

미국의 증권집단소송제 운영현황과 정책적 시사점

2001. 7.

본 자료는 한국경제연구원 법경제연구센터의 조성봉 연구위원이 집필한 것으로, 본원의 공식견해와는 차이가 있을 수 있습니다.

자료문의: Tel 3771-0016, Fax 785-0273

<목 차>

【요 약】	i
I. 서론 : 왜 미국을 중심으로 보는가?	1
II. 미국 증권집단소송 동향	1
1. 미국 집단소송의 법적 근거	1
2. 증권집단소송 관련 법안의 변천	2
3. 증권집단소송의 근거조항	2
4. 1995년 증권민사소송개혁법의 제정	4
5. 1998년 증권소송통일기준법의 제정	9
III. 미국 증권집단소송제도에서 나타난 주목할 사항	10
1. 증권집단소송의 남발	11
2. 변화가 큰 산업과 증권집단소송	12
3. 증권집단소송과 공동피고	13
4. 기업정보의 가공·전달·해석의 전문성	13
5. 증권집단소송과 기업정보의 유통의 제한	16
IV. 우리에게 주는 시사점	17
1. 대안의 검토	17
2. 인적 인프라의 구축과 증권집단소송	18
3. 자산규모 2조원 이상의 상장사에 적용하는 것의 문제점	21
4. 허위공시·분식회계·주가조작 등 기준의 문제점	22
5. 우리나라 현행 증권관련 법규와 허위공시 제기 가능성	23
6. 우리나라 법체계와 집단소송	25

V. 결론 26

1. 기존제도의 개선 26

2. 주식회사제도와 증권집단소송 27

3. 투자자보호와 기업가보호 28

【참고문헌】 29

【요 약】

- 증권집단소송은 미국적 경제여건 하에서 만들어진 제도임.
- 미국 증권집단소송은 「1933년 증권법」과 「1934년 증권거래법」을 통하여 증권의 발행과 매매에 있어서 허위사실의 기재나 사기 및 기만이 되는 행위를 대상으로 하고 있으며 결국 기업정보의 정확한 가공과 전달에 왜곡이 나타나는 경우가 증권집단소송의 대상이 되고 있음.
- 미국에서 증권집단소송에 따른 濫訴의 폐해가 크게 나타나면서 「1995년 증권민사소송개혁법」과 「1998년 증권소송통일기준법」이 제정됨.
- 미국 증권집단소송제도에서 나타난 주목할 사항
 - 증권집단소송의 남발 : 1988년부터 1999년간 2,813건의 소송이 제기되었으며 100억달러에 달하는 화해액(판결 제외)을 기록함. 주가가 하락하는 경우 전문 변호사와 소송자의 주도하에 일단 소송을 제기하고 나중에 사실심리전 증거개시절차 과정에서 주요 사실을 찾아내는 식의 ‘법원으로의 경쟁’이 만연함.
 - 변화가 큰 산업에 빈번히 발생 : 뉴욕증시보다는 나스닥에서, 전통적 산업보다는 하이테크 및 정보통신분야에서 보다 빈번히 발생하였으며 특히 신규상장의 경우에 자주 나타남.
 - 기업 뿐만 아니라 기업정보를 처리하게 되는 회계법인, 공모주발행주간사 등도 공동피고로 피소되는 경우가 자주 발생

- 기업정보의 정확한 가공과 전달은 고도의 전문성과 인적 인프라를 요구하는 작업임.
- 증권집단소송은 기업정보의 자유로운 유통을 지나치게 제한하고 있음.

○ 우리에게 주는 시사점

- 기업정보의 가공과 전달의 전문성과 인적 인프라가 취약한 상황에서 증권집단소송제를 도입할 경우 주가가 하락하는 기업의 상당수가 증권집단소송의 대상이 될 가능성이 큼. 특히 시장의 변화와 부침이 큰 코스닥시장과 벤처기업이 집중적인 집단소송의 대상임.
- 한편 기업공개를 시도하는 공모주시장에서 정확한 기업정보의 전달이 제대로 체계화되어 있지 않아서 많은 신규상장기업이 증권집단소송의 대상이라 할 수 있음. 또한 취약한 국내의 인적 인프라를 고려할 때 회계법인, 증권인수 및 발행, 법률서비스 부문에서 해외 전문업체가 국내시장을 주도할 것으로 전망됨.
- 무엇보다도 증권집단소송의 문제를 정확히 판단하고 합리적인 결정을 내릴 수 있는 재판부의 노하우와 인적 자본 그리고 경험이 취약한 상황에서 이를 무리하게 도입하였을 때 많은 시행착오가 예상됨.
- 정부에서 논의되는 증권집단소송제 도입방안의 검토
 - 2조원 이상의 상장사에만 적용 : 실제 기업정보의 왜곡이 코스닥 상장기업과 벤처기업 등에서 많이 나타난다는 점을 감안한다면 이는 투자자보호라는 본래의 목적에서 벗어나서 대기업의 경쟁력을 제한하는 도구로 활용하는 것임.
 - 허위공시·분식회계·주가조작 등으로 ‘축소’ 적용 : 미국의 증권

집단소송제도의 핵심도 결국은 이와 같은 기업정보의 왜곡을 중심으로 제기되는 문제이므로 이 자체만으로 증권집단소송의 대상이 크게 좁혀진 것이라는 시각은 잘못된 것임. 보다 중요한 것은 무엇을 허위공시·분식회계·주가조작으로 보느냐는 것임.

- 현재의 증권관련 법규 및 규정에서도 예측할 수 없었던 기업 경영 환경과 경제상황의 변화에 따라 허위공시로 문제가 제기될 여지가 큼.
- 독일식의 대륙법 전통을 따르는 우리의 법문화와 체계를 고려하여야 할 것임. 증권집단소송제의 도입은 소비자보호, 행정소송 등 다른 부문에 대한 집단소송제의 도입을 불러 일으켜 전사회적인 법률비용을 폭발적으로 증가시킬 가능성이 있음. 관습법체계를 따르는 미국식의 증권집단소송제도를 도입하기보다는 일본과 같이 대표소송제도를 강화하여 투자자와 기업가를 동시에 보호하는 것이 현실적인 방안임.
- 증권집단소송은 유한책임 원칙하에 기업의 영업이익과 손실에 따른 위험에 동참한다는 주식회사제도의 근본적인 취지에 어긋나서 주가에 대한 ‘보험’ 역할을 하고 있음.
- 기업환경을 투명하게 가져가서 투자자를 보호하겠다는 정부의 정책은 옳은 방향이고 이 부분에 많은 진전이 있었음. 그러나 투자자보호는 항상 기업가보호와 균형있게 제시되어야 할 것임. 여러 측면에서 글로벌 스탠더드라고 보기 어려운 증권집단소송제를 무리하게 도입함으로써 투자자보호와 기업가보호 사이의 균형이 무너지는 것은 바람직하지 못함.

I. 서론 : 왜 미국을 중심으로 보는가?

- 증권집단소송이란 기업의 불법적인 행위에 의하여 주가가 하락하였을 경우 여러 주주가 다른 주주를 대표해서 기업과 관련자들을 상대로 소송을 제기하도록 허용하는 제도이다.
- 현재 우리나라가 도입하려고 하는 증권집단소송은 미국식 증권집단소송제이다. 이는 미국, 캐나다, 영국, 호주 등 영·미법 전통을 가진 제한된 일부 국가에서 실시하고 있다.
- 독일과 프랑스에도 유사한 제도가 있으나 이는 단체소송제도로써 집단소송제도와는 그 의미가 다르다고 할 수 있으며 독일과 프랑스의 단체소송제도에서는 주식투자자를 보호하기 위한 증권관련 단체소송은 인정하지 않고 있다. 일본에는 대표소송제가 있으나 이는 이미 우리나라도 실시하고 있는 제도이다.

II. 미국 증권집단소송 동향¹⁾

1. 미국 집단소송의 법적 근거

미국 집단소송의 법적 근거는 연방민사소송규칙(Federal Rules of Civil Procedure) 제23조에 있으며 집단소송의 제소요건, 법원의 인가(certification), 집단구성원에 대한 통지, 사실심리전 증거개시절차(pretrial discovery), 법원의 소송지휘, 손해의 산정, 소의 취하 및 화해의 허가, 구속력, 배상금의 분배절차 등과 같은 일반적인 절차에

1) 이 부분은 저자의 양해하에 정운모·손영락의 『증권집단소송과 투자자보호』(한국증권연구원, 2001. 2.)를 요약하였음.

대한 규정이다. 증권집단소송에 대한 구체적인 내용은 다른 법률에 제시되어 있다.

2. 증권집단소송 관련 법안의 변천

- 「1933년 증권법(The Securities Act of 1933)」과 「1934년 증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934)」에 증권집단소송의 법적 근거 제시
- 증권과 관련된 집단소송이 남용되고 있다는 기업 및 의회의 지적에 따라 「1933년 증권법」과 「1934년 증권거래법」을 개정하는 「1995년 증권민사소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)」 제정
- 1995년의 개혁법의 취지에도 불구하고 증권집단소송의 연방법의 엄격한 규제를 피하여 주법원으로 이전하는 결과가 발생하자, 이를 다시 규제하기 위해 「1998년 증권소송통일기준법(Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998)」을 제정

3. 증권집단소송의 근거조항

- 1933년 증권법
 - 증권법 제11조 : 효력이 발생한 발행시장에서의 등록신고서에 중요한 사실이 허위로 기재되었거나, 등록신고서에 기재하도록 요구되거나 오해를 방지하기 위하여 기재할 필요가 있는 중요한 기재사항이 누락된 경우

- 증권법 제12조 (a)항 (2)호 : 중요한 사실이 허위로 기재되었거나 또는 작성 당시의 여건에 비추어 보아 오해를 회피하기 위하여 필요한 중요한 사항의 기재가 누락된 발행시장에서의 사업설명서나 구두의 정보전달
- 증권법 제17조 (a)항 : 일반적인 증권의 매수권유 또는 매도에 있어 직·간접으로 ①사기를 목적으로 책략, 계략 또는 술책을 이용하는 행위, ②중요사실의 허위기재 혹은 당해 기재가 작성되었던 당시의 여건에 비추어 오해를 회피하는데 필요한 중요사실의 기재를 누락하여 금전 또는 재산을 취득하는 행위, ③매입자에 대하여 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 거래, 관행 혹은 영업에 종사하는 행위

○ 1934년 증권거래법

- 증권거래법 제10조 (b)항 및 SEC Rule 10b-5 : 증권거래법 제10조 (b)항은 누구든지 직·간접으로 SEC가 공익이나 투자자보호를 위하여 필요·적절하다고 인정하여 정하는 규칙에 위반하여, 전국증권거래소에의 등록증권이나 비등록증권의 매매에 관하여 시세조종적이거나 사기적인 수단 또는 책략을 이용하는 것은 위법이라고 규정하고 있다. 이에 상응하는 SEC Rule 10b-5는 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 ①사기를 목적으로 책략, 계획 또는 술책을 사용하는 것 ②중대한 사실에 대해서 허위의 표시를 하거나, 표시가 행해진 상황에 비추어 오해를 일으키지 않도록 하기 위하여 필요한 중대한 표시를 누락시키는 것 ③타인에 대하여 사기나 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 업무방법을 행하는 것을 위법으로 규정하고 있다. 이 조항은 증권법 제17조 (a)항과 달리 민사책임이 판례법상 묵시적으로 인정되고 있다.

단, 허위 또는 오해를 불러일으키는 기재·진술을 근거로 SEC의 Rule 10b-5조를 위반했다고 주장하는 경우에, 원고는 ①증권매매에 관련한 중요한 사실의 기재·진술의 허위 또는 누락 ②피고의 악의(scianter), ③원고가 당해 기재·진술에 대한 신뢰가 원고가 입은 손해의 직접원인일 것을 입증하여야 한다.

- 증권거래법 제18조 : 증권거래법이나 SEC Rule에 따라 제출하는 신청서, 보고서 및 서류나 증권거래법이 규정하고 있는 등록신청서에 포함된 보증서에, 그 작성시기 또는 그 당시의 여건에 비추어 중요사실에 관한 허위 또는 오해를 유발시키는 기재를 하였거나 교사한 자는 그 기재사실을 신뢰하고 당해 기재에 의해 영향을 받은 가격으로 증권을 매매한 자에 대하여 신뢰로 인하여 발생한 손해를 배상할 책임을 진다. 다만 자신의 행위가 충실히 수행되었으며 당해 기재가 허위이거나 오해를 유발시킨다는 것을 알지 못하였다고 입증하는 경우에는 책임을 지지 않는다.

4. 1995년 증권민사소송개혁법의 제정

○ 증권집단소송의 문제점과 입법동기

- 주가에 중대한 변화가 생긴 경우 발행기업의 책임유무를 불문하고 증거개시절차에서 소송원인이 나올 것이라는 막연한 기대하에 주주들이 일단 소송을 제기하는 등 증권민사소송이 빈발하게 발생하였다.
- 대부분의 증권소송에서 책임의 유무에 상관없이 공인회계사·인수증권회사·D&O(Directors and Officers) 책임보험으로 보상될 개인 등 변제능력이 있는 자가 소송의 표적이 되었다.

- 소송의 대부분이 판결로 가는 경우는 드물고 화해로 종료된다. 이는 상당한 비용이 소요되는 증거개시절차를 남용하는 등 경제적인 동기에 의해 피고로 하여금 어쩔 수 없이 화해를 하게끔 하기 때문이다. 피고가 개인으로서 책임이 인정되는 경우 집단소송에 의한 막대한 손해배상액에 관해 연대책임을 지고, 판결로 증권관련법 위반사실이 인정되면 D&O 책임보험이 지급되지 않고 회사로부터의 보상도 인정되지 않기 때문에 화해의 유인이 크다.
- 최초로 소송을 제기한 원고(plaintiff)가 집단의 대표원고가 되고, 그 대리인이 집단소송의 원고측 대리인이 되는 관행 때문에 집단소송 전문변호사가 형식적으로 대리해야 할 원고(professional plaintiff)를 미리 만들어 내어서 법원에 제소하는 「법원으로의 경쟁」(race to the courthouse) 현상이 나타나고 있다.
- 이러한 문제로 인하여 발행회사는 제소당할 우려에서 유가증권의 발행, 상장 그리고 향후 전망표시의 공시를 주저하게 되고 회계사도 책임부담을 우려하여 조언을 주저하게 되는 등 회사제도의 위기가 초래되었다.
- 1995년의 증권민사소송개혁법은 공개기업에 대한 소송남용을 배제하고 예측적 기재·진술을 한 기업의 소송위험을 경감시킴으로써 투자자에 대한 정보공시를 장려하고 증권시장의 효율성을 확보하며, 증권소송의 대상으로 되기 쉬운 사외이사를 소송위험에서 보호하여 유능한 인재를 영입할 수 있도록 하는 목적을 갖고 있다.

○ 1995년 증권민사소송개혁법의 주요 내용

- Safe Harbor Rule의 적용 확대 : 서면이든 구두이든 상관없이 기업의 향후전망 발표(forward looking statements)에 대하여 다음의 예측적 기재·진술을 한 경우 중 어느 하나에 해당되면 민사책임이 성립하지 않는다. 즉, ①향후전망이라는 것을 명시하고, 실제상의 결과와 향후전망의 결과가 현저히 상이하게 나타날 수 있는 중요한 요인을 특정하는 의미있는 주의표시(meaningful cautionary statements)가 있는 경우, ②향후 전망표시가 중요하지 않은(immaterial) 경우, ③예측적 기재·진술이 허위이거나 오해를 불러일으키는 것임을 사실상 인정하고 작성하였다는 것을 원고가 입증할 수 없는 경우이다.
- 증권민사소송의 소장기재요건 강화 : 기만의도의 강한 추정을 일으키는 사실을 특정하는 소담(pleading)을 원고가 하도록 요구함으로써 확실한 증거가 없음에도 소송을 제기하여 증거개시절차에서 증거를 얻고자 하는 투기적인 소송을 저지하고자 만든 규정이다. 소송의 각하신청이 진행중인 경우, 법원이 증거보전 또는 현저하게 불이익방지를 위하여 필요하다고 판단하는 경우 이외에는 전체 증거개시 절차 및 기타절차는 정지된다.
- 적절대표 및 상습적 원고 규제 : 집단소송을 제기한 원고는 20일 이내에 신문에 공고하고, 공고 후 60일 이내에 자기를 대표원고(lead plaintiff)로 지명할 것을 신청하면, 공고일로부터 90일 이내에 법원은 집단구성원의 이익을 가장 적절하게 대표할 수 있다고 인정되는 원고를 대표원고로 선임하여야 한다. 이렇게 해서 지명된 대표원고가 법원의 승인을 얻어 집단소송을 대리하는 변호사를 선임한다. 또한 상습적 원고(professional plaintiff)에 대하여

제한하는 규정을 두었다. 법원이 특히 인정하는 경우를 제외하고는, 3년간 증권집단소송의 대표원고로 5번 이상 선임된 자는 대표원고가 될 수 없다. 이밖에 「법원에의 경쟁」을 방지하기 위하여 다음과 같은 여러 규정을 마련하였다. 첫째, 집단소송의 대표원고가 되고자 하는 자는 본인이 소장을 검토하고 제출을 수권할 것, 소송대리인의 지도에 의하거나 또는 소송에 참가하기 위해서 증권을 구입한 것이 아닐 것, 집단을 위해 대표자로 될 의사가 있다는 것 등을 기재한 선서진술서(sworn certification)에 서명하고 이를 소장과 함께 법원에 제출하여야 한다. 둘째, 집단소송의 대표자는 지주비율에 따른 회복액 이상의 것을 받는 것을 금지한다. 셋째, 소송대리인이 투자자를 소개받는데 대하여, 브로커 혹은 딜러에게 소개료를 지급하는 행위를 금지한다. 넷째, 대상증권을 보유하거나 또는 이해관계가 있는 변호사가 집단의 대리인이 되는 것이 적절한지에 대해서는 법원이 결정한다. 다섯째, SEC의 신청 또는 법원의 명령이 있는 경우 이외에는, 부정이익으로 반환된 금전 중에서 변호사보수를 지급하는 것을 금지한다.

- 화해(settlement)제도의 개혁 : 증권법 제27조 (a)항, 증권거래법 제21D조 (a)항을 다음과 같이 개정하도록 하였다. 첫째, 증권집단소송에서 당해 사항의 공표가 특정인에 대한 직접적이고 상당한 손해를 초래하는 경우 외에는 화해내용의 비공개를 금지한다. 둘째, 법원은 판결액 또는 화해액에 대한 합리적인 비율을 초과하는 변호사 보수·비용의 지급을 명령할 수 있다. 셋째, 화해제안 또는 최종화해내용에는 제안된 화해의 총액 및 1주당 평균액, 원고가 승소할 경우 회복액 및 1주당 평균액, 요구된 변호사보수의 총액 및 1주당 평균액, 대표변호사의 성명·전화번호·주소, 화해의 이유, 기타 법원이 요구하는 사항을 포함하여야 한다. 이상은 화해에 불만을 가진 원고로 하여금 소송을 계속할 기회를 부여하

고 과도한 변호사보수를 억제함으로써 변호사의 집단소송에 대한 통제를 약화할 목적으로 만든 규정이다.

- 비례책임제도의 도입 : 증권거래법상의 민사소송에서 악의의 증권관련법 위반자 등과 같은 몇가지 예외적인 경우를 제외하고는 연대책임(joint and several liability)을 배제하고 각 피고는 각자의 책임비율(percentage of responsibility)에 따라 손해배상책임을 지도록 하였다. 이것은 책임비율이 낮은 데도 불구하고 재력이 있다는 이유만으로 소송이 제기되는 공인회계사, 변호사 등을 보호하기 위한 규정이다.
- 求償(contribution) : 원고에 대한 비례책임의 분담비율을 피고간 구상시의 내부적 분담비율에도 적용하여, 특정 피고가 자기의 책임비율을 초과하여 배상하면 그 초과하여 배상한 금액을 다른 피고에게 구상할 수 있다. 그리고 부분적 화해가 있는 경우에 관해 피고 A가 화해를 한 경우 피고 B에 대한 원고의 청구권은 화해금액 또는 A의 과실비율상당액 중 큰 금액만큼 감소하는 것으로 하였다. 이 규정에 의해, 방어할 수 있다고 생각하는 피고는 다른 피고의 화해에 의한 배상금액 증가에 대한 우려 없이 소송에 전념할 수 있다. 즉, 싼 금액으로 화해할 위험은 원고가 부담하게 된다. 이로써 화해를 목적으로 한 안일한 소송제기를 억제하려고 하였다.
- 손해배상액의 제한 : 정보공시일의 시장가격이 과잉반응을 보인다는 인식에 근거하여, 원고가 증권의 시장가격을 지표로 손해배상을 청구하는 증권거래법상의 민사소송에서, 손해배상액은 원고의 증권구입·매각가격과, 부실표시 또는 미공시를 정정하는 정보가 시장에 유포된 날로부터 90일간 해당 증권평균거래가격과

의 차액을 한도로 하였다. 다만, 원고가 정정정보의 유포로부터 90일 이내에 증권을 매각 또는 재구입한 경우에는 해당 가격과 정정정보 공시일로부터 매각일까지의 평균거래가격과의 차액을 한도로 한다. 이는 정정정보에 대한 시장의 과잉반응을 제거하고 정확한 손해배상금액의 산정에 기여하고자 하지만 손해배상액의 상한을 설정하는 방법을 취하고 있기 때문에, 결과적으로 손해배상액을 낮게 억제하는 효과가 있다.

- 회계감사인의 사기행위 공시 : 독립적인 공인회계사가, 일반감사 기준(GAAS, generally accepted auditing standards)에 따라 발행기업의 재무제표에 대한 회계감사를 수행하는 과정에서 위법행위를 발견하면, 경영진 및 감사위원회에 알려야 하고 최고경영자가 적절한 시정조치를 취하지 않으면 그 사실을 SEC에 보고하여야 한다. 회계감사인이 이러한 의무를 다하면 그 책임이 제한된다. 즉, 회계감사인은 당해 보고서에 기재된 모든 발견사실, 결론, 기재에 대하여 민사소송상의 책임을 부담하지 않는다.
- 증권민사소송에 대한 RICO법의 적용배제 : 1995년 증권민사소송 개혁법에 의해 「조직범죄 등의 침투의 단속에 관한 법률 (Racketeer Influenced and Corrupt Organization Act, RICO)이 개정되어, 증권매매에 있어 사기를 근거로 소를 제기할 수 있는 일체의 행위에 관하여, 최저 3배의 배상을 규정하는 RICO법의 민사책임 규정의 적용이 배제된다. 다만, 당해 사기적 행위로 유죄판결을 받은 자에 대해서는 그러하지 아니하다.

5. 1998년 증권소송통일기준법의 제정

○ 입법배경 : 1995년 개혁법이 시행되자 증권집단소송사건은 연방법원에서 주법원으로 몰리게 되었다. 원래 원고는 주법원이나 연방법원 중에서 하나를 선택하여 집단소송을 제기할 수 있었지만, 주법원의 경우 대부분의 경우 주법률상 향후전망에 대한 Safe Harbor Rule이 없었고, 교사자와 방조자에 대한 손해배상청구권을 부여하고 있었고, 연방법보다도 제소기한이 장기이며 변호사비용 및 징벌적 배상금의 배상자격 등에 있어 원고에 유리하기 때문에 주법원으로 증권집단소송이 몰리게 되었다. 이 때문에 본래 개혁법의 의도가 많이 쇠퇴되었으므로 1997년 초부터 미국의회는 집단소송의 원고측 변호인이 주법률과 주법원에 의존하여 연방법의 적용을 회피하지 못하도록 하는데 중점을 둔 새로운 입법을 시도하게 되었고 그 결과 1998년 증권소송통일기준법이 제정되게 되었다.

○ 주요 내용

- 연방법원의 배타적 우선권 인정 : 1933년 증권법에 근거한 청구에 대해 동시 발생하는 주의 관할권을 배제하여, 일정한 증권의 매매에 있어 사기적 술책을 포함하는 증권집단소송에 대해서는 연방법원이 우선적 관할권을 갖도록 하였다. 소송이 제기된 장소를 묻지 않고 모든 증권사기집단소송에서 주법에 근거한 청구의 제출이 금지된다. 따라서 전국거래소에서 매매되는 증권의 매매에 관련하여 사기라고 주장하는 연방집단소송에서 원고는 보충적 청구로서 주법원에 더 이상 제소할 수 없게 되었다.
- 주법원에서 행해지는 증거개시절차의 정지 : 각하신청의 심리를 위해 증거개시절차를 정지하고 있는 연방법원이 필요하다고 인

정할 때에는 주법원에서 행해지고 있는 집단소송의 증거개시절차를 정지시킬 수 있도록 하였다.

Ⅲ. 미국 증권집단소송제도에 나타난 주목할 사항

1. 증권집단소송의 남발

- 가장 특징적인 것은 증권집단소송이 남발되고 있다는 것이다. 미국 Securities Class Action Alert(SCAA)가 집계한 1988년부터 1999년 사이의 소송건수는 무려 2,813건에 이르고 있다. 이 기간 동안 화해로 끝난 소송의 총 화해액수는 거의 100억달러(13조원)에 달하고 있다. 따라서 손해배상 판결액수까지 감안할 때 엄청난 비용이 증권집단소송에 소요되고 있다는 것을 말해준다.
- 이는 SEC 등 강력한 자본시장 규제기관의 감시와 규제규정이 미국에 존재한다는 사실과 이를 위하여 엄격한 회계기준과 감사제도가 수반된다는 점을 고려한다면 사회적으로 적정한 수준 이상으로 증권집단소송이 남발되고 있다는 것을 말해준다.
- 특히 미국의회가 클린턴 대통령의 비토에도 불구하고 1995년 개혁법을 통과시키고 다시 1998년에는 증권소송통일기준법을 통과시킴으로써 증권집단소송의 남발을 방지하고자 하는 의지를 보인 것은 이것이 미국사회에서 얼마나 심각한 문제로 부각되었는지를 말해주는 것이다.
- 주가가 큰 폭으로 하락하는 경우 변호사와 전문소송자의 주도하에 일단 소송을 제기하고 나중에 사실심리전 증거개시절차 과정에서

주요 사실을 찾아내자는 식의 ‘법원으로서의 경쟁’이 만연하였다. 따라서 사실상 주가에 대한 일종의 보험역할을 하였다는 점에서 유한책임원칙의 주식회사제도에서 증권집단소송이 지나치게 투자자를 보호하는 방향으로 왜곡되었다는 것을 말해주는 예라고 할 수 있다.

- 증권집단소송은 주가에 대한 보험역할을 한다는 문제점을 안고 있다. 즉, 투자자가 주가가 상승할 때에는 이득을 보고 하락할 때에는 증권집단소송이란 안전장치를 갖는다는 측면에서 위험을 공유하여야 할 투자자가 일방적으로 위험을 기업으로 전가시킨다는 제도상의 문제점이 나타나고 있다.

2. 변화가 큰 산업과 증권집단소송

- 뉴욕증시보다는 나스닥에 상장한 기업에 대하여 보다 많은 증권집단소송이 제기되었다. 즉, 1998년 1/4분기에 나스닥에서 거래되는 100개의 증권당 평균 1.02개의 주식이 집단소송의 대상이 되었으나 NYSE의 경우에는 0.46개에 지나지 않았다. 또한 하이테크 산업이 증권집단소송의 주요 대상이 된다. 1998년 1/4분기의 집단소송의 대상이 된 주식 중 57.58%가 하이테크 산업과 관련된 것이다. 48% 이상의 소송이 캘리포니아주(27.27%)와 뉴욕주(21.21%)에 집중되어 있다. 한편 실리콘벨리를 포함하고 있는 캘리포니아의 Northern District는 98년 1/4분기 소송건의 18%이상을 기록하여 가장 많은 소송건수를 올리고 있다.²⁾

2) Joseph A. Grundfest, Michael A. Perino, Paul Lomio, Erika V. Wayne, and Rilla Reynolds, *Securities Class Action Litigation in Q1 1998: A Report to NASDAQ from the Stanford Law School Securities Class Action Clearinghouse*, June 1998.

- 98년 증권소송통일기준법이 통과되어 주법원으로서의 소송폭주가 줄어들게 되자 미국 실리콘벨리가 위치한 산호세의 반도체산업연합회(The Semiconductor Industry Association, SIA)는 환영성명을 발표하였다. 이는 그 동안 미국의 하이테크 산업이 증권집단소송으로부터 많은 피해를 입었고 이를 규제하는 법안의 통과에 대하여 업계에서 크게 환영한다는 사실로 알 수 있다.³⁾
- 주식 신규상장의 경우가 증권집단소송의 집중적인 표적이 되고 있다. 여러 소송제기근거 중에서 신규상장(IPO, initial public offering)의 경우에서 화해액수의 비중이 가장 큰 것으로 나타나고 있다.⁴⁾ 이는 바로 신규상장과 같이 기업의 여건의 급격히 변화하는 경우 기업정보의 정확한 전달과 전망이 어려우며 이에 따른 불확실성과 위험이 크다는 것을 말해 준다.

3. 증권집단소송과 공동피고

- 1988년부터 1999년까지의 증권집단소송건수 중에서 회계법인이 공동피고가 된 경우는 3% 내외였고 공모주발행 주간사가 공동피고가 된 경우는 6% 내외로서 약 10% 정도의 증단집단소송에서 기업과 더불어 공동피고가 나타났다.⁵⁾
- 특히 95년 개혁법이 통과된 이후 이러한 추세는 강화되어서 회계정보의 사기(fraud)로 제기된 증권집단소송건의 비율이 95년 개혁법 이전에는 34%였으나 법안통과 이후에는 67%로 상승하였다.⁶⁾

3) http://www.semichips.org/news/archives/pr07231998_27.htm

4) Mukesh Bajaj, Sumon C. Mazumdar and Atulya Sarin, "Securities Class Action Settlements: An Empirical Analysis," *Mimeo* November 2000.

5) Mukesh Bajaj, Sumon C. Mazumdar and Atulya Sarin (2000)

6) Joseph A. Grundfest and Michael A. Perino, *Securities Litigation Reform: The*

4. 기업정보의 가공·전달·해석의 전문성

- 미국의 증권집단소송이 나타날 수 있는 경우는 증권등록관련 서류의 허위기재, 중요 사항의 허위표시 및 누락, 사기를 목적으로 한 책략·계획·술책의 사용 등이다. 한마디로 기업정보를 투자자에게 제대로 전달하지 못했을 경우라고 할 수 있다. 기업정보를 투자자에게 정확하게 전달하는 것은 그리 어려운 일 같지 않는데 사실은 그렇게 간단한 일이 아니라는 것을 바로 미국의 증권집단소송 경험에서 알 수 있다.
- 기업의 투명성이 높은 미국의 우수한 대기업들도 대거 피소되었다는 사실에서 증권집단소송제도를 도입할 때 허위공시, 회계정보의 기만, 사기 등의 적용이 단지 회계제도와 경영상태가 불투명한 개발도상국 기업에만 한정되지 않는다는 것을 보여 준다.

증권집단소송으로 피소된 우수한 대기업으로서 일부를 든다면 Amazon, Arthur Andersen, AT&T, Bankers Trust, Boeing, Bridgestone, Bristol-Myers, Cisco, Coca Cola, Compaq, Daimler Chrysler, Deutsche Bank, Dow Chemical, Ford, GTE, Honeywell, Iridium, Merrill Lynch, Northrop Grumman, Oracle Corporation, Pan Am, Pepsi Cola, Polaroid, Proctor & Gamble, Raytheon, Samsonite, Sears Roebuck & Co., Westinghouse, Xerox, Zenith 등이 있다.

- 기업정보의 정확한 전달은 본래 간단한 일이 아니다. 기업의 수익

First Year's Experience, Stanford Law School, February 1997.

성을 평가하는 여러 가지 여건은 수시로 변하기 마련이다. 물가, 환율, 세금, 정부정책, 규제, 새로운 입법사항, 소비자의 기호, 세계 시장에서의 새로운 상품의 출현, 보완재와 대체재의 변화, 시장수요의 변화, 관련 재화 가격의 변화 등 무수히 많은 시장에서의 변수가 기업의 미래에 기다리고 있다. 또한 한 기업은 아주 다양한 위험에 놓여 있다고 할 수 있다. 소송중인 사건, 환경규제, 자산의 평가, 채무의 변제 등등의 모든 여건이 기업의 재무제표에 중요한 각주로서 나타날 수 있으며 이는 수익성과 현금흐름에 중대한 영향을 미칠 수 있다. 그러나 이 모든 상황을 사전에 예측하고 정확하고 공정한 평가를 내리며 이를 기초로 기업의 가치를 평가하고 수익성을 제시하는 것은 매우 어려우며 큰 불확실성이 따르는 일이다.

- 미국의 경우 기업정보와 관련하여 증권집단소송의 공동피고로서 회계법인과 증권인수회사가 자주 등장한다. 그런데 관련된 회계법인에 따라 증권집단소송의 결과가 크게 차이가 난다. 화해금액을 잠재적인 투자자의 손실 추정액으로 나눈 수치를 보면 5대 회계법인⁷⁾이 소송에 관련된 경우와 그렇지 않은 경우는 현저한 차이를 보이고 있다.⁸⁾ 이같은 사실은 미국과 같이 회계기준이 엄격하고 투명한 사회에서도 기업의 정보를 정확히 전달하고 투자자로부터 소송을 최소화하는 것은 쉬운 일이 아니라는 것을 보여준다. 미국에서도 5대 회계법인과 나머지 회계법인간에 현저한 차이가 나타날 정도로 기업정보의 정확한 전달은 고도의 전문성과 노하우를 요구하는 일이라고 할 수 있다.

7) 미국의 5대 회계법인(Big 5)은 흔히 Arthur Andersen, Deloitte and Touche, Ernst & Young, KPMG, PriceWaterhouseCoopers 등을 말한다.

8) Mukesh Bajaj, Sumon C. Mazumdar and Atulya Sarin (2000)

- 이러한 사실은 집단소송의 원고측도 마찬가지이다. 즉, 기업정보가 성실하고 정확하게 전달되었다는 것을 밝히는 것도 쉽지 않지만 반대로 피고가 기업정보의 정확한 전달을 왜곡하였다는 사실을 정확하게 밝히는 것 자체도 쉽지 않은 작업이다. 특히 1995년 증권민사소송개혁법이 통과되어 원고측이 피고의 잘못을 밝히는 데에 보다 많은 부담이 나타난 이후에는 증권집단소송에 대한 법률회사간의 경쟁력에 상당한 차이가 나타나기 시작하였다. 특히 미국에서 증권집단소송에 특화된 법률회사인 Milberg Weiss Bershad Hynes & Lerach사는 95년의 개혁법 이전에는 약 31%의 소송을 담당하였으나 개혁법 통과 이후에는 연방법원과 주법원을 모두 합했을 때 약 59%의 소송을 담당하게 되었고 California주에서만 83%의 소송 담당율을 보이게 되어 이 분야에 압도적이고 주도적인 법률회사로 떠오르게 되었다.⁹⁾ 이러한 사실은 증권집단소송이 고도로 전문화된 법률적 지식과 절차 그리고 화해 등의 노하우를 요구하고 있음을 의미한다.

- 미국 법원에서도 증권집단소송에 대한 법률의 해석과 판결에 큰 차이를 보이고 있다. 일례로 95년 개혁법에서는 피고가 특정한 의식 하에 행동하였을 경우에 한하여 금전적 손해보상을 요구할 수 있다고 하였는데 이에 대하여 제9순회구 고등법원과 제2순회구 고등법원은 상반된 입장을 보이고 있다. 제9순회구 고등법원은 *In re Silicon Graphics Inc. Securities Litigation*, 183 F3d 970의 판결에서 원고측에게 피고가 의식적인 잘못을 행했다는 상세한 정황증거를 제시하도록 요구함으로써 단순히 주식시장에서 주가가 큰 폭으로 떨어졌다는 사실만으로는 이러한 기준을 충족시키지 못한다고 판결함으로써 가장 피고에게 유리한 판결을 내리는 법정이 되었다. 반면에 제2순회구 고등법원에서는 *Novak v. Kasaks*, 216

9) Joseph A. Grundfest and Michael A. Perino (1997)

*F3d 300*의 판결에서 피고가 충분한 동기와 기회를 가졌다는 사실 만으로도 원고의 소답(pleading) 요건을 충족한다고 하였다.¹⁰⁾ 이처럼 미국의 연방법원간에도 법해석과 판결이 다를 수 있음을 보여서 기업정보의 왜곡에 대한 판단이 고도의 전문성을 요하는 작업이며 법철학에 따라 민감하게 변하는 사안임을 잘 말해 주고 있다.

5. 증권집단소송과 기업정보의 유통의 제한

- 미국에서 증권집단소송의 남발에 따라 많은 기업들이 기업정보를 공시하고 발표할 때 지나치게 신중하게 대처하므로 오히려 정보의 원활한 유통과 교류가 제한되기 마련이다. 일례로 기업이 자신에게 유리한 정보만을 선택적으로 발표하는 것에 대해서 규제하는 SEC의 FD(fair disclosure) rule로 인하여 기업들은 매우 보수적이고 제한적인 정보와 수익성 전망만을 내세우는 바람에 투자자들에게 의미있는 정보를 제공하지 못하는 경우가 많다.¹¹⁾
- 투자은행의 증권전문가와 분석가(analyst)의 역할이 증권집단소송에 따라 많이 약화되고 위축될 수 있다는 것이 전문가들의 분석이다. 일례로 이른바 ballparking이라고 불리워지는 분기별 애널리스트들의 전화 컨퍼런스에서 나타나기 마련인 향후 전망이 보도자료에는 잘 등장하지 않게 되었다.¹²⁾

10) Tamara Loomis, "Securities Reform: What Went Wrong?", *New York Law Journal* October 27, 2000.

11) Steven E. Bochner, "The Disintermediation of Forward-Looking Disclosures," *Advanced Securities Law Workshop 2000 - 159*, 2000.

12) Steven E. Bochner (2000).

IV. 우리에게 주는 시사점

1. 대안 검토

- 증권집단소송제도는 미국적 경제여건에서 나타난 제도이고 전세계적으로 확산된 제도가 아니다. 독일, 프랑스, 일본 등 은행중심의 금융 국가에서는 증권집단소송제도를 실시하지 않고 있으며 단체소송제도에서도 증권과 관련된 내용은 없다. 그런데 이를 우리나라가 굳이 선도적으로 실시할 이유는 없다.
- 미국에서도 증권집단소송제도가 소송의 남발 등의 문제를 가져오므로 1995년 증권민사소송개혁법 그리고 다시 1998년 증권소송통일기준법 등을 제정함으로써 그 문제점을 극복하려고 하였다. 증권집단소송제도는 그만큼 논란이 있는 제도이다.
- 증권집단소송제도는 1990년부터 논의가 꾸준히 진행되었으나 1996년에 국회 제출을 앞두고 찬반양론이 팽팽히 맞서서 결론을 내리지 못하였다. 그후 1998년 9월에 정부가 세계은행과 제2차 구조조정차관 도입과 관련한 정책협의과정에서 투자자보호를 위한 집단소송법의 도입을 추진하겠다고 약속한 것이 증권집단소송제 추진의 배경이다.
- 다수의 투자자를 보호할 수 있도록 민사소송법 제49조에 나타나 있는 선정당사자제도¹³⁾를 개선하는 방안도 검토할 수 있다.

13) 선정당사자는 개별적인 授權이 있어야 비로서 타인의 권리의익에 관하여 소송을 할 수 있음에 반하여, 미국식 증권집단소송의 경우에서 나타나는 대표당사자는 전체의 이익을 적절히 대표할 수 있다고 인정되는 일단의 구성원에 의한 제외신청이 없으면 당연히 授權이 있는 것으로 보는 데에 근본적인 차이점이 있다. 정동윤(1988), 『민사소송법』, p. 758.

- 최근 일본에서는 대표소송제도를 강화하고 개선하여서 소액주주와 투자자보호 효과가 개선된 사례가 있다.¹⁴⁾ 따라서 남소(濫訴)의 문제점이 지적되는 증권집단소송제도만을 고집할 것이 아니라 우리나라의 여건과 상황에 맞는 다른 대안도 폭넓게 검토하여야 할 것이다.

2. 인적 인프라의 구축과 증권집단소송

- 우리나라의 회계제도는 아직 제대로 국제적 기준을 따라가고 있지 못하다. 분식회계의 문제점이 지적되어서 투명한 회계제도가 도입되고 있다. 또한 연결재무제표의 작성과 상세한 각주의 처리 등에 있어서 아직 국제적 기준을 충족하기에는 경험이 일천하고 충분한 시행착오를 경험하지 못한 상태이다.¹⁵⁾ 이러한 상태에서 주가가 폭락하면 기업정보가 정확히 전달되지 않고 왜곡되었다는 이유로 많은 증권집단소송이 나타날 개연성이 있다. 이 경우 공동피고로서 회계법인과 공모주발행 주간사가 엄청난 손해보상의 책임을 지게 되어 도산하는 경우도 배제할 수 없다. 특히 증권집단소송에 전문적인 노하우를 갖고 있는 Milberg Weiss Bershad Hynes & Lerach사와 같은 법률회사를 고용할 가능성이 있는 미국계 투자자의 소송에 맞서서 우리나라 법원과 피고측 변호사의 제한된 인적 인프라를 감안할 때 우리 기업은 해외투자자의 공격적 증권집단소송의 표적이 될 가능성이 높다.

14) 정윤모·손영락, 『미·일의 주주대표소송제도 운영실태 및 그 시사점』, 한국증권연구원, 1999. 12.

15) 일례로 2000년 12월결산 상장사 574개사 중 무작위로 뽑은 101개사의 지난해 사업보고서를 조사한 결과 절반에 가까운 43개사 보고서가 부실하게 작성된 것으로 드러났다고 금감원이 발표하였다. 한국경제신문 2001. 6. 26, 7쪽.

- 공기업의 민영화에도 많은 문제점이 나타날 수 있다. 우리 공기업의 회계제도도 국제적 기준에 미흡한 경우가 있다. 일례로 투자보수율 규제를 받는 전력산업의 경우 투자보수율 산식의 요금기저에 자산재평가와 건설가계정과 같은 국제기준에 맞지 않는 내용이 포함되어 있으며¹⁶⁾ 외국인투자자들에게 이같은 사실이 정확하게 주지되어 있지 않다. 이같은 상황에서 한전과 같은 공기업 주식의 주가가 폭락하였을 때에 관련 회계제도가 국제적인 관행을 따르고 있지 못할 때에 이는 정확한 기업정보의 전달의 왜곡이라는 이유로 해외투자자들로부터 증권집단소송의 대상이 될 가능성이 있다. 동일한 문제가 담배인삼공사, 가스공사, 포항제철, 한국통신 등 공기업의 민영화과정에서 나타날 가능성이 있다. 뿐만 아니라 정부가 이러한 공기업 관련 산업에 대한 정책을 일관성 없이 바꿀 때 증권집단소송이 빈번하게 나타날 가능성이 크다.

- 몇 년전 상장된 기업의 공모가와 최근의 주가와 비교하여 보면 공모주발행이 증권집단소송의 집중적 표적이 될 가능성이 매우 크다. 주요 공기업으로서 1999년 상장된 가스공사와 담배인삼공사의 경우 공모가는 각각 33,000원과 28,000원이었으나 2001년 6월 12일 현재 주가는 각각 19,750원과 15,250원 수준으로 폭락되어 있다. 이러한 상황은 민간기업의 상장에도 적용된다. 1999년 8월에 신규상장한 현대중공업의 공모가는 52,000원이었으나 2001년 6월 12일 현재 주가는 25,200원 수준으로서 공모가의 50%에도 못 미치고 있다. 코스닥시장의 상황은 더욱 심각하다. 거의 대부분의 코스닥시장 주가가 상장되었을 때의 가격에도 못 미치고 있으므로 이곳에 투자한 해외투자자들의 불만이 심각하게 제기될 수 있다. 미국의 경우 신규 상장의 경우 증권집단소송이 많이 발생한다는 것을 감

16) 최원욱, 『한국 공기업의 구조조정 문제 : 한국전력의 회계자료 분석을 중심으로』, 『“한국경제의 현재와 미래”에 관한 학술 심포지엄』, 2001. 2. 27, 동국대학교 경제경영연구원.

안한다면 이러한 기업들에 투자한 해외투자자들의 증권집단소송이 줄 이을 가능성이 있다. 특히 우리 증권사들은 아직 기업가치의 정확한 평가와 정보의 전달방법, 미래수익성 계산 등의 노하우가 취약하기 때문에 공모주 발행과 신규상장관련 작업에 있어서 숙련된 전문성을 갖고 있지 못하므로 증권집단소송의 집중적 표적이 될 가능성이 높다.

○ 회계감사와 같은 기업정보의 체계적인 정리 및 전달, 상장기업에 대한 정확한 수익성의 계산 및 이를 위한 공시, 그리고 이러한 모든 것을 변호하고 판단하는 법률서비스 등에서의 인적 인프라의 국내기반이 취약함에 따라 증권집단소송제가 도입되면 회계법인, 법률서비스, 증권인수 및 발행 부문에서 해외사업체가 국내업체를 압도할 것으로 예상되며 우리 업체는 이러한 대형 해외업체의 국내 하청업자로 전락할 위험성이 있다. 이에 따라 결국 우리 자본시장이 해외사업자에 의하여 지배받는 상황으로까지 진전될 가능성이 있다.

○ 우리 법조계의 인적 인프라의 취약성에 대하여 전문 법조인은 다음과 같이 지적하고 있다.

“또한 변호사의 활용도가 낮고 신탁의 범리나 제3자에 의한 소송 담당에 익숙하지 못한 국민의 법의식은 물론 현재 우리나라 법조인의 의식구조, 사명감 그리고 소송기술에 비추어 보아도 이처럼 본고장에서조차 문제투성이이거나 활용되지 아니하고 있는 제도의 도입은 시기상조라고 생각된다. 뿐만 아니라 우리나라에서 class의 대표당사자로 자임하는 자 또는 단체소송에 있어서의 단체가 과연 얼마만큼 공정·적절·효율·성실·기량의 덕목을 갖추어 소송수행을 해 낼지도 법기술적으로나 윤리적으로 의문이다.”¹⁷⁾

3. 자산규모 2조원 이상의 상장사에 적용하는 것의 문제점

- 자산규모 2조원 이상의 상장사에만 적용한다는 것 자체가 진정 투자자를 위하는 것인지 아니면 단지 대기업들을 규제하자는 것인지 불분명하다. 실제로 잘못된 기업정보의 전달로 인한 문제는 코스닥 시장에 상장한 정보통신 및 첨단산업 관련 기업체에서 더욱 많은 것으로 밝혀지고 있다.
- 오히려 대기업들의 기업정보 왜곡은 이미 시장에서 퇴출된 몇몇 재벌 외에는 그다지 빈번히 나타나고 있지 않다. 또한 대기업에 대한 공신력과 브랜드파워로 인하여 투자자들은 오히려 잘 알려지지 않은 기업이 공개될 때 더욱 큰 불안감을 갖게 된다.
- 또한 자산규모 2조원 이상의 외형을 가진 기업은 소송에 견딜 수 있으므로 괜찮고 이보다 작은 기업은 이러한 소송에 취약하므로 보호하여야 한다는 식의 논리는 투자자보호의 취지와는 무관한 것이라 할 수 있다.
- 정부가 이처럼 자산규모 2조원 이상의 상장사에게만 증권집단소송을 적용하려는 것은 증권집단소송을 투자자보호보다는 대기업에 대한 경제력집중억제정책의 차원에서 접근하고 있음을 보여준다.
- 따라서 선의의 투자자를 보호하자는 취지인 증권집단소송제의 적용여부를 자산규모로 판단하는 것은 본래 취지에 벗어나는 것이라고 할 수 있다.

17) 송상현, 『민사소송법』, 1999, 박영사, pp. 165-166.

4. 허위공시 · 분식회계 · 주가조작 등 기준의 문제점

- 이는 일견 당연히 지켜야 하는 내용으로 간주할 수 있겠으나 사실 미국의 증권집단소송제도도 결국은 이러한 기준을 위반하는 경우에 제기되는 것이다. 따라서 우리 정부가 고려하고 있는 증권집단소송제도의 대상이 미국의 경우에 비하여 크게 좁혀진 부분이라는 시각은 잘못이다. 본래 증권집단소송은 이러한 부분에만 한정되어 있다.
- 그럼에도 불구하고 미국의 경우에서 우리가 알 수 있는 것은 이렇게 제한된 의미에서도 기업정보의 정확한 전달이 간단한 것이 아니며 미래수익성의 전망, 자산가치의 변동, 환경규제, 법적 소송여부 등이 허위공시라는 이름 아래 소송제기의 잠재적 근거가 될 수 있다는 것이다.

5. 우리나라 현행 증권관련 법규와 허위공시 제기 가능성

- 유가증권 유통시장의 공시에 대하여 「증권거래법」 제115조 및 법 제186조 내지 제186조의5의 규정에 의하여 상장법인의 기업내용의 신고 또는 공시에 관하여 필요한 사항을 정하고 있는 「상장법인공시규정」에서는 주요 경영사항을 신고·공시하도록 요구하고 있다. 이 중 제4조(주요 경영사항) 제2항의 다음내용은 기업 경영환경 및 경제상황의 변화에 대하여 기업이 사전에 예측하고 있어야 하는 내용으로 사후적으로 허위공시라고 규정될 수 있는 모호한 부분이라고 할 수 있다.
- 7. 법인의 경영·재산 등에 중대한 영향을 미칠 자본도입·기술도입·기술이전 또는 기술제휴에 관한 계약을 체결하거나 계약

이 만료된 때

- 11. 법인의 경영·재산 등에 중대한 영향을 미칠 신물질 또는 신기술에 관한 특허권을 취득하거나 이를 양수 또는 양도하기로 결정한 때
 - 16. 법인의 경영·재산 등에 중대한 영향을 미칠 자원개발에 투자하기로 결정한 때 또는 그 자원개발과 관련하여 매장량·생산량 등에 대한 경제성이 판명된 때
 - 19. 법인의 경영·재산 또는 투자자의 투자판단에 관하여 중대한 영향을 미칠 회계처리기준 또는 회계추정(금융감독위원회의 기업회계기준에 의한다)을 변경하기로 결정한 때
 - 37. 제1호 내지 제36호에 준하는 사항으로서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이 발생하거나 법령 또는 정관에서 정한 주총결의사항 등 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대하여 이사회 결의나 주주총회결의 등의 결정이 있을 때
- 유가증권 발행시장의 공시에 대하여 규정한 「유가증권의발행및공시에관한규정」의 다음 내용은 기업 경영환경 및 경제상황의 변화에 대하여 기업이 사전에 예측하고 있어야 하는 내용으로 사후적으로 허위공시라고 규정될 수 있는 모호한 부분이라고 할 수 있다.
- 제5조(신고사항) 제1항의 제4호에서는 ‘주된 영업활동의 일부 또는 전부가 중지된 때’라고 하고 있어서 ‘주된’ 및 ‘일부’라는 표현이 모호하다. 또한 제8호에서는 ‘기타 법인경영에 관하여 중대한

영향을 미칠 사실이 발생한 때'라고 포괄적으로 미래의 상황변화에 대하여 규정하고 있다.

- 상장외국법인 또는 협회등록외국법인의 신고사항을 규정한 제49조(발행인의 신고사항 등) 제2항 제1호에서는 '주식의 양도제한, 외국기업의 국유화 등 주주 또는 회사에 중대한 영향을 미치는 설립 준거지국의 법령 등이 변경된 때'라고 규정하여 '중대한'이라는 표현이 모호하다. 또한 제6호에서는 '기타 국내증권시장 및 투자자에게 중대한 영향을 미치는 사실이 발생한 때'라고 포괄적으로 규정하고 있다.
- 제69조(주요 경영사항의 범위 및 신고방법) 제1항 제5호의 다음 사항
 - 나. 법인의 경영·재산 등에 중대한 영향을 미칠 자본도입·기술도입·기술이전 또는 기술 제휴에 관한 계약을 체결하거나 계약이 만료된 때
 - 다. 법인의 경영·재산 등에 중대한 영향을 미칠 자원개발에 투자하기로 결정한 때 또는 그 자원개발과 관련하여 매장량·생산량 등에 대한 경제성이 판명된 때
 - 마. 법인의 경영·재산 등에 중대한 영향을 미칠 신물질 또는 신기술에 관한 특허권을 취득하거나 이를 양수 또는 양도하기로 결정한 때
- 제69조(주요 경영사항의 범위 및 신고방법) 제1항 제7호 : 법인의 경영·재산 또는 투자자의 투자판단에 관하여 중대한 영향을 미칠 회계처리기준 또는 회계추정을 변경하기로 결정한 때

- 제69조(주요 경영사항의 범위 및 신고방법) 제1항 제14호 : 제1호 내지 제13호에 준하는 사항으로서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이 발생하거나 법령 또는 정관에서 정한 주총결의사항 등 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대하여 이사회결의나 주주총회결의 등의 결정이 있을 때

6. 우리나라 법체계와 집단소송

- 집단소송제도는 근본적으로 관습법적 전통을 따르는 영·미법적인 제도이다. 그러나 우리나라는 독일식의 대륙법 전통을 근간으로 하고 있다. 집단소송제가 도입될 경우 소송절차에 직접 참여하지 않은 자에게도 既判力이 미치게 되고, 사실행위와 손해발생간의 인과관계 입증문제 및 변론주의 예외인정 등 현행 민사소송법 체계와의 저촉이 예상된다.
- 집단소송과 단체소송은 분쟁의 개별해결원칙에 따라 그 틀을 잡은 우리나라 민사소송구조와 상당한 직권적 운영에 익숙한 소송실무에 법리적으로 접목하기가 어렵다는 지적이 있다.¹⁸⁾
- 또한 집단 구성원의 절차법적 권리를 보장하는 방법이 확실히 강구되지 아니하면 소제기 사실조차도 모르는 구성원이 패소판결의 효력을 받게 된다는 문제점이 있다.¹⁹⁾ 이와 함께 법원의 재량범위가 너무 모호하며 시대의 조류나 이데올로기에 따라 소송운영이 심대한 영향을 받고 있다.

18) 송상현(1999), p. 165.

19) 송상현(1999), p. 165.

- 또한 소비자보호, 행정소송 등과 같은 여러 부문에서도 집단소송제의 도입이 불가피하여 전사회적인 법률비용이 폭발적으로 증가할 수 있다. 이와 같은 이유로 일본에서도 증권집단소송제도를 도입하지 않고 대표소송제도를 강화하여 주주의 권익을 보호하고 있다. 우리의 법문화와 전통에 적합한 대표소송제도의 강화가 오히려 현실적으로 투자자와 기업가를 동시에 보호하는 적합한 방법이라 판단된다.

V. 결론

1. 기존제도의 개선

- 현재 상태에서 많은 유보와 보완조치를 취하여 증권집단소송제도를 무리하게 도입하기보다는 대표소송제도와 선정당사자제도의 개선을 통해서 기존의 법체계에서 이를 추진하는 것이 보다 나은 대안이다.
- 한번 법안이 제정되면 이를 실효화하려는 노력이 커지고 향후 다양한 유보 및 보완조치가 점차 완화될 것으로 전망된다. 이에 따라 미국에서 나타나고 있는 증권집단소송과 관련된 濫訴의 문제가 우리나라에서도 재연될 개연성이 여전히 존재한다.

2. 주식회사제도와 증권집단소송

- 주식을 통하여 자본시장에서 자금을 조달하는 직접금융방식과 은행으로부터의 차입을 통하여 자금을 조달하는 간접금융방식은 그 위험과 수익의 분배에서 큰 차이를 보인다.

- 기본적으로 직접금융방식은 수익이 날 때에는 이의 분배에 정당한 몫을 차지할 수 있는 반면 손실이 발생할 때에는 유한책임의 범위 내에서 위험을 부담한다. 그러나 간접금융방식은 대체로 안정적인 원금의 상환을 보장하되 그 수익은 리스크 프리미엄만큼 할인하게 된다. 즉, 직접금융방식은 유한책임이란 안정장치를 전제로 과실에 대해서 적절한 청구를 할 수 있는 제도인 반면 간접금융방식은 원금의 안정적인 상환이란 보다 큰 안정장치의 대가로 제한된 이자 과실을 얻는 제도이다.
- 증권집단소송은 미국의 경험에 비추어 볼 때 직접금융방식의 기본적인 전제인 자금제공자의 위험공유 정신에 많이 벗어나 있다고 볼 수 있다. 증권집단소송을 통하여 사실상 주주들은 주가하락에 대하여 보상받을 수 있는 일종의 ‘보험’을 들고 있는 셈이라고 할 수 있다. 바로 이러한 증권집단소송의 문제점은 간접금융방식을 지향하고 있는 우리나라 금융산업의 변화추세에 오히려 장애를 줄 수 있는 제도이다.

3. 투자자보호와 기업가보호

- 우리나라는 현재 은행중심의 간접금융방식에서 글로벌시대에서 요구되는 자본시장 중심의 직접금융방식으로 진행하고 있다. 간접금융방식에서는 투자자가 위험을 최소화할 수 있으나 직접금융방식에서는 투자자가 스스로의 책임과 재량하에 위험을 떠안는 것이 특징이다. 그러나 기업회계의 불투명성, 경영정보에 대한 부실공시 등의 문제점으로 우리나라 투자자가 제대로 보호받지 못하므로 자본시장의 육성과 발전이 제한되고 있는 것은 사실이다. 이러한 점에서 기업경영환경을 투명하게 가져가서 투자자를 보호하겠다는 정부의 정책은 옳은 방향이고 이 부분에 많은 진전이 있었

던 것으로 평가한다.

- 그러나 투자자보호는 항상 기업가보호와 균형있게 제시되어야 한다. 기업가를 보호하지 못하는 상황에서 투자자는 보호받을 수 없게 되기 때문이다. 아직 우리에게 이를 위한 인적 인프라와 제도적 장치가 충분히 확보되지 않은 상황에서, 미국 등 일부 국가에서만 제한적으로 실시되며, 자체적으로도 많은 비판이 있어 글로벌 스탠더드라고 보기 어려운 증권집단소송제를 도입하는 것은 바람직하지 못하다. 더욱이 이러한 제도가 투자자보호가 아닌 대기업규제의 차원에서 도입되는 것은 형평성과 정당성을 찾기 어렵다.

【참 고 문 헌】

<국문 자료>

송상현, 『민사소송법』, 박영사, 1999.

정동윤, 『민사소송법』, 1998.

정윤모·손영락, 『증권집단소송과 투자자보호』, 한국증권연구원, 2001, 2.

정윤모·손영락, 『미·일의 주주대표소송제도 운영실태 및 그 시사점』, 한국 증권연구원, 1999. 12.

최원욱, 「한국 공기업의 구조조정 문제 : 한국전력의 회계자료 분석을 중심으로」, 『“한국경제의 현재와 미래”에 관한 학술 심포지엄』, 동국 대학교 경제경영연구원, 2001. 2. 27.

<영문 자료>

Mukesh Bajaj, Sumon C. Mazumdar and Atulya Sarin, “Securities Class Action Settlements: An Empirical Analysis,” *Mimeo*, November 2000.

Steven E. Bochner, “The Disintermediation of Forward-Looking Disclosures,” *Advanced Securities Law Workshop 2000 - 159*, 2000.

Joseph A. Grundfest and Michael A. Perino, *Securities Litigation Reform: The First Year's Experience*, Stanford Law School, February 1997.

Joseph A. Grundfest, Michael A. Perino, Paul Lomio, Erika V. Wayne, and Rilla Reynolds, *Securities Class Action Litigation in Q1 1998: A Report to NASDAQ from the Stanford Law School Securities Class Action Clearinghouse*, June 1998.

Tamara Loomis, "Securities Reform: What Went Wrong?", *New York Law Journal*, October 27, 2000.

<http://securities.stanford.edu/>

http://www.semichips.org/news/archives/pr07231998_27.htm.