

미국의 私的증권소송개혁법

양 석 완*

目 次

- I. 머리에
- II. 지도적 원고(lead plaintiff)와 원고대리인의 선임
- III. 부적격 소송의 배제
- IV. 화해에 관한 개혁
- V. 결 론

I. 머리에

세계적으로 집단소송제가 가장 활발히 시행되고 있는 국가는 미국이다. 소액 다수의 피해에 대한 구제의 방법으로 기존 선정당사자제도나 주주대표소송 등은 절차도 번잡하고 또한 실효성도 적다고 판단되어 효과적인 방법을 모색하게 되었고 그 대안으로서 미국은 1938년부터 이 제도를 도입했다.¹⁾ 영국 캐나다 호주 등 영미법 체계를 가진 국가들도 집단소송제를 시행 중이다. 미국의 집단소송제는 소송범위와 대상 면에서 우리나라보다 상당히 포괄적이다. 미국은 일단 증권 분야뿐만 아니라 소비자피해, 노동분쟁, 시장독점 등 거의 모든 분야에서 집단소송을 인정하고 있다. 우리나라가 증권관련 중에서도 분식회계, 주가조작, 허위기재, 부당내부거래 등 매우 제한된 범위를 두고 있는 것과 대조적이다. 소송대상도 미국은 제한이 없지만 우리나라는 도입 초기에는 자산규모 2조원 이상의 상장·등록법인으로 한정된다.

집단소송의 제도적인 가치에도 불구하고 실질적인 운영과정에서 발생한 여러 문제들은 미국에서도 수많은 비판에 직면하게 되고 '소송천국' 미국에서도 증권관련 소송

* 제주대학교 법정대학 법학부 교수

1) John J. Cound/Jack H. Friedental/Arthur R. Miller/John E. Sexton, *Civil Procedure Cases and Materials*, 8th ed., 2001, p.696

남발이 문제로 떠오르자 그 제도를 계속적으로 유효하게 존치하는 방법으로 1995년 私的증권소송개혁법을 통해 요건을 강화했다. 지난 3년 간 5차례 이상의 소송대표를 맡은 사람은 더 이상 집단소송을 내지 못하게 했고 손해배상액도 제한한 것이다. 1995년 사적증권소송개혁법은 제정에 이르기까지 상원에서의 수정, 양원협의회의 개최, 대통령 거부권의 발동 등 우여곡절을 거쳤다. 1995년 사적증권소송개혁법 제정이전에 있어서의 사적 증권집단소송 제도의 남용의 온상으로 지목돼온 배경에는 제소의 용이성과 과도한 피고 부담이 몰고 온 안이한 화해에 있었다. 그러나, 위 증권소송개혁법의 도입 이후에도 미국의 학계와 실무에서 아직도 많은 비판과 논의들이 쏟아지고 있다. 미국은 1998년과 2002년에도 집단소송에 관한 법 규정에 수술을 가했다. 뉴욕 나스닥 등 상장기업들은 연방법원에 먼저 소송을 내도록 하는 것 등이다.

이에, 이 논문은 직업적 원고와 사적 증권집단소송 전문변호사에 의한 화해금을 목적으로 하는 남소의 방지를 꾀하는 내용에 초점을 맞춰 1995년 사적증권소송개혁법을 검토하고, 미국이 그 동안 행했던 시행착오를 분석해봄으로써, 미국에서 수십 년 간 시행해온 증권집단소송제도를 2003년 우리나라에 도입하는 데 참고삼고자 한다.

II. 지도적 원고(lead plaintiff)와 원고대리인의 선임

1. 개혁내용

1995년 사적증권소송개혁법에서는 집단소송 제도를 이용한 직업적 원고에 의한 남소를 방지하고, 사적증권집단소송으로부터 원고대리인(변호사)의 지배를 배제하기 위한 다양한 규정을 두고 있다. 그 가운데 중심이 되는 규정은 법원이 당해 사안에 가장 이해관계가 있는 원고를 '지도적 원고'²⁾로 선임한다고 하는 것이다(1933년 증권법(이하 증권법) § 27(a) (3)(B), 1934년 증권거래소법(이하 증권거래소법) § 21D(a)(3)(B)).

지도적 원고의 선출 과정은 먼저, 최초의 원고로서 소송을 제기하는 자에 대하여 서약서(a sworn certified statement)를 소장과 함께 법원에 제출하도록 함으로써 비롯된다. 서약서에는 소장을 검토했다는 점, 변호사의 지시에 의하거나, 또는 집단민사소송

2) Richard W. Jennings/Harold Marsh, Jr./John C. Coffee, Jr./Joel Seligman, *Securities Regulation Cases and Materials*, 8th ed., 1998, pp.1258, 1275-1276 ; Elliot J. Weiss/John S. Beckerman, "Let the Money Do the Monitoring : How Institutional Investors Can Reduce Agency Cost in Securities Class Actions", 104 *Yale L. J.* 2053 (1995) ; S. REP. NO. 98, 104th Cong., 1st Sess. (1995), reprinted in 1996 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶¶ 401-425.

에 참가하기 위해 증권을 구입한 것은 아니라는 점, class를 대표할 의사가 있다는 점, 대상기간 중에 행해진 대상증권의 거래 내역, 최근 3년간 대표당사자로서 소송수행한 다른 집단소송에 관한 내역, 원고가 대표당사자로서 지분 비례액을 초과하여 지급받지 않는다는 점 등이 기재된다(증권법§ 27(a)(2), 증권거래소법§ 21D(a)(2)). 직업적 원고들이 증권집단소송 전문변호사와 결탁하여 단지 보상금(bounty)이나 보너스만을 노려서, 무리한 소송을 제기하는 것을 방지하기 위하여 사적증권소송개혁법에서는 지도적 원고가 소장과 함께 서약서를 제출하도록 하였다.³⁾

다음으로, 최초의 제소자는 소장 제출 후 20일 이내에 광범위하게 유통되는 전국적인 기업거래관련 간행물(widely circulated national business-oriented publication) 또는 전신 송달을 통하여 class action이 법원에 계속(係屬) 중이라는 사실, 청구취지, class구성기간, 당해 고지 후 60일 이내에 지도적 원고 선정을 법원에 신청해야 한다는 점 등을 고지해야 한다.⁴⁾ 고지가 이루어지는 '간행물(publication)'에는 전신전화(wire), 전자 또는 컴퓨터 서비스를 포함하는 다양한 매체가 포함되도록 하였다.⁵⁾ 고지 후 60일 이내에 지

- 3) 직업적인 원고들(professional plaintiffs)과 집단소송 전문변호사들은 일반적으로 최초로 소를 제기한 자가 지도적 원고가 된다는 점을 악용하여 곧바로 법원에 증권집단소송을 제기하도록 함으로써 이른바 법원으로의 소장 제출 경쟁(race to the courthouse) 등 절차남용을 부추겨왔고, 심지어 이러한 지도적 원고들은 소장조차 읽어보지 않고 있을 정도로 다른 일반주주의 이익을 적절히 대표하지 않았다는 점이 지적되었다. 그리하여, 이러한 서약서의 제출은 지도적 원고에 대한 제한을 더욱 확실하게 보장해 주기 위한 안전판으로서의 성격을 지니며, 소 제기 단계에서부터 원고가 소송내용을 신중히 검토해 보도록 유도하는 기능을 가지고 있다.- 증권감독원 조사부, "미국 사적증권소송개혁법 개요", 『증권경제정보』 1996년 1월, p.83 ; 정유철, "기업내용공시제도와 증권집단소송 -미국 증권집단소송제도와 우리나라 증권집단소송법 시안에 대한 비교·검토를 중심으로-", 연세대학교 석사학위논문, 2001. 6. p.44
- 4) 이는 잠재적인 구성원들이 60일 내에 지도적 원고 신청을 할 수 있다는 사실을 알리도록 하는데 그 취지가 있다. 지도적 원고로 선임되지 아니한 집단구성원은 소송에 참가하여 소송 과정에 적극적으로 관여할 수 있다. FRCP 제23조 (d)항은 고지가 소송참가의 목적상 법원에 의해 집단구성원에게 행해질 수 있으며(제2호), 법원은 소송참가에 대한 제한을 부과하기 위한 적절한 명령을 내릴 수 있다고 규정하고 있는 등 집단소송에서의 소송참가를 포함하고 있다.
- 5) FRCP 제23조(c)(2)는 집단소송이 이른바 공통문제소송유형인 경우(동조(b)(3))에는 일정한 상황에서 실시가능한 최선의 방법으로 비참가구성원들에 대하여 소송개시의 고지를 하도록 규정하고 있다. 다른 2가지 유형의 경우에 법원의 재량으로 고지를 하는 것(FRCP 제23조(d)(2))과 달리 위 유형의 집단소송에 대하여 반드시 고지를 요구하고 있는 이유는 손해배상 집단소송의 경우 다른 유형의 집단소송에 비해 구성원들이 서로 동질적이고 그 관계가 밀접할 뿐 아니라, 그러한 고지 없이는 헌법상의 적법절차조항(due process)의 적용상 비참가구성원들에 대한 판결의 구속력이 허용될 수 없다고 판단되기 때문이다.- George Rutherglen, "Better late than never : notice and opt out at the settlement stage of class actions", *New York U. L. Rev.* 258, 264 (1996)

도적 원고 선임신청을 받은 법원은 위 고지일로부터 90일 이내에 지도적 원고를 선임해야 한다. 지도적 원고로서 가장 적절한 자는 소장을 제출한 자 또는 지도적 원고 신청을 한 자⁶⁾ 가운데서 class 구성원 중 가장 경제적 이해관계가 큰 자인데, 이는 연방민사소송규칙(이하 FRCP 또는 '민소규칙'이라 함.) § 23의 요건을 갖춘 자로 법률상 추정되고 있다(증권법 § 27(a)(3)(B)(iii), 증권거래소법 § 21D(a)(3)(B)(iii)). 이러한 추정규정의 목적은 기관투자자들이 증권집단소송에서 지도적 원고로서 더 많은 역할을 하게 만들어, 집단소송대표의 질이 개선됨으로써 결국에는 주주들에게 그 혜택이 돌아가게 되는 것을 목적으로 하는데, 이와 반대되는 사실을 입증하게 되면 법률상의 최적(the most adequate) 원고추정이 깨어질 수도 있고, 최적원고로 추정된 자가 당해 집단을 적절하게 대변하지 않고 있는지의 여부에 대해서 개시(discovery)를 요구할 수 있도록 하였다.⁷⁾

지도적 원고의 선임제도에 덧붙여 '직업적 원고'가 사적증권집단소송에 참가하는 것을 방지하는 직접적인 규정도 두고 있다. 첫째는 소송대리인에게 지도적 원고로 될만한 고객을 소개한 알선대가(forwarding fees)를 증권broker에게 지급하는 것을 금지하고 있다(증권거래소법 § 15(c)(8)). 둘째는 class대표(representative party)가 가진 주식비율에 따른 액수를 초과하여 배상받지 못하며, 상당한 비용의 상환을 제외하고 대표자로서의 보수를 특별히 받는 것도 금지된다(증권법 § 27(a)(4), 증권거래소법 § 21D(a)(4)). 셋째는 지도적 원고는 기관투자자가 아닌 한 3년간 5회를 초과하여 선정될 수 없다(증권법 § 27(a)(3)(B)(vi), 증권거래소법 § 21D(a)(3)(B)(vi)). 이는 지도적 원고는 class 구성원 중 가장 큰 경제적 이해관계를 가지는 자로서 기관투자자가 선임되기를 기대하는 것으로 볼 수 있다. 즉 세상에서 가장 재수없는 투자자(world's unluckiest investors)라고 불리는 직업적인(professional) 원고들이 보상금이나 보너스를 받기 위하여 계속적으로 대표당사자(지도적 원고)가 되는 것을 방지하기 위해서이다.⁸⁾ 더 나아가 직업적 원고와 짝을 이뤄 사적 증권집단소송을 생업으로 하고 있는 변호사들로부터 소송에 대한

6) 고지에 응하여 지도적 원고가 되고자 신청하는 자는 소장이나 서약서를 따로 제출할 필요가 없다고 규정되고 있다.

7) 증권감독원 조사부, 전계논문, pp.85-86

8) 동일인이 반복하여 집단소송의 지도적 원고로 나서고 있는 "세상에서 가장 재수없는 투자자들(world's unluckiest investors)"이라고 할 수 있는 이들은 여러 공개기업의 주식을 아주 적은 수량만 보유하고 있다가 주가에 큰 변화가 발생하기만 하면 증권집단소송의 지도적 원고로 나서고 있는 직업적 원고들(professional plaintiffs)이라고 일컬어지고 있다. 이들은 자기의 주식보유비율에 비례하지 않는 보상금(bounty)이나 보너스 등 지도적 원고 수행대가를 받으면서 집단소송 전문변호사들과 연결되어 있다. - 증권감독원 조사부, 전계논문, p.83 : 이준희, "미국의 집단소송제도와 증권관련 집단소송법안의 몇가지 점에 관한 고찰", 서울대학교 석사학위논문, 2002. 2. p.62

지배력을 제한하고자 한 것이다.

전문 변호사의 소송지배를 방지하기 위한 방안으로서 95년 사적증권소송개혁법은 원고대리인을 지도적 원고가 선임하도록 하고 있다(증권법§ 27(a)(3)(B)(v), 증권거래소법§ 21D(a)(3)(B)(v)). 그리하여 대상증권을 보유하거나 여기에 이해관계를 가지는 변호사가 class의 대리인이 될 수 있는가 여부는 법원의 결정에 의한다(증권법§ 27(a)(8), 증권거래소법§ 21D(a)(9)). 결국 지도적 원고를 기관투자자가 아닌 한 3년간 5회를 초과하여 선정할 수 없도록 한 것은 원고소송대리인이 지도적 원고를 의도적으로 만드는 지나친 수임경쟁을 제한하기 위한 것으로 풀이된다.⁹⁾

이상과 같은 규정에 따라 직업적 원고가 class를 대표하는 것이 방지되고, 그 대신 class 대표로서 가장 적절한 원고가 지도적 원고로 되어 class의 이익을 위해 활동할 원고대리인 변호사를 선임하게 됨에 따라, 95년법 제정 이전에 볼 수 있었던 원고대리인 변호사 주도하에 화해를 목적으로 한 남소를 배제할 수 있게 되었다.¹⁰⁾ 반면에, 지도적 원고가 법률고문단(class counsel)의 선택을 통제할 수 있다는 것은 공모(collusion)의 기회를 만들 수 있다. 이러한 법률고문단의 선택에 대하여는 법원의 허가를 받아야 하지만, 대체로 법원은 법률고문단의 적격(qualifications)을 검사하는데 있어서 소극적이거나 일일이 조사할 수 없기 때문이다. 기관투자자가 집단소송을 전문적으로 해오던 변호인을 선택하면 그 변호인들의 know-how와 전략을 받아들여지게 되며, 전문적으로 해오지 않던 변호인들을 선택하게 되면 이미 전문화된 변호인집단을 선택하지 않았다는 비난을 받게 될 것이다. 종전에 변호인이 원고들을 모집하던 때와는 다른 모습을 보이지만, 역시 일반의뢰인이 아닌 변호인에 의해 통제되는 정도를 당연히 감소시키는 것은 아니라는 것이다.¹¹⁾

2. 개혁의 효과

1) 고지(early notice)

전술한 고지에 의하여, 고지 후에 등장한 자도 지도적 원고가 될 수 있게 됨에 따라 법원내의 소장제출 경쟁을 줄일 수 있게 되었다. 즉 최초로 소송을 제기한 원고를 지

9) 최준선·한석훈, "미국의 증권집단소송의 현황에 관한 소고", 「기업법연구」 제12집(2003), p.446

10) 海老名聖子, "アメリカにおける私的證券訴訟改革の意義とその成果(一)", 「法研論集(早稲田大學大學院)」第99號(2001), p.321

11) Jill. E. Fisch, "Class Action Reform : Lessons from Securities Litigation," 39 *Ariz. L. Rev.* 533, 549- 550 (1997)

도적 원고로 선정함으로써 원고가 충분한 소장검토도 없이 일단 제소하고 보는 폐단을 시정하게 되었다. 전술과 같이 최초로 제소한 자가 고지할 의무를 지는데, 고지비용은 일체 고지를 한 자가 부담한다. 특히 최초로 제소한 원고는 서약서도 제출해야 하므로, 나중에 제소하는 원고에 비하여 부담이 큰 구조가 되고 있다. 최초의 제소자가 지도적 원고가 되는 경우에는 class에 지급되는 비용상환을 받을 수 있지만,¹²⁾ 그렇지 못한 경우에는 명문의 규정이 없다. 그리하여 원고가 되려는 자는 당연히 나머지 비용 부담을 피하고자 할 것이므로 다른 자의 제소를 기다려 제소하거나, 전후사정을 엿보면서 제소할 것으로 예상된다. 따라서 이 규정은 다른 측면에서 파생되는 효과를 찾아 낼 수 있을 것이다. 즉 이와 같은 제소 대기는 나중에 소를 제기함으로써 지도적 원고가 될 자신이 있는 자만이 가능한 것으로, 예컨대 95년 사적증권소송개혁법이 지도적 원고가 될 것을 기대하고 있는 기관투자자와 같이 다수의 주식을 보유하고 있는 경우에 한한다고 하는 태도를 보이고 있다. 바꿔 말한다면, 직업적 원고가 제소 공고한 후에 다른 원고(예컨대 기관투자자)에게 지도적 원고의 자리를 빼앗길 가능성도 결코 적지 않고, 결국 고지비용만 부담하고 말 우려도 있으므로 남소를 막을 수 있게 된다고 한다. 이와 같은 구상으로 이 규정은 직업적 원고에 의한 남소 방지에 기여할 것으로 기대되고 있다.

중전에는 FRCP 제23조의 고지절차에도 불구하고 집단의 구성원들은 소송이 계속되고 있다는 사실의 고지를 거의 받지 못하였다.¹³⁾ 이는 처음에 소송을 제기한 변호사의 입장에서 고지비용이 상당하므로 일단은 소를 각하 당하지 아니하게 되면 그때 가서 고지를 하게 되고 적시의 고지가 없었으므로 기관투자자들이 집단소송에 참가하는 것을 어렵게 한다는 점이었다.¹⁴⁾

고지는 중요한 정보를 다른 주주들에게 알리는 데 있다. 따라서 비록 고지를 한다고 하더라도 95년 사적증권소송개혁법에 따른 최소한의 형식적 요건을 갖추지 못하는 경우에는 부적합한 고지가 된다.¹⁵⁾ 이러한 점에서 증권 class action을 제기하는 자는 반

12) 15 U.S.C. ¶77Z-1(a)(4), 78U-4(a)(4)(Supp. II 1996)

13) FRCP 제23조(c)(2)는 「상당한 노력을 기울여 확인할 수 있는 모든 구성원들에게 개별적으로 통지하게 하는 등 주어진 여건하에서 실행가능한 최선의 방법을 동원하여 통지하여야 한다.」라고 규정하고 있을 뿐 통지의 구체적 방법은 적시되어 있지 않다. 통지에 관한 중요한 선례가 되는 판결이 Eisen v. Carlisle & Jacquelin, 417 U.S. 156 (1974) 사건에 대한 미연방대법원의 판결이다. 이 사건에서 연방대법원은 최종적으로 확인이 가능한 2백만이 넘는 집단의 구성원들의 주소와 이름으로 개별적인 통지를 하여야 하며 그 비용은 대표당사자가 부담한다고 판시하였다.

14) Elliot J. Weiss/John S. Beckerman, *op. cit.*, pp.2100-2101

15) Ravens v. Iftikar, 174 F. R. D. 651 (N. D. Cal. 1997)는 당해 청구가 기초로 하고 있는

다시 '지정 사이트(designated internet site)'를 통하여 95년 사적증권소송개혁법상의 고지를 하도록 하고 있는 캘리포니아 북부지구의 연방지방법원 규칙은 많은 시사점을 주고 있다. 즉 증권집단소송의 당사자들에게 기각신청이나 약식판결의 신청, 화해의 조건 등 중요한 소송관계 서류를 '지정 사이트'에 게재할 것을 요구하고 있다.¹⁶⁾ 이에 따라 절차에 대한 접근(access)의 용이성이 매우 고양될 것이다.

2) 최적원고 요건

지도적 원고로서 최적(the most adequate)인 자는 소장을 제출한 자, 또는 지도적 원고의 신청을 한 자 중에서 법원이 class 구성원 중 가장 큰 경제적 이해관계를 가지고 있다고 인정함과 아울러 민사소송규칙 제23조의 요건을 갖춘 자이다. 여기서 가장 큰 경제적 이해관계를 가지고 있는 자를 결정하는 요인으로서는 구입 증권의 수량, 구입한 실질증권의 수량, class로서 설정된 기간 중에 원고로서 지급된 실질 자금액, 피고에 의해 당한 손해의 概算 등을 들 수 있다.¹⁷⁾ 더 나아가, 단일체로서 최대의 손실을 받은 기관투자자 A를 제치고, 그보다 덜한 기관투자자 B와 연금기금 C의 둘로 원고집단을 구성하여 이 B와 C와의 합계손실액이 A보다 크다고 한다면, B와 C로 형성되는 원고집단이 '지도적 원고'로 인정된 예도 있다.¹⁸⁾

이 최적원고의 추정기준 중 두 번째 기준인 '가장 큰 경제적 이해관계가 있는 자(the largest financial interest)의 기준이 기관투자자(institutional investor)의 적극적인 참여를 높이기 위하여 입법화한 것이라고 해도 과언이 아니다. 종래에 증권집단소송에 대한 비판은 원래 실질적인 주주들의 권익을 보호하지 못하고 증권집단소송이 '변호사 주도의 소송(lawyer-driven litigation)'이 되어 버렸다는 점에 집중되어 있다. 기업들이 부정적인 정보를 내거나 주가가 떨어지면 변호사들은 이에 즉각 반응하여 소장을 내고 소액주주들은 이에 무관심한 상태에서 변호사들의 보수에 유리하게 합의를 하는 집단소송의 일반적인 경향에 대하여 변호사의 힘과 대등한 입장에서 이를 견제할 방법으로서 선택한 것이 기관투자자들이라고 할 수 있다. 그러나 종래에는

법률을 열거하는 것만으로는 소송에 관한 충분한 정보를 투자자에게 제공한 것이 아니라고 판시하여, 적법한 고지로서의 효력을 인정하지 않았다.

16) N. D. Cal. Civil L. R. 23-2.

17) Lax v. First Merchant Acceptance Corp., No. 97-C-2716, 1997 U. S. Dist LEXIS 12432 (N. D. Ill. 1997)

18) Reiger v. Altris Software, Inc., et al., No. 98cv0528J, 1998 U. S. Dist. LEXIS 14705 (S. D. Cal. 1998)

기관투자자들이 대표당사자(지도적 원고)가 되지 못하는 경우가 많았으므로,¹⁹⁾ 기관투자자들의 적극적인 소송참여로 집단소송을 통한 이익을 변호사에서 일반 주주들로 전환할 수 있을 것이라고 기대한 것이다.

그런데, 기관투자자 보다 경제적 이해관계가 적은 데도 불구하고, 이 요건을 합목적적으로 활용하여 지도적 원고의 지위를 취득하는 개인투자자도 나타나고 있는 점은 주목된다.²⁰⁾ 기관투자자들이 소극적으로 활동을 하게 되면 결국은 '최적 원고'조항에도 불구하고 종전에 하던 방식대로 최초로 소송을 제기한 개인투자자들이 대표당사자(지도적 원고)로서 역할을 하게 되며 일반적으로 적은 이해관계밖에 없는 집단의 구성원들은 누가 집단을 대표할 것이냐에 대하여 무관심하기 때문에 많은 소송들이 전과 같은 모습을 띠게 될 것이다.²¹⁾ 실제로 1995년 사적증권소송개혁법 이후에 기관투자자들이 지도적 원고를 회피하는 문제가 생겼고, 그로 인하여 변호사들이 개인투자자들을 모아 consortium을 구성해서 개인투자자 집단을 지도적 원고로 선임 받는 상황이 벌어졌다는 비판도 있다.²²⁾

또한 소액주주들이 소송을 제기하고 나서 기관투자자들에게 소송의 주도권을 빼앗기는 것은 소액주주들로 하여금 부정을 조사하고 소송을 제기할 유인을 감소시키는 것이 된다. 그러나, 이러한 소액주주들을 대표하는 기관투자자들의 청구의 전형성과 능력에 관한 우려는 '공동' 지도적 원고를 지정함으로써 인하여 부분적으로 감소될 수 있을 것으로 보인다. 공동 지도적 원고의 지정은 원고집단에 존재하는 다양성을 반영하며, 지도적 원고의 기회주의적인 자기거래의 가능성을 감소시킬 뿐만 아니라 지도적 원고로 하여금 넓은 범위의 투자자의 이익을 대표할 수 있게 할 것이다. 그러나 다수의 공동 지도적 원고를 선임하는 것은 소송의 효율성 증대와 대리비용을 감소시키려는 증권소송개혁법의 노력을 좌절시키는 것이 될 수 있다.²³⁾

이와 같이 개인투자자들은 소규모의 이해관계밖에 가지고 있지 않았지만, 집합적으로 그룹을 형성함으로써 지도적 원고가 되는데 최적인 자라는 지위를 얻을 수 있게 된

19) Elliot J. Weiss/John S. Beckerman, *op. cit.*, p.2098

20) Weikel v. Tower Semiconductor Ltd., 183 F. R. D. 377 (JWB) (D. N. J. 1998)에서는 10인의 개인 원고가 되는 집단이 공동의 지도적 원고로서 선임되었고, In re Health Management Inc. Sec. Litig., 970 F. Supp. 192 (E. D. N. Y. 1997)에서는 11인의 개인원고들이 공동의 지도적 원고로서 선임되었다.

21) Jill. E. Fisch, *op. cit.*, p.542

22) Steven M. Pesner/Andrew J. Rossman, "Choosing Lead Plaintiffs under the Private Securities Litigation Reform Act : who shall lead?" *Securities Regulation Law Journal*, summer 1999, pp.201-202

23) Jill. E. Fisch, *op. cit.*, pp.546-547

다. 더욱이 제소 단계에서 둘 이상이 공동하여 지도적 원고가 되는 것을 인정하는데 이론이 없지만, 별개로 제소한 원고들이 후에 공동하여 지도적 원고로 되는 데 관하여는 판례가 갈리고 있다. 이를 인정하는 입장에서는 공동하여 지도적 원고가 되는 것은 문언상 전혀 규제되고 있지 않고, '공동'을 인정함으로써 원고집단의 의사결정에도 다양한 시각이 반영될 수 있는 장점이 있다고 본다. 그러나 '공동'을 인정하는 경우의 폐해도 지적된다. 우선 공동을 이룬 '지도적 원고'들 사이의 대립을 들 수 있다. 그러나, 이는 원고측이 '공동'을 받아들인 시점에서의 문제로 그치고, 특별한 갈등으로 비화되는 예는 드물다. 다음으로, 제소한 원고 가운데 가장 큰 경제적 이해관계를 가진 기관투자자가 있는데, 그가 지도적 원고로 되는 것을 저지할 목적에서 다른 일단의 투자자들이 공동을 이루는 데 대한 논란이다. 이해관계가 완전히 일치하지 않는데도 불구하고, 눈에 거슬리는 경쟁자를 누르기 위해 공동을 이루는 것은 공동원고의 본래의 취지에서 벗어난 처사이다. 실제로, 무관한 원고들이 지도적 원고가 되기 위하여 일체를 이루는 것을 인정한다면, 지도적 원고 선임의 의의가 훼손된다고 명확히 판시한 판결이 이를 잘 나타내고 있다.²⁴⁾ 또한, 원칙적으로는 공동을 이룬 지도적 원고를 인정하지 않고, 예외적으로만 2개의 기관투자자가 거의 동등한 손실을 당하고 있는 경우, 또는 독보적인 경제적 이해관계를 가진 원고를 찾을 수 없고 대개 비슷한 이해관계를 가진 둘 이상의 투자자들이 있는 경우에 한하여 '공동'을 인정하는 경우도 있다.²⁵⁾

한편, 제소 후에 원고들이 공동하여 지도적 원고가 되는 것을 인정한 판례도 다수 보인다. 가장 큰 경제적 이해관계를 창출하기 위해 지도적 원고로 자처하고 나선 자들이 모두 하나의 변호사사무소를 대리인으로 선임하는 것에 공동을 인정한 경우가 있다.²⁶⁾ 공동을 이룬 지도적 원고의 구성은 class에 실질적으로 이익을 가져다줄 수 있다면 유익한 것으로 보아, 특정한 기관투자자가 가장 큰 경제적 이해관계를 가지고 있는데도 불구하고, 다른 2개의 기관투자자와 하나의 개인 등 3자가 공동하여 지도적 원고가 되는 것을 적극적으로 인정한 경우도 있다.²⁷⁾

이와 같이, 최적 요건은 경우에 따라서는 유연하게 해석되어야 하고, 특히 기관투자자가 지도적 원고가 되겠다고 자처하지 않는 경우에는 95년 사적증권소송개혁법 제정이전과 같이, 법원은 가장 먼저 제소한 자를 지도적 원고로 삼는 경우²⁸⁾가 다수이다.

24) In re Donnkenny Inc. Sec. Litig., 171 F. R. D. 156 (S. D. N. Y. 1997)

25) Gluck v. Cellstar Corp., 976 F. Supp. 542 (N. D. Tex. 1997)

26) In re Read-Rite Corporation Sec. Lit. (No. C-97-20059 (N. D. Cal. 1997))

27) In re Oxford Health Plans, Inc. Sec. Lit., 182 F. R. D. 42 (S. D. N. Y. 1998)

28) Greebel v. FTP Software, Inc., 939 F. Supp. 57 (D. Mass. 1996)

그런 의미에서는 '고지'에 관한 규정이 개정되었는데도 불구하고, 원고들이 법원에 쇄도하는(race to the courthouse²⁹⁾) 상황은 크게 개선되지 않은 것으로 평가된다. 실제로 95년 사적증권소송개혁법 제정 이전에는 class 구성 최종일로부터 최초의 제소까지의 평균일수는 49일이었던 데 비하여, 1996년에는 평균 79일로 지체되었다.³⁰⁾ 그러나, 이는 95년 사적증권소송개혁법상의 절차 규정 때문이기도 하고,³¹⁾ 또한 소송을 비우호적인 지도적 원고나 경쟁관계에 있는 법무법인(law firm)에게 빼앗길 가능성을 줄이기 위해 집단소송을 제기하기 전에 원고집단(plaintiff's team)을 우선 구성하는 것이 바람직하다는 판단에서 제소 전 평균일수가 길어졌을 뿐이며,³²⁾ 다시 경쟁상태로 전환된 것에는 변함이 없다고 본다.³³⁾

3) '지도적 원고'로서의 기관투자자

전술한 바와 같이, 95년 사적증권소송개혁법은 기관투자자가 지도적 원고로 되는 것을 바람직하다고 보았지만, 이는 분디 많은 문제점을 내포하고 있다.

첫째로, 원래 기관투자자는 '지도적 원고'로 되기 위한 자격 요건인 「class 구성원의 이익을 가장 적절하게 대표하는」자일 수 있는가 라는 의문이 있다. 왜냐 하면, 기관투자자의 이익과 일반 개인 투자자의 이익은 다르다고 할 수 있고, 경우에 따라서는 이익충돌이 발생할 가능성도 있기 때문이다. 또한, 私的증권집단소송에 있어서 원고측이 승소하고, 회계사무소나 이사 개인이 아닌 증권발행회사가 손해배상을 하는 경우에는 그 손해배상 부담에 의해 당해 발행회사의 현재 주주가 손해를 입게 되지만, 일반 주주로서는 깊은 의미를 갖지 않는 데 대하여, 분산투자를 하는 기관투자자는 동일 발행회사의 증권을 시기를 달리하여 매매할 수도 있으므로 기관투자자로서는 class 구성기간에 입은 손해가 현재 보유하고 있는 당해 발행회사 증권의 희생 아래에서 배상되었다고 하는 딜레마에 빠질 수도 있다. 즉 기관투자자들의 소송목적은 집단의 개인투자

29) 이른바 '소장제출경쟁'으로, 법원은 선착순의 원칙(first come, first served)에 따라 먼저 접수시킨 소장의 대표원고를 대표당사자로 임명하여 왔기 때문에 변호사들이 사건에 대한 충분한 준비 없이 일단 소장을 접수시키려고 서로 경쟁하는 것을 지칭한다.

30) U.S. Securities and Exchange Comm. Office of General Counsel. Report to the President and the Congress on the First Year of Practice Under The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (Apr. 1997) at 23 : Richard W. Jennings/Harold Marsh, Jr./John C. Coffee, Jr./Joel Seligman, *op. cit.*, p.1258

31) § 21D(a)(3)(A) requires an "early notice" to class members which invites a lead plaintiff to take control of the action.

32) Richard W. Jennings/Harold Marsh, Jr./John C. Coffee, Jr./Joel Seligman, *op. cit.*, p.1258

33) 海老名聖子, 前掲論文, p.318

자들과는 다르다. 기관투자자들은 계속적으로 주식을 소유하기 때문에 더 이상 주식을 소유하지 않은 개인투자자들을 적절히 대표한다고 할 수 없는 것이다. 결과적으로 증권집단소송을 하면 현재 주식을 보유하고 있는 자로부터 과거에 주식을 보유하고 있는 자에게 그 이익이 돌아간다는 것인데 현재 주식을 보유하고 있는 기관투자자들은 이러한 소송을 기피하게 되고 이러한 점들은 개인투자자들을 해하게 되는 것이다.³⁴⁾ 따라서 class 대부분을 보유하고 있는 기관투자자는 가장 큰 경제적 이해관계를 가지고 있다고 하더라도, class의 나머지 구성원들의 이익을 가장 적절하게 대표하는 자라고는 단언할 수 없다. 또한, 상술한 사정에 기하여 자신의 희생아래 자기의 손실을 보전하기 위하여 지도적 원고가 되려고 하는 것이 어리석은 행위라고 보통은 여기지 않으므로, 이것이 제2의 문제이다. 즉 기관투자자가 과연 사적 증권집단소송에 적극적으로 참가하고자 할 것인가 하는 의문이다. 분산투자를 하는 기관투자자는 다른 투자 매물에 의하여 얻은 이익으로 손해를 전부 메울 수가 있고, 배상을 받을 수 있을지 불분명한데다 번잡한 소송수행을 하기보다는 본업인 분산투자로 이익을 얻는 쪽이 경영판단으로서 바람직한 선택이라고도 할 수 있을 것이다.

가령 소송에 참가한 경우라도 소송수행 중에 지득한 내부정보가 있기 때문에 증권거래상 제한이 가해지고 주식의 발행인과의 관계를 희생하게 하는 것도 고려하게 되므로,³⁵⁾ 참가를 망설일 가능성도 있다. 피고측에서는 지도적 원고가 소송을 대리할 만한 전형성과 적절성을 가지고 있는가에 대하여 항변을 할 수 있으며, 이에 대하여 지도적 원고는 이를 입증하기 위하여 주식을 구입하게 된 경위에 관한 서류를 제출하여야 한다. 이 경우에 기관투자자들의 입장에서는 수년간의 주식매매상황과 투자 방침 등에 관한 서류를 제출하여야 하는데 이러한 내용은 매우 중요한 내용으로 비록 비밀조항들로 인하여 어느 정도 보호를 받고 있다고 해도 기관투자자들은 그러한 정보를 제출하는 것을 꺼리게 된다는 것이다.³⁶⁾ 더욱이, 증권집단소송에 참가함으로써 지금까지 쌓아온 발행회사와의 우호적인 관계에 금이 갈 수 있는 희생도 고려될 것이다. 현재의 기관투자자는 회사지배(corporate governance)에 있어서도 적극적인 역할을 하고 있지만 유동성(liquidity)확보를 우선하는 경우가 많으며, 증권집단소송에 참가함으로써 회사와 적대하게 되는 것을 바라지 않는 기관투자자도 적지 않을 것이다. 또한, 기관투자자들은 지도적 원고로서 가지게 될 책임 이외에 적극적으로 활동함으로써 가지게 될 실제적인 부담을 두려워하고 있다고 할 수 있다. 지도적 원고가 되는 것에 수반되는 비용부담을

34) Jill E. Fish. *op. cit.*, p.546

35) Jill E. Fish. *op. cit.*, p.542

36) Elliot J. Weiss/John S. Beckerman. *op. cit.*, pp.2101-2103

버텨낼 수 있을까 하는 점이다.³⁷⁾ 실질적으로 소송에서 드는 많은 비용들에 대하여 종래 무임승차를 해온 기관투자자들이 이를 꺼려할 수 있다는 것이다.³⁸⁾ 예컨대, 증권사 기소송의 조사비, 주장 재검토의 비용, 개시(discovery) 제출비용, 대표 원고대리인의 선출비용, 소송 및 화해과정의 감독비용 등이 상당히 높다. 비록 승소시 배상금으로 상환 받는다고 하더라도 막대한 비용을 미리 지출하게 될 가능성이 있고, 패소의 위험성을 고려한다면, 사적증권집단소송에 참가하는 데는 주저하지 않을 수 없을 것이다.

한편, 기관투자자가 지도적 원고로서 사적증권집단소송에 적극적으로 참가하는 경우에도 다음과 같은 문제점이 지적될 수 있다.

첫째로, 기관투자자는 투자기회나 회사의 내부정보 또는 회사지배에 대한 영향력을 행사하려고 하는 처지에 있다. 여기서 기관투자자는 발행회사로부터 그와 같은 정보제공을 받는 것과 맞바꾸어, 다른 일반 주주로서는 만족스럽지 못한 조건으로 화해에 응할 염려가 있다. 둘째로, 기관투자자라고는 하지만 지분이 적은 기관투자자가 사적증권집단소송 전문 법률사무소와 결탁하여 일종의 직업적 원고가 될 우려가 있다. 사적증권집단소송의 원고대리인이 되기를 바라는 법률사무소가 지도적 원고가 될 가능성이 높은 기관투자자에게 접근하지 않는다고 단언할 수 없다.³⁹⁾

그러나, 실제로는 기관투자자가 됨으로써 일반 주주들에게 바람직한 방향으로 소송이 매듭지어진 경우도 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 그 첫째로 들 수 있는 것은 1995년 사적증권소송개혁법 제정 보다 앞선 것이기는 하지만, 법원이 적극적으로 기관투자자를 지도적 원고인 지위에 앉힌 *In re California Micro Devices Securities Litigation*⁴⁰⁾ 사건이다. 본 사건에서는 최초로 제소를 한 법률사무소 중의 하나가 아직 법원에 의해 '대표원고⁴¹⁾'로 인정되지 않았는데도 불구하고, 피고회사와 화해 조건의 교섭을 했다. 그 결과 나온 화해案은 원고집단에 100만 달러의 현금과 200만 달러의 주식을 교부하는 것, 그리하여 피고회사가 그 회계사로 하여금 소송상 권리를 class에 부여하지만, 그 회계사무소로부터 얻은 배상액의 일부는 피고회사에게 지급한다는 것이었다. 법원은 화해금액이 소액이고 그 대부분이 원고대리인에게 넘어가 버린다는 이유를 들어 그 화해안을 부정하고, 새로이 the Colorado Public Employees Retirement Association("ColPERA")과

37) Elliot J. Weiss/John S. Beckerman, *op. cit.*, pp.2109-2110

38) Jill. E. Fisch, *op. cit.*, p.542

39) 이 점에 관하여 지도적 원고라는 개념을 만들어낸 Weiss/Beckerman은 대규모인 기관투자자만을 상정하고 있으므로, 이와 같은 의문은 없게 된다.- Ibid.

40) 1995 WL 476625 (N. D. Cal. 1995)

41) 1995년 법 적용 이전의 판례에 있어서는 지도적 원고라고 하는 표현은 사용되지 않고, 대표원고라는 표현을 사용하였다.

the California Public Teachers Retirement System ("CalSTRS")의 두 기관투자자를 대표 원고로 지정했다. 두 대표원고에 의해 선임된 원고대리인이 화해교섭을 한 결과 성립한 화해의 조건은 다음과 같은 것이었다. 즉, i) 원고 class에 600만 달러의 현금을 지급하고 700만 달러의 주식을 교부하며, ii) 피고회사가 그 주식에 관해 향후 3년 간 일정한 최저가격으로 거래하는 것을 보증하고, iii) 피고회사의 보증을 보장하기 위한 200만 달러의 제3자 예탁기금(fund)의 설정, iv) 회계사무소에 대하여 원고 class에게 400만 달러의 현금을 지급하도록 하지만, 그 금액 가운데서 피고회사가 지급을 받지 않으며, v) 피고회사의 사외이사에 대하여 'D & O 보험'에 관한 모든 권리를 class에 양도하도록 하고(이에 따라 취득되는 금액은 약 200만 달러로 견적됨), vi) 피고회사에 대하여 허위표시에 기한 책임이 있다고 사료되는 前 CEO에 대한 일체의 권리를 class에 양도하도록 했다. 그리고 원고대리인들이 청구한 보수는 최초의 대표원고의 원고대리인이 청구한 금액의 약 20.5%의 낮은 금액으로 정했다. Class 구성원의 이익을 가장 잘 대표할 수 있는 원고로서 적절한 기관투자자가 대표원고로 되고, 그 대표원고가 적절한 원고대리인을 내세움으로써, 일반의 class 원고들은 화해조건이 이전보다 나아지고 원고대리인에게 지급할 비용도 줄어들게 되었다.

1995년 사적증권소송개혁법 아래에서의 동일한 성공례는 전제 Gluck v. CellStar⁴²⁾ 사건이 있다. 여기서 중요한 것은 사적증권집단소송에 있어서는 class 이익이 우선되어야 하고 원고대리인의 이익이 유인(incentive)으로 작용해서는 안 된다고 하는 점이다. 즉 본 사건에 있어서 지도적 원고였던 the State of Wisconsin Investment Board (SWIB)⁴³⁾는 원고대리인을 물색하기 위해 접촉해온 복수의 법률사무소 가운데 '가장 비용 조건이 좋은(낮은)' 법률사무소 Blank, Rome Comisky & McCauley를 원고대리인으로 내세웠다. 이 법률사무소가 제시한 조건 가운데는 종래의 사적증권집단소송의 실태에 비추어 매우 획기적인 내용이 포함되고 있었다. 그것은 배상금액 중 원고대리인이 취득하는 비율이 손해배상액의 증대와 당해 사건 소송의 進度에 따라 고율로 변하는 연동(slide)제를 채택한 것이다.⁴⁴⁾ 이 조건으로 계약한다면 배상금액이 높아지는

42) 976 F. Supp. 542 (N. D. Tex. 1997)

43) SWIB는 피고회사 사외증권의 20%를 초과하여 보유하고, 그 손실은 지도적 원고를 다투는 다른 집단의 10배에 달했기 때문에 가장 경제적 이익을 가지는 最適원고로 인정되어, '지도적 원고'의 지위를 얻었다.

44) 미국법원은 변호사의 비용을 계산하는 데 회복비율(percentage of recovery) 방식과 시간급(lodestar) 방식 2가지를 채택하고 있다.

회복비율 방식은 원고측이 승소하여 피고측으로부터 받게 되는 전체기금 중 일정한 비율(percentage of Fund method)에 따른 금액을 변호사에게 지급하는 방식이다. 보편적으로 인용되는 퍼센티지는 25-30%인데 이는 불법행위 소송을 담당한 변호사들이 통상적으로 성공보

것은 원고 및 원고대리인 쌍방이 지향하는 바로서 곧 양자의 이익이 일치하는 셈이 된다. 둘째로, 기술한 바와 같이 수수료를 시간급제로 받기로 함으로써 화해시도를 피하는 원고대리인은 수수료 수입을 위해 시도 직전까지 화해를 무의미하도록 지연시킬 수 있지만, 연동제를 채택한다면 그럴 필요가 없으므로 조기해결 촉진이 예상된다. 이는 원고, 피고 쌍방이 반기는 일이다. 비록 번잡한 화해 시도로 나아가지 않았다고 하더라도 원고대리인은 진도에 따라 증액된 수수료를 받을 수 있으므로, 화해시도를 피하다 보니 원고에게 불충분한 조건으로 결국 원고대리인이 화해에 응하는 유인(incentive)은 없게 된다고 본다.

또한 대부분의 증권소송이 단지 어떠한 주식보유집단에서 다른 주식보유집단으로의 부의 이동을 야기하는 경우가 많으므로 주식을 분산하여 가지고 있는 기관투자자들은 전체적으로 아무런 이익을 주지 않는 사소한 소송(frivolous suit)을 방지할 수 있다.⁴⁵⁾ 아울러 기관투자자들은 법률고문단이 피고들이 방어하는데 필요한 경비보다 적은 비용으로 소송을 화해하는 경우에는 법률고문에게 성공보수없이 필요비만 줌으로써 무익한 소송을 법률고문단이 제기하는 것을 방지하도록 한다. 기관투자자들이 법률고문들의 변호사비용에 개입함으로써 인하여 무익한 소송을 화해에 이르는 것을 막을 수 있는데, 기관투자자들은 주식을 다양하게 분산하여 가지고 있고 법원이 화해가 아닌 재판에 의하여 소송을 종결한다는 것은 회사의 공시로 인한 책임에 관해 적용되는 원칙

수로 1/3 정도를 받는데서 나온 것이지만 합의금이 크면 변호사의 성공보수도 더 많아진다고 한다. 일명 '퍼센티지' 방식이라고도 하는 이 방식의 가장 근본적인 위험은 시간이 경과함에 따라 예상보수액의 증가분은 체감하기 때문에 변호사들은 빨리 화해를 할 유인이 일반적으로 발생하므로, 원고집단의 최선이 아님에도 불구하고 소송이 화해로 종료되는 위험이 크다는 점이다. 또한 금지명령과 같이 이익을 제량화하기 힘든 비금전적인 구제가 이루어진 경우에는 적용이 쉽지 않다.

시간급 방식은 원고의 변호사가 합리적으로 볼 때 사건해결에 투입하였다고 볼 수 있는 시간에 합리적인 시간당 보수를 곱한 액수를 기본으로 하고 있다. 다만 그 시간이 항상 정확히 변호사의 노력을 반영한다고 볼 수 없으므로 사건의 난이도와 변호사의 노력의 질 등을 반영할 수 있게끔 기본액수에 일정비율의 배수(multiplier)를 곱하여 계산하게 된다. 일명 'lodestar' 방식에 대한 일반적인 비판은 그 기본공식인 시간×시간당 보수의 방정식에서 변호사가 불필요한 시간을 투자할 여지가 있고, 변호사를 많이 쓸수록 더 많은 보수를 받게 된다는 문제점이 있으며 소송이 장기간 계속될수록 원고의 변호사도 더 많은 보수를 받을 수 있으므로 소송지연의 유인이 있고 따라서 변호사의 이익을 위하여 원고집단에게 이익이 되는 화해를 수락하지 않을 우려가 있으며 소송의 배상액과 변호사비용과 아무런 연관이 없다는 문제점이 있다. 이 방식 하에서는 변호사의 수입료가 당해 집단에 대한 총 화해보상의 35% 내지 그 이상이 될 수도 있다. - 윤영신, "주주대표소송의 변호사보수 등 소송관련 비용의 부담", 『상사법연구』 제20권 제1호(2001), pp.204-207 ; 증권감독원 조사부, 전제논문, p.89

45) Jill. E. Fisch, *op. cit.*, p.539

들을 명백히 할 수 있다는 점에서 기관투자자들에게 이익이 된다고 할 수 있다.⁴⁶⁾

기관투자자가 지도적 원고로서가 아니라, 다른 형태로 사적증권집단소송에서의 중요한 역할을 행한 예가 있다. 그것은 기관투자자가 회합한 Institutional Investors' Forum at Stanford Law School에서의 논의를 참고한 것이고, Intel社에 대한 사적증권집단소송⁴⁷⁾에 대하여 소규모 기관투자자 그룹이 당해 사안에 있어서 「사기의 추정」은 인정되지 않으므로, 당해 사적증권집단소송에는 얻을 것이 전혀 없어, 기각돼야 한다고 하는 내용의 서신을 집단소송관계자에게 보냈다.⁴⁸⁾ 더욱이 이미 원고측 대리인도 기각가능성이 높다고 보고 있어, 실제로는 이 서신을 보내기 전에 사적증권집단소송의 신청을 취하했지만, 다른 Intel社에 대한 대표소송에 관해서는 서신을 받은 후 90분 이내에 신청을 취하하고 있다.⁴⁹⁾ 사적증권집단소송에 관여하기를 원하는 기관투자자는 이와 같은 수단도 취득할 수 있기 때문인지, 소송절차에 적극적으로 참가하지는 않았다. 결과적으로 1996년~1997년에 걸쳐 연방법원에 제소된 사적증권집단소송 280건 가운데, 기관투자자가 지도적 원고로 된 것은 겨우 17건에 불과했다. 법의 기대와 현실은 반드시 일치하지 않았다는 평가라 할 수 있다.

4) 원고대리인

기관투자자들은 집단소송을 통하여 회복하려는 손해에 대하여 상당한 지분이 있으므로, 소송이 패소 당한다면 그들의 손해 역시 상당하므로 그들의 이해관계(stakes)가 크다는 사실이 집단소송을 감시할 동기를 준다고 한다. 그럼에도 종래의 절차가 제일 먼저 소송을 제기한 변호사에게 대표고문변호인(lead counsel)으로서의 자격을 줌으로써 기관투자자들의 감시를 제한하고 있었다고 평가하고 있다.⁵⁰⁾ 그리하여, 기관투자자를 지도적 원고로 선정하게 되면 지도적 원고가 법률고문을 선택하게 되므로 기관투자자들이 변호사에게 지급할 보수를 협상을 통해 결정할 권한이 있게 되므로 소송대리의 비용을 줄이게 되고⁵¹⁾ 이는 결과적으로 집단구성원의 이익에 기여한다는 것이다.⁵²⁾ 기

46) Ibid.

47) 이는 이 회사의 제품 Pentium microprocessor의 결함과 관련하여 이 회사에 제기된 여러 가지 문제에 기하여 1994년 말부터 1995년 초두에 걸쳐 이루어진 증권詐欺 신청이었다.

48) Jill. E. Fisch, *op. cit.*, pp.539-540

49) Joseph A. Grundfest and Michael A. Perino, "The Pentium Papers : A Case Study of Collective Institutional Investor Activism in Litigation", 38 *Ariz. L. Rev.* 559 (1996)

50) Jill. E. Fisch, *op. cit.*, p.537

51) Elliot J. Weiss/John S. Beckerman, *op. cit.*, p.2088

52) Jill. E. Fisch, *op. cit.*, p.538

관투자자들의 역할과 관련하여 법원이 집단을 대표할 변호인집단을 감시할 수도 있지만 법원은 이러한 감시에 소극적이므로, 대신에 기관투자자들이 이러한 역할을 수행하게 되며 기관투자자들은 걸려있는 이해관계가 많기 때문에 집단의 손해를 충분히 보상하지 아니하는 조건으로 한 소송초기단계의 화해를 방지할 수 있으며, 충분한 지식과 자원으로 변호인을 감시할 뿐만 아니라 소송과정에서도 기여할 수 있다고 본다.⁵³⁾

기관투자자가 적극적으로 지도적 원고로서 소송에 참가함으로써 원고에게 유리한 결과로 귀결된 예도 있지만, 비록 기관투자자가 적극적으로 참가하더라도 여전히 원고 대리인 주도형으로 될 가능성은 부정할 수 없다. 이는 증권사기소송에 있어서 원고대리인이 되는 변호사들에게는 매우 높은 전문성이 요구되고, 이를 위해 많은 경험이 필요하게 되어 일부 인사에게만 편중되는 경향이 있기 때문이다. 종래 불과 소수의 변호사사무소가 원고대리인의 지위를 독점했기 때문에 지도적 원고가 원고대리인을 선택하는 경우, 이들 사무소의 전문성과 경험에 중점을 둔 것은 당연한 귀결이었다.

실례로서 증권집단소송 전문으로 명성이 높은 Milberg Weiss Bershad Hynes & Lerach 법률사무소⁵⁴⁾는 1995년 사적증권소송개혁법 제정 이전에는 미국 전역 약 31%에 해당하는 사적증권집단소송의 원고대리인이었다. 이는 1995년 사적증권소송개혁법 제정 후 1년 중 연방법원 및 주법원에 계속하고 있던 사적증권집단소송 가운데, 미국 전역의 59%, 캘리포니아주에 한해서는 89%를 점하는 셈이었다.⁵⁵⁾ 1995년 사적증권소송개혁법 제정 이전에 사적증권집단소송을 자신의 이익을 위해 행하였던 법률사무소가 1995년 사적증권소송개혁법 제정 후에도 원고대리인의 지위를 계속 맡았다고 하는 점은 1995년 사적증권소송개혁법의 효과를 천착함에 있어 주목할 만 하다.

III. 부적격소송의 배제

1. 규제내용

소송이 제기될지 모른다는 우려로 인하여 기업의 경영진이 증권시장에 정보를 공시

53) Ibid.

54) 이 사무소가 1995년 법 제정 이전보다도 많은 사적증권집단소송의 원고대리인 지위를 얻게 된 이유의 하나는 자금이 풍부하여 1995년 법에 따라 소송절차에 시간이 걸리는데도 이를 감내할 만한 여유가 있었기 때문이었다.- Joseph A. Grundfest/Michael A. Perino, *Securities Litigation Reform : The First Year's Experience. A Statistical and Legal Analysis of Class Action Securities Fraud Litigation Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, at table 8.

55) 한국경제신문 2001. 8. 16. 3면

하지 않게 되면, 시장의 효율성이 떨어지고 결과적으로 주주도 피해를 입게 된다. 특히 나스닥시장에 상장된 hi-tech 기업들은 주가의 변동성이 크기 때문에 실적예측이 예상대로 실현되지 않는 경우 증권집단소송을 제기당하기 쉽다.

기술한 바와 같이, hi-tech 기업에 대한 남소 제기 문제와 관련하여 활발히 이용되었던 것은 '미래예측정보'상의 예측이 빗나가는 경우에, 이를 허위표시라고 주장하여 사적증권집단소송을 제기하는 수법이었다. 이와 같은 부적격 소제기의 방지를 위해 1995년 사적증권소송개혁법에는 안전항 준칙(safe harbor rule)이 설정되어 미래예측진술⁵⁶⁾의 면책요건이 규정되었다. 면책요건을 보면, ① 미래예측진술이라는 사실을 명시하고 예측내용과 실제의 결과가 다를 수 있는 중요한 요인이 무엇인지를 지적하는 의미있는 주의표시 또는 경고진술을 하거나, ② 미래예측진술이 중요하지 않은 사항에 관한 것이거나, ③ 진술자가 자연인인 경우 미래예측진술이 부실하거나 오해를 유발한다는 점에 관한 진술자의 악의를 입증하지 못하는 경우, 또는 진술자가 기업인 경우 그 기업의 집행임원에 의하여 그 진술이 이루어졌거나 집행임원의 승인을 받아 그 진술이 이루어졌다는 점과 그러한 진술이나 승인이 악의를 가지고 이루어졌다는 사실을 입증하지 못하는 경우를 들 수 있고,⁵⁷⁾ 이러한 안전항 준칙이 마련된 결과, ①의 경우처럼 의미있는 주의표시가 있는 경우에는 증거개시를 하지 않고서도 소송을 각하할 수 있게 된다. ②의 경우는 SEC Rule 10b-5의 요건인 중요성을 바꿔 말한 것에 지나지 않는다. ③의 경우에 의할 때에는 악의의 입증을 위해 증거개시를 하게 되지만, 그 때에도 안전항 준칙에 의해 약식판결이 신청된 때에는 증거개시절차는 정지된다.⁵⁸⁾ 아울러 口頭表示에 관해서도 면책요건이 법정되고 있다.⁵⁹⁾ 종래의 SEC규칙에 의한 안전항 준칙(1979년 제정)에 비하여 보호범위를 확대하고 판례법상 인정되고 있던 면책법리⁶⁰⁾

56) 증권법§ 27A(i), 증권거래소법§ 21E(i)

57) 증권법§ 27A(c)(1), 증권거래소법§ 21E(c)(1)

58) 증권법§ 27A(f), 증권거래소법§ 21E(f)

59) 증권법§ 27A(c)(2), 증권거래소법§ 21E(c)(2)

60) 사적증권소송개혁법의 제정 이전에는 2가지의 Safe Harbor 준칙조항을 포함한다. SEC는 1979년에 '합리적 근거를 가지고 선의로 작성된 문서'와 '주의표시(bespeaks caution)' 법리[예측적 기재·진술에 그 실현가능성의 위험에 관하여 실질적으로 적절한 주의문언을 들으로써 사기적 행위 금지규정의 요건(중요성의 요건 또는 신뢰성의 요건)이 충족되지 않게 되는 것을 인정하는 것]에 의하여 작성된 문서를 보호한다는 규정을 채택했다. 그러나, 이러한 규정은 SEC 제출서류에만 적용되고 口頭표시나 SEC제출서류 이외의 기재에 대해서는 적용되지 않는다는 문제점이 제기되었다. 예컨대 애널리스트(annalist)나 대중매체의 요청에 의하여 기업이 예측적 기재, 진술을 자발적으로 발표하는 경우에는 이들 조항이 적용되지 않기 때문에, 증권소송을 제기당할 위험이 높은데도 이에 대한 충분한 보호를 하고 있지 않다는 비판이 제기되었다. 또한 '주의표시'법리나 중요성의 요건, 신뢰의 요건 등 항

를 명문으로 규정함으로써 피고측의 부담이 경감됨과 동시에 이에 기한 각하신청이 용이하게 되었다. 이에 따라 종래 각하신청이 인정되지 않음으로 인하여 부득이 화해를 원하던 피고측 유인(incentive)이 약화될 것으로 기대되었다.

한편, 원고에게도 이에 상응한 부담을 줌으로써, 'race to the court' 상황을 개선하고 부적격 소의 제기를 방지할 목적으로 개정된 사항이 소장 내지 訴答(pleading) 기재요건의 강화이다. 즉 피고가 중요한 사실에 대하여 허위표시를 하였다거나 오해의 유발을 방지하기 위하여 필요한 중요사실을 표시하지 아니하였다는 이유로 사기 혐의를 주장하는 소송의 경우에는 소장(complaint)에 오해를 유발시킨 표시와 오해를 유발시킨 이유를 구체적으로 기재하도록 하였으며, 주장의 이유가 정보의 내용 및 그에 대한 신뢰에 근거하고 있는 경우에는 그러한 신뢰가 생기게 된 모든 사실을 상세히 기재하도록 하였다. 그리고 손해배상청구로서 피고가 특정한 정신상태에서 행위하였음을 증명하는 경우에 한해 허용되는 증권사기소송인 경우에는, 원고가 소장에 피고가 그러한 정신상태에서 행하였다는 강한 추정(strong inference)을 불러 일으킬만한 사실을 각 행위별로 상세히 기재해야만 하도록 하였다. 그밖에, 피고의 소 각하신청이 제기되어 있는 동안에는 증거 개시절차(discovery)가 정지되는 것으로 하였다.⁶¹⁾ 이처럼 증권거래소법 제 21D조 (b)항은 그 (1), (2)호에 의해 소답(pleading)을 엄격하게 하여 부적격소송의 배제에 힘쓰고, 특히 (3)호의 증거 개시절차(discovery)의 정지에 의해 피고부담을 경감함으로써 소송비용을 회피하기 위한 화해의 방지를 목적으로 하고 있다. 1995년 사적증권소송개혁법에 의한 안전항 준칙의 제정과 소답(pleading)의 강화에 의해, 일정한 요건을 갖추지 않는 부적격으로 보이는 소송을 초기단계에서 배제할 수 있게 되었다. 또한, 무익한 심리를 회피하기 위해 소 각하 신청이 이루어진 경우에, 법원은 증거보전 또는 현저한 불이익을 방지하기 위해 필요하다고 인정하는 경우를 제외하고, 일체의 증거개시절차 및 기타의 절차를 정지할 수 있다고 규정하고 있다(증권법 제27조 (b)항, 증권거래소법 제21D조 (b)항 (3)호 (B) 및 (C)). 아울러 안전항 준칙에 기하여 피고에 의한 약식판결 신청(motion for summary judgement)이 있는 경우에도 증거 개시절차(discovery)는 정지된다(증권법 제27A조 (f)항, 증권거래소법 제21E조 (f)항).

미국의 집단소송에서는 집단소송이 판결이 아닌 화해로 종결되는 주요한 이유중의

후전망표시를 면책시키는 법리도 판례상 인정되어 왔지만, 이들 법리에 의할 경우에는 사실심리 전 각하나 약식판결을 할 수 없기 때문에 역시 화해에의 압력이 피고에게 가해졌다.- Richard W. Jennings/Harold Marsh, Jr./John C. Coffee, Jr./Joel Seligman, *op. cit.*, pp.239, 1035, 1259 ; 黒沼悦郎, "アメリカにおける證券民事訴訟制度の改革", 『神法』 第47卷 第3號(1997), p.431

61) 증권거래소법 § 21D(b)(1),(2),(3)

하나가 증거개시절차의 남용으로 보고 있다. '증권소송에서 대략 개시비용이 총 소송비용의 80%에 달한다'라는 某 투자은행 법률고문의 증언⁶²⁾처럼, 피고회사측에서는 법정 선서증언을 포함하여 주요 임직원들이 개시요구에 대응하는데 소모하여야 할 시간과 비용의 위협 때문에 강제적인 화해를 할 수밖에 없는 경우가 많다. 미국 의회는 증권집단소송에서 증거개시절차가 fishing expedition과 유사하다는 증언을 청취하였다. 증인이 지적인 바에 따르면, "일단 소송이 제기되면 원고측 법률사무소는 해당 기업의 모든 기록서류들을 철저히 검색하고, 이들이 원고의 투자를 유인하였다고 주장할 수 있는 최소한의 긍정적인 comment와 그리고 당해 회사가 하향국면이 도래하고 있음을 알고 있었다는 조그마한 증거만 있어도 끊임없는 선서증언을 하도록 하게 한다⁶³⁾"는 것이다.

이러한 비판에 따라 법원은 위와 같이 각하신청에 대한 결정이 있기까지는 모든 증거 개시절차를 반드시 정지시키도록 하고 있다. 이러한 증거 개시절차의 정지는 특히 피고의 주관적 요건을 추정할 수 있는 구체적인 사실을 적시하여야 한다는 소답 요건 (pleading requirement)과 관련하여 중요한 의미를 가진다. 왜냐 하면 이러한 구체적인 사실을 적시하는 데 필요한 자료들은 피고가 보유하고 있는 경우가 많기 때문에 만일 증거 개시절차가 정지되지 않는다면, 일단 구체적인 사실의 적시없이 소송을 제기한 원고는 비록 피고가 각하신청을 제출한다고 하더라도 그동안 증거 개시절차를 통하여 피고를 괴롭힐 수 있는 새로운 자료를 많이 확보할 수 있다. 이러한 이유로 피고가 하는 수 없이 원고와 화해할 여지가 많았다고 보고 있다. 그리하여 소답 요건의 실효성을 살리기 위하여 사실의 적시에 관하여 법원이 심사하고 있는 동안에는 증거 개시절차가 정지되도록 한 것이다.⁶⁴⁾

2. 개혁의 효과

1995년 사적증권소송개혁법 제정 이전에는 사적증권집단소송의 원고대리인이 다액의

62) Testimony of former SEC Commissioner J. Carter Beese, Jr., Chairman of the Capital Markets Regulatory Reform Project Center for Strategic and International Studies, before the Securities Subcommittee of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, March 2, 1995 (노혁준, "증권투자자의 법적 구제와 그 한계 - 미국 사적증권소송개혁법(PSLRA of 1995)을 중심으로-", 서울대학교 석사학위논문, 1998. 2. p. 82에서 再引用 : 증권감독원 조사부, 전계논문, p.90)

63) Testimony of Richard J. Egan, Chairman of the Board of EMC Corporation before the Securities Subcommittee of the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, June 17, 1993 (노혁준, 전계논문, p.82에서 再引用 : 증권감독원 조사부, 전계논문, p.90)

64) 김건식·송옥열, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001. pp.417-418

변호사비용을 벌어들이기 위해 시장규모가 큰 회사를 표적으로 삼아, 피고회사의 증권 시장 가격은 평균 20억 8,000만 달러였지만, 1996년에 연방법원에 제소된 피고회사의 그것은 5억 2,930만 달러로 크게 하락했다. 또한, 1995년 이전에는 평균 약 19%의 하락을 보인 회사를 상대로 사적증권집단소송이 제기되었던 데 비해, 1995년 이후에는 그 평균 하락율이 31%로 떨어져, 보다 크게 하락하지 않는다면 사적증권집단소송이 제기되지 않는 것으로 나타났다. 요컨대, 주가의 하락에 기인된 소송의 남발은 개선된 것으로 평가되었다. 아울러, 시장규모 및 주가하락 2가지 측면과 제소와의 관계를 본다면, 1995년 사적증권소송개혁법 제정 이전의 사적증권소송에서는 원고대리인 변호사의 이익만 반영되었던 데 비해, 그 이후에는 주주의 이익이 어느 정도 반영되는 성격이 띠는 것으로 분석되었다.

그러나, hi-tech기업은 여전히 소송의 표적⁶⁵⁾이 되었다. 또한, 사적증권집단소송을 제기함에 있어 '미래예측정보'의 허위표시는 1995년 사적증권소송개혁법 제정 이전과 다름없이 주장되었다. 안전항 준칙이 마련되었는데도 변함이 없었던 이유는 해석상의 문제에 기인하는 것으로 보인다. 즉 미래예측진술에 있어 「중요하지 않은 사항」에 관한 것이거나, 「의미있는 주의표시 내지 경고진술」이 무엇을 뜻하는지 그 해석이 분명하지 않았기 때문이다.⁶⁶⁾

1995년 사적증권소송개혁법 개정이 가져온 큰 영향은 주법원에 소를 제기한 건수가 증가한 것이었다. 이는 강화된 소담(pleading) 요건과 증거 개시절차(discovery)에 의한 정지, 그리고 안전항 준칙 등에 의해 대표되는, 종전에 비하여 원고에게 엄격한 1995년 사적증권소송개혁법의 규정을 회피하기 위해 원고측이 1995년 사적증권소송개혁법이 적용되지 않는 주법원에 소를 제기했기 때문이다. 1996년에는 주법원에만 제소된 사적증권집단소송은 전체의 26%였는데 비해, 연방법원에 係屬된 사적증권집단소송의 28%는 주법원에도 계속되는 양태로 나타났다.⁶⁷⁾ 이처럼 연방법원과 주법원 양쪽에 동시에

65) 1996년 사적증권집단소송의 34%가 hi-tech기업이었다.- Joseph A. Grundfest and Michael A. Perino, *op. cit.*, at table 8

66) 1996년에 연방법원과 주법원에 제기된 사적증권집단소송의 총수는 1995년에 비하여 약간 감소한 것으로 나타났는데, 당시의 주가상승 추세를 고려한다면 1995년 법 제정의 영향으로 소송 건수가 감소하지 않은 것으로 보인다.

〈증권집단소송의 연간 제소건수〉

연도	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03.6
건수	164	202	163	231	188	108	173	240	204	214	489*	266	128

* 2001년에는 이 가운데 기업공개(IPO)와 관련된 소송이 312건을 차지했는데, 이는 1999-2000년 나스닥 거품의 후유증인 셈이다.- <http://securities.stanford.edu>

67) Joseph A. Grundfest/Michael A. Perino, *op. cit.*, at table 8

제소하는 상황은 1995년 이전에는 상상할 수 없었던 사태였다. 연방법원에 있어서의 자기의 신청에서는 엄격한 소담(pleading) 요건을 갖출 수 없었거나, 안전항 준칙에 의하여 피고가 보호될 가능성이 높다고 판단한 원고는 주법원에만 제소하는 선택이 이루어졌다. 연방법원에서 정지될 가능성이 있는 증거 개시절차(discovery)를 주법원에서 진행하는 그 개시절차(discovery)에 의하여 대응할 수 있다고 원고가 판단한 경우에는 연방법원과 주법원 양쪽에 제소하는 선택을 했다. 양쪽 법원을 이용함으로써 연방법원의 소담(pleading)은 미비하여 각하되더라도, 주법원의 증거 개시절차(discovery)를 통하여 상대방으로부터 얻은 정보로 재차 연방법원에서 충분한 소담(pleading)을 행하여 그 요건을 충족시킬 수도 있게 되었다. 그러나, 이처럼 양쪽 법원에 동시에 제소할 수 있게 됨으로써 피고의 부담은 가중되었다.⁶⁸⁾⁶⁹⁾

그런데, 실제 운용에서 본다면 소담(pleading) 요건을 갖추고 있는가 여부의 판단은 의회가 바랐던 정도의 높은 수준으로 해석되지는 않았다. 1995년 사적증권소송개혁법의 소담(pleading) 요건 가운데, 「강한 추정」이라고 하는 문언은 동법 제정 이전에 소담(pleading) 기준이었던 민소규칙 제9조(b)항에 관하여 연방제2순회항소법원에서 채택하고 있던 해석기준이었기 때문에 1995년 사적증권소송개혁법 제정 후의 약 1년간(1997년 1월까지), 소담(pleading) 요건에 관하여 해석을 한 7건의 판례 중 6건이 1995년 사적증권소송개혁법의 소담(pleading) 요건을 同 순회항소법원에서 민소규칙 제9조(b)항의 요건을 해석함에 있어서 채택했던 기준이라고 판단한 바 있다. 그 최초의 판례는 Marksam Partners, L. P. v. Chantal Pharmaceutical Corp.⁷⁰⁾사건이다. 여기서 1995년 사적증권소송개혁법상의 소담(pleading) 요건은 「연방제2순회항소법원의 소담

68) 양쪽 법원에서의 다툼으로 인한 피고의 비용부담은 33% 증가했다고 보는 견해도 있다.- Richard H. Walker, Introduction : F. Hodge O'neal, "Corporate and Securities Law Symposium The Implications of The Private Securities Litigation Reform Act." 76 *Wash. U. L. Q.* 447, 452 (1998)

69) 이에 따라 각 주법의 상이함으로 인하여 주마다 다른 판결이 내려질 우려가 있었고, 1997년부터 미국의회는 집단소송의 원고가 주법률과 주법원에 의존하여 연방법원의 적용을 회피하지 못하도록 하는데 중점을 둔 새로운 입법을 시도하였다. 그 결과 반대론자들의 저항에도 불구하고, 1998년 11월에 주법에 의한 집단소송을 제한하기 위하여 1933년 증권법과 1934년 증권거래소법을 일부 수정하는 「1998년 증권소송통일기준법(Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998)」이 제정되게 되었다. 동법은 전국적 시장에서 거래되고 있는 증권에 관한 사기를 이유로 한 일정한 집단소송에 관하여는 연방법원에만 소송을 제기할 수 있도록 하였고 연방법원에서는 집단소송에 관한 통일규칙 외에 연방법이 적용되도록 하였다.- Lisa L. Casey, "Shutting the doors to State court : The Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998", *Securities Regulation Law Journal*, summer 1999, p.178

70) 927 F. Supp. 1297 (C. D. Cal., May 21, 1996)

(pleading) 기준」의 채택으로 이해되어, 소담(pleading) 요건을 충족하고 있는가 여부의 판단기준으로서 타임워너(Time Warner) 기준이 인용되었다. 즉 동 법원은 이 사건에서 대표이사와 CEO들이 소송기간 이전 3년간은 주식을 매각한 바 없으면서도 그 후 소송기간 중에 2,630만 달러에 회사 지분 20%를 매각한 사실을 들어 이는 사기의 강한 추정을 불러일으키기에 족한 것으로 소송을 유지하기에 충분하다고 판단하였다. 이 「동기 및 기회」의 기준과 「강력한 상황증거」 기준의 2 기준은 Zeid v. Kimberley⁷¹⁾ 사건 판결에서도 채택되었다. 유일하게 연방제2순회항소법원의 기준을 채택한 것은 In re Silicon Graphics, Inc. Sec. Litig.⁷²⁾ 사건이다. 「고의의 강한 추정은 의식적인 행동에 대하여 강력한 상황증거를 주장함으로써만 입증되고, 사기를 범한 동기 및 기회를 주장하는 것만으로는 입증되지 않는다.」고 하여 연방제2순회항소법원이 채택하고 있던 기준 가운데, 「동기 및 기회」 기준을 부정했다. 아울러 「의회는 동기, 기회, 부주의에 관한 연방제2순회항소법원의 문언을 포함한 것을 선택하지 않고, 「보다 좁은, 「적용」을 의도하고 있다고 說示하고 있다. 양원협의회 보고서에는 소담(pleading) 요건에 관하여 연방제2순회항소법원의 기준이 아니라, 이를 상회하는 기준을 의도하고 있다고 명시한 것에 비추어 본다면, 이 Silicon 판결 쪽이 입법자의 의도에 부합한 형태라고 할 수 있다.

아울러, 「일체의 사실」의 「특정」에 관해서도 해석상 차이가 나타났다. Silicon 사건은 이에 관해서도 엄격하게 해석을 하여, 숨은 정보제공자의 성명, 기타 소송제기에 관한 정보를 제공한 자의 성명을 개시하지 않으면 안 된다고 하면서 신청을 각하했다. 한편, 전술한 Zeid 사건에서는 법률고문의 조사에 기한 신청인 경우에는 그 신념이 형성된 「일체의 사실」을 개시하지 않더라도 좋다고 하는 완화된 해석을 채택했다.⁷³⁾

1998년 법안이 논의되고 있던 그 해 여름까지의 시점에서도 항소심판결은 나오지 않았고, 또한 1995년 사적증권소송개혁법상의 강화된 소담(pleading) 요건이 도입된 후에

71) 930 F. Supp. 431 (N. D. Cal. 1996)에 따르면, computer soft제작·판매회사인 Firefox Communications, Inc.과 同社의 officer인 Kimberly, Richardson, Rowlinson을 피고로 하여, 피고들이 사기적 행위를 함으로써 고가의 주식을 매각한 것은 증권거래소법 제10조(b)항 및 동법 제20조(a)항과 SEC Rule 10b-5에 위반한다고 주장하여 사적증권집단소송이 제기되었다. 원고의 이러한 주장은 「동기 및 기회」 기준이나 「강력한 증거상황」 기준을 갖추지 못한다는 이유로 기각됐다. 또한, 본건에서는 민소규칙 제9조(b)항에 규정되고 있는 소담(pleading) 기준에 관하여 Semegen v. Weidner, 780 F. 2d 727 (9th Cir. 1985); 석탄채굴의 벤처기업에 투자한 자들에 의한 집단소송으로서, 채굴의 실패로 인한 책임을 공모서류의 부실표시를 소의 원인으로 하여 당해 기업과 회계사무소 및 법률사무소를 상대로 한 소송; 사건의 판례에 따랐다.

72) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶99, 325 (N. D. Cal. 1996)

73) Brent Bowers & Udayan Gupta, "Shareholder Suits Best More Small Companies." Wall St. J., Mar. 9, 1994, at B1 : 海老名聖子, 前掲論文, p.308

도 역시 민소규칙 제9조(b)항의 규정을 충족하는가 여부의 판단을 하기 위해, 이 민소규칙 제9조(b)항에 관한 각 법원의 해석의 상위가 1995년 사적증권소송개혁법에 따른 소답(pleading) 요건의 해석에 영향을 끼쳤다고 짐작할 수 있다.

IV. 화해에 관한 개혁

1. 개혁내용

1995년 사적증권소송개혁법에 의해, 자신의 책임 비율보다 큰 비율, 경우에 따라서는 전액의 배상금 지급을 부과받았던 회계사무소 등의 부담을 경감하기 위해 연대책임제도가 제한되고 비례책임제도가 도입되었다. 즉 증권거래소법 하의 사적증권소송에 있어서는 각 피고가 그 책임비율에 따라 손해배상책임을 지는 것을 원칙으로 하고(증권거래소법 제21D조(g)항), 특정한 경우⁷⁴⁾에만 예외적으로 연대책임을 지도록 하고 있다. 더욱이, 증권법 하의 사적증권소송에 있어서는 증권법 제11조(e)항에 기하여, 사외이사의 책임에 대해서만⁷⁵⁾ 동일한 비례책임이 적용된다.⁷⁶⁾ 종래 증권법령의 위반자는 실제 자신의 책임비율에 상관없이 전액의 손해배상책임을 지고 있었기 때문에, 증권소송은 변제능력이 있는 회계법인, 법무법인, 증권회사 등을 대상으로 제기되어 왔다. 1990년대 초까지 법원은 교사자·방조자에 관해서도 SEC Rule 10b-5에 기한 책임을 인정하였다. 그리하여 교사자·방조자는 사기에의 관여 정도가 비교적 가벼운데도 불구하고, 연대책임 원칙을 근거로 엄청난 책임을 부담해야 할 위험에 노출되어 있기 때문에 화해로 문제를 해결하려고 하는 유인(incentive)이 있었다. 특히 사외이사에 대하여 연대책임을 지우는 것이 불공정한 결과를 초래하고 있다는 비판이 많았다.⁷⁷⁾ 사적증권소송개혁법은 이러한 불공평에 대한 구제책으로 비례책임에 대한 공정부담원칙

74) 특정한 경우란 ① 악의(knowingly)로 증권법을 위반한 자는 종전처럼 연대책임을 지고, ② 순자산 20만 달러 이하의 투자자로서 당해 증권법 위반에 따라 그 10% 이상의 손해를 입은 소액투자자가 손해액을 전액 회수할 수 없는 경우에는 모든 피고가 연대책임을 지며, ③ 연대책임을 지는 피고를 포함한 특정한 피고에 대하여 원고가 그 책임액을 회수할 수 없는 경우에는 비례책임을 지는 피고는 회수불능액에 관하여 비례적으로 그리고 원래 책임액의 1.5배 한도내에서 추가적인 책임을 진다. 이 경우 자기의 책임부분을 초과하여 지급한 피고는 본래 책임을 지는 피고에게 구상할 수 있다.

75) 유능한 인재의 사외이사 취임을 촉진하려는 목적이다.

76) 악의로 증권법을 위반한 경우에는 연대책임을 진다.

77) 정윤모·손영락, 『증권집단소송과 투자자보호』, 한국증권연구원, 2001, pp.72-73

(fair share rule of proportionate liability)을 규정한 것이다.

그러나, 비례책임의 도입에는 여러 가지 문제점이 지적되고 있지만 가장 큰 문제는 각 피고의 책임비율을 어떻게 결정하는가 이다. 또한 책임비율은 원고에 손해를 야기하거나 또는 기여한 모든 자에 관하여 결정하게 되어, 원고도 그 범위에 들어갈 수 있으므로 이는 실질적으로 과실상계의 법리를 도입한 것을 뜻한다. 더욱이 가령 원고에 과실이 없었다고 해도 원고의 손해에 책임이 있는 자 전부를 피고로 하고 있지 않는 경우에는 피고가 제3자의 책임을 원용하여 자기의 책임비율을 낮출 수 있다. 그 경우에는 소송상 피고의 자력 유무에 관계없이 원고는 손해의 전액을 회수할 수 없게 된다.⁷⁸⁾

또한, 과거의 사적증권소송관계법의 중요한 문제점은 집단구성원의 무관심 속에 지도적 원고 또는 소송대리인의 의사에 의한 자의적인 화해가 성립한다는 점에 있다. 사적증권소송개혁법은 이러한 자의적이고 부적절한 화해를 방지하기 위해 封印화해(settlement under seal)의 제한(증권법 제27조(a)항(5)호, 증권거래소법 제21D조(a)항(5)호), 화해조항의 개시(증권법 제27조(a)항(7)호, 증권거래소법 제21D조(a)항(7)호), 변호사 보수 및 비용 지급의 제한(증권법 제27조(a)항(6)호, 증권거래소법 제21조(a)항(6)호)에 관한 규정을 제정하였다.

즉 사적증권소송개혁법은 집단소송의 화해의 조건과 조항들을 비공개로 밀봉하여 제출할 수 없음을 원칙으로 하고, 다만 화해조항의 개시가 특정한 당사자에게 직접적이고 상당한 해악(direct and substantial harm)⁷⁹⁾을 초래한다는 충분한 이유(good cause)가 있음을 화해의 일방이 주장해서 법원이 이를 인정한 경우에는 비공개로 할 수 있다고 규정하고 있다. 위 개시에는 집단 구성원들이 실질적인 원고로서 화해제한 또는 최종 화해내용을 파악하고 대처할 수 있게 화해의 여러 내용과 아울러 원고의 손실회복에 관한 사항, 사안의 가능한 결과에 관한 사항, 구체적으로는 소송당사자에게 지급될 총액 및 一株에 해당하는 금액, 원고가 승소한 경우에 지급돼야 할 一株당 손해배상액, 화해에 의한 회복재산의 일부로부터 지급될 변호사 보수 또는 비용에 관한 사항 및 그 이유, 변호사들의 대표사항, 화해의 이유 기타 법원이 요구하는 사항이다.⁸⁰⁾ 이는 FRCP 제23조(e)규정에 의해서도 화해의 내용이 고지되도록 되어 있었지만 고의적이든 아니든 구성원들에게 화해의 정확한 내용을 제대로 알리지 않는 경우가 잦았고 화해의 내용을 알리지 않는 경우에도 그 내용이 추상적이어서 구성원들에

78) 정윤모·손영락, 전거서, pp.75-76

79) 여기에는 일방당사자에 대한 명예훼손을 증명하는 것도 포함된다고 본다.- 증권감독원 조사부, 전거논문, p.88

80) 中村聰, “米國證券民事責任訴訟改革法の概要(中)”, 『商事法務』 第1415號(1996), p.15

개 도움을 주지 못한다는 비판이 반영된 결과이다.

증권소송에 있어서 기관투자자들의 참가의 더 어두운 면은 공모(collusion)의 가능성이다. 기관투자자들이 소송에 관한 권한을 행사한다면, 그들의 행사는 주식보유집단의 일반적인 이익이 아니라 기관투자자의 개인적인 이익을 위해 사용될 수 있다. 공모의 위험은 전통적으로 기관투자자들이 비공식적인 방법에 의하여 주식발행인들과 접촉을 하였다는 사실 때문에 증가한다고 할 수 있다. 사적증권소송개혁법은 이러한 위험을 줄이기 위하여 화해의 내용을 위와 같이 개시하도록 하고 있다. 그러나 이러한 개시가 공모적인 화해를 제한할 수 있는지는 불투명하다고 할 것이다. 왜냐하면, 증거 개시절차(discovery)를 통하여 소송당사자는 광범위한 자료를 확보하여 이러한 자료들을 근거로 화해가 적절하다고 법원을 설득할 수 있기 때문이다.⁸¹⁾

변호사의 보수비용과 관련하여 변호사의 보수 및 비용은 판결액 또는 화해액에 대한 합리적인 비율을 초과할 수 없다고 규정하고 있다.⁸²⁾

특히, 종래에는 규정되지 않았던 복수의 피고 간의 화해의 효과에 관해서도 규정되었다. 즉 평결 또는 중국판결 전에 화해를 한 피고는 다른 자의 구상청구로부터 면제되고 있다. 또한, 이와 반대로 다른 자에 대하여 구상청구를 하는 것도 불가능하게 되었다. 평결 또는 중국판결에 의한 배상액은 화해를 한 피고의 책임 비율에 상당한 액 또는 그 지급된 액 가운데 다액分 만큼 감소된다(증권거래소법 제21D조(g)항).

또한 남소에 대한 제재도 강화되었다(증권법 제27조(c)항, 증권거래소법 제21D조(c)항). 이는 변호사비용을 포함한 소송비용과 관련하여 특히 무익한 소송을 제기한 경우 상대방의 소송비용까지 부담하여야 한다는 이른바 소송비용의 전가(fee-shifting)에 관한 규정이다. 소권을 남용한 경우에는 원고(또는 피고)는 합리적인 범위내에서 발생한 상대방의 변호사비용과 기타 소송비용까지 부담하여야 한다.⁸³⁾ 이러한 소송절차 남용으

81) Jill. E. Fisch, *op. cit.*, pp.548-549

82) 미국에서 변호사의 성공보수로 계속 고민해오고 변호사비용 자체가 집단소송 자체의 신용도를 떨어뜨리고 제도적 존재의의를 상실하게 할지 모른다는 우려 속에서도 결국 사적증권소송개혁법의 개정 내용을 판결액 등의 상당한 비율을 초과할 수 없다고만 규정하고 있는 것도 변호사비용에 대한 구체적인 기준들을 설정하고 이에 따라 변호사비용을 제한하는 것 자체가 기술적으로 쉽지 않음을 보여 주는 것이다. 한편, 미국경제연구소(NERA)는 집단소송에서 변호사들의 수입료가 보상액의 평균 30%에 달하는 것으로 추정하고 있다(한국경제신문 2001. 8. 16. 3면).- 이준희, 전제논문, pp.102, 94

83) 여기서 소권의 남용은 구체적으로 FRCP 제11조(b)항을 위반한 경우를 말하는데, 소송당사자나 그 변호사가 법원에 제출하는 서류에 서명하는 행위는 동시에 ① 그 소송행위가 상대방을 괴롭히거나 불필요한 지연이나 불필요한 비용을 초래하는 등의 부당한 목적을 위하여 수행되지 않았다는 것, ② 청구, 항변 기타 법률적인 주장은 현행법에 근거하거나

로 인한 소송비용부담 규정은 대통령의 거부권행사를 불러일으킨 데서 보듯이 원고에게 불공평하며 상대방의 변호사보수까지 포함하여 패소자부담으로 하는 것은 정당한 청구원인을 갖는 사기행위 피해자인 투자자의 소송제기를 억제하는 것이라는 비판을 받고 있다.⁸⁴⁾ 그러나, 이 규정은 승소한 당사자의 소송비용을 항상 패소한 자에게 부담시키기 위한 것은 아니라는 점을 유의할 필요가 있다. 원고가 입증가능한 사실과 합리적인 믿음에 근거하여 소송을 제기하였으나 패소한 경우에는 상대방의 소송비용을 부담시킬 필요가 없다고 해석되고 있다.⁸⁵⁾

2. 개혁의 효과

회계사무소를 공동피고로 하는 비율은 1995년 사적증권소송개혁법 제정 후에도 대차 없었다. 이에 대하여 인수인을 공동피고로 하는 비율은 전에 비해 높은 수준이 되었다.⁸⁶⁾ 공동피고로 된 회계사무소가 화해에 응할 가능성이 높은 것은 1995년 사적증권소송개혁법 제정 후에도 계속되어, 이른바 「Big 5」 가운데 4개의 회계사무소는 사적증권 집단소송을 제기 당한 경우에 그 모두에 관해 화해로 마무리되었다.⁸⁷⁾ 「deep pocket」인 회계사무소가 공동피고로 되어 화해에 응한 결과, 그와 같은 소송의 화해금액은 회계사무소 등이 공동피고로 되지 않는 소송의 화해금액에 비하여 매우 고액이었다.

그밖에, 1995년 사적증권소송개혁법 이후에 나타난 화해의 경향은 다음과 같다. 첫째로, 화해에 이르기까지의 시간의 장기화이다. 1995년 사적증권소송개혁법 이전에는 화해성립율은 제소 후 3년에 이른 시점에서 약 40~50%에 이르렀지만, 1996년에 제소된

또는 법개정에 관한 터무니없는 주장에 기초하고 있지 않다는 것, ③ 사실에 관한 모든 주장은 증거에 의하여 뒷받침되고 있다는 것, ④ 사실에 관한 모든 부인은 증거에 의하여 정당화된다는 것을 확인하는 행위라는 것이다.

이 가운데 특히 무익한 소송과 관련하여 중요한 요건은 ②와 ③이라고 할 수 있으며 법원은 최종판단을 내리기 전에 반드시 소송당사자에게 FRCP 제11조(b)항의 위반사항이 없는지 조사하여야 하며, 그 위반이 발견되는 경우에는 반드시 상대방의 소송비용을 부담시켜야 한다.

84) 이해봉, “증권집단소송에 관한 고찰 -미국의 증권집단소송을 중심으로-”, 『증권조사월보』 제 228호(1996. 4), p.69

85) 김건식·송옥열, 전거서, p.419 참조

86) 1995년 증권집단소송개혁법 제정 이전의 인수인이 공동피고인으로 된 비율은 대략 매해 2%~10%였지만, 1996년, 1997년은 특히 10%였다.- Mukesh Bajaj, Sumon C. Mazumdar and Atulya Sarin, *Securities Class Action Settlements : An Empirical Analysis*, Stanford Working-Paper, Table PanelD (2000); 海老名聖子, 前掲論文, pp.301, 307에서 再引用;

87) *Ibid.*, at Table 12

소송의 화해율은 제소 후 3년 후의 시점에서 27.03%, 1997년에 제소된 소송의 화해율은 제소 후 3년 후의 시점에서 32.72%였다.⁸⁸⁾ 이는 강화된 소답(pleading) 요건으로 인하여 소송절차에 많은 시간이 소요됨으로써 원·피고 공히 소송의 추이를 헤아리는데 그만큼 지체된 데서 비롯된다. 둘째로, 화해금액의 고액화 경향이다. 1992년부터 1995년까지의 화해금액의 평균은 254만 달러에서 300만 달러였지만, 1996년 300만 달러, 1997년은 400만 달러, 1998년은 563만 달러였다. 이러한 추세는 1995년 사적증권소송개혁법에 의한 효과가 전혀 없었던 것처럼 보이지만, 원고측이 승소의 자신, 즉 화해금액도 고액으로 받아낼 자신이 없는 한 제소하지 않았던 데 기인한다. 또한, 전술한 바와 같이 1995년 사적증권소송개혁법 제정 후에는 보다 대폭적인 주가하락이 없는 한 사적증권집단소송을 제기하지 않았으므로 이는 당연한 귀결이라고 본다.

여기서 집단소송제도가 전문적인 변호사의 도움 없이는 소송 자체의 진행이 어렵다는 판단 아래 변호사강제주의에 바탕을 두고 있으므로 전문적인 변호사의 조력을 받지 않고서는 소송 자체가 성립할 수 없게 되는 반면에 소액의 피해를 본 다수의 피해자 개인의 입장에서 보면 집단소송을 통해 자신에게 배상되는 금액은 매우 적게 되므로 거들떠보지 않게(reasonable apathy) 될 가능성이 많아지게 된다. 따라서 집단소송은 변호사들에게 일정한 유인(incentive)이 있지 않으면 마치 대표소송의 경우처럼 사문화될 가능성이 많아지게 되고 반면에 변호사들이 성공보수 특히 화해를 통해서 많은 이익을 받게 되면 변호사들을 위한 제도로 전락할 우려도 있다.⁸⁹⁾

V. 결론

이상에서 살펴본 바와 같이, 사적증권소송제도 운영의 기본적인 문제는 제도의 활용이라는 취지와 제도의 남용을 방지하여야 한다는 것의 충돌에 있다고 할 수 있다. 증권집단소송은 소액다수의 피해자 집단의 이익을 구제하려는 시도에서 출발한다고 할 수 있으나 막상 그 운영과정에서 이를 소송수행하는 변호사들이 주체가 되어 자신의 이익을 위하여 오히려 피해자 집단을 하나의 수단으로 이용하게 되는 딜레마(dilemma)가 존재한다고 할 수 있다. 1995년 사적증권소송개혁법의 제정과정에 있어서는 남용을 방지한다고 하는 목적에서는 일치하고 있었지만, 실제로 어떤 규정이 어느 정도로 이에 타당한가 하는 점에서는 견해가 엇갈렸다.

88) *Ibid.*, Table 2 Panel B

89) 이준희, 전제논문, p.2

그 주된 내용으로서는, 첫째로 class action의 특유한 문제인 직업적 원고의 존재와 원고 대리인 변호사에 의한 소송지배를 배제하기 위하여 규정된 적절한 「지도적 원고(lead plaintiff)」를 선임하는 제도이다. 둘째로 제소이유가 불충분한 본안 부적격소송 배제를 위해 규정된 안전항 준칙(Safe Harbor Rule)의 제정, 소답(pleading)요건의 강화, 개시(discovery)의 정지 등 제도이다. 셋째로 피고회사를 화해에 응하도록 사실상 강제하고 있던 다양한 피고 부담의 경감 방안이다. 특히 소답(pleading) 요건의 강화에 관해서는 지나치게 강화하게 되면 적절한 소송마저도 문전 거절당할 가능성이 있기 때문에 어느 정도 강화해야 하는가 하는 점이 문제가 되어, 대통령 거부권의 발동 이 유도 주로 이에 기인했다. 이는 대륙법과 다른 미국법에 특유한 문제라고 할 수 있다.

근본적으로 독일법과 일본법인 대륙법계의 민사소송제도를 택하고 있는 우리나라의 민사소송법 체계에서 그 기본 바탕이 다른 미국식의 제도의 이해와 도입에 한계가 있을 수밖에 없는 것은 아닌가 한다. 하지만 미국 실무가 겪은 수많은 논의들을 타산지석으로 하여 기본형태의 집단소송의 모습뿐만 아니라 소송의 남용을 제한하려는 사적 증권소송개혁법의 개정내용 및 최근의 미국의 논의들을 살펴봄으로써 증권관련집단소송의 논의 자체에 실제적인 바탕을 제공해 줄 수 있을 것이다.

참고문헌

- 김건식·송옥열, 『미국의 증권규제』, 흥문사, 2001
- 정윤모·손영락, 『증권집단소송과 투자자보호』, 한국증권연구원, 2001
- 노혁준, “증권투자자의 법적 구제와 그 한계 - 미국 사적증권소송개혁법(PSLRA of 1995)을 중심으로-”, 서울대학교 석사학위논문, 1998. 2
- 윤영신, “주주대표소송의 변호사보수 등 소송관련 비용의 부담”, 『상사법연구』 제20권 제1호(2001)
- 이준희, “미국의 집단소송제도와 증권관련 집단소송법안의 몇가지 점에 관한 고찰”, 서울대학교 석사학위논문, 2002. 2
- 이해봉, “증권집단소송에 관한 고찰 -미국의 증권집단소송을 중심으로-”, 『증권조사월보』 제228호(1996. 4)
- 정유철, “기업내용공시제도와 증권집단소송 -미국 증권집단소송제도와 우리나라 증권집단소송법시안에 대한 비교·검토를 중심으로-”, 연세대학교 석사학위논문, 2001. 6

- 증권감독원 조사부, “미국 사적증권소송개혁법 개요”, 『증권경제정보』 1996년 1월
- 최준선·한석훈, “미국의 증권집단소송의 현황에 관한 소고”, 『기업법연구』 제12집 (2003)
- 中村聰, “米國證券民事責任訴訟改革法の概要(中)”, 『商事法務』 第1415號(1996)
- 海老名聖子, “アメリカにおける私的證券訴訟改革の意義とその成果(一)”, 『法研論集(早稻田大學大學院)』 第99號(2001)
- 黒沼悦郎, “アメリカにおける證券民事訴訟制度の改革”, 『神法』 第47卷 第3號(1997)
- Elliot J. Weiss/John S. Beckerman, “Let the Money Do the Monitoring : How Institutional Investors Can Reduce Agency Cost in Securities Class Actions”, 104 *Yale L. J.* 2053 (1995)
- George Rutherglen, “Better late than never : notice and opt out at the settlement stage of class actions”, *New York U. L. Rev.* 258 (1996)
- Jill. E. Fisch, “Class Action Reform : Lessons from Securities Litigation.” 39 *Ariz. L. Rev.* 533 (1997)
- John J. Cound/Jack H. Friedental/Arthur R. Miller/John E. Sexton. *Civil Procedure Cases and Materials*. 8th ed., 2001
- Joseph A. Grundfest and Michael A. Perino, “The Pentium Papers : A Case Study of Collective Institutional Investor Activism in Litigation”, 38 *Ariz. L. Rev.* 559 (1996)
- Joseph A. Grundfest/Michael A. Perino, *Securities Litigation Reform : The First Year's Experience. A Statistical and Legal Analysis of Class Action Securities Fraud Litigation Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*. 1997
- Lisa L. Casey, “Shutting the doors to State court : The Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998”, *Securities Regulation Law Journal*. summer 1999
- Mukesh Bajaj, Sumon C. Mazumdar and Atulya Sarin, *Securities Class Action Settlements : An Empirical Analysis*. Stanford Working-Paper. Table PanelD (2000)
- Richard H. Walker, Introduction : F. Hodge O'neal, Corporate and Securities Law Symposium The Implications of The Private Securities Litigation Reform Act. 76 *Wash. U. L. Q.* 447 (1998)
- Richard W. Jennings/Harold Marsh, Jr./John C. Coffee, Jr./Joel Seligman, *Securities*

Regulation Cases and Materials. 8th ed., 1998

Steven M. Pesner/Andrew J. Rossman. "Choosing Lead Plaintiffs under the Private Securities Litigation Reform Act : who shall lead?" *Securities Regulation Law Journal*, summer 1999

Testimony of former SEC Commissioner J. Carter Beese, Jr., Chairman of the Capital Markets Regulatory Reform Project Center for Strategic and International Studies, before the Securities Subcommittee of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, March 2, 1995

Testimony of Richard J. Egan, Chairman of the Board of EMC Corporation before the Securities Subcommittee of the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, June 17, 1993

U.S. Securities and Exchange Comm. Office of General Counsel. Report to the President and the Congress on the First Year of Practice Under The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (Apr. 1997)