

## ■ 최신 판례 ■

## 시장에서의 허위사실 공시 등으로 인한 민법상 불법행위책임 등을 인정한 사례

[대상판결: 대법원 2015. 5. 14. 선고 2013다11621 판결]

배성진 변호사 | 이강호 변호사 | 임미경 변호사

### 1. 사실관계

- ① 원고는 개인 투자자이고, 피고 1은 회사, 피고 2는 피고 1의 대표이사, 피고 3은 소정의 대가를 받고 명의만 대여한 피고 1의 형식상 이사임.
- ② 피고 1의 유상증자 및 허위사실 공시 경위 등
  - 피고 1은 2003년 무렵부터 연속하여 적자를 기록하고 있던 중 2005년 12월경 신규사업으로 레이저기계 개발 및 판매 사업에 착수하였음.
  - 피고 1은 2006년 4월 21일 이사회를 개최하여 유상증자를 결의함. 당시 공시된 유가증권신고서와 사업설명서<sup>1</sup>에는 허위의 기재 또는 표시가 없다는 취지의 피고 2, 3의 확인서가 첨부되어 있었음(이하 '제1차 공시').

<sup>1</sup> "○ 유상증자를 통하여 신규사업(반도체 사업, 레이저 사업, RFID(Radio-Frequency Identification, 전자태그)사업)을 진행할 예정이다.

○ 자금은 신규시설자금(7,710,000,000원), 운영자금(19,435,767,630원, 정보통신용 반도체사업, 정보통신용 무선인식용 하드웨어사업, 정보통신용 부품가공용장비사업)으로 사용할 계획이다.

○ 피고 회사는 IR-Laser(infrared laser, 적외선 레이저)를 개발완료 단계에 있고, 이를 여러 회사들에 공급할 계획이며, Green-Laser는 개발 초기 단계에 있다."

- 피고 1은 2006년 5월 18일 '장래 사업계획 또는 경영계획(공정공시)'이라는 제목 아래 다시 전자공시(이하 '제2차 공시')를 함<sup>2</sup>.
  - 피고 1은 2006년 6월 13일과 6월 14일 양일간 유상증자 청약을 받아 총 9,592,683주의 유상증자를 실시함(이하 '이 사건 유상증자')<sup>3</sup>.
- ③ 피고 1 발행 주식(이하 '이 사건 주식')의 주가는 제1차 공시 후 1,000원대를 유지하다가 제2차 공시를 한 2006년 5월 18일 1,775원으로 상승하여 신주발행 청약개시일인 2006년 6월 13일 2,000원대에 이르렀음. 그러나 2006년 6월 14일부터 주가가 하락하기 시작하여 2006년 12월 27일에는 295원까지 급락하였으며, 2007년 1월 23일에는 415원을 기록함.
- ④ 원고는 2005년 10월경부터 이 사건 주식을 1주당 최저 1,015원에서 최고 1,535원 사이의 가격에 매수한 후, 이를 2006년 6월 13일 1주당 평균 1,768.98원에 전량 매도함. 원고는 신주발행 청약개시일인 2006년 6월 13일 303,011주에 관한 신주발행 청약을 하여 1주당 1,050원에 취득하고, 2006년 6월 20일 100,000주를 1주당 평균 1,276.5원의 가격에, 2006년 7월 14일 400,000주를 1주당 평균 614.77원의 가격에 각 매수함. 원고는 2007년 1월 8일까지 보유주식 중 일부를 1주당 평균 427.16원에 매도함.

<sup>2</sup> "○ 공정공시 대상정보: 레이저 광발전기 국산화 제품 출시 계획

○ 공정공시 정보의 내용

- 제품의 출시일: 2006년 5월 24일
- 제품의 설명: 레이저는 고체, 기체, 액체, 반도체 레이저가 있으나, 당사가 국산화한 레이저는 고체레이저로서 니오디뮴 야그(ND:YAG-Yttrium Aluminum Garnet)레이저이다. (중략)
- 기대효과(국산화의 의미): 레이저 광발전기를 전량 수입에 의존해 오던 것을 국산화로 대체, 향후 반도체와 LCD 등의 정밀 가공설비 산업 및 기술의 한 단계 도약 기대"

<sup>3</sup> 피고 회사는 납입된 유상증자대금 중 70억 원을 A사에 출자하였는데, A사는 위 70억 원 및 종전 출자금 합계 106억 원 중 86억 원을 그 대표이사에게 단기 대여금으로 대여하고 2006년 말 대여금 전액을 대손상각 처리함.

- ⑤ 원고는 피고 2, 3가 제1, 2차 공시 등을 통해 유포한 허위사실을 믿고 유상증자에 참여하게 되었다고 주장하며 이들에 대해 민법상 불법행위 또는 구 증권거래법(2005년 12월 29일 법률 제 7762호로 개정된 것) 제14조<sup>4</sup>에 기한 손해배상을 청구하고, 피고 1에 대해서는 상법 제389조 제3항, 제210조<sup>5</sup>에 따라 피고 2, 3과 연대하여 손해배상할 것을 청구함.

## 2. 원심판결의 요지

- ① 구 증권거래법 제14조 제1항에 따른 손해배상청구는 제척기간 도과로 각하함.
- ② 피고 2의 불법행위책임, 피고 3의 상법 제401조 제1항에 따른 책임, 피고 3에 대해서는 상법 제389조 제3항, 제210조에 따른 책임 인정
- ③ 일반적으로 허위공시로 인한 영향이 가라앉고 그와 같은 허위정보로 인하여 부양된 부분이 모두 제거되어 일단 정상적인 주가가 형성되면 그와 같은 정상주가 형성일 이후의 주가변동은 특별한 사정이 없는 한 허위공시와 인과관계가 없으므로, 원고가 정상주가 형성일 이후에 당해 주식을 매도한 경우 그 손해액 중 정상주가와 실제 처분가격과의 차액 부분에 대하여는 인과관계의 증거가 없다고 할 것이므로, 이 경우 손해액은 계산상 매수가격에서 위 정상주가 형성

<sup>4</sup> 구 증권거래법 제14조(허위기재등으로 인한 배상책임) ① 유가증권신고서와 제12조의 규정에 의한 사업설명서(예비사업설명서 및 간이사업설명서를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)중 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 유가증권의 취득자가 손해를 입은 때에는 다음 각호의 자는 그 손해에 관하여 배상의 책임을 진다. 다만, 배상의 책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하거나 그 유가증권의 취득자가 취득의 청약시에 그 사실을 안 때에는 그러하지 아니하다.

1. 당해 유가증권신고서상의 신고자와 신고당시의 당해 법인의 이사(법인의 설립전에 신고된 때에는 그 발기인)

<sup>5</sup> 상법 389조(대표이사) ③ 제208조제2항, 제209조, 제210조와 제386조의 규정은 대표이사에 준용한다.  
상법 제210조(손해배상책임) 회사를 대표하는 사원이 그 업무집행으로 인하여 타인에게 손해를 가한 때에는 회사는 그 사원과 연대하여 배상할 책임이 있다.

일의 주가를 공제한 금액이 된다고 전제한 후, '사건영향분석' 방법을 적용하여 원고 손해액을 감정함.

### 3. 대법원 판결의 요지(원고와 피고들 상고기각)

"허위사실 유포 등의 행위로 인하여 형성된 가격으로 발행시장 또는 유통시장에서 주식을 취득한 투자자가 그러한 불법행위를 이유로 민법상 손해배상청구를 하는 경우, 투자자가 입은 손해는 그와 같은 위법행위가 없었더라면 취득 당시 형성되었으리라고 인정되는 정상주가와 위법행위로 인하여 형성된 주가로서 투자자가 주식 취득을 위하여 실제 지급한 금액과의 차액 상당(투자자가 정상주가 이상의 가격으로 매도한 경우에는 실제 지급한 금액과 매도주가의 차액 상당)으로 볼 수 있다. 여기서 정상주가를 산정할 때에는, 전문가의 감정을 통하여 그와 같은 위법행위의 영향을 받은 기간(사건기간) 중의 주가동향과 위법행위가 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교하여 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 위법행위의 영향으로 주가가 변동되었다고 보고, 사건기간 이전 또는 이후 일정기간의 종합주가지수, 업종지수 및 동종업체의 주가 등 공개된 지표 중 가장 적절한 것을 바탕으로 도출한 회귀방정식을 이용하여 사건기간 동안의 정상수익률을 산출한 다음 이를 기초로 사건기간 중의 정상주가를 추정하는 금융경제학적 방식 등의 합리적인 방법에 의할 수 있다."

### 4. 판결의 검토

기존에 대법원은 구 증권거래법(2004. 1. 29. 법률 제7114호로 개정된 것) 제188조의4 제2항 제1호<sup>6</sup>의 시세조종행위로 인해 투자자가 입은 손해액을 산정함에 있어 '사건영향분석' 방식을 채택한바 있

<sup>6</sup> 구 증권거래법 제188조의4 (시세조종등 불공정거래의 금지)

② 누구든지 유가증권시장 또는 코스닥시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 단독으로 또는 타인과 공모하여 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위

습니다(대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다69607, 69614 판결). 사건영향분석이란, 특정사건이 발생한 기간의 주가동향과 당해 사건이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교하여 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 그 차이를 가지고 정상가격을 추정하는 방식을 말합니다. 미국에서는 시장모델을 이용한 사건영향분석(event study)이라는 검증방법이 널리 사용되고 있습니다. 사건영향분석법은 통상 ① 사건이 영향을 미치는 기간의 정의(defining the event window), ② 사건과의 견련관계 속에서 비정상주가수익률의 산출(calculate abnormal stock price performance around the event), ③ 비정상 주가의 통계적 유의성의 검증(testing the statistical significance of an abnormal stock price performance)의 순서로 이루어집니다.

이 사건 판결은 허위공시 등에 대해 민법상 불법행위책임을 인정한 최초의 선례이며, 그에 따른 손해배상액 산정 역시 사건영향분석에 의할 수 있다고 판단하였다는 점에서 의미가 있습니다.

5. 다운로드: [대법원 2015. 5. 14. 선고 2013다11621 판결](#)