creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학석사학위논문

미국 판례상 시장사기이론에 관한 연구

- Halliburton 판결을 중심으로

2015년 2월

서울대학교 대학원
법 학 과
이 준 범

미국 판례상 시장사기이론에 관한 연구

- Halliburton 판결을 중심으로

지도교수 송 옥 렬

이 논문을 법학석사학위논문으로 제출함

2014년 10월

서울대학교 대학원

법 학 과

이 준 범

이준범의 석사학위논문을 인준함

2014년 12월

위 원 장 **한 기 정** (인)

부 위 원 장 **정 순 섭** (인)

위 원 **송 옥 렬** (인)

[국문초록]

미국 판례상 시장사기이론에 관한 연구 - Halliburton 판결을 중심으로

이준범
서울대학교 대학원 법학과

미국에서는 1997년부터 2012년까지 증권사기를 청구원인으로 한 집단소송 사건이 3,050건 이상 제기되었는데, 그 중 상당수는 미국 증권거래소법 Section 10(b)와 미국 증권거래위원회가 제정한 Rule 10b-5를 근거로 한다. 이는 연방대법원이 1988년 Basic 판결에서 시장사기이론을 받아들였기 때문이라고 할 수 있다.

Basic 판결이 인정한 시장사기이론의 골자는 효율적인 자본시장에서는 회사가 한 허위공시는 그 회사의 주가에 반영되므로 투자자가 실제로 그 허위공시의 존재 및 내용을 알지 못하였더라도 투자자가 허위공시가 있은 후 진실이 알려지기 전에 그 회사의 주식을 거래하였다면 그 허위공시 행위와 투자자가 한 거래 사이의 신뢰 요건 내지 거래인과관계 요건을 추정할 수 있다는 것이다. 이로 인하여 원고들은 집단소송허가 단계에서 집단소송허가를 수월하게 받을 수 있게 되었다.

Basic 판결에 대해서는 증권사기를 억제하고 투자자들의 손해를 배상하는 기능을 한다는 긍정적인 평가도 있으나, 이러한 긍정적인 역할은 하지 못하면서 비용만 더 많이 발생시킬 뿐이라는 비판도 많았다. Basic 판결이 시장사기이론을 받아들인 근거로 평가되는 효율적 자본시장 가설의 시비 등에 관한 논란이 계속되던 중 미국 연방대법원은 마침내 2013년 11월 15일 Halliburton II 사건에서 Basic 판결을 유지할지 여부를 심리하기로 결정하여 2014년 6월 23일

Basic 판결의 법리를 사실상 유지하는 판결을 하였다.

대법원은 십여 년 전 한국강관 사건에서 시장사기이론을 받아들였고 국회도 증권관련 집단소송제도를 도입하여 대한민국에서도 이제는 미국과 같은 집단소송이 가능해졌으나 위 제도는 거의 활용되지 않았다. 그러나 주권상장법인의 정정공시 건수가 여전히 많고, 한미 FTA 체결로 집단소송에 적극적인 미국의 법무법인들이 영업을 확장할 것이기 때문에 대한민국에서도 향후 증권관련 집단소송이 많아질 것이다. 이 때 미국 연방대법원의 시장사기이론에 관한 법리를 증권관련 집단소송제도 운용에 참고할 수 있도록 시장사기이론에 관하여 미국에서 논의된 쟁점들을 살핀다.

실무적으로 Basic 판결의 시장사기이론에서는 효율적인 시장의 입증이 관건이지만 정작 Basic 판결은 그 심사 기준을 제시하지 않았다. 이후 Cammer 판결 및 Krogman 판결 등 하급심 법원들은 시장의 효율성을 심리하기 위한 다양한 요건을 제시하였다. 그러나 그 요건들이 시장의 효율성을 직접적으로 입증한다고 보기 어려웠고, 다른 시장의 효율성을 인정할 명확한 기준이 제시되지 않아 판결이 일관되지 못하였다.

Basic 판결은 시장이 효율적일 것을 요구하면서도 효율성의 개념과 그 배경이 된 이론에 관하여 자세히 설시하지 않았기 때문에 이에 대한 비판도 제기되었다. Basic 판결이 시장의 근본적 가치 효율성을 요구한다는 전제하에 시가 총액이 적은 회사들에 대한 수익이 시장 평균 수익보다 높게 나타난 경우 등 근본적 가치 효율성을 인정하기 어렵다는 연구도 있었고, 행태재무학적 관점에서 투자자가 보이는 합리적이지 않은 행동들로 인하여 정보가 시장에 효율적으로 반영되지 못한다는 비판도 있었다.

Basic 판결이 근거로 삼은 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하여 거래한다는 점에 대해서도 다양한 비판이 이루어졌다. 시가의 진실성을 신뢰하여 거래하지 않는 투자자의 존재가 제시되기도 하였고, 투자자들은 시장이 비효율적이라고 믿고 수익을 내기 위

하여 투자한다는 비판도 있었다.

미국 연방대법원의 2014년 Halliburton 판결은 위와 같은 비판들 가운데 이루어졌다.

다수의견은 Basic 판결을 유지하되 피고가 집단소송허가 단계에서 피고가 한 공시가 주가를 왜곡하지 않았다는 증거를 제시하여 신뢰 요건에 대한 추정을 반증할 수 있다고 판시한 반면, 소수의견은 Basic 판결을 폐기하여야 한다고 보았다. 다수의견과 소수의견은 그 결론에 이르는 과정에서 Basic 판결을 선례구속주의에 따라 변경할 수 없는지 여부, Basic 판결이 효율적 자본시장 가설을 근거로 하는지 여부, Basic 판결이 시가의 진실성을 신뢰한 투자자를 전제하였는지 여부 등에 관하여 대립을 보였다.

Halliburton II 판결의 다수의견은 Basic 판결을 선례구속주의에 의하여 변경하지 않는다고 판단하였다. 또한, 다수의견은 Basic 판결의 일부 설시를 근거로 위 이론이 특정한 효율적 자본시장 가설을 근거로 한 것이라기보다는 시가가 정보에 반응한다는 다소 느슨한 논리에 근거한 것이라고 설명하였다. 나아가, 다수의견은 Basic 판결을 모든 투자자들이 아니라 대부분의 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰한다는 의미라고 해석하였다.

또한, 다수의견은 Basic 판결의 시장사기이론이 신뢰 요건의 충족 기준인 시가 충격을 보이는 간접적인 방법이라고 평가하였다. 즉, Basic 판결은 원고가 시가 충격을 간접적인 대체물에 근거하여 입증하도록 하는 것이 직접 입증하도록 하는 것보다 낫다고 판단하였다는 것이다. 이에 터잡아 다수의견은 시가 충격을 간접적인 대체물에 의해서만 탄핵할 수 있도록 한정하였다고 볼 수 없고, 회사가 시가 충격이 없었다는 직접적인 증거를 제출하여 신뢰 요건에 대한 반증을 시도할 수 있다고 보았다.

시장사기이론은 효율적 시장이 인정되면 그 시장은 모든 공개된 정보가 주식의 가격에 반영되므로 허위 공시된 정보도 마찬가지로 주식의 가격에 반영되었을 것이라는 논리구조를 거친다. 그러나 허위

공시가 그 주식의 가격에 반영된 사실 자체를 입증할 수 있으면 굳이 위와 같은 논리를 거칠 필요가 없다. 이와 같은 경우 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하였는지 여부를 판단하는 기준은 관련 시장이 효율적인지 여부가 아니라 허위공시가 시가를 왜곡하였는지 여부가 된다.

대한민국 대법원은 거래인과관계에 관하여 주가의 진실성을 근거로 한 시장사기이론을 받아들인 것으로 보인다. 다만 대법원은 주식이 공개시장에서 거래되었음을 요하지만 그 주식이 거래된 시장이 효율적인지 여부를 명시적으로 심리하지 않는다. 이는 대한민국 증권시장의 효율성을 당연히 전제할 수 있기 때문이라기보다 대한민국이 외환위기를 겪으면서 시장사기이론의 법리를 충분히 검토하지 않아 과도하게 투자자를 보호하게 되었기 때문으로 보인다.

대법원은 거래인과관계에 관하여 시장사기이론을 받아들인 이상 이를 적용함에 있어 시장의 효율성 여부를 심리하는 것이 타당할 것이다. 다만 위에서 본 바와 같이 시장의 효율성은 시가 왜곡을 심리하는 간접적인 방법에 불과하고, 거래인과관계 요건을 입증하는 방법을 굳이 하나로 한정할 필요는 없으므로 대법원은 원고를 보호하기 위하여 시장의 효율성을 입증하도록 하는 방법에 더하여 시가 왜곡을 직접 입증하도록 하는 방법을 고려할 수 있다. 이와 같이 할 경우 대법원은 증권관련 집단소송제도에서 위와 같은 기준들을 집단소송허가 여부를 심리하는데 고려하여 그 제도를 운용할 수 있을 것이다.

주요어 : 시장사기이론, 거래인과관계, 신뢰, Basic 판결, Halliburton 판결
학번 : 2002-21954

목 차

제1장 서론 ····· 1

제1절 문제의 제기 ····· 1
제2절 연구범위 및 방법 ····· 5

제2장 Halliburton II 판결의 배경 ····· 7

제1절 Section 10(b)와 FRCP 제23조 ····· 7
I. Section 10(b) 및 Rule 10b-5 ····· 7
1. Section 10(b) 및 Rule 10b-5의 제정 ····· 7
2. Section 10(b) 및 Rule 10b-5에 의한 손해배상 청구 요건 · 9
II. FRCP 제23조 ····· 11
1. FRCP 제23조(a)의 요건 ····· 11
2. FRCP 제23조(b)의 요건 ····· 13
III. 시장사기이론의 역할 ····· 14

제2절 Basic 판결의 시장사기이론 ····· 15
I. Basic 판결까지의 경과 ····· 15
1. Basic 판결 이전의 시장사기이론 ····· 15
2. Basic 사건의 경과 ····· 20
II. Basic 판결의 내용 ····· 22
1. 다수의견의 입장 ····· 22
2. 소수의견의 입장 ····· 23

제3절 Basic 판결에 대한 검토 ····· 23

I. Basic 판결의 의의 ····· 23
II. Basic 판결에 대한 비판 ····· 27
1. 효율적인 시장의 입증 방법 ····· 27
2. 효율적 자본시장 가설에 근거한 시장사기이론의 유효성 · 33
3. 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하는지 ····· 39
4. Basic 판결에 대한 다른 비판들 ····· 41
5. 효율적 자본시장 가설 우회하기 ····· 45

제4절 소결론 ····· 52

제3장 Halliburton II 판결 ····· 54

제1절 Basic 판결 이후 하급심 판결의 전개 ····· 54
I. 하급심 법원 간의 대립 ····· 54
II. 손해인과관계 요건 ····· 55
III. 중요성 요건 ····· 56

제2절 연방대법원의 개입 ····· 58
I. Halliburton I 사건의 경과 ····· 58
II. Amgen 판결 ····· 59
1. Amgen 사건의 경과 ····· 59
2. 다수의견의 입장 ····· 60
3. 소수의견의 입장 ····· 61
III. Halliburton II 사건의 경과 ····· 61

제3절 Halliburton II 판결 ····· 62
I. 쟁점의 정리 ····· 62

II. 선례구속주의 적용 여부 ····· 65
1. 다수의견의 입장 ····· 65
2. 소수의견의 입장 ····· 66
3. 검토 ····· 67
III. Basic 판결이 효율적 자본시장 가설을 근거로 하는지 여부 · 70
1. 다수의견의 입장 ····· 70
2. 소수의견의 입장 ····· 71
3. 검토 ····· 72
IV. 시가의 진실성을 신뢰한 투자자를 전제하였는지 여부 ····· 73
1. 다수의견의 입장 ····· 73
2. 소수의견의 입장 ····· 74
3. 검토 ····· 75
V. 시가충격의 입증 ····· 76
1. 원고가 시가충격을 입증하여야 하는지 여부 ····· 76
2. 피고가 집단소송허가 단계에서 시가충격을 입증하여 신뢰요건의 추정을 깨뜨릴 수 있는지 여부 ····· 77
3. 검토 ····· 79

제4절 소결론 ····· 80

제4장 대한민국의 시장사기이론 ····· 81

제1절 신뢰 요건에 관한 대법원의 입장 ····· 81
I. 신뢰 요건의 추정 ····· 81
II. 유가증권 시장에서의 주식거래 ····· 82
1. 한국강관 사건 ····· 82
2. 검토 ····· 83

III. 코스닥 시장에서의 주식거래 ····· 84
1. 옵셔널캐피탈 사건의 개요 ····· 84
2. 대법원의 판단 ····· 85
3. 파기환송심 법원의 판단 ····· 87
4. 검토 ····· 89
IV. 판례들의 입장에 대한 의견 ····· 90
1. 시장사기이론 ····· 90
2. 대법원이 인정한 시장사기이론의 법적 성격 ····· 93
3. 시가의 왜곡과 거래인과관계의 인정 ····· 95

제2절 증권관련 집단소송 제도와 시장사기이론 ····· 96
I. 증권소송법상 소송허가 요건과 시장사기이론 ····· 96
II. 증권소송법의 적용 범위 ····· 96
III. 증권소송법의 소송허가 요건 ····· 98

제5장 결론 ····· 103

참 고 문 헌 ····· 105
Abstract ····· 113

제1장 서론

제1절 문제의 제기

미국에서는 1997년부터 2012년까지 3,050건 이상의 증권사기를 청구원인으로 한 집단소송 사건이 있었고 그 사건들에서 지급된 합의금은 총 731억 달러를 상회한다[1].

미국의 증권사기를 원인으로 한 집단소송 사건 중 상당수는 미국 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934, 이하 '증권거래소법'이라 한다) Section 10(b)(이하 'Section 10(b)'라 한다)와 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 '증권거래위원회'라 한다)가 제정한 Rule 10b-5(이하 'Rule 10b-5'라 한다)를 근거로 한다. 이러한 청구가 가능하게 된 것은 일반적으로 미국 연방대법원(이하 '연방대법원'이라 한다)이 1988년 Basic Inc. v. Levinson 판결(이하 'Basic 판결'이라 한다)[2]에서 Section 10(b) 및 Rule 10b-5에 의한 집단소송 사건(이하 'Rule 10b-5 집단소송 사건'이라 한다)에 대하여 시장사기(Fraud-on-the-market)이론을 받아들였기 때문이라고 평가된다.

연방대법원이 시장사기이론을 받아들임으로 인하여 투자자들은 Rule 10b-5 집단소송 사건을 제기하면서 미국 연방민사소송 절차규정(Federal Rules of Civil Procedure, 이하 'FRCP'라 한다) 제23조에 의한 집단소송허가를 받을 수 있게 되었다. 만약 시장사기이론이 인정되지 않는다면 원고들은 개별적으로 신뢰 요건을 입증하여야 하기 때문에 개별적 요건이 공통 요건을 압도하게 되어 집단소송이 사실상 불가능한데 연방대법원이 시장사기이론을 인정

---

1) Joseph A. Grundfest, "Damages and Reliance under Section 10(b) of the Exchange Act", 69 The Business Lawyer 307, 1면, (2014)
2) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. (1988)

함으로 인하여 원고들이 개별적으로 신뢰 요건을 입증할 필요가 없어진 것이다.

미국에서는 Basic 판결 이후 점점 많아진 Rule 10b-5 집단소송 사건의 남용을 막기 위한 많은 노력이 있었다. 1990년대에 이르러 원고들이 승소가능성이 없음에도 합의금을 노리고 Rule 10b-5 집단소송 사건을 제기한다는 인식이 널리 확산되어[3], 미국 연방의회는 1995년 이와 같은 문제에 대처하기 위하여 증권소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act, 이하 'PSLRA'라 한다)을 입법하였다. 1933년 증권법(Securities Act of 1933, 이하 '증권법'이라 한다)과 1934년 증권거래소법을 각 개정하는 형식을 취한 PSLRA는 소송대리인의 보수와 원고들에게 지급하여야 할 손해배상액을 제한하고, 합의 사항을 공개하도록 하는 등 원고가 집단소송을 제기하거나 유지하기 어렵게 하는 내용이 다수 포함되었다[4].

PSLRA가 입법된 후 원고들은 Section 10(b) 및 Rule 10b-5를 근거로 연방법원에 소를 제기하는 대신 이와 유사한 미국의 각 주법 규정을 근거로 각 주법원에 소를 제기하여 PSLRA의 적용을

---

3) 미국 하원에 제출된 1995. 2. 24.자 보고서는 증권사기에 대한 집단소송 제도가 남용되고 있다는 점을 지적하며 다음과 같은 사례를 소개한다. "1993. 4. 2. 필립모리스는 판매하는 담배의 평균 가격을 낮출 것이므로 향후 수익이 줄어들 것으로 예상한다는 발표를 하였다. 위 발표가 있은 후 5시간 내에 허위공시가 있었다는 대상 기간 내에 필립모리스의 주식을 60주 샀다는 원고가 처음으로 소를 제기하였고, 같은 날 비슷한 내용의 소 4건이 추가로 제기되었다. 그리고 그 다음 날 5건의 소가 추가로 제기되었다. 위 사건들 중 2건의 청구원인은 '피고가 필립모리스의 장난감 산업이 성공할 것이라는 환상을 갖도록 하였다'라는 내용이었다. 위 소장은 소를 빨리 제기하기 위하여 미리 컴퓨터에 저장하여 둔 것으로 보인다"{James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, Securities Regulation: Cases and Materials, Sixth Edition, Aspen Publishers, 663, 664면, (2009)}.

4) 기업소송연구회, 증권집단소송법, 삼영사, 62-67면, (2006)

피하고자 하였다[5]. 그러자 미국 연방의회는 이에 대응하여 1998년 증권소송표준화법(Securities Litigation Uniform Standards Act, 이하 'SLUSA'라 한다)을 입법하였다. SLUSA의 주된 내용은 공개회사의 증권에 관한 소송 중 50인 이상을 대표하는 집단소송은 연방법을 근거로 연방 법원에 제기하도록 하는 것으로 이로 인하여 증권사기소송은 대부분 연방 법원의 관할로 강제되었다.

그 후에도 Basic 판결이 인정한 시장사기이론의 타당성 및 효과의 적절성에 관한 논의는 각계에서 계속되었다. 2013년 연방대법원의 Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds 판결(이하 'Amgen 판결'이라 한다)에서 일부 대법관들은 Basic 판결의 법리상 문제점을 지적하거나 Basic 판결이 재검토될 필요가 있다고 밝혔고[6], 마침내 연방대법원은 Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc 사건(이하 'Halliburton II 판결'이라 한다)[7]에서 시장사기이론의 폐지 여부를 심리하여 2014년 6월 23일 다수의견 6, 소수의견 3으로 시장사기이론을 유지하기는 취지로 판결하였다[8]. Halliburton II 판결이 Basic 판결의 시장사기이론을 유지하기로 함으로 인하여 투자자들은 여전히 신뢰요건을 시장사기이론을 통하여 충족할 수 있게 되었고, 또한 이를 통하여 공통적인 요건이 개별요건을 압도함을 보여 집단소송을 허가받을 수 있게 되었다.

대한민국 대법원(이하 '대법원'이라 한다)은 한국강관 사건에서 시장사기이론을 인정한 것으로 평가된다. 대한민국에는 위 판결 당시

---

5) 김건식·송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, 297면, (2001)

6) Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U. S. (2013), 위 사건의 소수의견은 "Basic 판결 자체도 문제가 있다(The Basic Decision itself is questionable.)"라고 하였고, 다수의견에 찬성한 Alito 대법관도 별도로 Basic 판결이 재검토되어야 할 필요성이 있다고 설시하였다.

7) Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc, 573 U. S. (2014)

8) 위 판결은 2011년 있었던 Erica P. John Fund Inc. v. Halliburton Co, 563 U. S. (2011)(이하 'Halliburton I 판결'이라 한다)과 구별되어야 한다.

집단소송제도가 없었으나 그 후 대한민국은 2005년 1월 1일부터 증권관련 집단소송법(이하 '증권소송법'이라 한다)을 시행하여 집단소송제도를 도입하였다. 하지만 위 법률이 시행된 후부터 2013년 현재까지 5건의 증권관련 집단소송이 제기되어 1건만 최종적으로 집단소송허가 결정을 받았을 뿐이다. 대법원이 십수 년 전 이미 시장사기이론을 받아들였고 그 후 증권관련 집단소송제도도 도입되었음에도 불구하고 대한민국에서는 증권관련 집단소송제도가 거의 활용되지 않는 것이다.

그러나 다음과 같은 이유로 향후 대한민국에서도 증권관련 집단소송이 활성화될 것으로 여겨진다. 첫째, 한국거래소의 2013년도 유가증권시장 상장법인 정정공시 실태분석 결과에 의하면 유가증권시장 상장법인이 한 2013년도 수시공시 11,065건 중 정정공시가 1,828건에 달한다. 정정공시는 잠재적으로 증권관련 집단소송의 원인이 될 수 있다[9]. 둘째, 한미 FTA로 인하여 2016년 3월경부터 미국의 로펌들은 대한민국의 법무법인과 합작하여 대한민국 변호사를 고용하여 영업할 수 있게 되는데, 미국의 로펌들은 시장이 예상 못한 나쁜 정보가 공개되면 Rule 10b-5 집단소송 사건을 주도하여 제기하기도 하기 때문에 증권관련 집단소송이 활성화될 수 있다.[10]. 셋째, 연방대법원의 Morrison v. National Australia Bank Ltd. 판결[11]로 미국 투자자들은 한국거래소에서 한국 회사의 증권을

---

9) http://www.krx.co.kr/m10/m10_1/m10_1_3/JHPKOR10001_03_01.jsp?noti_no=21091&cur_page=14&rn=7333&word=&sch=all

10) Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davis, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda & Edward Rock, The Anatomy of Corporate Law A Comparative And Functional Approach, Oxford University Press, Second Edition (Kindle Edition), 5274면, (2009)

11) Morrison v. National Australia Bank Ltd., 130 S.Ct. 783, 175 L.Ed.2d 513 (2009)

거래한 경우 증권거래소법의 적용을 구할 수 없게 되었으므로[12], 미국 투자자들이 한국의 주권상장법인의 부실공시로 인한 손해배상을 구할 경우 증권관련 집단소송 제도를 활용하게 될 것이다.

대법원이 시장사기이론을 받아들임으로 인하여 대한민국의 증권관련 집단소송 제도의 법리도 시장사기이론을 토대로 발전할 수 있다. 향후 증권관련 집단소송 제도가 적극적으로 활용될 것을 대비하여 대한민국에서도 증권관련 집단소송에 관한 법리를 한국 법제도 및 그 실정에 맞게 연구하여 발전시킬 필요가 있다. 만약 이와 같은 준비 없이 위 제도가 본격적으로 활용되기 시작한다면 이미 수 십 년간 활발한 논쟁을 통하여 판례가 축적된 미국의 법리를 무비판적으로 받아들일 수밖에 없을 것이다.

그러므로 이 논문은 미국의 시장사기이론에 관한 다양한 판결들의 입장을 살피고 연방대법원의 Basic 판결과 그 법리를 재확인한 Halliburton II 판결을 비판적으로 검토한 후 그 법리를 대한민국의 법제도에 적용할 방안을 찾아보고자 한다.

제2절 연구범위 및 방법

미국에서는 연방대법원이 Basic 판결을 선고하기 전부터 하급심 법원 중 일부가 시장사기이론을 받아들이기 시작하였고 이에 관한 논쟁이 활발히 진행되어 그 법리를 장기간에 걸쳐 발전시켰다. 그러나 대한민국에서는 시장사기이론에 관한 논의도 많지 않고 관련 판례도 많이 집적되지 않은 형편이다. 따라서 시장사기이론에 관한 연구는 우선 미국을 중심으로 진행할 수밖에 없다.

Basic 판결의 시장사기이론은 Section 10(b) 및 Rule 10b-5를 근거로 투자자가 회사 등을 상대로 한 사건에서 투자자가 입증하여야 할 요건 중 하나인 신뢰 요건을 충족시키는 방법에 관한 것이다.

12) 김용진, “미국 증권법의 역외적 적용에 관한 최근 동향과 미국 증권집단소송에 대한 국내기업의 대응 방안”, 동아법학, 제52권, 763면, (2011)

따라서 시장사기이론에 관한 논의를 이해하기 위해서는 위 소송의 요건 및 절차에 대한 이해가 필요하므로 Section 10(b) 및 Rule 10b-5 전반에 관한 법리를 간략히 살펴볼 필요가 있다.

또 Basic 판결이 시장사기이론을 인정하여 Rule 10b-5 집단소송 사건이 크게 활성화되었고, 대부분의 사건들은 주로 집단소송으로 제기되는 실정이기 때문에 시장사기이론의 법리는 집단소송 절차 내에서 발전하였다. 따라서 시장사기이론에 관한 논의를 진행하기 위해서는 집단소송 제도에 관한 규정, 즉 FRCP 제23조의 요건들을 이해할 필요가 있다.

한편 연방대법원이 1988년 Basic 판결에서 원고가 신뢰 요건을 입증하는 방법에 관한 법리를 제시하였음에도 불구하고 하급심 법원 사이에서 그 구체적인 요건과 입증시기에 관한 입장의 대립이 계속되었다. 이로 인하여 연방대법원은 법리를 정리하고 마침내 2014년 Halliburton II 판결에서 Basic 판결의 법리를 재확인하였다. 따라서 위 각 사건의 경과 및 내용을 비판적으로 검토할 필요가 있다.

마지막으로 대한민국의 증권소송법 및 관련 법제는 미국과 다르기 때문에 미국에서 논의된 시장사기이론에 관한 법리를 대한민국의 증권소송법과 시장사기이론에 관한 판례에 비추어 보고 이를 수용하는 것이 바람직한지 여부 및 만약 이를 수용할 경우 그 구체적인 수용방안을 검토하여야 할 것이다.

제2장에서는 Halliburton II 판결을 이해하기 위하여 관련 법리와 배경을 살펴본 후 제3장에서는 Halliburton II 판결을 검토하고자 한다. 제4장에서는 대법원의 신뢰 요건에 관한 판례와 증권소송법상 집단소송허가 절차를 각 검토하여 법리의 발전 방향을 제안하고, 제5장에서 결론을 맺을 것이다.

제2장 Halliburton II 판결의 배경

제1절 Section 10(b)와 FRCP 제23조

I. Section 10(b) 및 Rule 10b-5

1. Section 10(b) 및 Rule 10b-5의 제정

Section 10(b)는 증권의 매매와 관련하여 증권거래위원회가 공익이나 투자자를 보호하기 위하여 필요하거나 적절하다고 규정한 규칙이나 규제를 위반하여 어떠한 사기행위나 조작행위를 하는 것은 위법하다고 규정하고 있다[13].

증권거래위원회는 1942년 Section 10(b)를 근거로 Rule 10b-5를 입법하였다. 당시 증권거래위원회는 어느 회사의 대표가 회사의 재무상황에 관한 허위 사실을 알리는 방법으로 주주들로부터 그 회사의 주식을 싸게 매수하고 있다는 사실을 알게 되었다. 그 당시 증권법 Section 17(a)는 증권의 "매도"에 관하여 사기행위를 하는 것과 허위공시를 하는 것을 금하고 있었으나, 증권의 매수에 관하여는 위와 같은 행위를 금하는 조항이 없었다[14].

---

13) Section 10(b)는 아래와 같이 규정되어 있었다.
It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange.. (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

따라서 증권거래위원회는 증권법 Section 17(a)의 문구를 수정하여 "매도 또는 매수"라는 문구를 추가한 후 별다른 토의 없이 아래와 같이 Rule 10b-5를 입법하였다[15].

누구든지 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 직접 또는 간접적으로 주간통상의 수단이나 방법, 우편, 또는 전국적 증권거래소의 시설을 이용하여 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법하다.
(a) 사취하기 위하여 어떠한 수단, 계획 또는 술책을 사용하는 것
(b) 중요한 사실에 대하여 허위의 진술을 하거나, 상황에 비추어 오해를 방지하기 위하여 필요한 중요한 사실의 진술을 누락하는 것
(c) 다른 사람에 대한 사기나 기망이 되거나 될 수 있는 행위, 관습 또는 관행에 관여하는 것[16]

Rule 10b-5는 명시적으로 그 위반행위로 인하여 발생한 손해에 대한 배상청구권을 정하고 있지 않았다. 즉, 위 조항은 명문으로 손해를

---

14) Thomas Lee Hazen, Securities Regulation in a nutshell, Tenth Edition, West Nutshell Series, 153면, (2009)
15) 당시 증권거래위원회 위원인 Sumner Pike가 "어쨌든 사기에는 반대하는 것이지요?"라고 말한 것이 유일하다고 한다(김건식·송옥렬, 전게서, 294,295면).
16) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,
(b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or,
(c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

입은 투자자가 원고로서 회사를 상대로 소를 제기할 수 있는 권리를 부여하지 않았다[17].

대한민국 민법 제750조와 같이 불법행위로 타인에게 손해를 가한 자에게 피해자에 대한 손해배상 책임을 포괄적으로 규정하는 근거 조항이 없는 미국에서는 피해자가 손해배상 청구를 하기 위해서는 원칙적으로 제정법상 명시적인 근거가 필요하고, 단지 어떤 행위를 금지하기만 하는 규정만으로 그 위반행위를 한 자에 대한 손해배상 청구권이 도출되지 않는다.

그런데 미국 연방법원은 1946년 Kardon v. National Gypsum, Co. 판결[18]에서 Section 10(b) 및 Rule 10b-5를 근거로 원고에게 묵시적 사적 소권(Implied private right of action)을 인정하였다. 그 이래로 미국 법원은 위 각 조항을 근거로 한 민사상의 청구를 인정하였고, 연방대법원도 결국 1971년 Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Casualty Co. 판결의 각주에서 별다른 근거도 밝히지 않고 Section 10(b)는 묵시적 사적 소권을 포함한다고 설시하였다[19].

2. Section 10(b) 및 Rule 10b-5에 의한 손해배상 청구 요건

Section 10(b) 및 Rule 10b-5는 원고가 허위공시를 한 피고로부터 손해배상을 받기 위하여 입증하여야 할 각 요건을 직접적으로 규정하고 있지 않다. 그러나 법원은 원고가 Section 10(b) 및 Rule 10b-5 위반으로 인한 손해를 배상받기 위해서 ① 피고의 중요한 허위 공시 또는 누락(A material misrepresentation or omission by the defendant), ② 고의(Scienter)[20], ③ 증권의 매매와 허위공시

---

17) Joseph A. Grundfest, 전게논문, 11면

18) Kardon v. National Gypsum, 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa.1946)

19) Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6, 13 n.9 (1971).

20) Scienter는 사기, 시세조종 또는 기망의 의도를 포함하는 심리상태(mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud)를

또는 누락 사이의 관련성(A connection between the misrepresentation or omission and the purchase or sale of a security), ④ 허위공시 또는 누락에 대한 신뢰(Reliance upon the misrepresentation or omission), ⑤ 경제적 손해(Economic loss), 그리고 ⑥ 손해인과관계(Loss causation)[21]를 각 입증하여야 한다고 판시하고 있다[22].

위 각 요건들 중 허위공시 또는 누락에 대한 신뢰 요건[23]은 원고가 입은 손해와 피고의 허위공시 사이에 적정한 관련이 있음을 보장한다[24]. 신뢰는 심리상태(State of mind)이므로, 사기행위와 거래의 관련성이 인정되더라도 당연히 투자자가 이를 신뢰한 것으로 인정되는 것은 아니다. 회사의 사기행위가 거래와 관련이 있더라도 원고가 거래를 하게 된 원인이 아닌 경우도 있기 때문이다[25]. 원고가 신뢰

말한다{임재연, 미국증권법, 박영사, 350면, (2009)}.

21) 일반적으로 피고의 위반행위가 원고가 주장하는 손해를 야기하였다는 것을 말한다{김병연, "미국 판례법상 시장사기이론(The fraud on-the-market Theory)과 증권거래법상 손해배상책임에 있어서 인과관계의 문제", 비교사법 제11권 1호, 통권 24호, 281면, (2004)}.

22) Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U. S. (2013)

23) 미국 법원 중에서는 위 요건을 '거래인과관계(Transaction causation)'와 같은 의미로 사용하기도 하기 때문에{Robbins v. Koger Props., 116 F. 3d 1441 (11th Cir. 1997)("Transaction causation, another way of describing reliance, is established when the misrepresentation or omissions cause the plaintiff 'to engage in the transaction in question'"), In re DVI, Inc. Sec. Litig., 639 F. 3d (3rd Cir. 2011)("Reliance, also known as transaction causation...")} 위 요건을 거래인과관계라 부르기도 한다. 거래인과관계는 만약 적시에 진실의 표시가 있었다면 투자자가 거래하지 않았을 것이라는 사실관계의 존재를 말한다(김병연, 주석 21 전게논문, 280면).

24) Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U. S. (2013)

25) 임재연, 주석 20 전게서, 328면

요건을 입증하는 가장 직접적인 방법은 예를 들어 그가 특정한 허위공시를 본 후 이를 토대로 주식을 샀음을 입증하여 투자자가 회사의 공시 내용을 알고 이에 관련된 거래를 한 사실을 밝히는 것이다.

II. FRCP 제23조

1. FRCP 제23조(a)의 요건

1966년 개정된 FRCP 제23조(a)는 ① 집단의 구성원이 너무 많아 모든 구성원들의 공동소송이 비실용적일 것(다수성 요건), ② 집단의 구성원들에게 공통되는 법률상 쟁점들 또는 사실인정에 관한 쟁점들이 있을 것(공통성 요건), ③ 대표당사자들의 주장이나 방어방법이 그 집단의 구성원의 주장이나 방어방법으로 전형적일 것(전형성 요건), ④ 대표당사자들이 집단의 구성원들의 이익을 공정하고 적정하게 방어할 수 있을 것(대표의 적정성 요건)이라는 각 요건을 모두 갖추어야 집단소송을 제기할 수 있다고 규정하고 있다[26].

다수성 요건을 충족하는 숫자가 정하여져 있지는 않고, 비실용적이라는 것도 불가능할 것을 의미하지는 않는다[27]. 구성원이 20명

---

26) FRCP Rule 23. Class Actions

(a) PREREQUISITES. One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all members only if:

(1) the class is so numerous that joinder of all members is impracticable;

(2) there are questions of law or fact common to the class;

(3) the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class; and

(4) the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class.

27) 이상복, “증권집단소송에 관한 연구; 미국의 증권집단소송제도와 한국의 증권관련집단소송법률안에 관한 검토를 중심으로” 고려대학교 대학원

이하인 집단이 허가된 사례가 있는 반면에 300명 이상인 집단에 대해서 다수성이 결여된 것으로 본 경우도 있다고 한다[28]. 이 요건을 충족하기 위해서 집단의 구성원들을 참가시키는 것이 매우 어렵거나 불편하다는 사실 이상의 입증을 요하지는 않는다[29]. 법원이 허가 가능성을 심사하기 위하여 고려하는 요소는 사건의 성격과 난이도, 개별적인 청구의 규모, 집단의 규모, 집단 구성원들의 지리적 위치 및 출생, 사망, 실직 등으로 인한 집단구성원의 변동가능성 등이다[30].

공통성 요건은 모든 쟁점이나 대부분의 쟁점이 공통될 것을 요구하는 것이 아니고 집단 구성원들에게 공통되는 법률상의 쟁점 또는 사실인정에 관한 쟁점이 약간만 있어도 충분하다[31]. 구성원들의 손해가 어떤 동일한 체계나 조직 하에서 하나의 행위나 사건으로부터 발생하면 사실상의 쟁점에 대한 공통성이 인정된다[32].

전형성 요건은 집단 대표자들이 지정되지 않은 집단 구성원들이나 집단소송에 참가하지 않는 집단 구성원들과 동일한 이해관계를 가지고 동일한 손해를 입었을 것을 의미한다[33]. 그러나 이 요건은 공통성 요건과 대표의 적정성 요건과 그 목적이 겹쳐서 독자적인 의미를 거의 상실하였고 법원도 이 요건에 거의 주목하지 않는다[34].

법학박사학위논문, 70면, (2003)

28) 최정식, “證券集團訴訟制度에 關한 法的硏究”, 연세대학교 대학원 법학박사논문, 42면, (2005)

29) Jach H. Friedenthal, Mary Kay Kane & Arthur R. Miller, Civil Procedure, Hornbook Series, Thomson/West, Fourth Edition, 764면, (2005)

30) Jach H. Friedenthal, Mary Kay Kane & Arthur R. Miller, 전게서, 764면

31) 이상복, 전게논문, 70면

32) 최정식, 전게논문, 43,44면

33) 이상복, 전게논문, 71면

34) John J. Cound, Jack H. Friedenthal, Arthur R. Miller & John E. Sexton, “Civil Procedure – Cases And Materials”, American Casebook Series, West Group, Eighth Edition, 703면, (2001)

대표의 적정성 요건은 그 대표당사자가 공정하고 적절하게 그 집단의 이익을 보호할 것을 요구하는 것으로 실제로 이 요건에 대한 다툼이 가장 많다. 이 요건은 구체적으로 첫째, 대표 당사자들이 적정하여야 하고, 둘째, 그 소송대리인이 적정하여야 하며, 셋째, 그 집단 내에 적대관계로 인한 분쟁이 재판에 영향을 주지 않을 것을 요한다[35].

2. FRCP 제23조(b)의 요건

위와 같은 각 요건이 충족되어 집단소송이 제기되더라도 그 집단소송은 위 요건을 모두 충족시키면서 FRCP 제23조(b)의 각 요건 중 하나 이상을 충족하여야 유지될 수 있다.

시장사기이론과 관련하여서는 FRCP 제23조(b)의 각 요건 중 "법원이 집단의 구성원들에게 공통되는 법률상 쟁점들이나 사실인정에 관한 쟁점들이 개별 구성원들에게만 영향을 주는 쟁점들을 압도하고(압도성 요건), 집단소송이 다른 방법에 비하여 공정하고 효율적으로 해결하는 데 우월하다고 판단될 것(우월성 요건)"을 요구하는 FRCP 제23조(b)(3)가 주로 문제된다[36].

---

35) John J. Cound, Jack H. Friedenthal, Arthur R. Miller & John E. Sexton, 전게서, 703,704면

36) FRCP Rule 23.Class Actions

(b) Types of Class Actions. A class action may be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if:

(3) the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy. The matters pertinent to these findings include:

(A) the class members' interests in individually controlling the prosecution or defense of separate actions;

압도성 요건은 공통성 요건과 중복되는 면이 있으나 공통성 요건은 최소한 공통의 쟁점이 한 개 이상일 것을 요구하지만 압도성 요건은 집단의 쟁점이 개개인의 쟁점에 비하여 그 비중과 중요성이 훨씬 우월하고 압도적일 것을 요구하는 것으로 구별된다[37]. 압도성 요건은 공통적인 쟁점들이 개별적인 쟁점들보다 수적으로 많은 것이 아니라, 공통적인 쟁점들이 소송당사자와 법원의 노력의 대상이 되는 경우를 말한다[38]. 구체적인 압도성 요건의 충족 방법에 관하여는 의견이 일치하지 않는다. 어떤 법원은 공통 쟁점의 판단이 전체 소송을 완전하게 해결할 수는 없더라도 최소한 전체 소송을 해결하는 실마리가 되는 경우에 공통의 쟁점이 압도한다고 할 수 있다고 판단하였고, 다른 법원은 공통 쟁점의 해결이 전체소송의 해결을 실질적으로 진척시킨다면 공통의 쟁점이 압도한다고 판단하였다[39].

한편 FRCP 제23조(b)(3)의 우월성 요건은 ① 개별소송을 수행하거나 항변을 할 때의 집단구성원의 이해관계, ② 집단구성원에 의해서, 또는 집단구성원을 상대로 진행 중인 소송의 정도와 내용, ③ 특정법원에서의 소송수행이 바람직한지 여부, ④ 집단소송의 유지 및 관리상의 어려움 등을 고려하여 판단하여야 한다[40].

III. 시장사기이론의 역할

위에서 본 바와 같이 Section 10(b) 및 Rule 10b-5에 의한 손해

(B) the extent and nature of any litigation concerning the controversy already begun by or against class members;

(C) the desirability or undesirability of concentrating the litigation of the claims in the particular forum; and

(D) the likely difficulties in managing a class action.

37) 최정식, 전게논문, 180면

38) 이상복, 전게논문, 75면

39) 최정식, 증권집단소송법의 이해, 삼영사, 53면, (2008)

40) 최정식, 전게서, 54면

배상을 받기 위해서 투자자는 허위공시 또는 누락에 대한 신뢰 요건을 입증하여야 한다. 시장사기이론은 위 신뢰 요건을 투자자가 충족하기 위한 수단으로서의 역할을 한다.

한편 투자자가 위 손해배상 사건을 집단소송으로 진행하기 위해서는 FRCP 제23조(b)에 의한 압도성 요건을 충족하여야 하는데 시장사기이론은 투자자들에게 공통적으로 신뢰 요건의 추정을 받는 것을 허용하므로 공통 요건이 개별 요건을 압도함을 인정받을 수 있는 근거가 된다. 이와 같이 시장사기이론은 불법행위의 요건을 충족시키는 역할과 집단소송허가 요건을 충족시키는 역할을 함께 수행하게 된다.

제2절 Basic 판결의 시장사기이론

I. Basic 판결까지의 경과

1. Basic 판결 이전의 시장사기이론

Basic 판결이 있기 전 하급심 법원들은 다양한 형태의 시장사기이론을 인정하였다.

제9 순회법원의 Blackie v. Barrack 판결(이하 'Blackie 판결'이라 한다)[41]에서 원고들은 활발하게 거래되는 유통시장에서 주식을 산 후 회사가 한 중요한 허위공시로 인하여 손해를 입었다고 주장하였는데, 법원은 중요한 허위공시는 주가에 영향을 주기 때문에 공개된 정보에 근거하여 주가를 결정할 수 있는 시장의 능력을 신뢰한 모든 투자자들은 그 허위공시의 내용을 직접적으로 알지 못하였더라도 위 허위공시를 신뢰한 것이라는 취지로 판단하였다[42]. 법원은 잘

41) Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975)
42) Barbara Black, "The Strange Case of Fraud on the Market: A Label in Search of a Theory", Pace Law Faculty Publications. Paper 13,

발달된 비대면적 증권시장에서는 ① 증권의 구매 사실에 관한 증거와 ② 피고의 허위 공시가 중요한 것이라는 증거를 제시하는 것으로 신뢰 요건이 충족되었다는 일응의 추정을 받을 수 있다고 하였다. 즉, 제9 순회법원은 원고가 위 요건을 충족하면 피고에게로 신뢰 요건을 반증할 책임을 전환한 것이다[43].

반면 제5 순회법원의 Shores v. Sklar 판결(이하 'Shores 판결'이라 한다)[44]은 유통시장이 잘 발달되지 않은 세입담보채(revenue bond)의 발행에 관한 것이었다. 법원은 위 사건에서 투자자는 투자설명서를 읽지 않았기 때문에 그 투자설명서의 중요한 허위공시를 신뢰하였다고 할 수 없으나, 그가 증권시장에서의 발행절차의 진실성(the integrity of the offerings of the securities markets)을 신뢰한 이상 그 허위공시가 없었다면 팔리지 않았을 세입담보채를 시장에 거래되도록 한 것에 대한 손해배상을 구할 수 있다는 취지로 판시하였다[45].

위 사건에서 법원은 원고가 피고가 한 공시를 신뢰한 사실을 직접 입증하는 대신 ① 피고들이 매수인들을 기망할 의사로 시장에서 판매될 만한 가치가 없는 증권임을 알면서도 이를 시장에서 판매되도록 하기 위하여 공모하였고(the defendants knowingly conspired to bring securities onto the market which were not entitled to be marketed), ② 원고는 증권이 시장에 나와 있다는 사실을 그 증권이 가치가 있는 것이라는 징표로 합리적으로 신뢰하였으며([plaintiff] reasonably relied on the [securities'] availability on the market as an indication of their apparent genuineness), ③ 사기를 치려는 계획으로 인하여 원고가 손해를 입었음(as a result of the scheme

---

928,929면, (1988)

43) Joseph De Simone, "Should Fraud on the Market Theory Extend to the Context of Newly Issued Securities?", 61 Fordham Law Review S151, S164,S165면, (1993)

44) Shores v. Sklar, 647 F.2d 462 (5th Cir. 1981)

45) Barbara Black, 주석 42 전게논문, 929면

to defraud, [plaintiff] suffered a loss)을 각 입증하는 방법으로 신뢰 요건을 충족할 수 있다고 판단하였다[46].

이후 Basic 판결이 주가에 대한 신뢰 요건을 요구한 것으로 평가되면서 Shores 판결의 법리는 시장사기이론의 일종으로 소개되기도 하고[47] 시장사기창출(Fraud-Created-the-market)이론으로 별도로 설명되기도 한다[48]. 시장사기창출이론은 원고가 시장 자체가 가치가 없는 증권이 시장에 진입하는 것을 방지할 것이라고 원고가 신뢰하였다고 추정할 수 있도록 해준다. 피고의 사기행위가 없었다면 내재된 가치가 없는 증권이 발행될 수 있는 시장이 없어서 그 증권이 거래될 수 없었을 것이라는 것이다[49].

한편 일부는 Panzirer v. Wolf 판결[50](이하 'Panzirer 판결'이라 한다)이 시장사기이론을 받아들인 것으로 평가한다[51]. Panzirer 판결에서는 피고 Allied Artist가 다수의 허위공시와 누락이 포함된 연간보고서를 발행하였고, 이를 피고 Price Waterhouse가 확인하였다. Zelda Pazirer는 연간보고서를 읽지 않았으나 신문 기사에서 Allied Artist에 대한 글을 읽고 그 주식을 구입하였다. Allied Artist가 6개월 후 파산신청을 하자 이로 인하여 손해를 입은 Panzirer은 위 회사들을 상대로 소를 제기하며 만약 신문 기사의 Allied Artist에 대한 평가가

---

46) Peter J. Dennin, "Which Came First, the Fraud or the Market; Is the Fraud-Created-the-Market Theory Valid under Rule 10b-5", 69 Fordham Law Review 2611, 2623,2624면, (2001)

47) James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, 전게서, 708면

48) Robert H. Klonoff & Edward K.M. Bilich, "Class Actions And Other Multi-Party Litigation-Cases And Materials", West Group, American Casebook Series, 910면, (2000)

49) Peter J. Dennin, 전게논문, 2613,2614면

50) Panzirer v. Wolf, 663 F.2d 365 (2nd Cir. 1981).

51) 김정수, "증권집단소송법상 입증책임과 시장사기이론 : 미국에서의 발전과 우리 법과의 비교분석을 중심으로", 주식, 증권거래소, 통권 423호, 18면, (2003)

좋지 않았다면 Panzirer는 주식을 사지 않았을 것이므로 그녀의 위 기사에 대한 신뢰는 시장의 진실성에 대한 신뢰로 평가되어야 한다고 주장하였다. 즉, 이 사건에서 Panzirer는 시가를 신뢰한 것은 아닌 것이다[52].

제1심 법원은 Panzirer가 1차적으로는 신문 기사를 신뢰한 것이고, 2차적으로는 시장의 진실성을 신뢰한 것인데, 2차적 신뢰만으로는 Rule 10b-5 사건의 신뢰 요건을 인정하기 부족하다고 판단하였다.

그러나 제2 순회법원은 1차적인 신뢰와 2차적인 신뢰를 구별할 법적 근거가 없다고 하면서 원고는 중요한 허위공시 또는 누락이 회람된 후 증권시장에서 일하거나 그에 관한 보고를 하는 자들로부터 얻은 정보를 신뢰하였음을 입증하는 것으로 그 허위공시 또는 누락을 간접적으로 신뢰한 것으로 인정받을 수 있다고 판단하였다[53]. 즉, Panzirer은 가격을 신뢰하지 않았기 때문에 시가의 진실성을 신뢰하지는 않았으나, 신문 기사에 실린 정보를 제공한 시장의 진실성은 신뢰하였다는 것이다(Zelda Panzirer did not rely on the integrity of the market price because she did not rely on price, but she did rely on the integrity of the market in producing the information reported in The Wall Street Journal)[54].

Panzirer은 위 소를 집단소송으로 제기하였는데, 제2 순회법원은 Panzirer가 적절한 집단의 대표자가 될 수 없다는 이유로 집단

---

52) Jan Ginter Deutsch, “Panzirer V Wolf : A Study In Doctrinal Exegesis”, Yale Law School Faculty Scholarship Series Paper 4071, 164면, (1982). 그러나 위 판례를 소개하며 이를 시가 왜곡 정당화(price distortion justification) 접근법이라고 하는 학자도 있다{James D. Cox, “Fraud on the Market After Amgen”, 9 Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy, 6면, (2013)}.

53) Julie A. Heisel, “Panzirer v. Wolf : An Extension of the Fraud-on-the-Market Theory of Liability under Sec Rule 10b-5”, 32 Catholic University Law Review 695, 705,706면, (1983)

54) Panzirer v. Wolf, 663 F.2d 365 (2nd Cir. 1981)

소송을 불허하였다. 위 판결에 대하여 Price Waterhouse와 Panzirer은 모두 상고하였으나, 연방대법원은 Price Waterhouse의 상고만 허가하였다. Panzirer는 집단소송이 불허되자 상고 및 소를 포기하여 결국 연방대법원은 제2 순회법원이 제시한 위 법리에 대하여 판결하지 않았다[55].

마지막으로 제7 순회법원은 Flamm v. Eberstadt 판결에서 방론으로 시장사기이론에 의하면 원고가 거짓말, 왜곡된 공시 또는 누락이 시가에 영향을 주었음을 입증한다면 그는 그 위법행위를 알거나 신뢰하였음을 입증할 필요 없이 손해배상을 받을 수 있어야 하고, 이 경우 그가 배상받을 금액은 실제가격과 거래소에 있는 투자자들이 완전한 정보를 가졌을 경우 형성되었을 시가 사이의 차액이라고 보았다. 다만 이 논리를 일관되게 가져가면 널리 거래되는 주식에 대해서는 오직 시장사기이론만이 손해배상의 근거가 된다고 설시하였다[56]. 이 논리에 의하면 투자자가 피고가 한 (원고 주장에 의하면) 허위인 공시로 인하여 실제로 영향을 받은 시가의 진실성을 신뢰하고 주식을 거래한 경우 원고는 그 허위공시를 간접적으로 신뢰하였다고 할 수 있다[57].

위와 같은 다양한 시장사기이론에 관한 판결들은 시가의 진실성(integrity of the market price)으로부터 시장사기이론의 근거를 찾는 Blackie 판결 및 Flamm 판결과 시장의 진실성(integrity of the market)으로부터 시장사기이론의 근거를 찾는 Shores 판결 및 Panzirer 판결로 나눌 수 있다[58]. 또 Blackie 판결은 시가의 진실

---

55) Julie A. Heisel, 전게논문, 706면

56) Flamm v. Eberstadt, 814 F. 2d 1169, (7nd Cir. 1987).

57) Jeffrey L. Oldham, “Taking ‘Efficient Markets’ Out of The Fraud-on-the-Market Doctrine after The Private Securities Litigation Reform Act”, 97 Nw. U. L. Rev. 995, 1007면 (2003)

58) Shores 판결은 시가의 진실성이 아니라 시장의 진실성에 의존하는 것이므로 시장사기이론과 다른 경제이론에 기초하여 구별된다는 견해도 있다{최승재, “효율적 시장가설의 규범 포섭 - 시장사기이론의 적용한계의

성에 대한 신뢰를 시장사기이론의 근거로 Flamm 판결은 시가의 진실성에 대한 신뢰를 요하지 않고 공시가 시가의 변화와 인과관계만 있으면 된다고 보았다[59]. 이 같이 하급심 법원들의 법리가 난립하던 중 연방대법원은 Basic 판결에서 시가의 진실성에 대한 신뢰를 시장사기이론의 근거로 받아들였는바[60], 이하에서는 Basic 판결의 내용을 살펴볼 필요가 있다.

2. Basic 사건의 경과

Basic 판결의 원고들은 뉴욕 증권시장(New York Stock Exchange, 이하 'NYSE'라 한다)에서 주식이 거래되던 회사의 과거 주주들이었다. Basic Inc.(이하 'Basic'이라 한다)의 이사들과 임원들은 1976년 9월경부터 위 회사 제품과 관련된 분야의 제품을 제조하는 회사인 컴버션 엔지니어링(Combustion Engineering)과 합병에 관한 논의를 진행하기 시작하였다. Basic은 1977년부터 1978년까지 3차례 걸쳐 합병에 관한 논의를 하고 있지 않다는 내용의 공시를 하였으나 결국 Basic의 이사회는 1978년 12월 20일 주식 모두를 컴버션 엔지니어링이 공개 매수하는 것을 승인하였다고 공개적으로 발표하였다.

그러자 Basic이 최초로 합병에 관한 논의를 하고 있지 않다는 내용의 공시를 한 시점으로부터 Basic이 컴버션 엔지니어링의 공개 매수를 승인한다는 공시를 한 시점까지의 기간 동안 Basic의 주식을 매도한 주주들은 Basic과 그 임원들 중 일부가 Section 10(b) 및 Rule 10b-5를 위반하여 손해를 입었다고 주장하면서 Basic 및 그

획정을 중심으로-", 증권법연구 제12권 제1호, 103면, (2011)}.

59) Panzirer 판결은 유통시장의 진실성에 관한 사건인 반면 Shores 판결은 발행시장의 진실성에 관한 사건이라는 차이가 있다.

60) Basic 판결의 논리는 시가의 진실성에 대한 신뢰를 요구함으로서 Flamm 판결의 법리를 배척한 것으로 보인다. 그러나 Basic 판결은 Shores 판결과 Panzirer 판결과 사안을 달리하기 때문에 위 두 판결의 법리 역시 배척한 것이라고 볼 수 있는지는 의문이다.

임원들 중 일부를 상대로 Rule 10b-5 집단소송을 제기하였다.

원고들은 Basic이 컴버션 엔지니어링과 진지하게 합병에 관한 논의를 진행하고 있었음에도 불구하고 이를 부인하는 내용의 허위공시를 하였기 때문에 원고들은 인위적으로 낮춰진 주가에 주식을 팔아 손해를 입었다고 주장하였다. 당시 원고들은 실제로는 주식을 매도하여 수익을 얻었음에도 불구하고 그들은 허위공시로 인하여 더 얻을 수 있던 수익을 충분히 얻지 못하였으므로 손해를 입은 것이라고 주장하였다[61]. 이와 같은 원고들의 주장에 대하여 피고들은 ① 원고들의 집단소송은 불허되어야 하고, ② Basic이 한 위 각 공시는 법적으로 중요한 것으로 인정될 수 없다는 취지로 각 주장하였다.

제1심 법원은 원고들의 집단소송을 허가하였으나, Basic이 한 위 각 공시는 법적으로 중요한 공시에 해당한다고 볼 수 없다고 판단하였다. 항소심 법원은 제1심 법원이 한 집단소송허가에 대한 판단 부분은 유지하였으나 허위공시의 중요성에 대하여 한 판단 부분은 이를 취소한 후 Basic이 중요한 내용에 대한 허위공시를 하였다고 판결하였다.

그러자 연방대법원은 위 항소심 판결에 대하여 ① 임박한 합병에 관한 논의에 대한 정보를 중요한 정보라고 인정할 기준이 무엇인지, ② 시장사기이론에 의하여 신뢰 요건을 추정한 것을 승인할지 여부를 각 심리하여, 결국 그 판결은 4인의 다수의견과 2인의 소수의견으로 나뉘었다[62].

---

61) Jeffrey J. Haas, Corporate Finance in a nutshell, West Nutshell Series, Second Edition (Kindle Edition), 2143면, (2011)

62) 연방대법원은 총 9명의 재판관으로 구성되어 있다(U. S. C. Section 1. “The Supreme Court of the United States shall consist of a Chief Justice of the United States and eight associate judges, any six of whom shall constitute a quorum”). Basic 판결은 3명의 대법관이 참여하지 않은 채 다수의견 4명, 소수의견 2명으로 판결되었다. 이를 이유로 위 판결을 단지 다수의 의견에 의한 판결이라고 평가하기도 하나 위 판결은 판결에 참여한 대법관의 과반수에 의한 의견으로 이루어진 것이므로 선례구속력이 인정

II. Basic 판결의 내용

1. 다수의견의 입장

위 판결의 다수의견은 신뢰 요건과 시장사기이론에 관하여 ① 각각의 원고가 개별적으로 신뢰 요건을 입증하도록 하면 개별적인 문제가 공통적인 문제를 압도할 것이기 때문에 실질적으로 원고들이 집단소송으로 진행하기 불가능하게 될 것이고, ② Section 10(b) 및 Rule 10b-5에 의한 청구 사건에서 신뢰 요건을 충족하는 방법은 하나 이상 있을 수 있으며, ③ 수백만 주의 주식이 매일 거래되는 현대 금융시장에서의 거래는 대면거래(face-to-face transactions)와 성격이 다르기 때문에 신뢰 요건에 대한 해석은 이와 같은 차이를 고려하여야 한다고 전제하였다.

그리고 ① 추정에 관한 법리는 직접적인 증거를 제출하기가 어려운 사건에서 일반적으로 법원의 심리를 도와주고, ② 공정성(fairness), 공공정책(public policy), 확률(probability) 및 사법경제(judicial economy)를 기반으로 한 추정의 법리는 당사자들 사이에 입증책임을 분담하는 효율적인 도구이며, ③ 이와 같은 추정을 허용하는 것은 증권거래소법에 내포된 미국 연방의회의 정책적 판단과 일치하고, ④ 최근의 실증 연구에 의하면 잘 발달된 시장에서 거래되는 주식의 가격은 공개된 정보들을 모두 반영하기 때문에 중요한 허위공시도 반영하고 있으므로 위와 같은 법리는 일반 상식과 확률에 근거한 것이고, ⑤ 시장에 의하여 정하여진 가격에 주식을 매매한

되는 판결이라고 할 것이다{Donald C. Langevoort, “Theories, Assumptions, and Securities Regulation : Market Efficiency Revisited”, 140 University of Pennsylvania Law Review 851, 892면, (1992)}. 이하에서는 편의상 그 구별이 필요할 때는 다수의견과 소수의견이라는 표현을 사용하고, 그 구별이 필요 없을 때는 다수의견을 Basic 판결이라 한다.

투자자는 그 가격의 진실성을 신뢰하였다고 볼 수 있으므로, 원심 법원이 시장사기이론을 근거로 신뢰 요건을 반증 가능한 추정(rebuttable presumption of reliance)을 할 수 있다고 판단한 것은 정당하다고 판시하였다.

2. 소수의견의 입장

소수의견은 ① 법원은 효율적 자본시장 가설에 관한 전문가나 경제학자를 고용하고 있지 못하고 실증적 시장 연구의 유효성을 확인할 능력도 없기 때문에 법원이 현대 미시경제학 이론에 근거한 법리를 적용하는 것은 적절하지 않고, ② 현대 경제학 이론 및 국제금융시장에 비추어 사기에 관한 법적 평가를 수정할 필요가 있는지 여부를 판단하는 것은 법원이 아닌 의회의 역할이며, ③ 시가의 진실성이라는 개념은 시가와 구별되는 주식의 실제 가치가 있음을 내포하는데 과연 이러한 가치가 존재하는지 의문이어서 위와 같은 개념 자체를 인정하기 어렵고, ④ 설령 시가의 진실성이 인정되더라도 투자자들이 이를 신뢰하여 주식을 거래한다고 보기 어렵다는 등의 이유로 신뢰 요건의 충족 여부를 심리하는 방법으로 시장사기이론을 근거로 한 반증 가능한 추정을 허용하는 것은 부당하다고 판시하였다.

제3절 Basic 판결에 대한 검토

I. Basic 판결의 의의

Basic 판결에 의하면 공개되고 발달된 증권시장에서 주가는 회사와 그 사업에 관한 중요한 정보를 반영하고, 증권시장에서 형성된 가격에 주식을 매매하는 투자자들은 시가의 진실성을 신뢰하고 거래하기 때문에, 투자자들이 직접 허위 공시의 존재나 내용을 알지 못하였더라도

그들이 그 공시의 영향이 반영된 가격으로 주식을 거래한 것만으로 그 주가를 형성하게 한 허위 공시를 신뢰하고 거래한 것이라고 추정할 수 있다고 한다. 이와 같은 시장사기이론에 의하여 원고들은 피고가 한 공시의 내용을 직접 보고 이에 근거하여 주식을 매매하였음을 입증하지 않더라도 그들이 허위공시가 반영된 주가를 신뢰하여 주식을 거래하였다는 추정을 받을 수 있게 되었다[63].

Basic 판결 이후 법원은 일반적으로 원고가 특정한 사건에서 신뢰 요건을 추정받기 위한 요건으로 ① 허위공시라고 주장되는 공시의 내용이 공개되어 있었고, ② 그 내용이 중요한 것이며, ③ 주식이 효율적인 시장에서 거래되고 있었고, ④ 원고는 주식을 허위공시가 이루어진 시점으로부터 진실이 밝혀진 시점 사이에 거래하였음을 각 입증하면 된다고 보았다[64].

---

63) 제9 순회법원은 1975년 Blackie 판결에서 허위정보는 투자자가 거래하는 주가에 영향을 줄 수 있으므로 직접적인 신뢰가 없더라도 손해를 입히기 때문에 신뢰요건을 추정하는 것이 합리적이라고 판단하였다. 위 법원은 이 같은 추정은 원고가 (거래 당시) 사실을 알았다거나, 사실을 알았더라도 거래하였을 것임을 보이는 것 만으로만 깨뜨릴 수 있다고 판단하였다(Donald C. Langevoort, 주석 62 전게논문, 890면). 그 후 1980년대 중반에 이르기까지 미국의 항소법원들은 시장사기이론에 근거한 Rule 10b-5 집단소송을 허가하기 위하여 신뢰요건의 추정 법리를 인정하였다. 이러한 관점에서 보면 연방대법원은 단지 하급심 법원들의 확립된 입장을 확인하였을 뿐이라 할 것이다{Donald C. Langevoort, “Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market”, Wisconsin Law Review, 152면, (2009)}.

64) “Based on this theory, a plaintiff must make the following showings to demonstrate that the presumption of reliance applies in a given case: ① that the alleged misrepresentations were publicly shown, ② that they were material, ③ that the stock traded in an efficient market, ④ that the plaintiff traded the stock between the time the misrepresentations were made and when the truth was revealed{Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc, 573 U. S. 6, (2014)}.”, 그러나 뒤에서 보는 바와 같이

Basic 판결은 신뢰 요건의 추정에 대한 반증을 허용하였다. 즉, 피고는 예를 들어 ① 주가를 결정하는 매매를 하는 전문가, 즉 시장조성자(market maker)들이 진실을 알고 있어 그 공시가 주가에 영향을 주지 않았음을 보이거나[65], ② 원고가 시가의 진실성을 신뢰하지 않고 그 회사의 주식을 매도하였음을 보이는 방법으로 신뢰요건의 추정을 깨뜨릴 수 있다[66].

연방증거법(Federal Rules of Evidence, 이하 '연방증거법'이라 한다)상 증거제출책임(Burden of producing evidence)의 분배원칙은 특정 쟁점에 관하여 양 당사자에게 모두 자신에게 유리한 증거가 있을 경우 그 제출 순서를 규율하는 것이라 할 수 있다. 그 분배원칙은 특정 쟁점에 관하여 어느 당사자가 증거를 먼저 제출할지를 정하는 것이다[67]. 보통 증거제출책임은 사실의 존재를 주장하는 당사자에게 있으나 그 당사자가 그 의무를 다할 경우 상대방에게 책임이 이전될 수 있다[68].

Amgen 판결에서 연방대법원은 중요성(materiality) 요건은 집단소송허가 단계에서 입증되어야 하는 것이 아니라고 판단하였다{Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U. S. (2013)}.

65) 이를 "시장에 대한 진실(truth on the market)"이라고 부르기도 한다{Easterbrook, Frank & Daniel Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press, 344,345면, 1991(2008 Reprint)}. 이에 대하여 Basic 판결의 시장사기이론의 논리는 효율적 시장가설에 반드시 의존한다고 볼 수 없으나 시장에 대한 진실을 통한 반증은 효율적 시장가설이 인정되어야만 논리적으로 인정될 수 있다는 의견이 있다{Daniel C. Langevoort, "Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation", Northwestern University Law Review, 54,55면, (2002)}

66) Jeffrey J. Haas, 전게서, 2152면

67) 권혁재, "미국 민사증거법상 증명책임과 증거제한에 관한 一考察", 법학논고, Vol.19, 57면, (2003)

68) Kenneth S. Broun, George E. Dix, Edward J. Imwinkelried, D. H. Kaye, Robert P. Mosteller, E. F. Roberts, John W. Strong & Eleanor

연방증거법 Rule 301은 추정에 관하여 “민사소송에서는 연방성문법이나 이 법이 달리 규정하지 않는 한 추정으로 인한 불이익을 보는 상대방은 그 추정을 반증하기 위한 증거를 제출할 의무가 있다. 그러나 이로 인하여 설득책임은 전환되지 않고 애초에 그 책임이 있는 자에게 남는다”라고 규정하고 있다[69].

여기서 추정이란 일정한 기본 사실이 입증되면 특정한 구체적인 조건이 충족되지 않는 한 다른 사실의 존재를 인정하도록 하는 절차적 장치라고 정의할 수 있다. 만약 추정된 사실의 존재에 반하는 사실에 관한 충분한 증거가 제출된다면 그 추정은 반증되어 더 이상 재판에 영향을 주지 못하게 된다[70]. 연방증거법상 추정은 증거제출책임을 전환하는 것이다[71]. 즉, 설득책임(Burden of persuasion)에는 영향을 주지 않는다.

피고는 Basic 판결에 의하여 증거제출책임이 전환된 신뢰 요건의 추정을 깨뜨리기 위한 반증을 하여야 한다. 그러나 피고가 추정을 깨기 위한 반증을 제시하기는 사실상 매우 어렵다[72].

비대면거래가 일상화된 현대 증권시장에서 허위공시의 내용을 신뢰하여 주식을 매매한 자가 이로 인하여 손해를 입었다 하더라도

Swift, McCormick on Evidence, Hornbook Series, Thomson/West, Sixth Edition, 562면, (2006)

69) Rule 301. Presumptions in Civil Cases Generally

In a civil case, unless a federal statute or these rules provide otherwise, the party against whom a presumption is directed has the burden of producing evidence to rebut the presumption. But this rule does not shift the burden of persuasion, which remains on the party who had it originally.

70) Michael H. Graham, “Federal Rules of Evidence in a nutshell”, West Nutshell Series, Eighth Edition (Kindle Edition), 1096면, (2011)

71) 주광일, “미국증거법상의 추정”, 法曹, Vol.27 No.4, 85면, (1978)

72) 한 연구에서는 실제로 피고가 시장사기이론에 의한 추정을 깨뜨린 사례가 2013년 현재 5건에 불과하다고 한다(Joseph A. Grundfest, 전게논문, 47면).

그가 허위공시의 내용을 직접 보거나 듣고 이를 이유로 주식을 매매하였음을 입증하여 신뢰 요건을 직접 충족시키기는 매우 어렵다. Basic 판결이 인정한 시장사기이론은 비단 집단소송이 아니더라도 원고가 허위공시로 인한 손해배상 청구를 하는 경우 신뢰 요건을 입증하는 책임을 완화하여 준다고 할 수 있다[73].

나아가 공개된 시장에서 거래하는 대부분의 투자자들이 개별적으로 Rule 10b-5 소송을 제기하는 것은 그가 배상받을 손해에 비하여 지출하는 비용이 더 많아질 수 있기 때문에 쉽지 않다[74]. 그런데 Basic 판결은 각각의 투자자들이 신뢰 요건을 개별적으로 입증하도록 하는 대신 신뢰 요건의 추정을 받을 수 있게 하여 시장사기이론을 근거로 집단소송허가 요건을 충족할 수 있도록 하였다. 이로 인하여 Basic 판결의 시장사기이론은 Rule 10b-5 소송을 집단소송으로 제기할 수 있는 열쇠가 되었다[75].

II. Basic 판결에 대한 비판

1. 효율적인 시장의 입증 방법

Basic 판결의 시장사기이론에서는 효율적인 시장의 입증이 중요한 관건임에도 불구하고 Basic 판결은 효율적인 시장의 심사기준을 구체적으로 제시하지 않았다. 이 때문에 미국의 하급심 법원들은

---

73) 시장사기이론이 신뢰요건에 관한 입증책임을 완화 내지 전환하는 유일한 법리는 아니다. In Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972) 사건에서 연방대법원은 적극적인 허위공시가 아닌 누락이 문제된 사건에서 공시를 하지 않음으로 인하여 거래하였음을 입증하기 어렵다는 이유로 신뢰요건의 추정을 인정하였다(Donald C. Langevoort, 주석 62 전게논문, 891면).

74) James D. Cox., 전게논문, 6면

75) John C. Coffee, Hillary A. Sale, Securities Regulation: Cases and Materials, Eleventh Edition, Foundation Press, 1021면, (2009)

효율적인 시장 요건을 심사하기 위한 구체적인 기준을 별도로 확립할 필요가 있었다.

그 중 널리 받아들여진 것은 Cammer v. Bloom 판결[76](이하 'Cammer 판결'이라 한다)의 법리이다. 위 사건에서 원고들의 소송대리인은 원고들이 공시를 직접적으로 신뢰하였음을 보일 수 없음을 인정하였고, 해당 주식은 당시 전국적인 증권거래소가 아닌 NASDAQ에서 거래되고 있었기 때문에 법원은 위 주식이 효율적인 시장에서 거래되고 있었음을 심사할 기준을 세워야 했다[77].

Cammer 판결에서 법원은 ① 평균 주간 주식거래량이 일정한 수 이상일 것(an average weekly trading volume during the class period in excess of a certain number of shares)[78], ② 다수의 증권분석가가 그 회사의 주식을 분석한 보고서를 냈을 것(it would be persuasive [if] a significant number of securities analysts followed and reported on an company's stock), ③ 해당 주식에 관하여 마켓메이커가 여럿 있을 것(the stock had numerous market makers)[79], ④ 그 회사가 공모발행을 할 때 S-3 보고서 양식

76) Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. (D.N.J.1989)

77) Ferrillo, Paul. A. and Dunbar, Frederick C. and Tabak, David, "The 'Less Than' Efficient Capital Markets Hypothesis : Requiring More Proof from Plaintiffs in Fraud-on-the-Market Cases", 78 St. Johns Law Review, Vol. 78, 89면, (2004)

78) 증권이 더 활발히 거래될수록 분석가들이 그 회사의 가치에 영향을 주는 정보를 생산할 가능성이 크고, 그 정보가 빠르고 정확하게 주가에 반영될 수 있다{Brad M. Barber, Paul A. Griffin, and Baruch Lev, "The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency", Journal of Corporation Law, Vol. 19 Issue 2, 291면, (1994)}.

79) 마켓메이커란 특정증권에 대하여 계속적으로 "자기의 계산"으로 매도 및 매수를 함으로써 그 증권의 시장성을 유지하고 급격한 가격변동을 막는 역할을 담당하는 딜러를 말한다. 하나의 마켓메이커가 복수의 증권을 담당하는 경우도 있지만, 하나의 증권에 복수의 마켓메이커가 있는 경우도 많다(김건식·송옥렬, 전게서, 42면).

을 사용할 수 있을 것(the company was entitled to file an S-3 Registration Statement in connection with public offering)[80], ⑤ 예기치 않은 사건의 발생이나 재무적 공시와 즉각적인 주가의 변동 사이에 인과관계가 있음을 보이는 실증적 증거가 있을 것(it would be helpful to ... [have] empirical facts showing a cause and effect relationship between unexpected corporate events or financial releases and immediate response in the stock price)이라는 5가지 요건을 종합하여 시장의 효율성을 판단하였고[81], 그 중 회사의 공시와 주가의 변동 사이의 인과관계를 가장 중요한 요소로 평가하였다[82]. 그 후 Krogman v. Sterritt 판결[83](이하 'Krogman 판결'이라 한다)에서 법원은 시장의 효율성을 심사하는 요건으로 ① 시가총액(Market capitalization)[84], ② 매매가격차이(Bid-ask spreads)[85], ③ 대중이 소유한 주식의 비율(Percentage of

---

80) 위 사건에서 법원은 공모발행을 할 때 S-3 보고서 양식을 사용할 수 있기 위해서 발행인은 최소한 36개월 이상 증권거래법에 의한 보고서를 제출하였어야 하고, 1억 5,000만 달러 이상의 의결권 있는 주식을 계열사 아닌 자가 가지고 있거나, 1억 달러 이상의 의결권 있는 주식을 계열사가 아닌 자가 가지고 있고 매년 300만 주 이상의 주식 거래량이 있어야 한다고 설시하였다{Ferrillo, Paul. A. and Dunbar, Frederick C. and Tabak, David, 전게논문, 90,91면

81) Bradford Cornell and James C. Rutten, "Market Efficiency, Crashes, and Securities Litigation", Tulane Law Review, 451-453면, (2006)

82) James D. Cox., 전게논문, 14면

83) Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467 (N. D. Tex. 2001)

84) Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467 (N. D. Tex. 2001), 위 법원은 주식의 구매자들은 시가총액이 큰 회사에 투자할 유인이 더 크기 때문에 이는 시장의 효율성을 심사하는 요소가 될 수 있다고 보았다("calculated as the number of shares multiplied by the prevailing share price, may be an indicator of market efficiency because there is a greater incentive for stock purchasers to invest in more highly capitalized corporations").

85) Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467, 478 (N. D. Tex. 2001), 법원은

shares held by the public)[86]을 추가로 고려하였다.

이 같은 요건들의 문제점은 공시에 대한 주가의 반응을 제외한 나머지 요건들이 직접적으로 그 시장이 효율적인지 여부나 그 주가가 효율적으로 산정된 것인지 여부를 보여주지 못한다는 것이다. 법원은 시장이 효율적이기 위한 전제조건에 대한 심리에 집중하였을 뿐 실제로 그 주가가 어떻게 반응하는지에 대한 심리를 소홀히 한 것이다[87]. 위 8가지 요건들 중 시장의 효율성을 직접적으로 심리하는 요건은 ① 주식을 분석하는 증권분석가의 숫자, ② 정보의 공개와 시가변동 사이의 인과관계뿐이고, 다른 요소들은 시장이 공개적이고 발달되었는지 여부를 심리하는 요건으로 평가된다[88].

결국 Cammer 판결과 Krogman 판결은 만약 주식이 많은 수의 합리적인 정보를 가진 투자자들 간에 적극적으로 거래된다면, 즉 시장이 공개되어 있고 발달되어 있다면, 신뢰 요건을 충족하기 위한 시장의 효율성이 추정된다고 본 것이다[89]. 위 요건들만으로 시장의 효율성을 직접 입증할 수 있다고 보기 어렵다.

일부 학자들은 Cammer 판결의 요건들을 통한 심사방법은 실제 시장이 효율적인 정도보다 더 그 시장을 효율적이라고 평가하게

투자자들이 주식을 사려는 가격과 현재 주식의 소유자가 주식을 팔려는 가격의 차인 매매가격차이는 그 차이가 클수록 비효율적인 시장이라고 볼 수 있다고 하였다("large bid-ask spread is indicative of an inefficient market, it suggests that the stock is too expensive to trade").

86) Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467, 478 (N. D. Tex. 2001), 법원은 내부자가 소유한 주식의 비율이 높을수록 그 주식의 시장이 효율적이라고 보기 어렵다고 하였다("because insiders may have private information that is not yet reflected in stock prices, the prices of stocks that have greater holding by insiders are less likely to accurately reflect all available information about the security").

87) Ferrillo, Paul. A. and Dunbar, Frederick C. and Tabak, David, 전게논문, 107면

88) Bradford Cornell and James C. Rutten, 전게논문, 454면

89) Bradford Cornell and James C. Rutten, 전게논문, 455면

하는 경향이 있다고 주장한다. 한 연구에 의하면 Rule 10b-5 집단소송 사건에 대한 판결 중 일부는 당해 시장이 약한 형태의 시장 효율성[90]이 인정되지 않음에도 불구하고 Cammer 판결의 요건에 따라 심사한 결과 시장의 효율성이 인정된다고 판시하였다[91].

게다가 Rule 10b-5 집단소송 사건을 다룬 법원들은 위 요건들을 심리하면서 일관성을 보이지 못하였다. 어떤 법원은 시장 조성자의 존재를 중시한 반면 다른 법원은 이를 중시하지 않았고, 또 어떤 법원은 주간 거래량을 중시한 반면 다른 법원은 이 요소를 소홀히 하였다. Cammer 판결도 여러 요건을 제시하면서도 이를 어떠한 기준에 따라 심사하여야 할지를 제시하지 않은 채 단순히 각 요건을 순서대로 심리하였다[92].

또 어떤 법원은 그 증권이 거래소에서 거래되는지 여부나 S-3 보고서 양식을 사용할 수 있는 회사의 것인지 여부와 같이 쉽게 확인할 수 있는 요건을 기준으로 심리한 반면, 다른 법원은 더 구체적으로 사실관계를 심사하였다. 또 다른 법원은 집단소송허가

---

90) 효율적 자본시장 가설에 의하면 효율적인 시장에서 주가는 그 회사의 가치에 관한 새로운 정보에 매우 빨리 반응하기 때문에 투자자들이 정보에 의존하여 주식을 매매하는 방법으로 단기 수익을 내는 것이 불가능하다. 효율적 자본시장 가설은 3가지 버전이 있는데 ① 약한 형태(Weak form)는 증권의 현가가 과거의 가격 변동에 관한 모든 정보를 반영한다는 것이고, ② 준강형(Semi-strong) 형태는 증권의 현가가 모든 공개된 정보를 반영한다는 것이며, ③ 강한 형태(Strong form)는 증권의 현가가 모든 공개된 정보와 공개되지 않은 정보를 반영한다는 것으로 분류된다{Lynn A. Stout, “The Mechanism of Market Inefficiency : An introduction to the New Finanace”, 28 Journal of Corporation Law, 640면, (2003)}

91) Grigori Erenburg, Janet Kiholm Smith and Richard L. Smith, “The Paradox of “Fraud on the Market Theory”: Who Relies on the Efficiency of Market Prices?”, Journal of Empirical Legal Studies, 277면, (2008)

92) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 167면

단계에서는 효율적인 시장에 대한 심사를 완화하여 적용한 후 본안 단계에서 이를 더 자세히 심사하여야 한다고 판단하였다[93].

심지어 일부 법원들은 시장의 효율성을 구체적으로 심리하지 않고 그 주식이 거래된 시장이 어디인지를 기준으로 시장의 효율성을 평가하였다. 예를 들어, 어떤 법원은 NASDAQ에서 거래되는 증권에 대하여 별다른 주간 거래량이나 증권분석 보고서에 대한 심리 없이 그 증권이 효율적인 시장에서 거래되는 것으로 판단하였다[94]. 그러나 또 다른 법원은 증권이 효율적인 시장에서 거래되는지 여부는 그 증권이 거래되는 거래소를 기준으로 할 것이 아니라 그 증권 자체를 기준으로 판단하여야 한다고 보았다[95]. 시장의 효율성을 인정할 명확한 기준이 없기 때문에 이와 같이 판결이 일관되지 못한 것이다[96].

시장의 효율성을 직접 입증하기 위한 요건을 정립하기 어렵고, 이를 심사하기 위한 다양한 간접사실들이 복합적으로 제시되고 있기 때문에 시장의 효율성 요건의 입증 여부에 대한 논란은 각급 법원 및 학계에서 계속될 수밖에 없었다. 나아가 학계에서는 Basic 판결이 요구한 효율적 시장의 의미와 그 기반이 되는 논리에 대한 비판도 계속되었다.

---

93) Donald C. Langevoort, 주석 62 전게논문, 899면

94) 원고가 증권이 거래된 시장의 효율성 요건을 입증하는 데 실패할 수 있다. 그러나 미국 법원은 일반적으로 NYSE에서 거래되는 증권은 효율적인 시장에서 거래되는 것으로 보고 있으므로, 최소한 NYSE에서 거래되는 증권은 쉽게 시장사기이론에 의하여 신뢰 요건이 추정될 것이다(Bradford Cornell and James C. Rutten, 전게논문, 447면).

95) Jeffrey L. Oldham, 전게논문, 1017면

96) Ferrillo, Paul. A. and Dunbar, Frederick C. and Tabak, David, 전게논문, 102면

2. 효율적 자본시장 가설에 근거한 시장사기이론의 유효성

시장의 효율성의 의미에 관하여 2013년 노벨경제학상을 수상한 파마 교수는 그의 1970년 논문에서 시장은 시가가 제공된 정보를 모두 반영할 때 효율적이라고 하였다[97]. 또 다른 학자는 시장이 투자자들로 하여금 평균 이상의 위험을 감수하지 않는 한 평균 이상의 수익을 내는 것을 허용하지 않을 때 이러한 시장을 효율적인 시장이라고 정의하기도 한다[98].

효율적 자본시장 가설에서 효율성의 의미도 서로 다르게 정의된다. 우선 정보 효율성(Informational efficiency)은 효율적인 시장에서 주가는 그 회사의 가치에 관한 새로운 정보에 매우 빨리 반응하기 때문에 투자자들이 주식을 정보에 의존하여 매매하는 방법으로 단기 수익을 내는 것이 불가능한 것을 의미한다. 반면, 증권시장에서 가격은 새로운 정보에 빨리 반응할 뿐만 아니라 정확히 반응하기 때문에 시가는 어느 회사에 대하여 예상되는 수익과 위험의 정확한 예측치라고 보는 입장도 있는데, 이러한 의미의 효율성을 근본적 가치 효율성(Fundamental value efficiency)이라 한다[99]. 근본적으로 효율적인 시장에서의 주가는 그 시장이 그 회사의 미래 현금흐름에 긍정적이거나 부정적인 영향을 줄 사건에 관한 정보를 받기 전에는 변동하지 않을 것이다[100]. 시장이 넓은 의미에서 정보 효율적

---

97) Eugene Fama, “Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work”, 25 Journal of Finance, 383면, (1970)

98) Burton G. Malkiel, “The Efficient Market Hypothesis and Its Critics”, 17 Journal of Economic Perspectives, 60면, (2003)

99) Lynn A. Stout, “Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failures, and Securities Regulation”, Cornell Law Faculty Publications, 646,647면, (1995)

100) Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, “The Fraud-on-the-Market Theory Revisited”, Faculty Scholarship Series. Paper 1640, 1013면, (1991)

이라는 점에 대해서는 상당한 공감대가 형성되어 있으나, 시장이 항상 합리적인지 내지 근본적 가치 효율적인지 여부에 대한 공감대는 약한 편이다[101].

Basic 판결은 시장사기이론을 받아들이면서 위 판결이 특정한 경제학 이론에 의한 것으로 이해되어서는 안 된다고 설시하였으나, 그럼에도 불구하고 위 판결은 효율적 자본시장 가설 중 준강형 형태를 받아들인 것으로 평가되고 있다[102].

Basic 판결 이후 일부 학자는 회사에 대한 허위공시가 그 회사의 주가에 반영되는 효율적인 시장이 현실적으로 인정되므로 효율적인 시장을 전제로 한 시장사기이론은 Rule 10b-5 집단소송 사건에 관한 법리를 발전시킨 것이라고 평가하였다[103]. 이 때 효율적인 시장이

---

101) James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, 전게서, 705면

102) Basic 판결의 원고들은 Basic이 잠재적인 합병 계획에 관하여 허위공시를 함으로 인하여 주가의 진정한 가치보다 시가가 인위적으로 낮춰졌다고 주장하였는데, 위 판결이 위 주장을 받아들인 것은 묵시적으로 강한 형태의 효율적 자본시장 가설을 거부한 것이라 평가된다. 강한 형태의 효율적 자본시장이라면 Basic의 주가는 모든 정보를 반영하기 때문에 Basic이 한 공시가 허위라는 정보도 역시 반영하였을 것이기 때문이다. 또 Basic 판결은 잘 발달된 시장에서 거래되는 주식은 모든 공개된 정보를 반영하므로 중요한 허위공시도 반영한다고 판시하였는데, 약한 형태의 효율적 자본시장은 현재의 시가가 과거의 시가에 의하여 내포된 정보만을 완전히 반영한다는 것에 불과하고 현재의 공개된 정보를 반영한다고 보지 않기 때문에 Basic 판결이 전제한 위 시장은 약한 형태의 효율적 자본시장이라고 할 수 없다{Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, “Good Finance, Bad Economics : An Analysis of the Fraud on the Market Theory”, 42 Stanford Law Review 1059, 1077,1078면. (1990)}. 미국의 하급심 법원 중 일부도 이같이 평가하고 있다{In re Polymedica Corp. Sec. Litig., 432 F. 3d 1, 10 n.16 (1st Cir. 2005)}.

103) Daniel R. Fishchel, “Efficient Capital Markets the Crash and the Fraud on the Market Theory”, 74 Cornell Law Review 907, 912면,

존재한다는 의미는 효율적인 시장에서 그 회사의 진정한 가치를 주가로 확인할 수 있다는 것이 아니라 효율적인 시장에서 주가가 정하여지는 방법이 주가를 정하는 다른 방법과 비교하여 볼 때 우월하다는 것으로 이해하여야 한다고 한다. 즉, 효율적인 시장을 전제로 한 시장사기이론이 다른 방법보다 신뢰 요건을 인정하기 위한 더 나은 방법이라는 것이다[104].

다른 학자들은 시장이 효율적으로 작동하는 이유는 개개의 투자자들이 모두 합리적인지 여부에 의하여 영향을 받기보다는 매매차익을 노리고 거래하는 시장의 기관투자자들(Institutional investors)의 역할이 크므로 시장의 상대적인 비효율성은 공매도(Short selling)에 대한 제한을 완화하는 등 위 기관들에 대한 규제를 개혁하는 방법으로 해결할 수 있다고 하면서 시장의 효율성을 옹호한다[105].

Basic 판결이 근거한 시장사기이론에 대한 비판은 다양한 관점에서 제기되었는데, 이는 Basic 판결이 시장의 효율성을 강조하면서도 그 논리가 근거한 효율적 자본시장 가설의 개념이나 그 판결의 근거를 자세히 설명하지 않았기 때문이다. 경제학 이론들이 효율성을 정의하는 방법이 서로 다르기 때문에 Basic 판결의 시장사기이론을 적용하기 어려운 것이다[106].

예를 들어, Basic 판결에 대한 다양한 비판 중 하나는 Basic 판결은 시장이 근본적 가치 효율성일 것을 요구한다는 전제하에 많은 실증 연구에 의하면 자본시장은 근본적 가치 효율성이 인정되지 않는다고 한다. 실증 연구에 의하면 시가 총액이 적은 회사들에

(1989)

104) Daniel R. Fishchel, 전게논문, 915면

105) Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, “The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later : The Hindsight Bias”, 28 The Journal of Corporation Law 215, 30,31면, (2003)

106) Jill E. Fisch, “The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton”, Faculty Scholarship. Paper 420, 912면, (2013)

대한 수익이 시장 평균 수익보다 높게 나타나거나, 배당이나 수익에 관한 정보에 대한 주가의 변동폭이 과거보다 훨씬 큰 사례가 나타나는 등 자본시장의 주가가 위험과 수익에 관한 최상의 예측치라는 의미의 근본적 가치 효율성이 인정되고 있다고 보기 어려운 사례가 있다는 것이다[107].

또한, 학자들은 시장이 정보 효율성의 측면에서는 어느 정도 효율적이라고 인정하지만, Basic 판결이 정보 효율성에 근거한다 하더라도 그 효율성의 정도가 정보가 시가를 왜곡하였다고 추정할 수 있을 정도에 이른다고 볼 수 있는지에 대해서 의문을 제기하기도 하였다. 그러면서 시장이 정보에 즉각적으로 반응하지 않은 사례들을 제시하거나, 서로 다른 종류의 정보에 대하여 시장이 지속적으로 과잉반응하거나 과소반응한 사례를 제시하였다[108]. 또 다른 학자들은 행태재무학(Behavioral Finance)적 관점에서 투자자들의 비합리적인 다양한 행동을 열거하면서 이를 이유로 정보가 시가에 효율적으로 반영되지 못한다고 주장하기도 하였다[109].

이에 대하여 다른 일부 학자들은 Basic 판결이 자본시장이 정보 효율성의 관점에서 매우 효율적일 것을 요구한 것이 아니라면서 Basic 판결을 옹호하기도 한다. 이 관점은 Basic 판결이 허위공시와 주가 변동 사이의 관계를 인정하기 위하여 요구한 효율성의 정도는 정보가 주가에 영향을 주었을 것이라는 의미의 아주 낮은 것이라고 한다. Basic 판결은 투자자가 허위공시로 인하여 허위공시가 없는 시장에서의 주가와 다른 가격으로 자본시장에서 실제로 거래되었음을 보이기 위해 주가가 정확히, 즉각적으로 또는 매우 빠른 속도로 정보를 반영할 것을 요한 것이 아니고, 그 법리의 핵심은 시장의 효율성이 아니라 시가의 왜곡에 있다는 것이다[110].

---

107) Lynn A. Stout, 주석 99 전게논문, 648,649면
108) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 913면
109) Ferrillo, Paul. A. and Dunbar, Frederick C. and Tabak, David, 전게논문, 107-116면
110) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 913면

이와 유사한 입장의 다른 학자는 Basic 판결은 시장사기이론을 금융경제학이 아니라 민사소송법적으로 접근한 것이라고 주장한다[111]. Basic 판결의 도입부는 추정에 관한 법리와 추정 요건의 발동이 정당화되는 근거로 이루어져 있는데, 이 부분이 사실은 위 판결의 핵심 논리임에도 불구하고 이후 하급심 법원들이 이를 외면하였다고 한다[112].

Basic 판결의 입장을 알기 위해서는 결국 Basic 판결의 표현을 읽어야 한다. Basic 판결은 "시가에는 대부분의 공개된 정보가 반영되어 있기 때문에, Rule 10b-5 소송에서 투자자가 공개된 중요한 허위공시를 신뢰하였다는 것을 추정할 수 있다(Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentation, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 actions.)"라고 설시하였다[113]. 위 설시에서 Basic 판결이 모든 공개된 정보가 아니라 대부분의 공개된 정보가 반영된다고 한 점에 비추어 보면 Basic 판결이 시장사기이론을 적용하기 위해서 완전한 정보 효율성을 요구한 것은 아닌 것으로 보인다.

Basic 판결은 "최근의 실증 연구에 의하면 잘 발달된 시장에서 거래되는 주식의 가격은 공개된 정보들을 모두 반영하기 때문에 중요한 허위공시도 반영하고 있다(Recent empirical studies have tended to confirm Congress' premise that the market price of shares traded on well-developed markets reflects all publicly available information, and, hence any material information)"라고 설시하고 있기도 하나, 위 문장에 대한 각주에서 "이 사건에서 신뢰 요건의 추정을 받아들이기 위해서는 우리는 시장의 전문가들이 회사에 대한 대부분의 공개된 중요한 정보를 일반적으로 고려하여 주가에

111) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 158면
112) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 158면
113) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. (1988)

영향을 준다는 사실만을 믿으면 된다(For purposes of accepting the presumption of reliance in this case, we need only believe that market professionals generally consider most publicly announced material statements about companies, thereby affecting stock market prices.)"라고 설시하여 역시 시장 전문가들이 공개된 중요한 정보를 모두 고려하는 것이 아니라 일반적으로 고려한다는 사실만을 믿으면 된다고 하고 있으므로, 이를 보아도 Basic 판결이 완전한 정보 효율성을 요구한 것은 아니다[114]. 즉, 위 실증연구에 관한 설시는 그 표현 그대로 위 판결 당시 실증 연구의 경향을 제시한 것이지 그 자체를 연방대법원의 입장이라고 해석하지 않아야 한다. Basic 판결이 24번 각주 및 28번 각주에서 특정한 경제학 이론을 이 판결로 받아들이는 것이 아님을 확인한 것에 비추어 보아도 Basic 판결은 가장 완화된 의미의 시장 효율성, 즉 정보가 주가에 영향을 준다는 의미의 효율성을 전제한 것으로 여겨진다[115].

이같이 볼 경우 Basic 판결의 시장사기이론에 의하여 신뢰요건이 추정되는지 여부를 판단하기 위해서 반드시 시장이 효율적일 필요는 없다. 완벽하게 효율적인 시장의 존재는 시가의 진실성을 신뢰하고 거래한 투자자가 사기행위에 의하여 손해를 입었음을 인정할 충분조건이기는 하나 필수조건은 아니다. 사기 행위는 비효율적인 시장에서도 시가를 왜곡하기 때문이다[116]. 즉, Rule 10b-5 집단소송 사건에서 중요한 쟁점은 시장에서 거래된 특정한 주식의 주가가 왜곡되었는지 여부이지 그 주식이 거래된 시장이 일반적으로 효율적인지 여부가 아니다[117].

---

114) Donald C. Langevoort, "Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton", Georgetown Law Faculty Publications and Other Works. Paper 1364., 15면, (2014)
115) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. (1988)
116) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 161면
117) Donald C. Langevoort, 주석 62 전게논문, 899면

그러나 Basic 판결에 대한 비판은 시장의 효율성에 관한 법리뿐만 아니라 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하는지 여부에 대한 법리에 관해서도 역시 다양하게 이루어졌다.

3. 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하는지

Basic 판결은 위와 같은 시장의 효율성을 근거로 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하여 거래한다고 판단하였다. Basic 판결의 "시장에 의하여 정하여진 가격에 주식을 매매한 투자자는 시가의 진실성을 신뢰하여 이와 같은 거래를 한 것이다(An investor who buys or sell stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity in may be presumed)"라는 판시는 효율성 자본시장 가설로부터 투자자가 시가의 진실성을 신뢰하였다고 추정할 수 있음을 도출한 것이다.

위 판시에 대한 비판은 우선 시가의 진실성을 신뢰하여 거래하지 않는 다양한 투자자를 보이는 방법으로 이루어졌다. 시장에는 주가를 신뢰하여 투자 결정을 하지 않는 투자자들, 예를 들면 지수투자자(Indexer), 포트폴리오 투자자 등이 존재하는데 그들은 시가를 신뢰하여 거래하는 것이 아니기 때문에 시장사기이론을 적용할 수 없다고 한다[118]. 많은 투자자들은 시장이 비효율적이라고 믿고 평균 이상의 수익을 내기 위해 투자한다는 지적도 있다[119]. Basic 판결은 효율적 자본시장 가설로부터 투자자가 시가의 진실성을 신뢰한다고 추정할 수 있다는 논리를 도출하는 구조이기 때문에 시가의 진실성을 신뢰한다고 보기 어려운 투자자들의 존재를 설명하기 어렵다.

설령 Basic 판결을 투자자들이 대체로 시가의 진실성을 신뢰한다는

---

118) James D. Cox., 전게논문, 15면

119) Jonathan R. Macey, "The Fraud on the Market Theory : Some Preliminary Issues", 74 Cornell L. Rev. 923, 925면 (1989)

의미로 완화하여 해석하더라도 여전히 이는 비판을 면하기 어렵다. 신뢰 요건은 주관적 구성요건으로 투자자의 거래 당시의 동기, 의도, 의사 및 생각을 심리하는 것이다. 이는 외부에서 객관적으로 알기 어렵다. 그런데 Basic 판결은 투자자들 중 어느 정도의 비율이 시가의 진실성을 신뢰하고 거래하는지에 대한 아무런 실증 자료 없이 효율적 자본시장 가설로부터 시가의 진실성에 대한 신뢰를 도출하였다[120].

Basic 판결의 이 같은 논리 전개는 효율적 자본시장 가설을 투자자들의 행태를 묘사하는 이론으로 이해하였기 때문으로 보인다. 그러나 효율적 자본시장 가설은 투자자들의 실제 행동을 연구하는 이론이 아니기 때문에 위 가설을 근거로 하여 투자자들이 시가에 대한 진실성을 신뢰한다는 결론을 이끌어 낸 것은 부당하다[121].

효율적인 시장에서 사기 당할 위험은 시가에 반영된다. 투자자들은 사기 당할 위험을 감수하고 투자하는 데 대한 시장의 보상을 기대하면서 그 시가로 투자하는 것이지 그 시장에 사기가 없을 것이라는 전제하에 투자하는 것이 아니다[122]. 최근의 한 연구에서는 특정한 상장회사가 1년 사이에 사기 행위에 관여될 비율이 최대 14.5%라고 예측하였다[123]. 회사에 관한 사기는 전혀 이례적인 것이

---

120) Basic 판결은 시장에 의하여 정하여진 가격에 주식을 매매한 투자자는 시가의 진실성을 신뢰하여 이와 같은 거래를 한 것이라고 추정할 수 있다는 근거로 효율적 자본시장 가설, 상식 및 확률을 들고 있을 뿐 이 부분 논리를 뒷받침할 아무런 논문이나 증거를 설시하지 않았다. 이는 연방대법원이 1954년 Brown v. Board of Education of Tepeka 판결에서 공립학교에서 인종에 따라 분리하여 교육하는 것의 심리적 영향이 있음을 인정하면서 이에 관한 다양한 논문들을 제시한 것과 비교된다{Brown v. Board of Education of Tepeka, U. S. 483, (1954)}.

121) James D. Cox., 전게논문, 12면

122) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 160면

123) Donald C. Langevoort, 주석 114 전게논문, 15면

아니어서 투자자들은 사기당할 수 있음을 잘 알고 있다.

결국 대부분의 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하고 거래한다는 근거가 부족하고, 오히려 합리적인 투자자들이 효율적인 시장에서 본인이 사기를 당할 위험이 있음을 알면서 투자한다고 한다면 Basic 판결의 시장사기이론은 그 근거가 부족하게 된다.

그러나 이 같은 이유로 신뢰 요건의 추정을 부정하여야 하는 것은 아니다. 위 법리는 효율적인 거래를 촉진하기 위하여 주식을 거래하는 투자자가 시가의 진실성을 신뢰할 권리를 갖도록 한 것으로 해석할 수 있기 때문이다. 이는 대면거래에서 일방 당사자가 한 사기 행위를 이유로 다른 당사자가 그 거래를 취소할 수 있는 권리가 있는 것과 다르지 않다.

대면 거래를 하는 당사자들도 상대방이 사실을 말한다고 추정할 근거가 없지만 법률은 기망행위를 신뢰하였음을 이유로 취소할 수 있는 권리를 부여한다. 그 이유는 거래당사자가 상대방 당사자의 진정성을 추정할 수 있도록 함으로써 거래 관계에서 상대방을 신뢰하지 못함으로 인하여 효율적인 거래를 하지 못하게 되는 상황을 줄여 효율적인 거래가 이루어지도록 하기 위한 것이다[124].

다만 이 같은 법리의 정책적 필요성을 인정하더라도 이 같은 권리는 원칙적으로 법원이 아닌 국회의 입법으로 이루어져야 하는 것이다. 다양한 정책적 고려를 통한 권리의 부여는 연방대법원이 아닌 연방의회의 역할이기 때문이다. 따라서 연방대법원이 Basic 판결에서 이 같은 법리를 창설한 것은 헌법적 관점에서의 비판을 면하기 어렵다고 할 것이다.

4. Basic 판결에 대한 다른 비판들

허위 공시로 인하여 인위적으로 고평가된 주식을 산 주주가 있다는 의미는 다른 주주가 인위적으로 고평가된 주식을 팔았다는

---

124) Donald C. Langevoort, 주석 114 전게논문, 15면

것이다. 즉, 위 거래로 인하여 누군가가 손해를 입는 만큼 다른 누군가는 동시에 동일한 금액만큼 이익을 본다. 또한, 증권시장에서 반복적으로 거래하는 투자자들은 회사의 허위 공시로 인하여 손해를 볼 확률만큼 이익을 볼 확률이 있다[125].

한편 Rule 10b-5 집단소송 사건으로 회사가 원고에게 손해배상을 하는 것은 실질적으로 허위 공시에 대한 아무런 책임이 없는 손해배상 시점의 회사 주주들이 허위 공시에 대한 책임을 지는 결과를 가져올 뿐이라는 비판도 있다[126]. 허위 공시에 실제로 관여한 임직원들이 그들 개인의 계산으로 손해배상을 하는 경우는 극히 드물기 때문이다. 따라서 Rule 10b-5 집단소송 사건을 허용하는 것이 정책적으로도 바람직하지 않다는 의견이 있다[127].

또, Rule 10b-5 집단소송 사건의 소권은 연방의회가 아니라 사법부에 의하여 만들어진 것으로 연방대법원은 이러한 경우 그 요건을 사적 소권을 명문으로 부여하는 가장 유사한 조항에 비추어 해석하여 왔다고 지적한다. 그런데 Section 10(b)와 가장 유사한 증권거래소법 Section 18(a)는 명문으로 원고가 직접적으로 신뢰 요건을 입증할 것을 요구하며 신뢰요건의 추정을 허용하지 않으므로[128],

---

125) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, “Optimal Damages in Securities Cases”, 52 University of Chicago Law Review 611, 641면, (1985)

126) Rule 10b-5 집단소송 사건은 허위공시를 신뢰하여 인위적으로 가격이 저평가된 주식을 매도한 경우와 허위공시를 신뢰하여 인위적으로 가격이 고평가된 주식을 매수한 경우로 나눌 수 있는데, 전자의 경우는 회사의 임원 등이 한 허위공시를 이유로 현 주주의 비용으로 기존 주주의 손해를 배상하는 결과를 가져올 뿐이라고 한다(Joseph A. Grundfest, 전게논문, 59면).

127) Joseph A. Grundfest, 전게논문, 59면

128) Section 10(b)가 시행될 당시 유통시장에서의 허위공시 또는 누락을 규율한 조항 중 명문으로 사적소권을 부여한 것은 Section 18(a)뿐이었다(Joseph A. Grundfest, 전게논문, 29면).

결국 Rule 10b-5 집단소송 사건에서도 신뢰 요건의 추정을 허용하여서는 안 된다는 것이다[129].

또 다른 학자는 시장사기이론에 의한 인과관계 요건은 거래인과관계와 손해인과관계로 구별되는 전통적인 불법행위 사건에서의 인과관계 요건과 체계가 다르다고 주장한다[130]. 시장사기이론에 의하면 원고는 시가의 진실성을 신뢰한 것만을 입증하면 된다. 그런데 허위공시는 그 대상 주식을 더 매력적이게 하기도 하지만 더 비싸게 하기도 하므로 그 허위공시가 주식의 매매 여부를 결정하는데 중요한 역할을 한다고 보기 어렵다. 즉, 전통적으로는 허위공시가 없었다면 원고가 달리 행동하였을 것이라는 의미의 거래인과관계를 요하지만 시장사기이론은 허위공시가 없었다면 달리 행동하였을 것이 아니라 그 허위공시로 인하여 더 많은 비용을 들였다는 것에 주목하는 것이라고 한다. 따라서 연방대법원은 Rule 10b-5 집단소송 사건에서는 거래인과관계와 손해인과관계를 구별하지 말고 원고가 피고의 허위공시로 인하여 주가가 변동된 사실만 입증하도록 하여야 한다고 주장한다[131].

Basic 판결은 신뢰 요건의 추정에 대한 반증을 허용하나 피고가 위 추정을 깨뜨리기 위한 반증을 하는 것은 사실상 불가능하였다. 그런데 Basic 판결에 의하면 Rule 10b-5 집단소송 사건에서 집단소송이 허가되는 것이 거의 확실하기 때문에 실제 손해를 보지 않은 당사자들도 집단 전체에 대한 손해배상을 위한 보험을 든 회사로부터 합의를 이끌어 내기 위하여 소를 남발한다고 지적한다[132].

---

129) Joseph A. Grundfest, 전게논문, 32면

130) Merrit B. Fox, “Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, 60 The Business Lawyer, 514면, (2005)

131) Merrit B. Fox, 전게논문, 532면

132) Lily Fu Claffee, Steven G. Bradbury, Linda Kelly, James M. Spears and Maria Ghazal, Brief for Chamber of Commerce of the United States of America, National Association of Manufacturers, Pharmaceutical Research and Manufactueres of America, and Business

한편 시장사기이론은 효율적 시장의 존재가 입증될 수 있음을 전제로 그 시장은 모든 공개된 정보가 주식의 가격에 반영되므로 허위 공시된 정보도 마찬가지로 주식의 가격에 반영되었을 것이라는 2단계 논리를 거친다. 그렇기 때문에 허위 공시된 정보가 그 주식의 가격에 반영된 사실을 바로 입증할 수 있으면 굳이 2단계 논리를 거칠 필요가 없다고 한다. 결국 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하였는지 여부를 판단하는 것은 관련 시장이 효율적인지 여부라기보다 허위 공시가 그 영향을 받는 증권의 시가를 왜곡하였는지 여부라는 것이다[133].

이 같이 다양한 관점에서 논의가 이루어지면서 Basic 판결에 대한 대안도 여러 가지가 제시되고 있다. Basic 판결을 유지하자는 입장인 학자도 있지만[134], 시장사기이론을 폐기하고 직접적으로 신뢰 요건을 입증하도록 하여야 한다는 주장도 있고[135], 시장의 효율성 대신 시가충격(Price impact)을 입증하도록 하자는 주장도 있으며[136], 신뢰 요건 대신 인과관계만 입증하도록 하자는 주장도 있고[137], 아예 신뢰 요건 자체를 폐기하자는 주장도 있다[138]. 어떤 학자는 Section 10(b)에 의한 소권을 인정하는 대신 증권거래소에게 규제권한을 주는 방안을 제안하기도 하였다[139].

Roundtable as AMICI CURIAE supporting petitioners, 21면, (2014)

133) Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell and Jeffry M. Netter, “Lessons from Financial Economics : Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson”, Faculty Scholarship Series, Paper 1639, 1017면, (1991)

134) Barbara Black, “Behavioral Economics and Investor Protection : Reasonable Investors, Efficient Markets”, Loyola University Chicago Law Journal, Vol 44., 1502면, (2013)

135) Joseph A. Grundfest, 전게논문, 72면

136) Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, “Rethinking Basic”, 69 The Business Lawyer, 19면, (2014)

137) Jeffrey L. Oldham, 전게논문, 1015면

138) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 932면

Halliburton II 사건의 구술 변론 중 연방대법원의 대법관들은 이 중 사건연구(Event study)를 통하여 시가의 왜곡을 입증하도록 하는 방안에 관심을 표명하였고[140], 연방대법원은 결국 Halliburton II 판결에서 Basic 판결을 폐기하지 않으면서 사건연구를 통한 시가 왜곡을 입증하는 법리를 일부 도입하였다. 연방의회가 입법을 통하여 이를 바꾸지 않는 한 위 법리는 선례구속주의로 인하여 향후 계속 적용될 가능성이 높으므로 이에 대하여 자세히 살펴볼 필요가 있다.

5. 효율적 자본시장 가설 우회하기

Basic 판결에 의하면 투자자는 그가 효율적인 시장에서 거래한 사실을 입증하지 못할 경우 회사의 허위공시를 직접 신뢰하여 주식을 매매한 사실을 입증하여 신뢰 요건을 충족하여야 한다. 즉, 효율적인 시장에서 거래한 투자자는 특정한 허위공시를 직접 신뢰하였음을 입증할 필요가 없지만 비효율적인 시장에서 거래한 투자자는 이를 입증하여야 한다. 그러므로 Basic 판결은 한편으로는 입증책임을 완화하여 Rule 10b-5 집단소송 사건의 범위를 넓혔다고 볼 수 있으나 다른 한편으로는 비효율적인 시장에서 거래한 투자자를 위한 대안을 제공하지 않은 한계가 있다고 볼 수도 있다[141].

이를 극복하기 위하여 일부 학자들은 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰하였는지 여부의 심사 기준을 시장이 효율적인지 여부가 아니라 허위 공시가 그 영향을 받은 증권의 시가를 왜곡하였는지 여부로 하여야 한다고 주장한다. 그들은 ① 시장이 효율적이라는 점에 관한 반론이 많이 있을 뿐 아니라 시장의 효율성을 심사할 기준도

139) Adam C. Pritchard, “Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers”, Virginia Law Review, 1019면, (1999)
140) Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, 전게논문, 6면
141) Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell and Jeffry M. Netter, 주석 133 전게논문, 1017면

명확하지 않은 반면, ② 증권의 가격이 새로운 중요한 정보에 빠르게 반응한다는 점은 대체로 인정되며, ③ 사건연구라는 실증적 연구 방법으로 허위정보가 인위적으로 높거나 낮은 가격으로 증권이 거래되도록 하였는지를 판단할 수 있음을 근거로, 사건연구로 허위공시가 회사의 주가에 통계적으로 유의한 영향을 준 사실이 인정되는지 여부를 심사하는 방법으로 신뢰 요건의 충족 여부를 판단하자고 제안하였다[142].

Basic 판결의 시장사기이론에 의하여 신뢰 요건의 추정을 받도록 하기 위해서는 시장의 효율성이 전제되어야 한다. 즉, 이 법리는 ① 효율적인 시장에서 거래되는 증권의 가격은 그 회사에 관한 모든 공개된 정보를 반영하고, ② 이로 인하여 효율적인 시장에서 증권을 매수한 사람은 그 증권을 매수하면서 공개된 정보를 신뢰하였다고 추정할 수 있으며, ③ 따라서 증권시장이 비효율적인 경우 원고는 시장사기이론에 의한 신뢰 요건의 추정을 받을 수 없다는 3가지 명제로 이루어진다. 이에 대하여 주가의 왜곡이 있었는지 여부를 기준으로 하는 입장은 위 명제를 ① 공개 시장에서 거래되는 증권의 가격은 그 회사에 관한 공개된 정보를 일부 반영하고, ② 공개 시장에서 증권을 매수한 사람은 그 증권을 매수하면서 그 시가가 사기행위로 인하여 왜곡되지 않았을 것이라고 신뢰하였다고 추정할 수 있으며, ③ 만약 시가가 사기행위로 왜곡되지 않았음이 밝혀진다면 그 투자자들은 집단소송허가를 위한 신뢰 요건의 추정을 받을 수 없다는 3가지 명제로 대체하자고 한다[143]. 이같이 사기행위로 주가가 왜곡되었는지 여부를 기준으로 신뢰 요건의 추정 여부를 판단할 경우 그 증권이 거래된 시장이 효율적인지 여부를 판단할 필요 없이 바로 당해 사건에서 허위공시 된 정보가 주가에 영향을 주었는지를 판단하게 된다.

---

142) Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell and Jeffry M. Netter, 주석 133 전게논문, 1018면
143) Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, 전게논문, 21면

시가의 왜곡여부의 판단방법으로는 주로 사건연구가 제안되고 있다. 일정한 정보의 공개에 대한 주가의 대응을 살피는 연구를 일반적으로 사건연구라 한다[144]. 그 기본적인 틀은 주가에 영향을 주는 2가지 종류의 정보, 즉 문제가 되는 회사에 국한된 정보와 시장 전체적으로 주가에 영향을 주는 정보를 구별하는 것이다[145]. 사건연구는 ① 사건 기간을 특정하고(Define the event window), ② 그 사건을 즈음하여 주가의 비정상적 변동을 산정한 후(Calculate abnormal stock price performance around the event), ③ 그 비정상적 주가 변동이 통계적으로 유의한지 검사(Test for statistical significance of the abnormal stock price performance)하는 순서로 행한다[146].

구체적으로는 ① 시장 전체나 산업 전체에 대한 영향을 증권의 일일(day-to-day) 비율변화(이하 'Return'이라 한다)로부터 제거하기 위한 시장 모델을 산정하고, ② 사기 행위가 없어 정정공시가 이루어지지 않았다는 전제하에 회사가 발행한 증권의 예상 Return을 산정하기 위하여 시장 모델을 이용하고, ③ 예상 Return을 투자자의 실제 Return에서 감하여 시장 전체나 산업 전체에 대한 영향을 제거한 가격의 변화인 초과 Return을 산정하고, ④ 중요한 새로운 정보가 공개된 날의 초과 Return을 이용하여 그 공개로 인한 증권의 시가 변화를 산정한다는 각 단계를 거쳐 이루어진다[147].

경제학자들은 회사의 주가에 관련 있는 새로운 정보가 주가에 미치는 영향을 측정하기 위하여 사건연구를 사용한다[148]. 사건연구는

---

144) David Hillier, Mark Grinblatt & Sheridan Titman, Financial Markets and Corporate Strategy, Mcgraw-Hill Education, Second European Edition (Kindle Edition), 30877면, (2012)

145) Mitchell, M. and J. Netter, "The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission", The Business Lawyer, 556,557면, (1994)

146) Mitchell, M. and J. Netter, 전게논문, 557면

147) Frank Torchio, "Proper Event Study Analysis in Securities Litigation", Journal of Corporation Law, Vol 35:1, 160,161면, (2009)

회사의 보통주에 대한 시가의 Return을 S&P 500 지수 또는 NASDAQ Composite 지수와 같은 시장 지수나 산업 지수를 이용한 예측 시장 모델의 비율과 비교한다(Event study analysis compares the day-to-day percentage change in the market price of a company's common stock to the return predicted by a market model that uses a market index, such as the S&P 500 Index or the NASDAQ Composite Index, and possibly an industry index)[149]. 시장 모델은 그 회사의 보통주에 대한 Return과 시장 지수나 산업 지수의 Return 사이의 일반적인 관계를 나타낸다[150]. 만약 새로 공개된 정보가 시장 모델에 의하여 계산된 회사 주식의 Return이 보이는 통상적인 변동폭을 넘어서는 주식의 Return을 수반하면 그 Return은 통계적으로 유의하다고 볼 수 있다[151].

사건연구는 ① 이해하기 쉬운 공시가 이루어졌고, ② 그 정보가 시장에 알려진 시점이 알려져 있으며, ③ 시장이 그 정보를 예상하였다고 볼 사정이 없고, ④ 시장 전체, 산업 전체 또는 그 회사에 국한된 다른 주가에 동시에 영향을 준 요소들로부터 당해 정보로 인한 영향을 분리할 수 있을 경우에 새로운 정보가 시가에 미친 영향을 판단하는 데 가장 유용하다[152].

그러나 사건연구도 한계가 있다. 첫째, 적용상의 어려움이 있다. 전문가는 사건이 발생한 날(Event day)을 정확히 특정하여야 하는데 그 과정에서 해당 정보가 이미 시장에 새어 나갔을 가능성을 고려하여야 하고, 시장이 공시에 반응할 만한 합리적인 기간으로

---

148) Frank Torchio, 전게논문, 159면
149) John Y. Campbell, Andrew W. Lo & A. Craig Mackinlay, The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press, 156면, (1997)
150) John Y. Campbell, Andrew W. Lo & A. Craig Mackinlay, 전게서, 155,156면
151) Frank Torchio, 전게논문, 161면
152) Frank Torchio, 전게논문, 161면

사건기간(Event window)을 정하여야 하며, 그 기간 동안 기망행위와 무관하게 공개된 공시 등과 같은 혼란요소(Confounding event)의 영향을 통제하여야 한다[153]. 사건연구는 둘 이상의 발행 회사에 관한 특정된 사건이 짧은 기간 동안 동시에 공시될 경우 명확한 결론을 제시하기 어렵다. 그 이유는 대체로 확인할 수 있는 영향이 없기 때문이 아니라 그 영향이 발생한 이유를 여러 가지로 설명할 수 있기 때문이다[154]. Halliburton II 판결의 연방대법원 구술변론 중 소토마이어(Sotomayor) 대법관과 케네디(Kennedy) 대법관이 집단소송허가 단계에서 신뢰 요건을 충족시키는 방법으로 시장의 효율성을 입증하는 것과 사건연구를 하는 것 중 어떠한 방법이 더 어렵냐고 질문하자, 투자자들의 소송대리인은 시장의 효율성을 입증하는 것보다 사건연구를 통하여 시가충격을 입증하는 것이 더 어렵다고 하면서 그 이유를 피고인 회사가 혼란요소(Confounding factor)의 존재를 이유로 투자자들이 한 사건연구 결과에 대하여 이의를 제기한다는 점을 제시하였다[155].

둘째, Rule 10b-5 집단소송 사건에서 사건연구 방법은 하나의 회사에서 발생한 소수의 사건에 대해서 활용되는데 이로 인하여 결과의 왜곡이 생길 수 있다. 일반적인 사건연구는 한 회사의 주가 변동폭이 심해서 연구 결과에 영향을 가져오는 것을 막기 위하여 복수의 회사들에 대해서 조사하지만 Rule 10b-5 집단소송 사건에서의 사건연구는 하나의 회사에 대해서 조사하기 때문에 오류가 발생할 가능성이 있는 것이다[156].

셋째, 사건연구는 일정한 상관관계가 있음을 입증하는 도구가 될 수는 있으나 일정한 상관관계가 없음을 입증하는 도구가 되기는 어렵다. 사건연구는 특정한 사건과 주가 사이에 통계적으로 유의한

153) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 919면
154) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 187면
155) Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc, 573 U. S. (2014), oral Transcript, 28-30면
156) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 920면

상관관계가 있음을 입증하는 것이므로 상관관계의 존재가 나타나지 않는 것이 상관관계가 없다는 결론으로 이어지지 않는다. 결과가 나오지 않는 이유는 연구 방법의 설계상 문제점이 있거나 통계를 낼 수 있는 힘이 없기(Lack of statistical power) 때문일 수 있다[157].

마지막으로 허위 공시가 이미 시장이 기대하는 결과를 확인시켜 주는 내용일 경우 그 공시가 시가에 영향을 줄 수 있는 효과가 있다고 하더라도 시가 변동이 확인되지 않을 수 있다[158]. 이 같은 경우 위 공시는 진실이 그 시점에 밝혀졌다면 시가가 하락하였을 것임에도 불구하고 그 하락이 확인되지 않는 결과를 가져올 수 있다[159].

결국 사건연구를 통하여 허위공시가 시가의 왜곡을 가져 왔는지 여부를 기준으로 하는 방법은 입증 과정에서 영향을 주는 요소가 통제되지 않으면 입증을 실패할 수 있다. 그런데 이러한 요소들은 시장의 효율성의 심사 요소와 비교하면 상대적으로 회사의 통제 영역 안에 있다. 즉, 회사는 정정공시를 하는 시점을 조정할 수 있으므로 주가를 하락시킬 별도의 공시를 함께 하거나 주가를 상승시킬 만한 공시를 함께 하는 방법으로 정정 공시의 효과를 조정하려 시도할 수 있고, 혹은 공시 시점을 조정하여 주가에 영향을 줄 산업 전체적인 사건에 맞추려 할 수 있는데[160], 이와 마찬가지로 회사는 허위공시의 시점을 조정하거나 허위공시와 함께 다른 공시를 내는 방법으로 시가에 대한 영향을 통제하려 할 수 있다.

위에서 본 몇 가지 이유로 허위공시 시점에 대한 사건연구가 적절하지 않을 경우, 그 대안으로 허위공시가 드러난 시점, 예를 들어 정정공시를 한 시점에 대한 사건연구를 통하여 주가의 왜곡이 있었는지 여부를 심리하는 방안을 생각할 수 있다[161]. 그러나 정정

---

157) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 920,921면
158) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 921면
159) Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, 전게논문, 30면
160) Jill E. Fisch, “Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud”, 94 Iowa Law Review 811, 852면, (2009)
161) Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, 전게논문, 30면

공시 시점의 사건연구 결과 유의미한 주가 변동이 있다는 사실은 허위 공시로 인하여 주가의 왜곡이 있었다는 정황증거는 될 수 있을지 모르나 아래와 같은 이유로 양자 간의 체계적인 관계가 있다고 보기 어렵다고 한다[162]. 첫째, 자본시장의 정정공시에 대한 반응이 처음부터 기망행위가 없었을 때 예상되는 반응과 다를 수 있고, 둘째, 정정공시 시점에 발생한 주가 변동에 영향을 주는 다른 요소들로 인하여 사건연구 결과에 영향이 있을 수 있으며, 셋째, 허위 공시와 정정공시 사이에 허위 공시와 무관한 회사의 경영상황 변화나 산업 차원의 조건 변화로 인하여 정정공시가 주가에 영향을 주지 않을 수 있다[163]. 이 같은 이유로 정정공시 시점을 기준으로 한 사건연구는 한계가 있다.

이러한 문제에 대응하기 위해서는 역시 추정의 법리를 살펴야 한다. 연방증거법 Rule 301은 위에서 본 바와 같이 증거제출책임을 전환시킨다. 따라서 Basic 판결의 법리에 따라 원고가 시장의 효율성을 입증하면 피고가 그 시장이 효율적임에도 불구하고 당해 공시가 주가에 영향을 주지 않았다는 증거를 제출할 책임이 발생한다. 그런데 위에서 본 바와 같이 공시가 주가에 영향을 주었는지 여부를 입증하는 데 악영향을 줄 수 있는 혼란요소를 통제할 수 있는 쪽은 투자자들이 아니라 회사이다. 그렇기 때문에 Basic 판결의 법리에 의하면 회사는 설령 허위 공시를 강행하더라도 향후 시가에 영향을 주었는지 여부를 입증하지 못하는 위험을 줄이기 위해서 혼란요소가 없도록 공시의 시기나 개수를 통제할 유인이 있다. 이와 반대로 원고에게 시가의 영향을 입증하게 한다면 회사는 허위공시를 하면서 혼란요소를 일부러 추가하여 원고가 이를 입증하기 어렵도록 할 유인이 생긴다. 결국 Basic 판결은 이 같이 허위 공시를 하는 회사가 그 책임을 감면하기 위하여 일부러 복수의 공시를 하거나 시기를

162) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 922면
163) Jill E. Fisch, 주석 106 전게논문, 922면

조정하는 유인을 감소시키는 결과를 가져오는 것이다.

그러나 이 경우 원고가 스스로 시가 왜곡을 입증하는 것을 허용하지 않을 이유는 없다. 위에서 본 바와 같이 Basic 판결이 인정한 시장사기이론은 허위 공시가 주가에 영향을 주었는지 여부를 심사하는 간접적인 수단에 불과하기 때문에 투자자들이 시장의 효율성을 입증하는 대신 사건연구의 방법을 통하여 직접 주가의 통계적으로 유의한 왜곡이 발생한 사실을 입증하여 신뢰 요건을 충족시키는 것을 막을 이유는 없기 때문이다.

제4절 소결론

만약 시장이 효율적이지 않다면 이를 논리적 전제로 한 시장사기이론은 무의미하게 된다. 설령, 효율적인 시장의 존재가 인정된다고 하더라도 Basic 판결에 의하면 법원은 당해 증권이 거래된 특정한 시장이 효율적인 시장인지 여부를 판단할 수 있어야 하는데 법원이 이를 판단하기는 쉽지 않다. 그러나 미국 법원들은 수 십 년 동안 시장의 효율성을 판단하였기 때문에 지금 와서 법원이 더 이상 이를 판단할 수 없다고 고백하기는 어려울 것이다.

효율적 시장에서 허위 공시의 내용이 항상 관련 주식의 가격에 변동을 가져오는 것은 아니다. 즉, 허위 공시의 내용이 주식의 가격에 영향을 주지 않을 수도 있다. 이 같은 경우 허위 공시가 투자자의 거래 선택에 영향을 미쳤다고 볼 수 없다. 회사는 공시가 시가의 진실성에 영향을 주지 않았다는 증거를 제출하여 그 추정을 깨뜨릴 수 있는데, 허위 공시가 시가에 영향을 주지 않았다는 사실은 허위 공시가 시가의 진실성을 해하지 않았다는 하나의 중요한 징표가 될 것이다.

투자자가 시장이 효율적이라는 사실을 입증하지 못하더라도 투자자가 회사의 허위 공시로 인하여 주가가 왜곡된 사실을 입증할 수 있다면 투자자는 그 시가를 신뢰하여 주식을 거래하였다고

할 수 있다. 투자자가 중시하는 것은 그 투자자가 매매한 주식이 전반적으로 효율적인 시장에서 거래되는 것인지 여부 그 자체가 아니라, 투자자가 그 주식을 매매하는 근거가 된 바로 그 주가가 사기 행위로 영향을 받지 않는 것이라고 할 것이기 때문이다.

신뢰 요건을 입증하는 간접적인 방법이 오로지 하나일 이유는 없고, Basic 판결도 신뢰 요건을 보이는 방법이 하나 이상일 수 있다고 판시하고 있다[164]. 따라서 기존의 시장사기이론에 추가하여 투자자가 회사의 사기 행위로 인하여 주가가 왜곡된 사실을 입증하여 신뢰 요건을 추정하는 법리를 그 공격방법으로 더하는 것을 허용하지 않을 이유가 없다. 다만 이를 입증하는 구체적인 수단인 사건연구는 그 결과 도출을 방해하는 여러 장애 요인이 있을 수 있으므로 향후 그 구체적인 활용방법을 더 면밀히 검토하여야 할 것이다.

---

164) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. (1988)(There is, however, more than one way to demonstrate the causal connection).

제3장 Halliburton II 판결

제1절 Basic 판결 이후 하급심 판결의 전개

I. 하급심 법원 간의 대립

Basic 판결 이후 Basic 판결의 시장사기이론을 사건에 적용하면서 차츰 법원들 사이의 입장이 갈리기 시작하였다. Basic 판결에서 블랙먼(Blackmun) 대법관이 쓴 다수의견은 주요 쟁점에 대한 설시가 명확하지 않았기 때문에 하급심 법원들 사이에서 이에 대한 해석상의 차이가 발생한 것이다[165]. 이는 신뢰 요건의 추정을 받기 위한 구체적 요건에 관한 논란으로 이어졌다.

또한, Basic 판결의 시장사기이론은 명시적으로는 신뢰 요건에 관한 것으로 설시되어 있지만, 그 판결이 적용한 효율적 자본시장 가설은 해석하기에 따라 중요성 요건, 인과관계 및 손해액을 입증하기 위한 방법을 제시한 것으로 보이기도 하였기 때문에 혼란이 발생하기도 하였다[166].

마지막으로 Basic 판결은 Rule 10b-5 집단소송 사건에서 신뢰 요건을 추정하는 전제요건에 관한 법리임과 동시에 집단소송허가 절차에서 집단소송의 허가 요건에 관한 법리이기도 하였기 때문에 집단소송허가 단계에서 어떠한 요건을 입증하여야 하는지에 관한 해석도 갈리게 되었다.

---

165) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 153면

166) James C. Spindler, “Why Shareholders Want Their CEOs To Lie More After Dura Pharmaceuticals”, 95 Georgetown Law Journal, 661면, (2007)

II. 손해인과관계 요건

제5 순회법원은 시장사기이론에 의한 추정을 받기 위해서는 손해인과관계의 입증이 필요하다고 판시하였다[167]. 제5 순회법원은 손해인과관계를 시장사기이론의 추정을 받기 위한 전제요건으로 보고 이를 집단소송허가 단계에서 입증하여야 하는 것으로 판단하였다[168]. 그러나 다른 법원들은 손해인과관계를 집단소송허가 단계에서 입증할 요건으로 보지 않았다[169].

---

167) Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007)(Essentially, we require plaintiffs to establish loss causation in order to trigger the fraud-on-the-market presumption), Nathenson v. Zonagen Inc., 267 F.3d 400 (5th Cir. 2001)(We also agree with Burlington and the district court that although there is generally a presumption that potentially significant publicly disseminated information is reflected in the price of stock traded on an efficient market, the presumption is rebuttable, and where the facts properly considered by the district court reflected that the information in question did not affect the price of the stock then the district court may properly deny fraud-on-the-market based recovery).

168) Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007)(This court honors both theory and precedent in requiring plaintiff to demonstrate loss causation before triggering the presumption of reliance. The trial court erred in ruling that the class certification stage is not the proper time for defendants to rebut lead plaintiffs' fraud-on-the-market presumption)

169) In re Salomon Analyst Metromedia Litigation, 544 F. 3d 474, 483 (2nd Cir. 2008), In re DVI, Inc. Sec. Litig., 639 F. 3d (3rd Cir. 2011)(Accordingly, we decline to require plaintiff to demonstrate loss causation at class certification). Schleicher v. Wendt, 618 F. 3d 679, 687 (7th Cir. 2010)(Just as plaintiff need not establish loss causation before a class can be certified, so they need not establish that the false

이러한 혼란은 Basic 판결이 어느 정도 예정한 것이라 할 수 있다. Basic 판결은 시장이 속지 않았음을 시장사기이론에 의한 추정을 깨뜨리는 방법으로 설시하였는데, 이로 인하여 만약 손해인과관계가 인정되지 않는다면 과연 시장이 그 허위 공시에 속았다고 할 수 있는지에 관하여 해석이 갈리게 된 것이다. 다만 이러한 사정은 Basic 판결에 의하면 추정을 깨뜨리는 요건으로서 피고가 입증하여야 한다고 하여야 할 것이나, 제5 순회법원은 나아가 손해인과관계를 시장사기이론의 요건 자체로 평가하였다.

III. 중요성 요건

또한, 하급심 법원 사이에서는 투자자가 중요성 요건을 집단소송허가 단계에서 입증하여야 하는지 여부에 대한 입장도 나뉘었다. 일부 법원은 집단소송허가 단계에서 투자자가 중요성 요건을 입증할 필요가 없다고 판단하였으나[170], 다른 법원은 집단소송허가 단계에서 투자자가 중요성 요건을 입증할 필요는 없지만 회사가 위 요건을 반증하는 증거를 제출할 수는 있다고 판단하였고[171], 또 다른 법원은 투자자가 집단소송허가 단계에서 중요성 요건을 입증하여야 하고, 회사도 이를 반증할 수 있다고 판단하였다[172].

제3 순회법원은 나아가 주가가 정정공시(Corrective disclosure)에 대하여 의미 있는 반응을 보이지 않은 경우 그 정보는 법적으로

---

statement or misleading omissions are material)

170) Schleicher v. Wendt, 618 F. 3d 679, 687 (7th Cir. 2010)(Just as plaintiff need not establish loss causation before a class can be certified, so they need not establish that the false statement or misleading omissions are material)

171) In re DVI, Inc. Securities Litigation, 639 F. 3d 623, 631-632, 637-638 (3rd Cir. 2011)

172) In re Salomon Analyst Metromedia Litigation, 544 F. 3d 474, 484-485, 486, n.9 (2nd Cir. 2008)

중요하지 않다고 추정할 수 있다고 판단하였다[173]. 제9 순회법원은 이 같은 법리의 채택을 명시적으로 반대하였고[174], 다른 여러 법원들도 제3 순회법원의 판결에 반하는 판결을 하고 있다[175].

집단소송허가 단계에서 중요성 요건을 입증하여야 하는지 여부에 대한 판결이 갈리는 이유 역시 Basic 판결의 논리의 불명확성에서 기인한다고 할 수 있다. Basic 판결에 의하면 중요성 요건은 집단소송허가 단계에서 심리되어야 할 시장사기이론의 필수요건이자 Rule 10b-5 집단소송 사건의 본안에서 심리되어야 할 요건 모두에 해당한다. 그럼에도 불구하고 Basic 판결은 위 요건을 법원이 집단소송허가 단계와 본안 단계 중 어느 단계에서 심사하여야 하는지 명확히 설시하지 않았기 때문에 이러한 혼선이 나타난 것이다.

결국 연방대법원은 Basic 판결이 있은 후 약 20여 년이 지나 위와 같은 하급심 법원들 사이의 대립을 해소하기 위하여 개입하였는바,

---

173) In re Burlington Coat Factory Sec. Litig., 114 F. 3d 1410, at 1425 (3d Cir. 1997)("Because the market for BCF Stock was "efficient" and because the July 29 disclosure had no effect on BCF's price, it follows that the information disclosed on September 20 was immaterial as a matter of law."), Oran v. Stafford, 226 F. 3d 275, 283 (3d Cir. 2000)("Under Burlington's market test, this price stability is dispositive of the question of materiality."), In re Merck & Co. Sec. Litig., 432 F.3d 261, at 269 (3d. Cir. 2005)("The Oran-Burlington standard holds that "the materiality of disclosed information may be measured post hoc by looking to the movement, in the period immediately following disclosure, of the price of the firm's stock."),

174) No. 84 Employee-Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. Am. West Holding Co., 320 F.3d 920,934 (9th Cir. 2003)("Because of these distortions, adoption of a bright-line rule assuming that the stock price will instantly react would fail to address the realities of the market. Thus, we decline to adopt a bright-line rule, and, instead, engage in the "fact-specific inquiry" st forth in Basic."

175) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 190면

이는 손해인과관계의 심리 시점에 관한 Halliburton I 사건, 중요성 요건에 관한 심리 시점에 관한 Amgen 사건을 거쳐, 결국 Basic 판결의 법리 자체를 다시 심리한 Halliburton II 사건으로 이어졌다.

제2절 연방대법원의 개입

I. Halliburton I 사건의 경과

Erica P. John Fund, Inc.(이하 'EPJ Fund'라 한다)는 Halliburton Co.(이하 'Halliburton'라 한다)와 그 임원 중 1인이 Section 10(b) 및 Rule 10b-5를 위반하였다고 주장하며 제기한 Rule 10b-5 집단소송의 대표 원고이다.

EPJ Fund에 의하면 Halliburton은 1999년 6월 3일부터 2001년 12월 7일까지 사이의 기간 동안 ① 석면사용에 관한 손해배상 사건으로 인하여 Halliburton에게 발생할 것으로 예상되는 비용을 축소하여 허위 공시하였고, ② 특정한 건설 계약으로 예상되는 매출을 과다하게 허위 공시하였으며, ③ 드레서 인터스트리(Dresser Industries)와의 합병으로 인한 이익을 과다하게 허위 공시하여 인위적으로 주가를 높였다. 그 후 Halliburton은 수차례에 걸쳐 위 사실들에 대한 정정 공시를 하였는데, EPJ Fund는 이로 인하여 주가가 하락하여 투자자들이 손실을 보았다고 소를 제기하면서 위 기간 동안 Halliburton의 보통주를 산 모든 투자자들로 이루어진 집단을 허가하여 달라고 신청하였다.

이에 대하여 제1심 법원은 그 집단이 충분히 다수이고, 법률해석이나 사실인정의 문제에 대한 공통성이 있으며, 대표 당사자가 한 청구는 집단소송에서 일반적인 청구이고, 대표 당사자는 집단의 이익을 공정하고 적절하게 방어할 수 있다고 보아 위 집단이 FRCP 제23조(a)의 모든 요건을 충족하였다고 판단하였다. 다만 한 가지 문제점을 제외하면 법원은 그 집단이 "집단의 구성원에게 공통되는

법률해석이나 사실인정의 문제가 개별 구성원에게만 영향을 주는 문제보다 우위에 있을 것"이라는 FRCP 제23조(b)(3)의 요건도 충족하였다고 판단하였을 것이라고 판시하였다. 위 법원을 관할하는 순회법원의 선례는 신뢰 요건을 추정하여 집단소송을 허가하기 위해서는 증권소송의 원고들이 손해인과관계를 입증할 것을 요하는데, EPJ Fund는 Halliburton이 한 허위공시와 손해 사이의 손해인과관계를 입증하지 못하고 있다는 것이다. 이를 이유로 제1심 법원은 집단소송을 허가하지 않았고, 위 법원의 항소심인 제5 순회법원도 같은 이유로 제1심 법원의 판결을 유지하였다.

그러자 연방대법원은 위 사건에 대한 상고를 허가한 후 전원이 일치하여 Basic 판결이나 그 판결의 논리로부터 Rule 10b-5 집단소송의 대표 원고가 집단소송허가 단계에서 신뢰 요건을 추정을 받기 위해서 손해인과관계를 입증하여야 한다는 제5 순회법원의 판결이 정당하다고 할 근거를 찾을 수 없다는 이유로 이를 파기하였다[176].

II. Amgen 판결[177]

1. Amgen 사건의 경과

이 사건은 코네티컷 연금 기금 및 신탁 펀드(Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 이하 '코네티컷 펀드'라 한다)가 생물 공학 회사인 Amgen Inc.와 그 임원(이하 합하여 'Amgen'이라 한다)들을 상대로 제기한 증권사기 소송이었다.

코네티컷 펀드는 Amgen이 Section 10(b) 및 Rule 10b-5을 위반하여 그 회사의 약에 대한 안전성과 효능 등에 대하여 허위공시 및 정보의 누락을 하였고 이로 인하여 코네티컷과 다른 주주들이 그

176) Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton co., 563 U. S. (2011)
177) Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U. S. (2013)

주식을 산 시점에 Amgen의 주가를 인위적으로 상승시켰으며, 사실이 밝혀졌을 때 Amgen의 주가가 하락하는 결과를 가져왔다는 취지로 주장하였다.

Amgen은 이에 대하여 해당 기간 동안 Amgen의 주식이 거래된 NASDAQ 시장은 효율적이었기 때문에 Amgen의 주식이 모든 공개된 정보를 그 주가에 반영하는 것은 인정하나, Amgen은 중요하지 않은 허위정보나 누락은 효율적인 시장에서 Amgen의 주가에 영향을 주지 않기 때문에 코네티컷 펀드가 중요성 요건을 입증하지 않는 한 집단소송이 허가되어서는 안 된다고 주장하였다. 이에 대하여 제1심 법원은 코네티컷 펀드의 집단소송허가 신청을 허가하였고, 항소심 법원도 이를 유지하였다.

그러자 Amgen은 ① 코네티컷 펀드로 하여금 중요성 요건을 입증하도록 하지 않고 집단소송을 허가한 것은 위법하고, ② Amgen이 코네티컷 펀드의 집단소송허가를 막기 위하여 투자자들이 주식을 산 기간에 시장이 이미 사실을 알고 있었음을 입증하기 위한 증거를 제출하려 하였으나 이를 허용하지 않은 것 역시 위법하다고 주장하며 상고하였는바, 위 판결에 대한 연방대법원의 입장은 크게 다수의견과 소수의견으로 나뉘었다.

2. 다수의견의 입장

다수의견은 FRCP 제23조는 법원으로 하여금 본안에 대해 자유로이 심리할 권한을 부여하지 않고 있어 본안에 대한 심리는 오직 그 요건이 집단 소송허가를 위한 전제요건이 충족되었는지 판단하는데 필요한 만큼만 고려될 수 있고, 중요성 요건은 Rule 10b-5 집단소송 사건의 요건일 뿐 아니라 시장 사기 이론의 필수 요건인데, ① 중요성 요건은 합리적인 투자자를 상정하여 객관적으로 심사하기 때문에 집단 전체에게 공통된 증거로 입증될 수 있으므로 중요성 요건은 FRCP 제23조(b)(3)에 의한 공통된 문제에 해당하고,

② 중요성 요건은 Section 10(b) 소송의 필수적인 요건이기 때문에 이를 입증하지 못할 경우 사건 자체가 기각되지 집단에게 공통된 문제보다 개개인에 관한 문제가 우위에 있게 되지 않으므로, 결국 중요성 요건은 집단소송허가 단계에서 입증할 필요가 없다고 보는 것이 FRCP 제23조(b)(3)의 충실한 해석이라고 판단하였다.

3. 소수의견의 입장

소수의견은 원고가 Basic 판결에 의한 시장사기이론의 모든 요건을 다 입증하여야만 집단 전체적으로 신뢰 요건이 입증되었다고 할 수 있으므로, 집단소송허가 단계에서 중요성 요건을 입증하지 않는 한 원고는 Basic 판결의 시장사기이론에 의한 추정을 받을 수 없고, 신뢰 요건이 공통적으로 충족되지 않는다면 원고는 개별적으로 그가 공시를 직접 보거나 들어서 신뢰하였음을 입증하여야 하기 때문에 FRCP 제23조(b)(3)에 의하여 집단소송허가는 불허되어야 할 것이고, 원고가 결과적으로 본안에서 중요성 요건의 입증을 실패하여 패소할 수 있다는 이유만으로 집단소송허가 단계에서 원고가 신뢰 요건을 입증할 책임을 면할 수는 없다고 판단하였다.

III. Halliburton II 사건의 경과

환송심에서 Halliburton은 Halliburton이 손해인과관계가 없음을 입증하기 위하여 제출한 증거에 의하면 Halliburton이 한 각 공시가 그 회사의 주가에 영향을 주지 않았음이 입증되었기 때문에 집단소송허가 신청을 허가하는 것은 부당하다고 주장하였다. 즉, Halliburton은 위 각 공시는 시가충격이 없었음이 밝혀졌으므로 투자자들이 시가로 주식을 매수하였다는 사실만으로 그들이 그 공시를 신뢰하였다고 추정할 수 없으므로 투자자들은 개별적으로 신뢰 요건을 입증하여야 하기 때문에 FRCP 제23조(b)(3) 요건이 충족되지 않는다고 주장하

였다. 그러나 제1심 법원은 Halliburton의 주장을 받아들이지 않고 집단 소송을 허가하였다.

Halliburton은 이에 항소하였으나 제5 순회법원도 제1심 법원의 판결을 유지하였다. 제5 순회법원은 Halliburton이 시가충격이 없다는 증거를 본안에서 신뢰 요건을 탄핵하기 위하여 사용할 수는 있으나, 집단소송허가 단계에서는 위 증거를 신뢰 요건을 탄핵하기 위한 목적으로 사용할 수 없다고 판결하였다.

이에 Halliburton은 위 사건에 대하여 다시 상고하였고 연방대법원은 2013년 11월 15일 위 상고를 허가하면서 ① 시장사기이론에 의하여 신뢰 요건을 추정할 수 있도록 한 Basic 판결을 폐기하거나 변경할 것인지, ② 만약 아니라면 원고가 집단소송허가 신청을 하면서 신뢰 요건의 추정을 받으려 할 경우 피고가 집단소송허가 단계에서 피고가 한 허위공시가 주가를 왜곡하지 않았다는 증거를 제시하여 집단소송허가 신청의 기각을 구할 수 있는지 여부를 각 심리하기로 하였다.

제3절 Halliburton II 판결

I. 쟁점의 정리

연방대법원은 2014년 6월 23일 Halliburton 사건의 판결을 선고하였다. 연방대법원의 대법관들은 원심 법원의 판결을 파기한다는 결론에 대한 의견은 일치하였으나 그 이유가 다수의견, 1개의 별개의견 및 1개의 소수의견으로 나뉘었다.

다수의견은 Basic 판결을 유지하되 피고가 집단소송허가 단계에서 피고가 한 허위공시가 주가를 왜곡하지 않았다는 증거를 제시하여 신뢰 요건에 대한 추정을 반증할 수 있도록 하여야 함에도 불구하고 원심 법원이 법리를 오해하여 이를 허용하지 않은 위법이 있다고 본 반면, 소수의견은 Basic 판결을 폐기하여야 한다고 보았다[178].

연방대법원이 Halliburton II 사건을 심리하기로 결정한 후로부터 위 판결이 선고되기까지 2014년 2월 기준으로 20여 건의 법정의견서가 제출될 정도로 위 사건의 당사자들뿐 아니라 많은 학자들과 이해당사자들이 위 사건에 관하여 다양한 의견을 제시하였다[179]. 그 입장은 크게 ① Basic 판결을 유지하여야 한다는 입장[180][181][182], ② Basic

178) 별개의견은 다수의견이 공시가 시가에 영향이 있었는지에 대한 심사를 본안단계(Merits stage)에서 집단소송허가 단계(Certification stage)로 앞당기는 것이 원고들에게 입증의 어려움을 가져올 우려가 있음을 지적하는 내용이다.

179) Halliburton은 상고청원서(Petition for Certiorari)에서 학자들의 의견은 현재 발달된 시장에서도 주가는 모든 정보를 항상 반영하는 것이 아니라는 것으로 모아지고 있다고 설시하였고, 이후 준비서면을 통하여 효율적 자본시장 가설을 근거로 한 시장사기이론에 기한 추정 법리는 폐기되거나 허위공시가 실제로 시가를 왜곡하였음이 입증되어야만 추정을 허용하는 것으로 대체되어야 한다고 주장한 반면, EPJ Fund는 준비서면을 통하여 준강형 효율적 자본시장 가설은 지금까지도 경제학자들 사이에서 넓게 지지를 받고 있다면서 Basic 판결이 유지되어야 한다는 취지로 주장하였다.

180) Jill E. Fisch를 포함한 일부 법학자들은 별도로 법정의견서를 제출하면서 시장사기이론은 공개된 증권시장에서는 주가에 중요한 정보들이 반영된다는 단순한 사실에 근거한 것으로, 시장이 얼마나 완벽하게 효율적일 수 있는지에 관한 경제학자들의 논쟁의 영향을 받을 이유가 없다고 주장하였다. 그들은 증권소송제도의 일부에 해당하는 시장사기이론이 자본시장의 보호와 남용적인 소송 가능성 사이에 적절한 균형을 이루고 있으므로 이를 폐기하거나 변경할 필요가 없다고 주장하였다{Jill E. Fisch, Brief of Securities Law Scholars as AMICI CURIAE in support of respondent, (2014)}

181) Eugene Fama를 포함한 일부 경제학자들은 법정의견서를 제출하면서 경제학자들이 ① 시장이 완벽하게 정보를 처리하는지, ② 시장에서 정보를 얼마나 빨리 처리할 수 있는지, ③ 주가가 그 주식의 근본적 가치를 반영하는지 등에 관하여 서로 의견을 달리하는 것은 사실이지만, 주가가 회사에 대한 긍정적인 정보가 공개되면 일반적으로 오르고 부정적인 정보가 공개되면 일반적으로 떨어진다는 사실에 대하여는 의견이 대체로 일치하고 시

판결을 폐기하고 원고들이 실제로 공시를 신뢰한 사실을 입증하도록 하여야 한다는 입장[183][184], ③ Basic 판결을 변경하여 허위공시로 인하여 주가에 왜곡이 있었는지 여부를 기준으로 신뢰 요건을 추정

장사기이론은 이 같이 일치된 의견을 전제로 하는 것이므로 유지되어야 한다는 취지로 주장하였다{Leonard Barrack and Ernest A. Young, Brief of financial economists as AMICI CURIAE in support of respondent, (2014)}.

182) Michael Gerhardt를 포함한 일부 법학자들은 법정의견서를 제출하면서 Basic 판결은 선례구속주의(Principle of Stare Decisis)에 의하여 입법부인 연방의회가 그 법리를 변경하지 않는 한 사법부인 연방대법원이 이를 폐기하여서는 안 된다고 주장하며 Basic 판결을 유지하여야 한다고 주장하였다{Thomas C. Goldstein, Charles Fried and James E. Cecchi, Brief of Legal Scholars as AMICI CURIAE with respect to Stare Decisis in support of respondent, (2014)}.

183) 약 300만 개의 기업의 이익을 직, 간접적으로 대변하는 역할을 하는 미국 내 기업들의 협회인 미국 상공회의소(U. S. Chamber of Commerce)는 Halliburton 사건에 법정의견서를 제출하면서 Basic 판결은 현재의 경제학자들이 점점 거부하는 효율적 자본시장 가설을 무비판적으로 수용한 것이므로 이를 폐기하여야 한다는 취지로 주장하였다{Lily Fu Claffee, Steven G. Bradbury, Linda Kelly, James M. Spears and Maria Ghazal, Brief for Chamber of Commerce of the United States of America, National Association of Manufacturers, Pharmaceutical Research and Manufactueres of America, and Business Roundtable as AMICI CURIAE supporting petitioners, (2014)}

184) Joseph A. Grundfest를 포함한 일부 법학자 및 전직 증권거래위원회 위원들은 법정의견서를 제출하면서 증권거래소법의 입법 연혁 및 증권거래소법 Section 18(a)와의 관계 등에 비추어 보면 Rule 10b-5 집단소송 사건의 신뢰 요건을 인정하기 위해서는 원고들로 하여금 실제로 허위공시를 보거나, 이에 관하여 들어서 이에 의존하였음을 입증하도록 하여야 한다고 주장하였다{Joseph A. Grundfest and John F. Savarese, Brief for Former SEC Commissioners and Officials and Law Professors as AMICI CURIAE supporting petitioners, (2014)}.

할 수 있도록 하는 법리를 도입하여야 한다는 입장으로 나뉘었다.

이 같은 다양한 의견들을 토대로 연방대법원의 재판관들은 Basic 판결은 유지하되 다만 피고에게 집단소송허가 단계에서 피고가 한 허위공시가 주가를 왜곡하지 않았다는 증거를 제시하여 집단소송허가 신청의 기각을 구할 수 있도록 하여야 한다고 판단한 다수의견과 Basic 판결은 폐기되어 투자자들이 허위공시를 직접 신뢰하였음을 입증하도록 하여야 한다는 소수의견으로 나뉘었다.

다수의견과 소수의견은 그 결론에 이르는 과정에서 ① Basic 판결을 선례구속주의에 따라 변경할 수 없는지 여부, ② Basic 판결이 효율적 자본시장 가설을 근거로 하는지 여부, ③ Basic 판결이 시가의 진실성을 신뢰한 투자자를 전제하였는지 여부 등의 쟁점에 관하여 극명한 입장 대립을 보였다[185].

II. 선례구속주의 적용 여부

1. 다수의견의 입장

다수의견은, Halliburton의 주장을 받아들여 Basic 판결의 법리를 폐기하기 위해서는 단순히 그 선례가 잘못된 것이라는 주장을 넘어서는 특별한 정당성이 요구됨에도 불구하고 Halliburton은 이를 보이지 못하였다고 판단하였다[186]. 선례구속주의에 의하면 법률 해석에 있어서는 국회가 사법부에서 한 일을 바꿀 권한을 가지고 있기 때문에 특별한 힘(Special force)이 있는데 이는 Basic 판결의 법리도 마찬가지라고 보았다.

Basic 판결에 의한 법리는 사법부에서 만든 소권의 행사를 위하여 만들어진 사법부의 원칙이지만, 위 원칙은 Rule 10b-5 집단소송 사건의 신뢰 요건을 충족시키는 방법을 제공하기 때문에 연방대법

185) Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc, 573 U. S. (2014)
186) Dickerson v. United States, 530 U. S. 428, 443 (2000)

원은 위 법리를 연방 증권사기법의 실체법적(Substantive) 원칙이라고 묘사한 바 있고, 이는 그 소송의 다른 요건과 마찬가지로 국회가 폐기하거나 수정할 수 있으므로 결국 Basic 판결의 추정법리를 통상의 선례구속주의와 달리 그 적용을 배제할 근거를 찾을 수 없다는 것이다.

2. 소수의견의 입장

소수의견은 Basic 판결은 선례 구속의 원칙으로 인하여 유지되어야 하는 것이 아니라고 보았다.

연방대법원은 선례가 적용되기 어렵거나 비논리적인 경우, 그 판결의 이론적 전제에 심각한 문제가 있는 경우, 그 원칙이 다른 법원리나 정책의 발달로 더 이상 논리 적합성이 없는 경우, 법적 정합성이 손상될 경우 그 선례를 파기한 사례가 있고, 이 중 어느 하나도 잘못된 선례를 파기할 수 있는 사유가 되는데 Basic 판결은 위에 모두 해당한다는 것이다.

또한, 소수의견은 Basic 판결은 연방대법원이 만든 묵시적 사적 소권의 요건 사실 중 역시 연방대법원이 만든 추정 법리에 관한 것으로, 그 자체로 국회가 관련 법률의 입법을 통하여 만든 것이 아닌 사법부의 산물이고, 이 같은 경우 연방대법원은 선례구속주의에 의한 특별한 힘이 있다고 인정한 사실이 없다고 설시하였다.

즉, 법률 해석의 문제에서는 국회가 그 법률의 개정 등을 통하여 연방대법원의 잘못을 바로잡을 수 있으므로 그 해석이 적절한지 여부에 대한 판단을 국회에 맡겨 두는 것이 적절할 수 있으나 이 같은 논리는 연방대법원이 만든 법과 같은 묵시적 사적 소권에 해당하지 않는다고 하였다.

Basic 판결 이후 국회는 PSLRA와 SLUSA를 입법하였으나 PSLRA는 증권소송의 남용을 막을 목적으로 입법되었고, SLUSA는 원고들이 PSLRA의 적용을 피해 주법원에 집단소송을 제기하는 것을

막기 위하여 입법된 것으로 두 법 모두 Basic 판결의 법리에 대한 것이 아니라고 하였다.

연방대법원은 국회의 침묵으로부터 국회가 Basic 판결에 동의한다는 결론을 끌어낼 수 없고, 국회가 Basic 판결을 파기하지 않았다고 하여 연방대법원이 그 잘못을 국회의 책임으로 넘길 수 없다고 하였다.

3. 검토

Halliburton II 판결의 다수의견은 Basic 판결을 선례구속주의에 의하여 변경하지 않는다고 판단하였다. 영미법 또는 보통법에서 과거의 사법판결을 가리키는 선례(Precedent)는 그 자체로 법규칙이며 법원(Source of law) 가운데 하나이다[187]. 선례구속주의는 "기존 판결을 따르거나 고수하는 것(To abide by, or adhere to, decided cases)"을 의미한다[188]. 이에 의하면 하급법원은 법적 문제에 관한 상급법원의 판결을 따르도록 강제된다. 연방대법원은 자신의 선행 판결로부터 이탈할 권한이 있으나 통상 자신의 선행 판결을 고수한다[189].

선례구속주의를 고수하는 이유로 연방대법원은 선례구속주의가 법원칙의 공평하고 예측가능하며 일관성 있는 발전을 증진하고, 사법판결에 대한 신뢰를 촉진하며, 사법과정의 충실성이 현실적으로 실감되도록 하는 데 기여하기 때문이라고 하였다[190].

선례구속주의가 적용되기 위해서는 ① 판결이 의결에 참여한 판사들 중 다수에 의한 것일 것, ② 복수의 법관으로 구성된 경우

---

187) 이동민, "영미법상 판례변경의 법리 - 법원칙 모델을 중심으로", 서울대학교 대학원 법학박사학위논문, 1면, (2012)
188) Henry Campbell Black, Joseph R. Nolan and Jacqueline M. Nolan-Haley, "Black's Law Dictionary", West Publishing Co., (Sixth Edition), 1406면, (1990)
189) 이동민, 전게논문, 43면
190) 이동민, 전게논문, 44면

판결이 다수에 의한 것일 것, ③ 판결이 법적 쟁점(Issue of law)에 관련된 것일 것, ④ 쟁점에 관하여 실제적으로 이루어진 판단이 있을 것, ⑤ 공간된 판결문이 있을 것을 각 요한다[191].

선례구속주의의 범위는 선행판결의 결론에 미치므로 이에 일치하는 판결을 할 것을 요한다. 또한, 선례구속주의의 범위는 그 주론(Holdings)에 미치나 방론(Dicta)에는 구속력을 미치지는 않는다[192]. 또한, 그 범위가 선행판결의 추론(Reasoning)에도 미치는지 여부가 문제될 수 있는데, 선행 판결이 추론 과정에서 판결의 확인이나 파기에 필요한 정도보다 더 광범위한 설시를 하였다면 후속 재판부는 그 범위를 추론 과정 내의 더 협소한 근거에 한정시킬 수 있을 것이나 선행 판결이 완전히 상이한 추론 과정을 거칠 수 있었다는 이유로 선행 판결의 추론을 무시할 수는 없다고 한다[193].

연방대법원은 제정법 해석에 관한 사건에서는 선례구속주의를 더 엄격히 지킨다고 한다. 연방대법원은 제정법 해석에 관한 사건에서 선례구속주의를 거부하려면 반드시 특별한 정당화 사유가 있어야 한다고 판시하였다. 이 경우에는 의회가 그 입법에 관한 법원의 해석을 자유롭게 변경할 수 있기 때문이다.

연방대법원은 특별한 정당화 사유로 ① 이후의 사법적 조치 또는 의회의 조치에 의하여 그 사이에 법의 발전이 이루어진 탓에 과거 판결의 개념적 토대가 제고 또는 약화되었을 것, ② 작동 불가능한 판결에 의하여 야기되는 본래적인 혼란, 또는 해당 판결이 여타 법률에 담긴 중요한 목적들의 실현에 직접적인 장애가 되는 탓에 해당 판례가 법의 정합성과 일관성에 분명한 손상을 입혔을 것, ③ 선판례가 낙후되어 정의관념 또는 사회복지와 모순될 것을 각 들고 있다[194].

---

191) 이동민, 전게논문, 68-71면
192) 이동민, 전게논문, 63,64면
193) 이동민, 전게논문, 66면
194) 이동민, 전게논문 78면, Petterson v. Mclean Credit Union, 491 U. S. 164, 174, (1989)

Halliburton II 판결의 다수의견과 소수의견은 Basic 판결이 선례에 해당한다는 사실에 대한 입장차이는 없는 것으로 보인다. 다만 다수의견은 Basic 판결이 선례구속주의를 고수하여야 할 특별한 힘이 있는 것으로 본 반면, 소수의견은 이와 같은 힘이 있지 않다고 본 것이다.

Halliburton II 판결이 Basic 판결의 선례에 구속되는 이상 연방대법원이 이와 다른 결론이나 주론에 구속되어 이와 다른 결론을 낼 수는 없다고 할 것이다. 그렇다면 Basic 판결의 시장사기이론이 결론이나 주론에 해당하는지가 문제될 수 있다. Basic 판결의 요약(Syllabus)에는 시장사기이론이 신뢰 요건의 추정의 논거로서 설시되어 있다[195]. 판결의 요약 부분은 판결의 일부라고 볼 수 없어 그 자체는 선례로서의 가치가 없으나 그 내용은 Basic 판결의 다수의

---

195) Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

Held:

5. The Courts below properly applied a presumption of reliance, supported in part by the fraud-on-the-market theory, instead of requiring each plaintiff to show direct reliance on Basic's statements. Such a presumption relieves the Rule 10b-5 plaintiff of an unrealistic evidentiary burden, and is consistent with, and supportive of, the Act's policy of requiring full disclosure and fostering reliance on market integrity. The presumption is also supported by common sense and probability: an investor who trades stock at the price set by an impersonal market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentation may be presumed for purposes of Rule 10b-5 action.

6. The presumption of reliance may be rebutted: Rule 10b-5 defendants may attempt to show that the price was not affected by their representation, or that the plaintiff did not trade in reliance on the integrity of the market price.

견이 설시한 논리를 적절히 반영하고 있기 때문에 시장사기이론이 Basic 판결의 주론 중 일부를 구성함은 부인하기 어렵다고 할 것이다.

따라서 연방대법원이 Basic 판결의 시장사기이론을 폐기하기 위해서는 선례구속주의라는 커다란 장애물이 있었던 것으로 보인다.

III. Basic 판결이 효율적 자본시장 가설을 근거로 하는지 여부

1. 다수의견의 입장

다수의견은, Halliburton은 Basic 판결의 결론이 전제로 하는 효율적 자본시장 가설은 자본시장이 근본적으로 효율적이지 않다는 압도적인 근거로 인하여 더 이상 유지될 수 없다고 주장하나 이는 Basic 판결을 왜곡한 것이라고 보았다.

Basic 판결은 신뢰 요건의 추정을 인정하면서 공개된 정보가 시가에 얼마나 빠르고 완전하게 반영되는지에 대한 특정한 이론을 확정적으로 받아들인 것이 아니고, 시장에 관한 전문가들은 일반적으로 회사에 관하여 공개된 대부분의 중요한 정보를 고려하므로 이 정보가 주식의 시가에 영향을 준다는 상당히 일반적인(modest) 전제에 위 법리를 기반하고 있으므로, Basic 판결은 시장 효율에 관하여 양자택일적(binary) 관점을 갖고 있지 않다고 하였다. Basic 판결은 추정에 관한 법리를 반증 가능하도록 함으로써 시장의 효율성이 정도의 문제로 증거를 통하여 입증되어야 하는 것임을 인정하고 있다는 것이다.

그리고 다수의견은 Halliburton이 논하는 학계의 다툼도 Basic 판결의 위와 같은 법리가 근거한 일반적인 전제를 배척하지 않고, 효율적 자본시장 가설에 대하여 가장 비판적인 학자조차 공개된 정보가 주가에 일반적으로 영향을 준다는 사실은 인정하므로 시가가 정확히 어느 정도로 공개된 정보를 반영하는지에 관한 논쟁은 쟁점이

아니라고 하였다.

결국 Halliburton이 Basic 판결이 경제학적 현실을 잘못 이해하였다거나, 판결 이후 경제학적 현실이 변화하여 Basic 판결을 폐기하는 것을 정당화할 만큼의 경제 이론의 근본적인 변화를 보이지 못하였으므로 Basic 판결을 폐기할 수 없다고 하였다.

2. 소수의견의 입장

소수의견은 Basic 판결의 첫 번째 가정은 허위공시를 포함한 대부분의 공개된 정보는 그 증권의 시가에 반영된다는 것으로 Basic 판결은 위와 같은 가정을 당시 새로 알려진 경제학 이론인 효율적 자본시장 가설을 시험한 실증연구들에 근거한다고 보았다. Basic 판결은 구체적으로 위 이론 중 일반적인 투자자들은 공개되어 있는 정보를 기반으로는 효율적인 시장에서 시장을 넘어선 이윤(Above-market returns)을 얻을 수 없다는 내용의 준강형 이론을 따르는데, 잘 발달된 시장에서 거래되는 주식의 가격은 허위 공시를 포함한 모든 공개된 정보를 반영한다는 위 가설은 Basic 판결 당시는 널리 인정되었으나 이후 이 같은 관점은 빛을 잃었다고 보았다[196].

소수의견은 NYSE와 같은 잘 발달된 시장도 정보를 시가에 빠른 속도로 균일하게 반영하지 않고, 공개된 정보에 대한 접근비용([F]riction in accessing public information)과 검토비용(Processing cost)의 존재로 인하여 공개된 정보들이 시가에 서로 다른 속도로 반영된다고 지적하였다. 예를 들면, 합병 선언이나 주식분할 결정과 같이 쉽게 이해 가능한 정보나 널리 알려지는 정보는 빨리 반영되지만, 증권거래위원회 공시와 같은 정보는 천천히 반영되거나 무시될 수도 있다는 것이다.

소수의견은 설령 시장이 공개된 정보를 반영하더라도 그 정보를 정확히 반영하지 못하는 경우가 많다는 실증연구들이 많은 점도

196) Donald C. Langevoort, 주석 63 전게논문, 175면

지적하였다. 새로운 정보가 없음에도 시가가 요동치거나 내재된 자산가치와 동떨어진 시가 형성이 계속되는 것과 같이 효율적이라고 보기 어려운 비정상적 결과들로 인하여 시장의 효율성에 대한 의문을 점점 갖게 되었고, 이 같은 비정상적 결과들은 특정한 시점의 시가가 공개된 정보에 의하여 정확히 그 가치를 반영하고 있는지 알기 어렵게 한다고 하였다.

결국 소수의견은 경제학자들도 오늘날 잘 발달된 시장에서도 정보가 Basic 판결이 가정한 바와 같이 시가에 반영될 것을 장담할 수 없음을 이해하고 있으므로 일반상식과 확률에 의하여 신뢰요건의 추정에 관한 법리가 뒷받침된다는 Basic 판결의 주장은 근거가 부족하다고 하였다.

3. 검토

위에서 본 바와 같이 다수의견이 선례구속주의의 적용을 인정한 이상 다수의견은 기본적으로 Basic 판결의 주론을 따라갈 수밖에 없다. 그리고 그 주론 중 하나는 공개되고 잘 발달된 증권시장에서 주가는 회사와 그 사업에 관한 중요한 정보를 반영하므로 허위공시 역시 반영한다는 것이다.

다수의견은 위에서 본 바와 같이 위 논리가 Basic 판결의 일부 설시를 근거로 위 이론이 특정한 효율적 자본시장 가설에 근거한 것이 아니고, 다만 시가가 정보에 반응한다는 다소 느슨하고 대부분이 동의할 수 있는 논리에 근거한 것이라고 설명하였다. 다행히 Basic 판결은 논리적으로 불명료한 표현을 사용하고 있기 때문에 다수의견이 그 설시 중 위와 같이 해석할 수 있는 근거가 되는 부분을 포착하는 것이 가능하였던 것이다.

다만 선례구속주의를 논외로 한다면 만약 시가가 정보에 반응한다는 것이 신뢰 요건을 추정하는 근거라면 왜 굳이 효율적인 시장에 대하여만 신뢰 요건의 추정을 허용하는지 설명하기 어려우나,

Halliburton II 사건에서는 증권이 거래된 시장이 효율적인 시장이라는 사실은 이미 인정되어 있었기 때문에 그 시장이 비효율적인 경우 신뢰 요건의 추정이 허용되는지 여부가 쟁점이 아니어서 이에 대하여 판단하지 않은 것으로 이해할 수 있다.

IV. 시가의 진실성을 신뢰한 투자자를 전제하였는지 여부

1. 다수의견의 입장

다수의견은, Basic 판결은 가격을 고려하지 않는 투자자들의 존재를 부인한 사실이 없다고 판단하였다. 즉, Basic 판결은 대부분의 투자자들이 공개된 정보에 대한 조사에만 의존하여서는 장기적으로 시장이상의 성과를 낼 가능성이 없음을 알고 증권의 가치가 모든 공개된 정보를 왜곡되지 않게 반영하고 있다고 신뢰할 것이라고 보는 것이 합리적이라고 판단하였을 뿐이라는 것이다.

또한, 다수의견은 가치투자자도 Halliburton이 주장하는 바와 같이 시가의 진실성을 고려하지 않는다고 볼 이유가 없다고 하였다. 다수의견에 의하면 이 같은 투자자들은 주가가 차차 중요한 정보를 반영할 것이라는 사실을 묵시적으로 신뢰한다는 것이다. 만약 그렇지 않다면 그의 이윤의 발생 원천인 시가 조정이 일어날 수 없기 때문이다. 즉, 가치투자자는 그가 거래할 당시 시가가 공개된 정보를 정확히 반영한다고 믿지 않으나, 그가 Basic 판결의 법리에 의하여 간접적으로 허위공시를 신뢰하였다고 보기 위해서는 그가 합리적인 기간 내에 시가가 공개된 정보를 반영할 것이라고 믿고 주식을 거래하였으면 충분하다고 한다. 왜냐하면 가치투자자도 주식이 저평가 또는 고평가되었는지 여부를 예측하려 하는데 이러한 예측도 사기 행위로 인하여 왜곡된 주가로 인하여 일그러질 수 있기 때문이라고 하였다.

2. 소수의견의 입장

소수의견은 Basic 판결은 그 법리를 주식을 시가에 매매하는 투자자는 그 시가의 진실성을 신뢰한다는 가정에 기반하고 있는데, 이는 다시 말해서 투자자들이 시가가 그 증권의 내재된 가치를 정확히 반영하고 있다는 믿음에 근거하여 거래를 한다고 가정한 것이라고 하였다.

Basic 판결이 "시가의 진실성을 신뢰하지 않는 매수인이나 매도인은 상상하기 어렵다. 누가 조작된 주사위 게임에서 이를 알면서 주사위를 던지겠냐?"라고 설시한 점 등에 비추어 보면 위 판결은 위 투자자의 행동에 대한 가정을 일반상식에 근거하여 채택한 것으로 보인다면서, 이 같은 논리는 비판을 면할 수 없다고 하였다. 많은 투자자들은 시가가 그 가치를 정확히 반영하고 있다는 믿음 하에 주식을 매매하지 않고, 오히려 그 반대의 이유, 즉 시장이 그 주식을 저평가 또는 고평가 하였고 이 같은 이유로 본인이 이익을 볼 수 있다고 믿고 거래한다는 것이다.

또, 소수의견은 일군의 투자자들은 유동성 문제, 세법상 문제 또는 포트폴리오 재구성 등 시가와 무관한 이유로 거래함을 지적하였다. 시가와 무관하게 이루어진 이 같은 투자 결정은 시가의 진실성을 고려하지 않아 Basic 판결이 이해하는 투자 판단의 동기에 반하기 때문에 모든 투자자들이 공통적으로 시가의 진실성에 근거한다는 Basic 판결의 가정은 틀렸다고 하였다.

다수의견은 Basic 판결이 대부분의 투자자들은 주가의 진실성을 신뢰한다는 입장이라고 해석하나, 이는 Basic 판결의 "시장에서 정한 시가로 주식을 매매하는 투자자는 그 시가의 진실성을 신뢰한다(An investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price)"라는 설시에 반한다고 하였다. 게다가, 소수의견은 Basic 판결이나 다수의견은 대부분의 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰한다는 근거조차도 제시

하지 못하고 있다고 지적하였다.

소수의견은, 다수의견은 저평가되었다고 믿고 주식을 사는 투자자는 시가의 진실성에 대하여 무관심하다고 볼 이유가 없다고 주장하나, 이 같은 주장은 쟁점을 빗나간 것이라고 하였다. 즉, 투자자가 시장에 대하여 어떠한 믿음을 가지고 있던지 간에 만약 그가 거래할 당시 공개된 정보가 정확하게 시가에 반영되어 있다고 믿지 않았다면 그는 시가의 진실성을 신뢰하였다고 볼 수 없다는 것이다.

3. 검토

이미 본 바와 같이 Basic 판결은 나아가 증권시장에서 형성된 가격에 주식을 매매하는 투자자들은 시가의 진실성을 신뢰한다고 보았다. 다수의견은 위와 같은 설시에 대하여 Basic 판결이 대부분의 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰한다고 판단하였다고 해석하였다. 이 같은 해석은 일응 Basic 판결의 명문에 반하는 해석으로 보일 수 있다. Basic 판결의 설시 중에는 대부분의 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰한다고 명확히 설시한 부분을 찾기 어렵기 때문이다.

다만 Basic 판결의 다수의견은 신뢰 요건의 추정을 깨뜨릴 수 있는 방법에 대한 예를 들면서 어떠한 원고가 Basic의 공시가 허위이고 Basic이 사실은 합병에 관한 논의를 진행 중이어서 Basic 판결의 주가가 인위적으로 저평가되어 있다고 믿고 있으면서도 잠재적인 반독점법 위반 가능성 또는 일정한 사업의 참여에 대한 정치적 비판의 위험을 이유로 주가의 저평가와 무관하게 주식을 팔은 경우 그는 시가의 진실성을 신뢰하였다고 볼 수 없다고 설시하였으므로, 이를 근거로 Basic 판결이 모든 투자자가 시가의 진실성을 신뢰한다고 한 것은 아니라고 볼 수는 있을 것이다.

특히, Basic 판결이 이 같은 투자자가 Basic의 공시가 허위이거나 Basic의 주가가 저평가된 사실을 알았을 것(know)이 아니라 허위라고 믿었을 것(believe)을 시가의 진실성을 신뢰하지 않은 자의

예로 드는 점에 비추어 보면 Basic 판결이 반드시 모든 투자자들이 시가의 진실성을 신뢰한다고 판시하였다고 볼 것은 아니라고 하겠다. 그러나 Basic 판결이 위 부분에 관한 설시를 불명료하게 하여 혼란을 초래한 것은 사실이다.

V. 시가충격의 입증

1. 원고가 시가충격을 입증하여야 하는지 여부

Halliburton은 연방대법원이 Basic 판결을 폐기하지 않는다면 예비적으로 Basic 판결의 추정 요건을 충족하기 위하여 원고로 하여금 피고의 공시가 실제로 주가에 영향을 주었다는 점, 즉 시가충격이 있었음을 입증하도록 하여야 하고, 원고가 주식이 거래된 시장의 일반적인 효율성을 입증하는 것만으로는 부족하다고 보아야 한다고 주장하였으나, 다수의견은 이를 받아들이지 않았다.

다수의견은 Basic 판결의 법리를 충족하기 위해서 원고는 ① 허위공시라고 주장되는 허위공시가 공공에 알려져 있고, ② 그것이 중요한 것이며, ③ 주식이 효율적인 시장에서 거래되었고, ④ 원고가 허위공시가 이루어진 시점과 진실이 밝혀진 시점 사이에 주식을 거래하였을 것을 모두 입증하여야 하고, 위 각 요건은 위 추정 법리에 전제된 시장사기이론에 의한 것이라고 설시하였다.

앞의 3개의 전제요건은 시가충격, 즉 허위공시가 애초에 시가에 영향을 주었는지 여부에 관한 것으로 시가충격이 없는 경우, Basic 판결의 시장사기이론과 신뢰에 관한 추정은 깨진다고 하였다. 즉, 투자자의 거래 시점에 허위공시가 시가에 반영이 되어 있어야 그 허위공시를 신뢰하였다고 추정할 수 있다는 것이다. 만약, 그렇지 않다면 투자자가 시가의 진실성에 대한 신뢰를 통하여 그 허위공시를 간접적으로 신뢰하였다고 볼 근거가 없다고 하였다.

Halliburton은 Basic 판결이 시가충격에 근거하므로 원고가 그 추

정 요건을 충족하기 위하여 시가충격을 직접 증명하여야 한다고 주장하나 이 같은 주장은 Basic 판결의 추정 법리에 대한 사소한 보완에 불과한 것이 아니라 Rule 10b-5 집단소송 사건의 신뢰 요건에 관한 법리를 근본적으로 변화시키는 것이라고 보았다.

Basic 판결의 추정 요건에 관한 법리라 불리는 것은 사실은 ① 원고가 피고의 허위공시가 공개된 중요한 것으로 그 주식이 일반적으로 효율적인 시장에서 거래된 사실을 보인다면 그는 주가가 허위공시로 인하여 영향을 받았다는 추정을 받을 수 있고, ② 원고가 그 관련 시점 사이에 시가로 주식을 매수하였음을 보인다면 그는 피고의 허위공시로 인하여 주식을 샀다는 추정을 받을 수 있다는 2개의 추정에 해당한다고 하였다.

따라서 원고로 하여금 직접 시가충격을 입증하도록 하는 것은 이 중 첫 번째 추정을 제거하는 것이 되는데, 이에 관한 Halliburton의 논거는 Basic 판결을 폐기하여야 한다는 주장에서 제시한 논거와 같이 시장의 효율성은 양자택일적인 것이 아니기 때문에 일반적으로 효율적인 시장에서도 공개되고 중요한 허위공시가 시가에 영향을 주지 않을 수 있다는 것이므로, 다수의견은 Basic 판결을 완전히 폐기하지 않는 이유와 같은 이유로 그 전제조건을 수정하여 그 중 절반을 폐기하지 않겠다고 판시하였다.

2. 피고가 집단소송허가 단계에서 시가충격을 입증하여 신뢰요건의 추정을 깨뜨릴 수 있는지 여부

다수의견은 피고들이 집단소송허가 단계에서 그 허위공시가 시가에 영향을 주지 않았다는 증거를 제출하여 위 추정을 깨뜨릴 기회를 주어야 한다는 Halliburton의 주장을 받아들였다.

피고들이 Basic 판결의 법리를 깨뜨리기 위하여 본안 단계에서 증거를 제출할 수 있음은 다툼이 없고, Basic 판결도 허위공시가 피고의 주가에 영향을 주지 않았다는 적절한 증거로 추정이 반증될 수

있음을 명확히 하였다. 집단소송허가 단계에서 피고가 시가충격에 관한 증거를 위 법리를 직접적으로 반증하는 증거가 아니라 원고가 시장의 효율성을 입증하는 것을 탄핵하는 증거로 제출하는 것이 허용된다는 점도 다툼이 없다. 즉, 집단소송허가 단계에서 피고가 시장이 효율적이지 않다는 증거로 시가충격이 없었다는 증거를 제출할 수 있음은 다툼이 없다는 것이다.

결국 피고들은 집단소송허가 절차에서 시가충격에 관한 증거를 제출할 수 있는데, 다만 원고는 피고들이 위 증거를 집단소송허가 절차에서 위 추정 자체를 반증하는 증거로 사용할 수 없다는 것이고 항소심 법원도 이러한 원고들의 주장을 받아들인 것이라고 하였다.

위 논리에 의하면 피고가 집단소송허가 단계에서 원고가 시장의 효율성을 입증하는 것을 탄핵하기 위하여 특정 사건이 주가에 미친 영향에 대한 사건연구를 증거로 제출하였고 그 중 하나가 원고가 허위공시라고 주장하는 사건이라고 할 때, 만약 법원이 그 허위공시가 시가에 영향을 주지 않았다는 피고가 제출한 증거가 있음에도 불구하고 원고가 시장의 효율성을 입증하였다고 선고한다면, 집단소송허가 단계에서 이미 효율적인 시장에서 그 공시가 시가에 영향이 없었음이 밝혀졌음에도 불구하고 집단소송이 허가되어 본안에 대한 심리가 이루어져야 한다는 결론에 이른다고 하였다.

다수의견은 이 같은 결론이 Basic 판결의 논리에 반한다고 보았다. Basic 판결의 시장사기이론은 시장의 효율성과 같은 신뢰의 추정 요건을 충족시키기 위한 다른 전제조건들을 시가충격을 보이기 위한 간접적인 방법으로 보았다. Basic 판결의 논리는 원고가 시가충격이 있었다는 간접적인 대체물에 근거하도록 하는 것이 직접적으로 시가충격을 입증할 것을 요구하는 것보다 적절하다고 본 것이다.

그러나 간접적인 대체물은 직접적인 증거가 있을 경우 그 증거를 배제시킬 수 없다고 하였다. 시가충격은 Rule 10b-5 집단소송 사건의 필수적인 요건으로, Basic 판결이 원고로 하여금 그 전제요건을 간접적으로 입증할 수 있도록 하였을 뿐, 법원으로 하여금 피고

가 제출하는 허위공시가 실제로 주가에 영향을 주지 않아 결과적으로 Basic 판결의 추정이 적용되지 않아야 한다는 직접적이고 현저한 증거를 무시할 것을 요구하지 않는다고 하였다.

시가충격에 관한 증거는 어차피 집단소송허가 절차에서 법원에 제출되므로 쟁점은 시가충격에 관한 증거를 집단소송허가 절차에서 제출하는 것을 허용할지 여부가 아니라 이를 집단소송허가 절차에서 시가충격에 관한 간접적인 증거로만 제출하도록 할 것인지 아니면 직접적인 증거로 제출할 수 있도록 할 것인지 여부이다. 그런데 법원이 인위적으로 시가충격에 관한 증거를 간접 증거로만 심리하도록 제한할 이유가 없으므로 피고들은 집단소송허가 절차에서 Basic 판결에 의한 추정을 시가충격에 관한 간접적인 증거뿐만 아니라 직접적인 증거를 제시하여 반증할 수 있다고 하였다.

3. 검토

Halliburton II 판결은 Basic 판결의 시장사기이론을 재확인하면서 나아가 위 법리가 신뢰 요건의 입증에 관하여 차지하는 위치를 명확히 하였다. 즉, 다수의견은 Basic 판결의 시장사기이론이 시가충격을 보이는 간접적인 방법이라고 보았다. 다만 원고가 시가충격을 간접적인 대체물에 근거하여 입증하는 것이 직접적으로 입증하는 것보다 낫다고 판단한 것이다.

Halliburton II 판결은 시가충격을 간접적인 대체물에 의해서만 탄핵할 수 있도록 한정하였다고 볼 수 없고, 피고가 시가충격이 없었다는 직접적인 증거를 제출하여 신뢰 요건에 대한 반증을 시도할 수 있다고 보았다.

그렇다면 반대로 원고가 시장의 효율성을 입증함이 없이 바로 시가충격이 있었음을 입증하여 신뢰 요건의 추정을 받는 것을 금지할 이유가 없다. 시장의 효율성은 시가충격을 입증하기 위한 간접적인 대체물에 불과하기 때문이다.

제4절 소결론

Basic 판결은 효율적인 시장에서 거래된 사실이 인정되었기 때문에 효율적이지 않은 시장에서의 거래를 염두에 둔 논리를 굳이 개진할 필요가 없었다. 또한, Basic 판결은 오로지 Basic 판결이 인정한 시장사기이론에 의하여서만 간접적인 입증이 가능하다고 판시한 것이 아니고, 오히려 신뢰 요건의 추정을 받기 위한 간접적인 방법이 하나 이상 있을 수 있음을 인정하고 있다.

그렇다면 연방대법원이 효율적이지 않은 시장에서 투자자가 시가충격이 있었음을 입증하여 투자자가 신뢰 요건을 입증할 수 있도록 하는 것은 법리적으로 불가능하다고 보기 어렵고 오히려 이를 인정하는 것이 Halliburton II 판결의 법리에 일관되는 것으로 보인다.

다만 미국에서는 시장사기이론을 확장하는 것은 자연스럽게 집단소송의 확대로 연결되어 그 파급력이 크기 때문에 시장사기이론을 확장할지 여부를 판단하기 위해서는 정책적 타당성을 고려하여야 할 것이다. 이미 효율적인 시장에서 거래된 주식에 대하여 집단소송의 남소가 발생하고 있음이 수 십 년 간 문제되는 법 현실에서 원고가 시가의 왜곡을 보임으로 신뢰 요건을 추정 받을 수 있도록 한다면 이는 비효율적인 시장에서 거래된 주식에 대한 집단소송의 제기 가능성을 열어주게 되기 때문이다.

제4장 대한민국의 시장사기이론

제1절 신뢰 요건에 관한 대법원의 입장

I. 신뢰 요건의 추정

대법원은 시장사기이론을 받아들였다고 평가되고 있다[197]. 대법원은 한국강관사건에서 "대상 기업의 재무상태를 가장 잘 나타내는 감사보고서가 정당하게 작성되어 공표된 것으로 믿고 주가가 당연히 그에 바탕을 두고 형성되었으리라는 생각 아래 대상 기업의 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이다"라고 설시하였는데 위 설시 부분이 시장사기이론을 받아들인 것으로 이해되는 것이다[198]. 이 사건에서 대법원은 원고가 유가증권신고서와 사업설명서를 직접 읽고 신뢰하였는지 여부를 판단하지 않음으로써 거래인과관계 요건을 요구하지 않거나 그 요건이 추정되는 것처럼 보았다[199]. 다만 대법원은 위와 같은 논리로 원심 판결을 파기하면서 위 사건의 원고가 주식을 거래할 당시 그 주식 시장이 당연히 효율적인 것을 전제하여 그 시장이 실제로 효율적인지 여부를 심리하도록 하지 않는 등 대법원의 법리는 여러 가지 면에서 미국의 그것과 다르다.

이하에서는 대한민국의 주식시장인 유가증권 시장과 코스닥 시장에서의 각 주식 거래에서 시장사기이론이 적용된 대표적인

---

197) 임재연, 자본시장법, 박영사, 414면, (2013). 대법원은 시장사기이론이라는 표현을 명시적으로 사용하고 있지 않으므로 대법원이 미국 판례법상의 시장사기이론을 도입한 것인지 아니면 단순히 증권거래의 특수성을 감안하여 판단한 것인지 명확하지 않다고 볼 수도 있다. 후자의 경우도 마찬가지로 증권거래와 관련된 사건에서 입증책임의 전환을 인정하였다는 의미가 있다(김병연, 주석 21 전게논문, 300면).

198) 대법원 1997. 9. 12. 선고 96다41991 판결

199) 최승재, 전게논문, 77면

사례를 살핀 후 그 입장에 대하여 검토하도록 하겠다.

II. 유가증권 시장에서의 주식거래

1. 한국강관 사건

유가증권 시장에서의 거래에 대하여 시장사기이론을 받아들인 대표적인 사건은 한국강관 사건이다. 위 사건의 원고는 증권회사를 통하여 한국강관의 주식을 매매한 투자자이고 피고는 한국강관에 대한 감사를 한 감사인이었다. 피고는 한국강관이 허위의 재무제표를 작성한 것에 대한 감사를 절차에 위반하여 불실하게 한 나머지 적정의견을 제시하였고, 원고는 위 재무제표와 감사보고서가 공시된 후 한국강관의 주식을 매수하였다가 그 후 한국강관의 분식회계 사실이 밝혀져 한국강관의 주가가 떨어져 손해를 입자 피고를 상대로 소를 제기한 것이다.

위 사건에서 원심 법원은 "감사인의 불실감사에 관하여 민법상의 불법행위책임을 묻기 위하여는 이와는 달리 감사인의 고의, 과실, 투자자의 손해의 발생, 인과관계의 존재, 손해액 등에 대하여 별도로 주장, 입증을 하여야 할 것이다"라고 전제한 후 "원고가 위와 같이 분식된 재무제표와 불실한 감사보고서를 신뢰하고 이를 투자판단의 자료로 삼아 이 사건 주식을 취득하게 되었는지에 관하여는 이를 인정할 아무런 증거가 없[200]"다고 판시하여 원고의 이 부분 청구를 기각하였다.

그러나 대법원은 "주식거래에 있어서 대상 기업의 재무상태는 주가를 형성하는 가장 중요한 요인 중의 하나이고, 대상 기업의 재무제표에 대한 외부감사인의 회계감사를 거쳐 작성된 감사보고서는 대상 기업의 정확한 재무상태를 드러내는 가장 객관적인 자료로서 일반투자자에게 제공·공표되어 그 주가 형성에 결정적인 영향을

200) 서울지방법원 1996. 8. 28. 선고 96나15298 판결

미치는 것이므로, 주식투자를 하는 일반투자가로서는 그 대상 기업의 재무상태를 가장 잘 나타내는 감사보고서가 정당하게 작성되어 공표된 것으로 믿고 주가가 당연히 그에 바탕을 두고 형성되었으리라는 생각 아래 대상 기업의 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이다. 더구나 원심이 적법하게 확정한 사실관계에 의하더라도, 원고는 1989. 3. 20.부터 한진투자증권 주식회사 불광동지점에 계좌를 개설하여 거래를 해오면서 거래 시에는 증권회사 직원에게 일임하지 않고 자신이 주식시세를 검토한 후 구체적으로 종목을 지정하여 객장에 나오거나 전화를 통하여 소외 회사의 주식 외에 다른 회사들의 주식들을 수시로 매수하고 다시 매각하였다는 것이므로, 원고가 소외 회사의 주식을 매입함에 있어서는 다른 특단의 사정이 없는 한 증권거래소를 통하여 공시된 피고 회사의 소외 회사에 대한 감사보고서가 정당하게 작성되어 소외 회사의 정확한 재무상태를 나타내는 것으로 믿고 그 주가는 당연히 그것을 바탕으로 형성되었으리라는 생각 아래 소외 회사의 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이다"[201]라고 판시하면서 원심을 파기하였다.

2. 검토

위와 같이 원심 법원은 민법상 손해배상 청구권의 입증책임에 관한 일반 법리에 따라 원고가 신뢰 요건을 입증할 책임이 있다고 하였으나, 대법원은 원고가 한국강관의 주식을 매입함에 있어 증권거래소를 통하여 공시된 피고의 한국강관에 대한 감사보고서가 정당하게 작성되어 한국강관의 정확한 재무상태를 나타내는 것으로 믿고 그 주가는 당연히 그것을 바탕으로 형성되었으리라는 생각 아래 한국강관의 주식을 거래한 것으로 보아야 한다고 판시하여 원고가 직접 감사보고서를 보고 이를 신뢰하여 거래한 사실을 입증할 것을 요하지 않은 것이다.

---

201) 대법원 1997. 9. 12. 선고 96다41991 판결

이 사건은 주식의 거래가 문제된 사건이지만 구 증권거래법상 청구권이 시효로 소멸하여 민법 제750조를 근거로 한 손해배상이 추가로 문제되었다. 그런데 대법원은 민법에 의한 청구에서도 원고에게 입증책임의 부담을 완화하였다. 이는 주식의 거래가 문제된 사건이라면 적용법규를 불문하고 입증책임에 관한 법리에 증권거래의 특수성을 감안한 것으로 보인다[202].

한편 대법원은 원고가 주가의 진실성을 신뢰하여 거래한 것을 인과관계를 인정하는 근거로 보고 있음에도 불구하고 위 주식이 거래된 시장이 효율적이었는지 여부를 명시적으로 판단하고 있지 않다. 원고가 한국강관의 주식을 거래한 1993년경 당시 위 회사의 주식은 증권시장에 상장되어 있었는데 대법원은 당연히 그 시장이 효율적이라고 전제한 것으로 보인다. 그러나 위 판시만으로 대법원이 유가증권 시장을 일반적으로 효율적인 시장으로 인정하였다고 보기는 어렵다[203].

III. 코스닥 시장에서의 주식거래

1. 옵셔널캐피탈 사건의 개요

주식회사 옵셔널캐피탈(이하 '옵셔널캐피탈'이라 한다)은 1994년경 협회중개시장(현 코스닥시장)에 등록되었던 회사이다. 위 사건의 원고 1은 2001년 2월 28일부터 2002년 2월 27일까지, 원고 2는 2001년

202) 김병연, 주석 21 전게논문, 300면

203) 대법원은 2007년 10월 25일 선고한 소위 대우전자 사건에서도 마찬가지로 시장사기이론에 의하여 거래인과관계를 인정하면서도 유가증권 시장의 효율성을 별도로 심리하도록 하지 않았다(대법원 2007. 10. 25. 선고 2006다16758 판결). 다만 위 판결에 대하여 대법원이 시장사기이론이 아니라 상당인과관계로 설명하는 것이라고 보는 의견도 있다{김주영, "자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상청구의 청구인적격에 관한 검토", 증권법연구 제15권 제1호, 240면, (2014)}.

11월 7일부터 2002년 2월 26일까지 옵셔널캐피탈의 주식을 취득하여 2002년 3월경 현재 원고 1은 70,000주, 원고 2는 141,500주를 각 보유한 자들이고, 피고는 2001년 4월 27일부터 옵셔널캐피탈의 대표이사로 취임하여 재직하다가 2001년 9월 6일경부터는 제3자를 옵셔널캐피탈의 형식상 대표이사로 등재하여 2001년 4월 2일경부터 2002년 3월 중순경까지 옵셔널캐피탈을 실질적으로 운영하면서 회사의 자금관리 등 업무를 총괄한 자이다.

피고는 2001년 7월 30일경부터 2001년 10월 26일경까지 약 21회에 걸쳐 옵셔널캐피탈을 위해 보관하던 유상증자대금 중 약 300억 원을 임의로 사용하고, 옵셔널캐피탈의 2001년 사업연도 2 내지 4분기(2001년 4월 1일부터 2001년 12월 31일까지) 분기보고서를 작성하여 금융감독위원회에 제출하면서 사실은 옵셔널캐피탈이 메드페턴트 테크놀러지 등 8개 회사에 주식을 투자한 사실이 없음에도 불구하고 위 분기보고서에 메드페턴트 테크놀러지 등 8개 회사 주식에 179억 5천만 원을 투자하고 있다고 기재함으로써 위 보고서의 중요한 사항에 관하여 허위의 기재를 하였다.

코스닥위원회는 옵셔널캐피탈에 대해 2002년 7월 9일부터 같은 달 30일까지의 정리매매기간을 거쳐 정리매매종료일 익일에 등록취소를 하기로 하였는데, 위와 같이 정리매매가 개시됨에 따라 2002년 7월 9일 주권매매거래정지가 해제되자 원고들은 2002년 7월 9일 각 보유하고 있던 주식을 1주당 130원에 각 매도하였고, 옵셔널캐피탈의 주식은 2002년 7월 말경 등록취소(상장폐지)가 되었고, 이에 원고들은 피고를 상대로 상법 제401조에 의한 손해배상 청구를 하였다.

2. 대법원의 판단

대법원은 “피고의 주가조작으로 소외 회사 주식의 주가가 정상 주가보다 높게 형성되고, 원고들이 그러한 사실을 알지 못한 채 주식을 취득함으로써 손해를 입었다면, 원고들은 피고를 상대로 상법 제401

조 제1항에 의하여 손해배상을 청구할 수 있을 것이지만, 원고들이 피고의 주가조작 이전에 주식을 취득하거나 주가조작으로 인한 주가 부양의 효과가 사라진 후 주식을 취득하였다면, 피고의 주가조작과 원고들의 주식취득 후 생긴 주가하락으로 인한 손해 사이에 상당인과관계가 있다고 볼 수 없으므로, 그와 같은 경우에는 원고들은 피고를 상대로 상법 제401조 제1항에 의하여 손해배상을 청구할 수 있다고 보기 어려울 것이다. 그렇다면 원심으로서는 피고가 거액의 횡령 등 주가 형성에 영향을 미칠 수 있는 사정들에 관하여 언제 어떠한 내용의 부실공시를 하거나 주가조작을 하였는지, 원고들이 어느 부실공시 또는 주가조작으로 인하여 진상을 알지 못한 채 주식 평가를 그르쳐 몇 주의 주식을 정상주가보다 얼마나 높은 가격에 취득하였는지 등에 관하여 심리하여, 원고들이 주장하는 소외 회사 주식의 주가하락으로 인한 손해가 상법 제401조 제1항에서 규정하는 손해에 해당하는지 및 그 손해와 피고의 횡령, 주가조작, 부실공시 등의 행위 사이에 상당인과관계를 인정할 수 있는지 여부를 가려본 후, 그것이 인정된 연후에 그 손해액 산정에 나아가야 할 것이다"[204]라고 판시하면서 피고의 상고를 받아들이고 원심판결을 파기하였다.

위 사건에서 대법원은 피고의 주가조작으로 옵셔널캐피탈의 주가가 정상주가보다 높게 형성되고, 원고들이 그러한 사실을 알지 못한 채 주식을 취득함으로써 손해를 입었다면, 원고들은 피고를 상대로 상법 제401조 제1항에 의하여 손해배상을 청구할 수 있을 것이라는 전제하에 원고들이 어느 부실공시 또는 주가조작으로 인하여 진상을 알지 못한 채 주식 평가를 그르쳤는지에 대하여 심리하도록 한 것이다.

---

204) 대법원 2012. 12. 13. 선고 2010다77743 판결

3. 파기환송심 법원의 판단

위 사건의 파기환송심은 원고들의 청구를 모두 기각하였으나, 그 이유를 원고 1과 원고 2에 대하여 서로 달리 하였다.

원고1에 대하여는 “이러한 사안에서 주가하락으로 인하여 손해를 입은 주주가 부실공시에 관여한 이사를 상대로 손해배상 청구를 하기 위해서는 그 보유주식을 언제 취득하였는지와 그 이사가 주가 형성에 영향을 미칠 수 있는 사정들에 대하여 언제 어떠한 내용의 부실공시를 하였는지에 관하여 구체적으로 주장·입증하여야 한다”고 전제한 후, 원고 1이 옵셔널캐피탈의 주식 70,000주를 구체적으로 어느 시점에 얼마에 취득하였는지 확정할 수 없고, 그 결과 피고의 이 사건 허위공시, 횡령, 시세조종행위, 부실공시행위 중 어떠한 행위로 인하여 원고 1이 위 70,000주를 정상주가보다 얼마나 높은 가격에 주식을 매수하였는지를 특정할 수 없다고 판단하여 원고 1의 청구를 기각하였다.

반면, 원고 2에 대하여는 “피고가 2011. 5. 8., 2011. 5. 28., 2011. 6. 26., 2011. 9. 18. 4회에 걸쳐 합계 359억 5,000만 원 상당의 운영자금을 조달한다는 명목으로 유상증자 결의를 하면서 마치 정상적으로 설립된 해외법인이 소외 회사의 미래수익 가치를 기대하고 제3자 배정방식으로 유상증자에 참여하여 대규모 투자를 하고 유상증자를 통해 조달한 자금을 정보통신·생명공학·인터넷(콘텐츠) 업종의 주식에 투자할 계획인 것처럼 제3자 배정대상자 및 배정 주식수 등을 허위로 공시하였고, 2000. 12. 12.부터 2001. 11. 30.까지 가장 매매거래, 통정매매, 고가매수 주문, 허위매수 주문, 허위 매도 주문 등을 통해 지속적으로 소외 회사 주식의 시세조종해위(주가조작)를 하였으며, 2002. 2. 14. 소외 회사의 2001년도 제11기 3사분기 분기보고서를 작성하여 금융감독위원회에 제출하면서 사실은 위 피고가 위와 같이 유상증자로 조달한 증자금 중 약 319억 원 상당을 횡령함으로써 소외 회사의 재무구조가 현저히 악화되었음에도 분식회계

를 통해 이러한 내용을 은폐하고, 소외 회사가 메드페턴트 테크놀러지 등 8개 회사에 주식을 투자한 사실이 없음에도 위 분기보고서에 위 회사 등 8개 회사 주식에 17,950,000,000원을 투자하고 있다고 기재하는 등 위 분기보고서의 중요 사항에 관하여 허위의 기재를 함으로써 부실공시를 하였던 점, ② 이러한 허위공시, 부실공시, 주가조작에 따라 2000. 12. 12.부터 이러한 허위공시, 부실공시 등이 알려져 소외 회사 주식의 거래가 정지된 날의 전날인 2002. 3. 6.까지 소외 회사 주식의 협회중개시장 거래가격은 비정상적으로 높게 형성되었고, 위 기간에 소외 회사의 주식을 취득한 원고 2로서는 위와 같은 허위정보, 주가조작이 없었더라면 고가에 소외 회사의 주식을 매수하지 않았을 것으로 보이는 점, ③ 위와 같은 허위공시, 부실공시, 주가조작 등의 사실은 2002. 3. 7. 상장시장에서 거래소에 의해 소외 회사의 주식의 거래가 정지되면서 알려지게 된 것으로 보이는 점 등에 비추어 보면, 원고 2는 이 사건 허위공시 및 이 사건 부실공시 등을 신뢰하여 소외 회사의 주식을 정상가격 보다 높게 형성된 가격에 매수하였다가 그 후 진상이 공표되면서 주가가 하락하여 손해를 입게 되었으므로, 원고 2는 피고의 위와 같은 임무해태행위로 인하여 손해를 입었다고 봄이 상당하다"라고 판시하였다.

이에 대하여 피고는 원고 2가 언론보도 등을 통하여 피고의 횡령 등 사실을 알았거나 알 수 있었으면서도 위 주식을 취득한 것이므로 원고 2가 입은 손해와 피고의 위 임무해태행위 사이에 인과관계가 없다는 취지로 주장하였으나, 법원은 "2001. 11.경부터 2002. 2.경 사이에 소외 회사의 주가가 거의 반토막이 났는데, 일부 기관투자자들이나 외국계투자자들은 소외 회사의 재정상태 및 경영상태를 알았을 가능성 및 그러한 사실이 시장에 누설되었을 가능성은 인정되나, 그러한 사정만으로 소외 회사의 재정상태 및 경영상태에 관한 정보가 시장에 전면적으로 공표된 상태에 있었다거나 원고 2와 같은 소수주주들에게까지 그 사정이 유포되어 있었다고 보기는 어렵고, 달리 원고 2가 위 주식 취득 당시에 피고의 횡령 행위 등 임무해태

행위가 있었거나 소외 회사의 재정상태 및 경영상태가 악화되었다는 사정을 알거나 알 수 있었음을 인정할 증거가 없으므로 피고의 위 주장은 받아들이지 아니한다"라고 판시하였다[205].

4. 검토

위 사건에서도 대법원은 주식이 거래된 시장이 효율적인지 여부를 심리하도록 하지 않았다.

그러나 파기환송심 법원은 원고 1이 옵셔널캐피탈의 주식을 구체적으로 어느 시점에 얼마에 취득하였는지 확정할 수 없기 때문에 원고 1의 청구를 인정할 수 없다고 하였는데, 이는 Basic 판결의 시장사기이론과 논리를 같이한다고 볼 수 있다. Basic 판결의 시장사기이론은 투자자가 부실공시가 있은 후 주식을 매매하였을 것을 요구하여 부실공시 시점과 주식 매매시점의 선후관계가 확인되지 않는 한 시장사기이론을 적용하여 인과관계를 인정할 수 없다. 파기환송심도 원고의 주식 매수 시점을 특정하지 못함을 이유로 원고의 청구를 기각하였는바, 이는 인과관계 요건이 구체적으로 주장, 입증되지 않아 그 주장 자체로 이유 없다고 본 것으로 보인다.

한편 피고는 2011년 5월 8일, 2011년 5월 28일, 2011년 6월 26일, 2011년 9월 18일 4회에 걸쳐 합계 359억 5,000만 원 상당의 운영자금을 조달한다는 명목으로 유상증자 결의를 하면서 투자 계획, 제3자 배정대상자 및 배정 주식수 등을 허위로 공시하였고, 2002년 2월 14일 분기보고서의 중요 사항에 관하여 허위의 기재를 한 부실공시를 하였고, 원고 2는 2001년 11월 7일부터 2002년 2월 26일까지 옵셔널캐피탈의 주식을 취득하였다. 이에 대하여 파기환송심 법원은 통정매매

205) 다만 파기환송심은 원고 2가 손해를 특정하지 못하였다는 이유로 원고 2의 청구를 역시 기각하였다. 위 사건의 파기환송심에 대하여 원고들이 각 상고하지 않아 위 사건은 그대로 확정되었다(서울고등법원 2013. 10. 30. 선고 2013나1022 판결).

등 시세조종행위가 시작된 2000년 12월 12일부터 옵셔널캐피탈 주식의 협회중개시장 거래가격이 비정상적으로 높게 형성되었다고 하면서도 원고 2가 위 각 허위공시 등을 신뢰하여 옵셔널캐피탈의 주식을 정상가격보다 높게 형성된 가격에 매수하였다고 판단하였다. 최초의 허위공시는 원고가 처음 옵셔널캐피탈의 주식을 취득한 2001년 11월 7일 이전인 2011년 5월 8일에 이루어졌으므로 최초의 허위공시 이후 그 허위공시가 드러나기 전에 원고가 주식을 매수한 이상 당시 그 주식이 거래된 시장이 효율적이라고 인정된다면 Basic 판결에 의한 시장사기이론의 적용을 받을 수 있을 것이다.

나아가, 파기환송심 법원은 2001년 11월경부터 2002년 2월경 사이에 옵셔널캐피탈의 주가가 거의 절반으로 떨어지고, 일부 기관투자자들이나 외국계투자자들이 옵셔널캐피탈의 재정상태 및 경영상태를 알았을 가능성이 있으며 나아가 그러한 사실이 시장에 누설되었을 가능성을 인정하면서도 원고 2의 주식 매수와 피고가 한 허위공시 사이의 인과관계가 인정된다고 보았다. 이는 Basic 판결의 시장사기이론과 같이 추정이 반증되었다고 볼 수 있는지 여부에 대한 심리를 한 것으로 보인다. 다만 위 법원은 위와 같은 사실만으로 시장조성자들이 진실을 알고 있었다고 보기 어렵다고 판단한 것이다.

IV. 판례들의 입장에 대한 의견

1. 시장사기이론

시장사기이론은 정보원에 접근할 수단이 없음에도 불구하고 비대면적인 증권시장에서 거래하여 불완전한 투자결정을 할 수밖에 없는 일반투자자들에게 최소한의 보호장치를 제공한다[206].

---

206) 김병연, “미국 증권규제상 시장사기이론의 최근 판례 동향 -aiding and abetting liability와 관련하여-”, 한국상사판례학회, 상사판례연구, 제24편 제3권, 366면, (2011)

대법원은 위와 같이 주가의 진실성[207]을 근거로 한 시장사기이론을 받아들인 것으로 보인다. 위 각 사건에서 원고들이 회사에 관한 허위 정보가 포함된 재무제표나 감사보고서의 내용을 직접 보거나 듣고 증권을 거래한 사실이 인정되지 않았음에도 불구하고 대법원은 위 각 사건에서 원고들의 매수행위와 허위 공시 사이의 거래인과관계를 인정하였다. 다만 대법원은 위 각 사건에서 주식이 공개시장에서 거래되었다고 설시하기는 하나, 미국 법원들과 달리 대법원은 위 주식이 거래된 각 시장이 효율적인지 여부를 명시적으로 심리하고 있지 않다.

위 각 사건 당시 증권시장 및 코스닥시장의 각 규모와 거래 건수는 현재 유가증권시장 및 코스닥시장의 그것들에 훨씬 미치지 못할 것임에도 불구하고 대법원은 위 각 사건에서 거래된 증권들의 시장이 효율적인지 여부를 특별히 심리하지 않았다. 반면 미국의 연방 법원들은 Rule 10b-5 집단소송 사건에서 가장 발달되었다고 평가되는 NYSE에서 거래되는 증권에 대하여도 - 결론이 대체로 그 시장이 효율적이라고 나온다고 하더라도 - 원고가 그 증권이 효율적인 시장에서 거래되고 있는지 여부를 입증하도록 하고 있다.

이러한 차이는 대한민국의 유가증권 시장 및 코스닥시장이 다른 자본 시장에 비하여 효율적이기 때문에 대법원이 위 각 시장의 효율성을 당연히 전제할 수 있기 때문은 아닐 것이다[208]. 오히려 대한민국

---

207) 대법원 1997. 9. 12. 선고 96다41991 판결, 대법원 2007. 10. 25. 선고 2006다16758 판결

208) 예를 들면, 대한민국 증권시장에서 주식이 거래되는 회사의 2004년, 2005년도 각 연간보고서에 대하여 한 각 정정공시에 관하여 시장이 긍정적인 반응을 보였다는 연구결과가 있다{Jin Lian Hua & Jung Wha Lee, “An Empirical Study on Corrective Disclosure of Annual Reports in Korea”, 大韓經營學會誌, 제21권 제6호(통권 71호), 2515면, (2008)}. 대체로 정정공시에 나타난 회사의 경영상태가 원 공시에 나타난 회사의 경영상태에 비하여 나쁠 것임을 고려하면 시장의 이 같은 반응은 그 시장이 효율적이지 못하다는 방증이 될 것이다.

법원이 위 법리를 받아들이는 과정에서 이에 내재된 논리를 충분히 검토하지 않고 성급하게 수용하였기 때문일 가능성이 크다[209].

이는 대한민국이 외환위기라는 특수한 상황을 겪으면서 과도하게 원고를 보호하는 경향을 띠게 된 것으로 보이는 바[210], 그 논리적 구조만 놓고 보면 연방대법원이 인정하는 시장사기이론보다도 과도하게 투자자들을 보호하게 된 것이다. 이는 독일 연방대법원(BGH)이 '미국 자본시장법의 이른바 시장사기이론'을 직접 거론하면서 부실한 수시공시에 대한 책임에 있어서 동 이론의 수용은 독일 민법 제826조에 의한 책임의 범위가 지나치게 확장될 위험을 발생시키기 때문에 고려의 대상이 될 수 없다고 결정하며 시장사기이론의 도입을 거부하였고[211], 미국의 각 주 법원들도 시장사기이론을 채택하지 않고 있는 점[212]에 비추어 보면 과도하게 투자자를 보호하는 것이라 할 것이다.

대한민국 법원도 향후 법원이 받아들인 시장사기이론을

---

209) 대법원은 비상장회사에 대한 허위의 감사보고서를 직접 검토한 투자자가 위 회사의 주식을 매수하여 손해를 입은 사건에서 "비공개기업의 주식거래에 있어서 대상 기업의 재무상태는 그 주식의 거래나 매수가격을 결정하는 가장 중요한 요인 중의 하나이고, 대상 기업의 재무제표에 대한 외부감사인의 회계감사를 거쳐 작성된 감사보고서는 대상 기업의 정확한 재무상태를 드러내는 가장 객관적인 자료이므로 비공개기업의 주식을 매수하는 투자자로서는 감사보고서가 정당하게 작성된 것으로 믿고 그 주식을 거래하거나 그 매수가격을 결정한 것으로 보아야 한다(대법원 1997. 9. 12. 선고 96다41991 판결, 대법원 2007. 1. 11. 선고 2005다28082 판결 등 참조)"라고 판시한 바 있다(대법원 2007. 10. 25. 선고 2005다10364 판결). 위 부분 판시 자체는 잘못되었다고 볼 수 없으나, 원고가 허위 내용이 기재된 감사보고서를 직접 검토한 위 사건에서 대법원 96다41991 판결과 대법원 2005다28082 판결을 참조 판례로 각 설시한 것은 의문이다.

210) 김화진, "증권소송에서의 인과관계이론의 재조명 - 미국 판례 동향의 시사점", 저스티스, 제144호, 2면, (2014)

211) 김화진, 전게논문, 30면

212) 김화진, 전게논문, 14,15면

체계적으로 정리하여 발행시장에서 시장의 진실성에 대한 신뢰를 근거로 하는 시장사기이론과 유통시장에서 시가의 진실성에 대한 신뢰를 근거로 하는 시장사기이론을 구별하고, 후자의 경우 시장의 효율성 여부를 심사할 구체적인 기준을 수립하여 실제로 재판 과정에서 증권이 거래된 시장이 효율적인지 여부를 심리하고 그 시장의 효율성이 인정될 경우 시장사기이론에 의한 추정을 인정하는 방식으로 거래인과관계를 인정하는 논리구조를 채택하여 논리적 일관성과 정책적 균형을 유지할 필요가 있다.

2. 대법원이 인정한 시장사기이론의 법적 성격

Basic 판결의 시장사기이론은 주식이 거래된 시장이 효율적인 사실이 입증되면 시장에서 허위 공시의 내용을 반영하여 형성된 주가를 신뢰한 사실을 추정하는 것이다.

추정이라 함은 일반적으로 어느 사실에서 다른 사실을 추인해내는 것을 말하는데, 이는 일반 경험법칙을 적용하여 행하는 사실상의 추정과 법규화된 경험법칙, 즉 추정에 관하여 정한 법률을 적용하여 행하는 추정으로 나뉜다[213]. 법률상의 추정은 다시 법규정에 의하여 일정한 사실이 추정되는 경우와 일정한 권리가 추정되는 경우로 나뉘는데, 사실추정은 어떤 전제되는 사실이 있으면 법규정에 의하여 다른 사실이 추정되는 것을 말하고 권리추정은 어떤 전제사실이 있으면 일정한 권리가 있거나 권리가 일정한 상태에 있는 것을 추정하는 것을 말한다[214].

대륙법계인 대한민국에서는 미국과 달리 판례 그 자체를 법규범이라고 보지 않고 있고, 대한민국 국회는 자본시장법에 개별적인 조문들로 입법된 조항들만 있을 뿐 시장사기이론을 인과관계에 관한 일반조항으로 입법하여 인정하고 있지도 않다[215]. 그러므로

213) 이시윤, 신민사소송법, 제7판, 박영사, 520면, (2013)
214) 호문혁, 민사소송법, 제10판, 법문사, 519,520면, (2013)

대한민국의 민사법체계에 의하면 연방대법원이 인정한 시장사기이론은 사실상의 추정에 해당한다[216].

시장사기이론은 반증을 허용하는데, 사실상의 추정에서는 추정사실이 진실인가에 의심을 품게 하는 정도의 반증으로 추정에 대한 번복이 가능하다[217]. 여기서 추정사실은 시장에서 허위 공시의 내용을 반영하여 인위적으로 형성된 주가를 신뢰한 사실로, 이는 위에서 본 바와 같이 사실상 ① 원고가 피고가 한 허위공시가 공개된 중요한 것이고 그 주식이 일반적으로 효율적인 시장에서 거래된 사실을 보이는 것으로 주가가 허위공시로 인하여 영향을 받았다는 추정을 받는 것과 ② 원고가 관련 시점 사이에 시가로 주식을 매수한 사실을 보이는 것으로 그가 허위공시로 인하여 주식을 샀다는 추정을 받는 것으로 나눌 수 있다.

따라서 피고는 사건연구 등을 통하여 허위 공시가 시가에 영향이 없었음을 입증하여 첫 번째 추정에 대한 반증을 시도할 수 있다. 이 때 시가에 영향이 없었다는 사실이 드러나면 피고는 반증에 성공하였다고 볼 것이다.

그러나 사건연구를 한 결과 허위 공시가 시가에 영향을 주었는지 알 수 없다는 결론이 나온다면 사정이 다르다. 법률상 추정은 추정사실에 대하여 상대방이 입증책임을 부담하지만[218], 사실상의 추정은 입증책임이 전환되지 않기 때문에 상대방이 이를 입증하

---

215) 구 자본시장법(법률 제11758호, 2013. 5. 28. 개정되기 전의 것) 제177조를 시장사기이론을 성문화한 것으로 보는 입장이 있고{정찬형 외, 주석금융법(III) [자본시장법2], 한국사법행정학회, 494, (2013)}, 자본시장법 제162조, 제125조, 제175조 제1항 및 제177조 제1항도 모두 시장사기이론의 영향을 받아 거래인과관계를 요구하지 않는다고 보기도 한다(김화진, 전게논문, 3,10면).

216) 위 각 자본시장법 조항들은 거래인과관계 요건을 법률상 추정하도록 한 것이 아니라 아예 요구하지 않는다.

217) 이시윤, 전게서, 520면

218) 호문혁, 전게서, 521면

는 데 실패하였다고 하여 이에 대한 객관적 입증책임을 지지 않기 때문이다. 이 경우 결국 법관은 자유심증주의에 의하여 거래인과관계의 인정 여부를 판단하여야 할 것이다.

3. 시가의 왜곡과 거래인과관계의 인정

Basic 판결이 인정한 시장사기이론은 투자자가 허위 공시를 직접 보거나 듣고 이를 신뢰하여 거래하게 된 것임을 입증하게 하는 대신 그 주식이 거래된 시장이 효율적인 시장임을 전제로 허위 공시가 반영된 시가에 증권을 거래한 투자자가 시장에 의하여 회사가 한 허위 공시가 고려되어 형성된 시가를 믿고 거래하였다고 추정하는 방법으로 거래인과관계를 인정하는 것이다.

그런데 위에서 본 바와 같이 당해 증권이 효율적인 시장에서 거래되었을 것이라는 요건은 허위 공시로 인하여 시가가 왜곡된 사실을 바로 인정할 수 있는 상황에서는 반드시 인정되어야 할 요건이라고 보이지 않는다.

대법원은 위에서 본 바와 같이 명시적으로 효율적인 시장에서 주식이 거래되었을 것을 요건으로 하지 않으면서도 주식투자를 하는 일반투자가로서는 그 대상 기업의 재무상태를 가장 잘 나타내는 감사보고서가 정당하게 작성되어 공표된 것으로 믿고 주가가 당연히 그에 바탕을 두고 형성되었으리라는 생각 아래 대상 기업의 주식을 거래한 것으로 보아야 한다고 인정하고 있다. 대법원의 이 같은 입장에 의하면 회사에 관하여 공표된 사실이 있고, 주가가 그에 바탕을 두고 형성되었는데 그 사실이 허위 사실이어서 이로 인하여 주가가 왜곡된 경우에도 거래인과관계를 인정하더라도 법리적으로 무리가 없다. 오히려 대한민국의 증권시장이 대체로 효율적이라는 사실이 전제되지 않는 한 주가의 왜곡 여부를 기준으로 거래인과관계를 판단하는 것이 기존의 법리에 비추어 논리적으로 더 타당하다고 할 수 있다.

제2절 증권관련 집단소송 제도와 시장사기이론

I. 증권소송법상 소송허가 요건과 시장사기이론

이미 본 바와 같이 미국에서는 시장사기이론이 신뢰 요건을 충족시키는 역할을 함과 동시에 집단소송의 허가 요건으로서의 역할을 한다. 그렇기 때문에 시장사기이론의 채부가 사회 전반에 커다란 영향을 끼친다.

그러나 대한민국에서는 시장사기이론이 거래인과관계를 입증하는 요건을 완화하는 역할을 하나 증권소송법상 집단소송허가 요건을 충족시키는 역할을 할지 여부는 아직 명확하지 않다.

하지만 대한민국에도 증권소송법이 도입되었고, 미국 로펌의 한국 진출 등 한국의 사법 체계를 둘러싼 제반 환경이 차츰 변하고 있어 향후 집단소송이 제기될 것으로 예상되는데 이 때 법원이 증권소송법의 각 요건을 어떻게 해석하는지에 따라 증권관련 집단소송 제도의 영향력이 매우 달라질 것이다. 특히 아래에서 보는 바와 같이 증권소송법의 소송허가 요건이 FRCP보다 더 넓게 해석될 소지가 있기 때문에 그 해석 기준으로서 시장사기이론이 역할을 할 필요가 있기도 하다.

따라서 이하에서는 증권소송법의 적용 범위를 간략히 살핀 후 연방대법원의 시장사기이론이 증권소송법의 소송허가요건 해석에 영향을 줄 수 있는지 여부를 검토하고자 한다.

II. 증권소송법의 적용 범위

증권소송법 제3조 제1항은 증권관련 집단소송의 소는 각 호의 손해배상청구에 한정하여 제기할 수 있다고 규정한 후, 각 호에서 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다) 제125조, 제162조(제161조에 따른 주요사항보고서의 경우는 제외한다),

제175조, 제177조 또는 제179조 및 제170조에 따른 각 손해배상 청구를 각 규정하고 있다. 그리고 같은 조 제2항은 제1항에 의한 손해배상청구는 자본시장법 제9조 제15항 제3호[219]에 따른 주권상장법인이 발행한 증권의 매매 또는 그 밖의 거래로 인한 것으로 재차 한정하고 있다. 따라서 증권소송법은 원칙적으로 주권상장법인이 아닌 회사에 대해서는 적용되지 않는다.

자본시장법상 Section 10(b)와 유사한 조항은 제178조 제1항인 것으로 보인다[220]. 이는 가장 포괄적인 사기금지 조항으로 Section 10(b) 및 Rule 10b-5를 모델로 규정한 것이다[221]. 자본시장법은 위 조항에 이어 제179조에 손해배상책임을 별도로 규정하고 있는데[222],

---

219) 자본시장법 제15조 ③ 이 법에서 "상장법인", "비상장법인", "주권상장법인" 및 "주권비상장법인"이란 각각 다음 각 호의 자를 말한다.

3. 주권상장법인 : 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 법인

가. 증권시장에 상장된 주권을 발행한 법인

나. 주권과 관련된 증권예탁증권이 증권시장에 상장된 경우에는 그 주권을 발행한 법인

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

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

221) 정찬형 외, 전게서, 501면

222) 자본시장법 제179조

① 제178조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할

이는 민법상 손해배상책임에 대한 특칙이라고 할 것이다[223].

자본시장법 제179조에 따라 손해배상을 청구하기 위해서는 ① 자본시장법 제178조 위반행위의 존재사실, ② 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 사실, ③ 그 매매 또는 그 밖의 거래와 관련하여 손해를 입은 사실, ④ 손해의 정도를 입증하여야 할 것이다. 나아가 위 조항은 동조에 따른 손해배상을 청구할 수 있는 자를 그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자라고 규정하고 있으므로 손해배상 청구권자는 신뢰 요건 내지 거래인과관계[224]를 입증하여야 한다[225]. 하지만 이는 공개경쟁시장에서 매매를 한 피해자에게 지나치게 무리한 증명책임을 부과한 것으로[226], 법원은 시장사기이론에 의하여 거래인과관계의 추정을 적극적으로 인정하여야 할 것이다[227].

III. 증권소송법의 소송허가 요건

증권소송법 제12조 제1항은 증권관련 집단소송 사건이 ① 구성원이 50인 이상이고, 청구의 원인이 된 행위 당시를 기준으로 그 구성원이 보유하고 있는 증권의 합계가 피고 회사의 발행 증권 총수의 1만분의 1 이상일 것, ② 제3조 제1항 각 호의 손해배상청구로서 법률상 또는 사실상의 중요한 쟁점이 모든 구성원에게 공통될 것,

---

책임이 있다.

② 제1항에 따른 손해배상청구권은 청구권자가 제178조를 위반한 행위가 있었던 사실을 안 때부터 1년간, 그 행위가 있었던 때부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸한다.

223) 정찬형 외, 전게서, 515면

224) 대한민국에서는 신뢰보다 거래인과관계라는 표현이 더 일반화되어 있는 것으로 보인다{김건식·정순섭, 자본시장법, 제3판, 두성사, 242면, (2013) 등}. 따라서 이하에서는 편의상 거래인과관계라는 표현을 사용하고자 한다.

225) 임재연, 주석 197 전게서, 979면

226) 임재연, 주석 197 전게서, 979면

227) 임재연, 자본시장법과 불공정거래, 박영사, 536면, (2014)

③ 증권관련 집단소송이 총원의 권리 실현이나 이익 보호에 적합하고 효율적인 수단일 것, ④ 증권소송법 제9조에 따른 소송허가신청서의 기재사항 및 첨부서류에 흠이 없을 것의 각 요건을 모두 갖추어야 한다고 규정하고 있다. 이 중 증권소송법 제12조 제1항 제2호는 FRCP 제23조(a)(2) 요건에 대응하는 것으로 보인다.

증권소송법 제12조 제1항 제3호의 효율성 요건은 미국의 FRCP 제23조(b)(3)에 의한 집단소송에서 요구되는 우월성(Superiority) 요건과 유사하여 다수 구성원들의 피해 회복을 위하여 소송경제상 집단소송이 다른 구제수단보다 경제적일 것을 요구하는 것이다[228]. 증권소송법 제12조 제1항 제3호는 FRCP 제23조(b)(3)에서 압도성(Predominance) 요건은 채택하지 않고 우월성 요건만 채택한 것으로 보이기도 한다[229]. 우월성이란 집단분쟁을 해결하는 소송제도로서 공동소송이나 선정당사자 소송이 가능하면 구태여 까다롭고 복잡하며 비경제적인 집단소송이라는 시스템을 이용할 필요가 없다는 것이다. 즉, 집단소송이 다른 소송제도보다 분쟁해결방법으로 효과적이고 용이하여야 한다[230]. 이에 대하여 증권소송법 제12조 제1항 제3호의 요건이 법률상·사실상의 공통 쟁점이 구성원의 개별 쟁점보다 우월하여, 공동소송이나 선정당사자제도에 비하여 총원의 권리실현이나 이익보호에 적합하고 효율적인 수단일 것을 의미한다고 보는 견해도 있다[231].

대한민국 법원이 증권관련 집단소송 청구에 대한 결정을 한 사례는 아직까지 많지 않다. 수원지방법원은 2010년 1월 21일 최초로 소송허가결정[232]을 하였는데, 증권소송법 제12조 제1항 제3호의 요건 해당 여부에 관하여 법원은 "기록 및 심문 전체의 취지에 의하면 이 사건 집단소송은 총원의 권리실현이나 이익보호에 적합하고

228) 박철희, 증권집단소송과 화해, 경인문화사, 23면, (2007)
229) 최정식, 전게서, 181면
230) 최정식, 전게논문, 180면
231) 임재연, 주석 227 전게서, 550면
232) 수원지방법원 2010. 1. 21.자 2009카기1048 결정

효율적인 수단임이 소명된다"라고 설시한 후 피고의 주장을 인정할 수 없는 사유만을 간단히 기재하였을 뿐이다[233].

또한, 서울남부지방법원은 자본시장법 제125조 제1항 제5호를 원인으로 손해배상청구를 하면서 제기한 집단소송허가 신청에 대하여 2013년 9월 27일 소송허가 결정을 하면서 증권소송법 제12조 제1항 제3호 충족 여부에 관하여 "이 사건 구성원들을 포함한 피해자들이라고 주장하는 총원은 약 5,000명에 달하는 반면 이들의 평균 피해액은 약 수백만 원 내외의 소액인 점, 앞서 공통성의 요건에서 본 바와 같이 중요한 법률상 또는 사실상 쟁점을 공통으로 하고 있는 점 등을 종합하면, 이 사건 집단소송은 총원의 권리실현이나 이익보호에 적합하고 효율적인 수단임이 소명된다[234]"라고 판시하였다. 위 사건과 같이 증권소송법 제12조 제1항 제3호의 인정 이유로 투자자의 다수성 및 공통성 요건의 해당 사실만을 거의 그대로 설시하고 있으므로 이와 같은 법원의 입장이 유지된다면 효율성 요건은 독자적인 의미를 갖지 못하게 된다.

이 경우 미국과 달리 대한민국 법원의 집단소송허가 단계에서 시장사기이론은 사실상 아무런 역할을 하지 않을 것이고 본안에서만 문제되게 된다. 그러나 위와 같이 효율성 요건을 형해화하면 향후 다수성 요건을 충족한 원고가 제기한 집단소송은 항상 허가될 수밖에 없을 것이다. 이는 미국의 집단소송 제도 운용 현황에 비추어 보면 앞으로 대한민국에서 증권관련 집단소송 제도가 최소한 집단소송허가 단계에서는 과다하게 이루어지는 결과를 낳게 된다.

따라서 증권소송법 제12조 제1항 제3호의 집단소송허가 요건은 실질적으로 심사가 이루어져야 한다. 그런데 증권소송법

---

233) 서울중앙지방법원은 2012. 5. 1. 소송불허가결정을 하였는데, 위 불허가결정에는 별다른 불허가 사유를 기재하지 않았다(서울중앙지방법원 2012. 5. 1.자 2010카기9474,2012카기2082(병합) 결정).

234) 서울남부지방법원 2013. 9. 27.자 2011카기2010 결정

제12조 제1항 제3호의 문언은 증권관련 집단소송이 총원의 권리 실현이나 이익 보호에 적합하고 효율적인 수단일 것이라고만 되어 있어 실질적으로 그 요건에 대한 해석이 법원에게 맡겨져 있다.

그런데 증권소송법 제12조 제1항 제3호의 요건은 FRCP 제23조 (b)보다 더 추상적이고 포괄적이어서 허가여부를 결정하는 데 있어 법관의 자의적 판단이 가능하다[235]. 따라서 대법원은 최소한 하급심 법원이 위 요건에 따라 집단소송허가 여부를 심리하기 위한 구체적인 판단 기준을 제공하여야 한다.

위에서 본 바와 같이 증권소송법은 자본시장법 중 일부 조항에 의한 청구의 경우 적용하도록 하고 있는데, 각 조항들은 그 요건 사실이 조금씩 다르다[236]. 따라서 증권소송법 제12조 제1항 제3호의 소송허가요건도 각 조항별로 달리 해석될 수 있다.

자본시장법 제179조는 위에서 본 바와 같이 가장 포괄적인 사기금지 조항으로 Section 10(b) 및 Rule 10b-5를 모델로 한 것으로 그 규정 형식이나 요건 사실이 Section 10(b) 및 Rule 10b-5와 유사하다고 할 것이다. 따라서 대법원은 자본시장법 제179조에 의한 집단소송허가 사건에서 시장사기이론에 따라 원고들에 대하여 공통적으로 거래인과관계 요건의 충족을 추정할 수 있는지 여부를 심사 기준으로 받아들이는 것을 검토하여 볼 필요가 있다.

그러나 현재 대법원의 시장사기이론에 의하면 유가증권 시장이나 코스닥 시장에 상장된 회사의 경우 시장의 효율성 여부나 시가충격이 있는지 여부에 대한 심리 없이 거래인과관계를 추정

---

235) 기업소송연구회, 전게서, 104면

236) 예를 들어, 자본시장법 제177조 제1항 제3호는 “그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 해당 증권 또는 파생상품에 관한 매매등을 하거나 그 위탁을 한 자”를 손해배상청구권자로 규정하고 있으므로, 위 조항에 의한 청구를 하는 원고는 피고의 위반행위로 인하여 거래를 하였다는 거래인과관계를 별도로 증명할 필요가 없다(임재연, 주석 227 전게서, 528면).

하고 있으므로 이 또한 사실상 증권소송법 제12조 제1항 제3호의 요건을 형해화하게 되는 결과에 이르게 된다.

따라서 대법원도 증권소송법 제12조 제1항 제3호의 요건을 심리함에 있어 신청인들이 Basic 판결의 시장사기이론과 같이 시장의 효율성을 소명하도록 하거나 더 직접적으로 허위 공시로 인하여 시가 충격이 있었음을 소명하도록 하여 시장사기이론에 의하여 거래인과관계 요건의 집단적인 충족을 인정할 수 있는지 여부를 심리하도록 요건을 구체화하는 것이 바람직할 것으로 보인다. 이 같은 경우 시장사기이론은 집단소송허가 단계에서 심사 기준으로 역할하게 될 것이다.

제5장 결론

집단소송이 활발한 미국에서는 위와 같은 집단소송허가 단계에서 시장사기이론을 통하여 신뢰 요건이 추정되는지 여부를 심리하고 있고, 만약 집단소송허가가 나면 극히 일부 사건을 제외하고 대부분 합의가 되기 때문에 시장사기이론에 관한 법리의 개폐 및 변경 여부가 매우 중요한 의미를 갖는다.

그러나 대한민국에서는 허위 공시를 원인으로 주식 거래를 하게 됨으로 인한 손해배상을 청구하는 사건이 많지 않았고, 증권관련 집단소송제도도 활성화되지 않았기 때문에 시장사기이론이나 신뢰 요건의 추정에 관한 법리가 실무상 문제되지 않았다.

그러나 대한민국의 증권시장도 세계적인 규모로 성장하여 외국인 투자자들도 활발하게 대한민국의 증권시장을 통하여 주식을 거래하고 있다. 따라서 대한민국에서도 미국의 Rule 10b-5 집단소송 사건과 유사한 사건이 차츰 늘어날 것이다.

많은 투자자들은 현실적으로 공시된 내용을 직접 찾아보지 않고 주식을 거래하고, 설령 이를 살펴보았다고 하더라도 그 사실을 입증할 자료를 미처 준비하지 못한다. 시장사기이론의 도입은 원고의 신뢰 요건에 대한 입증책임을 완화하는 데 중요한 역할을 한다.

신뢰 요건을 추정하는 법리가 굳이 하나여야만 할 이유는 없다. 신뢰 요건을 추정하는 법리의 도입은 그 법리가 경제학적 이론으로서 완벽하기 때문이 아니라 다른 정책적인 이유가 반영되어 이루어질 수도 있기 때문이다.

대한민국은 미국과 달리 신뢰 요건을 완화함으로 인하여 증권사기에 의한 집단소송의 남용이 문제되는 상황이 아니다. 오히려 투자자들은 회사의 허위 공시로 인하여 손해를 입더라도 아무런 법적 대응을 하지 못하고 있는 실정이다. 그러나 그렇다고 하여 지금과 같이 거래 인과관계의 요건을 사실상 모든 증권시장에 거래되는 주식에 대하여 폭넓게 완화하는 것은 타당하다고 보기 어렵다.

대법원은 거래인과관계 요건의 입증책임을 명확히 하되 원고들이 폭넓게 구제받을 수 있도록 Basic 판결의 시장사기이론에 근거한 신뢰 요건의 추정에 관한 법리에 더하여 주가가 사기행위로 인하여 왜곡되는 경우에도 신뢰 요건을 추정할 수 있도록 하여 투자자들을 두텁게 보호할 필요가 있다.

현재 증권소송법상 집단소송허가를 받기 위한 효율성 요건의 구체적인 심사기준이 정립되지 않았다. 위 요건은 너무 광범위하게 해석이 가능하므로 법원의 해석에 따라 위 요건은 매우 넓어질 수도 있고 좁아질 수도 있다. 법원이 자본시장법 제179조에 근거한 집단소송 사건에서 Basic 판결이 인정한 시장사기이론을 포함한 신뢰 요건의 충족을 위한 법리를 집단소송허가 여부에 대한 심사기준으로 활용한다면 투자자들의 보호뿐 아니라 향후 발생할 수 있는 남소 문제도 제도 운용 과정에서 충분히 조절 가능할 것으로 보인다.

참 고 문 헌

I. 한국문헌

1. 단행본

- 김건식·송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, (2001)
- 김건식·정순섭, 자본시장법, 제3판, 두성사, (2013)
- 임재연, 자본시장법과 불공정거래, 박영사, (2014)
- 임재연, 자본시장법, 박영사, (2013)
- 임재연, 미국증권법, 박영사, (2009)
- 정찬형 외, 주석 금융법(III) [자본시장법2], 한국사법행정학회, (2013)
- 이시윤, 신민사소송법, 제7판, 박영사, (2013)
- 호문혁, 민사소송법, 제10판, 법문사, (2013)
- 박철희, 증권집단소송과 화해, 경인문화사, (2007)
- 최정식, 증권집단소송법의 이해, 삼영사, (2008)
- 기업소송연구회, 증권집단소송법, 삼영사, (2006)

2. 논문

- 권혁재, “미국 민사증거법상 증명책임과 증거제한에 관한 一考察”, 법학논고, Vol.19, (2003)
- 김병연, “미국 판례법상 시장사기이론(The fraud on-the-market Theory)과 증권거래법상 손해배상책임에 있어서 인과관계의 문제, 비교사법 제11권 1호, 통권24호, (2004)
- 김병연, “미국 증권규제상 시장사기이론의 최근 판례 동향 - aiding and abetting liability와 관련하여-”, 한국상사판례학회, 상사판례연구 제24편 제3권, (2011)

- 김용진, “미국 증권법의 역외적 적용에 관한 최근 동향과 미국 증권집단소송에 대한 국내기업의 대응 방안”, 동아법학, 제52권, (2011)
- 김정수, “증권집단소송법상 입증책임과 시장사기이론 : 미국에서의 발전과 우리 법과의 비교분석을 중심으로”, 주식, 증권거래소, 통권 423호, (2003)
- 김주영, “자본시장법상 불공정거래행위에 따른 손해배상청구의 청구인적격에 관한 검토”, 증권법연구, 제15권 제1호, (2014)
- 김화진, “증권소송에서의 인과관계이론의 재조명 - 미국 판례 동향의 시사점”, 저스티스, 제144호, (2014)
- 이상복, “증권집단소송에 관한 연구 - 미국의 증권집단소송제도와 한국의 증권관련집단소송법률안에 관한 검토를 중심으로”, 고려대학교 대학원 법학박사학위논문, (2003)
- 최정식, “證券集團訴訟制度에 關한 法的硏究”, 연세대학교 대학원 법학박사논문, (2005)
- 박성민, “증권관련집단소송제도의 도입과정에 관한 연구: 신제도주의적 접근”, 서울대학교 대학원 행정학박사논문, (2006)
- 이동민, “영미법상 판례변경의 법리 - 법원칙 모델을 중심으로”, 서울대학교 대학원 법학박사학위논문, (2012)
- 주광일, “미국증거법상의 추정”, 法曹, Vol.27 No.4, (1978)
- 최승재, “효율적 시장가설의 규범 포섭 - 시장사기이론의 적용한계의 획정을 중심으로-”, 증권법연구 제12권 제1호, (2011)
- Jin Lian Hua & Jung Wha Lee, “An Empirical Study on Corrective Disclosure of Annual Reports in Korea”, 大韓經營學會誌, 제21권 제6호(통권 71호), 2515, (2008)

II. 국외문헌

1. 단행본

- James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, “Securities Regulation: Cases and Materials”, Sixth Edition, Aspen Publishers, (2009)
- John C. Coffee, Hillary A. Sale, “Securities Regulation: Cases and Materials”, Eleventh Edition, Foundation Press, (2009)
- Thomas Lee Hazen, “Securities Regulation in a nutshell”, West Nutshell Series, Tenth Edition, (2009)
- Jeffrey J. Haas, “Corporate Finance in a nutshell”, West Nutshell Series, Second Edition (Kindle Edition), (2011)
- Easterbrook, Frank & Daniel Fischel, “The Economic Structure of Corporate Law”, Harvard University Press, 1991(2008 Reprint)
- Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davis, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda & Edward Rock, “The Anatomy of Corporate Law A Comparative And Functional Approach”, Oxford University Press, Second Edition (Kindle Edition), (2009)
- John Y. Campbell, Andrew W. Lo & A. Craig Mackinlay, “The Econometrics of Financial Markets”, Princeton University Press, (1997)
- David Hillier, Mark Grinblatt & Sheridan Titman, “Financial Markets and Corporate Strategy”, Mcgraw-Hill Education, Second European Edition (Kindle Edition), (2012)
- Robert H. Klonoff & Edward K.M. Bilich, “Class Actions And Other Multi-Party Litigation-Cases And Materials”, West Group, American Casebook Series, (2000)
- Jach H. Friedenthal, Mary Kay Kane & Arthur R. Miller, “Civil Procedure”, Hornbook Series, Thomson/West, Fourth Edition,

(2005)
- John J. Cound, Jack H. Friedenthal, Arthur R. Miller & John E. Sexton, “Civil Procedure - Cases And Materials”, American Casebook Series, West Group, Eighth Edition, (2001)
- Kenneth S. Broun, George E. Dix, Edward J. Imwinkelried, D. H. Kaye, Robert P. Mosteller, E. F. Roberts, John W. Strong & Eleanor Swift, “McCormick on Evidence“, Hornbook Series, Thomson/West, Sixth Edition, (2006)
- Michael H. Graham, “Federal Rules of Evidence in a nutshell”, West Nutshell Series, Eighth Edition (Kindle Edition), (2011)

2. 논문

- Adam C. Pritchard, “Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers”, Virginia Law Review 85, (1999)
- Barbara Black, “The Strange Case of Fraud on the Market: A Label in Search of a Theory”, Pace Law Faculty Publications. Paper 13, (1988)
- Barbara Black, “Behavioral Economics and Investor Protection : Reasonable Investors, Efficient Markets”, Loyola University Chicago Law Journal, Vol 44., (2013)
- Brad M. Barber, Paul A. Griffin, and Baruch Lev, “The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks’ Efficiency”, Journal of Corporation Law, Vol. 19 Issue 2, (1994)
- Bradford Cornell and James C. Rutten, “Market Efficiency, Crashes, and Securities Litigation”, Tulane Law Review, (2006)
- Burton G. Malkiel, “The Efficient Market Hypothesis and its

Critics", 17 Journal of Economics Perspectives, (2003)
- Daniel R. Fishchel, "Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities", 38 Bus. Law. 1., (1982)
- Daniel R. Fishchel, "Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory", 74 Cornell Law Review 907, (1989)
- Donald C. Langevoort, "Theories, Assumptions, and Securities Regulation : Market Efficiency Revisited", 140 University of Pennsylvania Law Review 851, (1992)
- Daniel C. Langevoort, "Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation", 97 Northwestern University Law Review 135, (2002)
- Donald C. Langevoort, "Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market", Wisconsin Law Review, (2009)
- Donald C. Langevoort, "Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton" , Georgetown Law Faculty Publications and Other Works. Paper 1364., (2014).
- Eugene Fama, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", 25 Journal of Finance, (1970)
- Ferrillo, Paul. A. and Dunbar, Frederick C. and Tabak, David, "The 'Less Than' Efficient Capital Markets Hypothesis : Requiring More Proof form Plaintiffs in Fraud-on-the-Market Cases", 78 St. Johns Law Review, Vol. 78, (2004)
- Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, "Optimal Damages in Securities Cases", 52 University of Chicago Law Review 611, (1985)
- Frank Torchio, "Proper Event Study Analysis in Securities

Litigation", Journal of Corporation Law, Vol 35:1, (2009).
- Grigori Erenburg, Janet Kiholm Smith and Richard L. Smith, "The Paradox of "Fraud on the Market Theory": Who Relies on the Efficiency of Market Prices?", (2008)
- James C. Spindler, "Why Shareholders Want Their CEOs To Lie More After Dura Pharmaceuticals", 95 Georgetown Law Journal, (2007)
- James D. Cox., "Fraud on the Market After Amgen", 9 Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy, (2013)
- Jan Ginter Deutsch, "Panzirer V Wolf : A Study In Doctrinal Exegesis", Yale Law School Faculty Scholarship Series Paper 4071, (1982)
- Jeffrey L. Oldham, "Taking 'Efficient Markets' Out of The Fraud-on-the-Market Doctrine after The Private Securities Litigation Reform Act", 97 Nw. U. L. Rev. 995, (2003)
- Jeffry M., "Lessons from Financial Economics : Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson", 77 Virginia Law Review 1017, (1991)
- Jill E. Fisch, "Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud", 94 Iowa Law Review 811, 819, (2009)
- Jill E. Fisch, "The Trouble with Basic : Price Distortion after Halliburton", Faculty Scholarship. Paper 420., (2013)
- Jonathan R. Macey, "The Fraud on the Market Theory : Some Preliminary Issues", 74 Cornell L. Rev. 923, (1989)
- Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, "Good Finance, Bad Economics : An Analysis of the Fraud on the Market Theory", 42 Stanford Law Review, 1059, (1990)
- Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell and Jeffry M. Netter, "Lessons from Financial Economics :

Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson", Faculty Scholarship Series, Paper 1639, 1017 (1991)
- Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, "The Fraud-on-the-Market Theory Revisited", Faculty Scholarship Series. Paper 1640, (1991)
- Joseph A. Grundfest, "Damages and Reliance under Section 10(b) of the Exchange Act", 69 The Business Lawyer 307, (2014)
- Joseph De Simone, "Should Fraud on the Market Theory Extend to the Context of Newly Issued Securities?", 61 Fordham Law Review S151, (1993)
- Julie A. Heisel, "Panzirer v. Wolf : An Extension of the Fraud-on-the-Market Theory of Liability under Sec Rule 10b-5", 32 Catholic University Law Review 695, (1983)
- Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, "Rethinking Basic", 69 The Business Lawyer, (2014)
- Lynn A. Stout, "Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failures, and Securities Regulation", Cornell Law Faculty Publications, (1995)
- Lynn A. Stout, "The Mechanism of Market Inefficiency : An introduction to the New Finanace", 28 Journal of Corporation Law, (2003)
- Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, "The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later : The Hindsight Bias", 28 The Journal of Corporation Law, (2003)
- Merrit B. Fox, "Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions", 60 The Business Lawyer, (2005)
- Mitchell, M. and J. Netter, "The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and

Exchange Commission", The Business Lawyer, 49, (1994)
- Peter J. Dennin, "Which Came First, the Fraud or the Market; Is the Fraud-Created-the-Market Theory Valid under Rule 10b-5", 69 Fordham Law Review 2611, (2001)

3. 기타 문헌

- Halliburton, Oral Transcript, available at http://222.supremecourt.gov/oral_arguments/argument_transcripts/13-317_e18f.pdf, (2014)
- Joseph A. Grundfest and John F. Savarese, Brief for Former SEC Commissioners and Officials and Law Professors as AMICI CURIAE supporting petitioners, (2014)
- Jill E. Fisch, Brief of Securities Law Scholars as AMICI CURIAE in support of respondent, (2014)
- Thomas C. Goldstein, Charles Fried and James E. Cecchi, Brief of Legal Scholars as AMICI CURIAE with respect to Stare Decisis in support of respondent, (2014)
- Leonard Barrack and Ernest A. Young, Brief of financial economists as AMICI CURIAE in support of respondent, (2014)
- Lily Fu Claffee, Steven G. Bradbury, Linda Kelly, James M. Spears and Maria Ghazal, Brief for Chamber of Commerce of the United States of America, National Association of Manufacturers, Pharmaceutical Research and Manufactueres of America, and Business Roundtable as AMICI CURIAE supporting petitioners, (2014)

[Abstract]

A study on the Fraud-on-the-market theory in the United States

- With focus on the Halliburton case

Lee, Joon Buhm
Department of Law, Graduate School
Seoul National University

In the US, over 3,050 class action claims for securities fraud were filed from 1997 to 2012, and many of them were based on Securities Exchange Act Section 10 (b) and the Securities and Exchange Commission Rule 10b-5. This is because the United States Supreme Court's ruling on Basic v. Levinson case has adopted the Fraud-on-the-market-theory in 1988.

According to the Fraud-on-the-market theory of the Basic ruling, in an efficient capital market, a false representation made by the company is reflected in the stock price so even if the investors who traded the stocks before the facts were revealed did not actually know about the false disclosures it can be presumed that they relied on the representation when they traded the stocks. It became more easier for the plaintiffs to get permission for class actions due to this theory.

Some consider that Basic judgment reduced securities fraud and also compensated for the loss of investors, but others criticized that it only increased cost without actually reducing securities fraud and compensating investors. Also there were controversies about the Efficient Capital Market Hypothesis which were considered as a ground for the Basic ruling. The US Supreme Court finally decided to reconsider Basic's ruling on Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc case on November 15, 2013 and ruled that they will not substantially change the ruling on Basic on June 23, 2014.

Although the Supreme Court accepted the Fraud-on-the-market theory over ten years ago in Korea Pipe case, and the National Assembly of Korea enacted Securities-related Class Action Act so that it is possible to use class action for securities fraud in Korea similar to the U. S., class action suit is rarely filed in Korea. However, because there are many corrective disclosures by the stock-listed corporation, and also because the US law firms which frequently use class actions for securities litigations will likely expand their business in Korea due to the US-Korea FTA, class action on securities fraud will increase in Korea in the near future. For this reason it is wise to study about the Fraud-on-the-market theory of the Supreme Court of the United States on the Basic ruling and the Halliburton II ruling for future reference.

Proving market efficiency is important for the Fraud-on-the-market theory in practice, but Basic ruling did not provide the test for an evaluation. Cammer v. Bloom case and Krogman v. Sterritt case tried to provide a set of tests to provide a way to prove market efficiency. However, the tests do

not seem to prove market efficiency directly. And because it is hard to find a test to prove market efficiency, the rulings were sometimes not consistent.

Also, although Basic ruling required market efficiency, it did not explain in detail the concept and the economic theory behind the ruling which also brought criticism.

Some criticized that empirical research found the companies with smaller market capitalization showed above market average returns which shows fundamental value efficiency is not met in contrary to the Basic ruling requirement, while others, relying on behavior finance, showed various non-rational behavior of the investors which resulted to informations being reflected on the market inefficiently.

Various criticisms have been made on the Basic ruling's reasoning that investors rely on the integrity of the market price when they trade on open and developed securities markets. Some showed the actual presence of investors who do not rely on the market price when they trade, while others criticized that investors invest because markets are inefficient that they believe they can earn above average return.

Halliburton ruling of the US Supreme Court in 2014 has been made during these controversies. Majority opinion decided not to overturn the Basic ruling, but permitted the defendant to rebut the presumption by showing that the representation by the defendant did not distort the market price at the class action permission stage, while minority opinion argued that Basic ruling should be overturned.

Majority opinion and minority opinion differed in their reasoning leading to their conclusion on various issues such as

whether Basic ruling is a precedent which can be overturned, whether Basic ruling is based on the Efficient Capital Markets Hypothesis, and whether Basic ruling's reasoning assumes that investors rely on the integrity of the market price.

Majority opinion ruled that they will not overturn the Basic ruling in regards to the principle of stare decisis. In addition, majority opinion reasoned that Basic ruling's presumption did not conclusively adopt any particular theory on how quickly and completely public available information is reflected in market price. Instead it is based on the fairly modest premise that market professionals generally consider most publicly announced material statement about companies, thereby affecting stock market price. Furthermore, majority opinion said that the Basic ruling said not all but most of the investors relied on the integrity of the market price.

Also, majority opinion reasoned that Basic ruling's Fraud-on-the-market theory is an indirect method for showing price impact which is a requirement for presuming reliance. In other words, Basic ruling held that it is more reasonable to show price impact by indirect substitutes than to prove price impact directly. So majority opinion reasoned that the company's defence is not limited to rebutting price impact indirectly. It can try to rebut the presumption by submitting evidence which shows directly that there were no price impact.

According to the Basic's Fraud-on-the-market theory, the market price of stocks traded on an efficient market reflects all publicly available information, and, hence, any material misrepresentation. But, if it can be proven that the misrepresentation is reflected in the market price, we do not have

to go through the Basic ruling's reasoning. In this case, the test for determining whether investors relied on the integrity of the market price is not whether the relevant market is efficient but whether the misrepresentation made price impact.

The Supreme Court of Korea seems to have adopted the Fraud-on-the-market theory which is based on the integrity of the market price as a test for determining transaction causation. However, although the Supreme Court inquires whether the stock was traded in a stock market, it does not explicitly inquire whether the relevant market was efficient or not. This is not because the Korean securities markets are presumed to be efficient, but because when the Supreme Court adopted the Fraud-on-the-market theory, the Republic of Korea was experiencing a financial crisis, so the Supreme Court adopted the theory to protect the investors without deep deliberation.

As the Supreme Court adopted the Fraud-on-the-market theory, it would be logical for the Supreme Court to test for market efficiency in applying the Fraud-on-the-market theory for transaction causation instead of just presuming market efficiency. But as we have seen, market efficiency is only an indirect way to test for market impact, and there is no reason to limit the test for showing transaction causation to one specific test. So the Supreme Court may consider adding the test of showing price impact directly in addition to the test of showing market efficiency for presuming transaction causation to protect the investors. The Supreme Court could also consider using the tests for testing whether to permit class action by Securities-related Class Action Act.

keywords : Fraud-on-the-market theory, Transaction Causation, Reliance, Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S., Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc, 573 U. S.
학번 : 2002-21954