영어문헌:

- Priest George L., “Procedural versus Substantive Controls of Mass Tort Class Actions”, *Journal of Legal Studies*, Vol.26, 1997.
- Sebastian Heilmann, “The Chinese Stock Market: Pitfalls of Policy-driven

Market”, *China Analysis*, No.15(September 2002), Center for East Asian and Pacific Studies Trier University.

중국어문헌:

陈杰, “论证券民事赔偿中因果关系的推定-以虚假陈述引发的侵权损害赔偿为中心”, 「中国法学网」, 2008.12.16.

陈建军, “我国证券市场虚假陈述民事赔偿制度评析”, 「扬州职业大学学报」 Vol.7 No.2, 2003.6.

凤凰财经网, “重罚南京中北: 证监会意在强力压制国企上市公司弊病”, 2010.5.7.

彭旭林, “证券法中虚假陈述民事法律适用分析”, 「阜阳师范学院学报」 2014年 第3期, 2014.

倪斌, “关于证券虚假陈述几个具体法律问题的探讨”, 「安徽冶金科技职业学院学报」 Vol.19 No.1, 2009.1.

深圳证券交易所综合研究所法律研究小组, “2007年证券市场主体违法违规情况报告”, 深证综研字 第0165号.

郇习顶, 徐勤忠, “试论证券犯罪中的虚假陈述”, 「四川警察高等专科学校学报」 Vol.13 No.3, 2009).

[Abstract]

Study on Civil Liability of Securities Market False Statements of China

Zhang, Zhen-bao

Assistant Professor, Chungbuk National University Law School

Investor protection in the securities market of any country is the biggest issue of his securities law system. Wherein the disclosure principal of

information disclosure system is the investee companies provide accurate and reliable information to the potential investors. This is both the theme to promote its information disclosure as a means to raise funds, but also a means of protecting investors. The disclosure principal take responsibility to false statements is their responsibility to bear the consequences of their behavior in the securities market responsibility. There are three such responsibility is civil liability, administrative liability, criminal liability. This article shall be considered only civil liability.

False statements have always been one of the major obstacles in Chinese Securities Market development. In 2003, the Chinese Supreme People's Court made special legislation regarding cases of civil compensation arising from false statement in the securities market. In more than a decade since, new problems have arisen due to the continuous development of Chinese securities market. The legislation has become obsolete in part and it is necessary to now revise and adapt laws and regulations to better suit the current market.

China's securities market even after rapid growth, but its history is only 20 years. The legal and policy mistakes, various elements of domestic and international economic changes on the securities markets have had various effects. Development of securities markets is inseparable from domestic and international economic and political impact of environmental change. So we should learn more experience from the advanced countries to avoid legal and policy mistakes. Wherein the United States and South Korea's experience is very important, it is worth to learning.

Based on the regulations on the trial of civil reparations cases caused by false statements in the stock market, this paper will compared with the false statements laws in Korea, and gives some comments on such the introduction of class action systems, the lack of authority of the court, the lack of legislation on the disclosure principal duty range, the lack of

investors damages determination, restrictive matter of litigation prerequisite, the introduction of false statements report award schemes such as 6 issues.

Key words : False statement, Judicial interpretations, Civil compensation, Securities market, Supreme court