

# 2004년 증권 관련 판례의 주요 동향

권 순 일 (서울행정법원 부장판사)

## I. 불공정거래의 규제

### 1. 내부자의 단기매매규제

- 대법원 2004. 2. 13. 선고 2001다36580 판결(‘주리원사건’)<sup>1)2)</sup>

#### (1) 사실관계

- ① 원고 회사(주리원)는 자본금 150억 원의 주권상장법인이다. 피고는 원고 회사의 지배주주로서 1989. 3. 30.부터 1998. 1. 12.까지 대표이사이었고, 그 이후 같은 해 3. 12.까지는 이사였다.
- ② 피고는 1997. 8.경 돌발적인 사태로 인하여 추가방어와 적대적 M&A에 대비하기 위하여 1997. 10. 23.부터 같은 해 12. 11.까지 원고 회사 주식 322,300주를 매수
- ③ 1997. 12.경 지방백화점의 연쇄 부도사태 발생, 1998. 1. 외환위기로 인한 소비위축 등으로 유동성위기
- ④ 피고는 소외 회사에게 1998. 2. 16. 등 2차에 걸쳐 130만 주(지분비율 43.32%)를 순자산가치를 기준으로 주당 10,000원(증권거래소 시가는 4,220원)에 매도하여 경영권 양도
- ⑤ 결과적으로, 주식 365,570주를 평균단가 4,861원에 매수하여 6개월 이내에 335,951주를 평균단가 9,824원에 매도하여 1,691,464,381원의 단기 매매차익을 취득

#### (2) 소송의 경과

- [1심] 법상 단기매매차익반환규정의 예외사유는 예시적인 것이라는 전제하에, 내부정보 접근가능성이 전혀 없는 극히 예외적인 경우에는 차익이 생겼다 하더라도 반환대상에서 제외되어야 한다는 이유로 원고 청구 기각
- [2심] 법상 예외사유는 한정적으로 열거된 것이라는 이유로, 1심 판결 취소하고 원고 승소판결

#### (3) 판결요지

- ① 지배주식의 양도와 함께 경영권이 주식양도인으로부터 주식양수인에게 이전하는 경우 그와 같은 경영권의 이전은 지배주식의 양도에 따르는 부수적인 효과에 불과하

1) 공2004.3.15.(198),451

2) 이에 대한 평석은 장상균, “지배주식의 양도에 대한 증권거래법상 단기매매차익 반환조항의 적용”, 2004.3.8.자 민사실무연구회발표자료

고, 그 양도대금은 지배주식 전체에 대하여 지급되는 것으로서 주식 그 자체의 대가임이 분명하므로, 구 증권거래법(1998. 5. 25. 법률 제5539호로 개정되기 전의 것) 제188조 제2항에 규정된 법인의 내부자가 주식을 매수한 후 6개월 이내에 그 주식과 함께 경영권을 이전하면서 취득한 경영권 프리미엄 또한 주식의 단기매매로 인하여 얻은 이익에 해당한다.

- ② 구 증권거래법(1998. 5. 25. 법률 제5539호로 개정되기 전의 것) 제188조 제2항 소정의 단기매매차익반환제도는 주권상장법인의 내부자가 6월 이내의 단기간에 그 법인의 주식 등을 사고 파는 경우 미공개 내부정보를 이용하였을 개연성이 크다는 점에서 거래 자체는 허용되 그 대신 내부자가 실제로 미공개 내부정보를 이용하였는지 여부나 내부자에게 미공개 내부정보를 이용하여 이득을 취하려는 의사가 있었는지 여부를 묻지 않고 내부자로 하여금 그 거래로 얻은 이익을 법인에 반환하도록 하는 엄격한 책임을 인정함으로써 내부자가 미공개 내부정보를 이용하여 법인의 주식 등을 거래하는 행위를 간접적으로 규제하려는 제도라 할 것이고, 따라서 같은 법 제188조 제2항이 적용되지 아니하는 경우로서 같은 조 제8항에 의하여 구 증권거래법 시행령(1998. 2. 24. 대통령령 제15687호로 개정되기 전의 것) 제83조의6에서 정한 예외사유는 한정적으로 열거된 것으로서 같은법시행령에서 정하지 않는 사유로까지 그 반환책임의 예외사유를 넓힐 것을 예정한 것은 아니라 할 것이지만, 단기매매차익반환제도의 입법목적, 같은법시행령 제83조의6에 정해진 예외사유의 성격 그리고 헌법 제23조가 정하는 재산권보장의 취지를 고려하면, 같은법시행령 제83조의6에서 정한 예외사유에 해당하지 않더라도 객관적으로 볼 때, 애당초 내부정보의 이용가능성이 전혀 없는 유형의 거래에 대하여는 같은 법 제188조 제2항이 적용되지 않는다고 해석함이 상당하다.

#### (4) 의의

이 판결은 단기매매차익반환제도의 적용범위에 관한 최초의 대법원 판결이라는데 그 의의가 있다. 증권거래법 제188조 제2항은 내부자가 실제로 미공개정보를 이용했는지 여부에 관계없이 일정한 요건에 해당하면 엄격한 반환책임을 부과하고 있기 때문에 위헌 여부가 논란이 되었었다. 이에 대해서 헌법재판소는 단기매매차익반환제도는 합헌이라고 선언하면서 “내부정보를 이용할 가능성조차 없는 유형의 주식거래에 대해서는 법 제188조가 애당초 적용되지 않는다”고 판단하였는데, 대법원도 이와 같은 입장을 취한 것이다.<sup>3)</sup> 미국 연방대법원의 Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp. 411 U.S. 582 (1973), 일본 최고재판소 2002. 1.13. 선고 평12(오) 제1965, 1703호 판결도 같은 취지이다.

\* 이 판결의 문제점, 유형화의 문제

\* ‘비자발성’ test

---

3) 헌법재판소 2002.12.18. 선고 99헌바1045, 2001헌바48(병합) 결정

(5) 관련 판결

1) 대법원 2004. 2. 12. 선고 2002다69327 판결('씨제이홈쇼핑사건')<sup>4)</sup>

- ① 내부자 거래에 의한 주식거래가 아님이 명백한 경우, 증권거래법 제188조 제2항 소정의 단기매매차익반환제도가 적용되는지 여부(소극)
- ② 이른바 경영권 프리미엄이 증권거래법 제188조 제2항 소정의 단기매매차익의 산정에서 제외되는지 여부(소극)

2) 대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다60396 판결<sup>5)</sup>

- ① 증권거래법 제188조 제2항 소정의 단기매매차익 반환제도는 주권상장법인 또는 협회등록법인의 내부자가 6월 이내의 단기간에 그 법인의 주식 등을 사고 파는 경우 미공개 내부정보를 이용하였을 개연성이 크다는 점에서 거래 자체는 허용하되 그 대신 내부자가 실제로 미공개 내부정보를 이용하였는지 여부나 내부자에게 미공개 내부정보를 이용하여 이득을 취하려는 의사가 있었는지 여부를 묻지 않고 내부자로 하여금 그 거래로 얻은 이익을 법인에 반환하도록 하는 엄격한 책임을 인정함으로써 내부자가 미공개 내부정보를 이용하여 법인의 주식 등을 거래하는 행위를 간접적으로 규제하려는 제도라 할 것이고, 따라서 같은 법 제188조 제2항이 적용되지 아니하는 경우로서 같은 조 제8항에 의하여 증권거래법시행령 제83조의6에서 정한 예외사유는 한정적으로 열거된 것으로서 같은법시행령에서 정하지 않는 사유로까지 그 반환책임의 예외사유를 넓힐 것을 예정한 것은 아니라 할 것이지만, 단기매매차익 반환제도의 입법 목적, 같은법시행령 제83조의6에 정해진 예외사유의 성격 그리고 헌법 제23조가 정하는 재산권보장의 취지를 고려하면, 같은법시행령 제83조의6에서 정한 예외사유에 해당하지 않더라도 객관적으로 볼 때 내부정보를 부당하게 이용할 가능성이 전혀 없는 유형의 거래에 대하여는 법원이 같은 법 제188조 제2항의 매수 또는 매도에 해당하지 아니하는 것으로 보아 그 적용을 배제할 수는 있다.
- ② 적대적 기업인수를 시도하던 자가 주요주주가 된 후에 대상회사 경영진의 저항에 부딪혀 인수를 단념하고 대량으로 취득한 주식을 공개시장에서 처분한 경우, 이는 증권거래법 제188조 제2항의 적용대상인 매도에 해당하여 단기매매차익의 반환책임을 지게 된다고 한 사례.

2. 시세조종과 손해배상책임

- 대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다69607, 2003다69614 판결('현대전자'사건)<sup>6)</sup>

(1) 사실관계

- ① 1998. 4. 4.부터 같은 해 5. 29.까지 현대증권, 현대전자 임원들이 공모하여 224회에 걸쳐 423,700주에 대하여 장중점속매매시 및 종가결정을 위한 동시호가시에 고가의 매수주문을 내어 장중가 및 종가를 고가에 형성시키는 방법으로 시세변동 매매거래

---

4) 공보불게재

5) 공2004.7.1.(205), 1061

6) 공2004.7.1.(205),1067

- 를 하고,
- ② 1998. 5. 26.부터 같은 해 11. 12.까지 현대증권 임원들이 공모하여 그룹 내 다른 계열회사들 명의 계좌를 이용하여 시세를 직접 변동시키거나 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 주가조작행위를 하였음.
  - ③ 금융감독원 1999. 4. 8. 검찰에 수사의뢰, 검찰 같은 해 9. 9. 공소제기, 9. 21. 수사 발표

## (2) 소송의 경과

[소장] 원고들은 변론종결일 이전에 주식을 처분하였으므로, “매수시점에서의 취득가격 - 매도가격”을 손해액으로 청구

[1심] ① 손해액은 특별한 사정이 없는 한 ‘시세조종행위를 중단하기 직전에 형성된 주가’와 ‘시세조종행위의 중단으로 인한 주식시장의 선순환이 종료됨에 따라 정상적으로 형성된 주가’(주가가 다시 정상적으로 형성되기 이전에 매도가 이루어지고 그 가격이 그 후 다시 정상적으로 형성된 주가를 초과하는 경우에는 그 매도가액)과의 차액이다.

② 이 사건에서, 종합주가지수 및 업종지수의 변동추이를 고려할 때, 선순환의 종료시점은 1999. 12. 10.이다.

③ 먼저 1998. 6. 26. - 7. 1. 매수 → 7. 3. - 7. 10. 매도 : 인과관계 없다.

다음 1998. 12. 23. - 4. 2. 매수 → 1999. 1. 4. - 7. 15. 매도 : 上同

[2심] 감정 → 사건연구방식(event study) : ① 현대전자가 상장되어 거래되기 시작한 1997. 1. 3.부터 이 사건 시세 조종행위가 시작되기 직전인 1998. 4. 8.까지 371거래일 (estimation window, 추정기간) 동안 거래소 종합주가지수, 거래소 전기·기계지수 (업종지수), ○○전자(동종업체)의 주가 등 세 가지 값(배당 및 유무상증자 등을 감안한 수익률)을 설명변수로 삼아 시계열분석에 의하여 같은 기간 동안 현재전자의 주가(수익률)를 가장 잘 설명해 줄 수 있는 회귀방정식을 도출하고, ② 1998. 4. 9.부터 금융감독원이 검찰에 수사의뢰를 함으로써 시세조종행위(또는 그 개연성)가 시장에 알려지기 전날인 1999. 4. 27.까지 276거래일 동안(event window)의 위 회귀방정식에 의하여 도출된 현대전자 주가의 정상수익률과 같은 기간 동안 실제로 형성된 주가에 의한 실제수익률을 각 산정한 다음, ③ 비정상수익률(=정상수익률 - 실제수익률)로부터 같은 기간 동안의 누적 비정상수익률(cumulative abnormal return)을 산정하여 유의성을 검증한 결과, 1998. 5. 25.까지는 시세조종행위가 실제주가에 영향을 미쳤다고 보기 어려우나, 1998. 5. 26.부터 누적 비정상수익률이 급격히 상승, 지속적으로 양(+)의 값을 갖기 시작하여 같은 해 9. 10. 최고치를 이룬 후 서서히 떨어지기 시작하나 사건기간 말일인 1999. 4. 7.에도 여전히 양의 값을 유지하고 있는 것을 근거로, 이 사건 시세조종행위가 1998. 6.1.부터 1999.4.7.까지 사이에 현대전자 주가의 정상가격에 영향을 미친 것으로 감정하였다.

## (3) 판결요지

증권거래법 제188조의4 제2항 제1호의 시세조종행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 투자자가 그 매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해를 산정함에 있어서는, 그와 같은 시세조종행위가 없었다면 매수 당시 형성되었으리라고 인정되는 주가(정상주가)와

시세조종행위로 인하여 형성된 주가로서 그 투자자가 실제로 매수한 주가(조작주가)와의 차액 상당(만약, 정상주가 이상의 가격으로 실제 매도한 경우에는 조작주가와 그 매도주가의 차액 상당)을 손해로 볼 수 있고, 여기서 정상주가의 산정방법으로는, 전문가의 감정을 통하여 그와 같은 시세조종행위가 발생하여 그 영향을 받은 기간(사건기간) 중의 주가동향과 그 사건이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교한 다음 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 시세조종행위의 영향으로 주가가 변동되었다고 보고, 사건기간 이전이나 이후의 일정 기간의 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) 의의

종래 이 문제에 관하여 하급심은 다양한 태도를 취하고 있었다. 즉, 증권거래법 제15조를 준용한 사례, 불법행위사실이 밝혀짐에 따른 주가하락분을 손해로 본 사례, 차액산정방식을 취한 사례 등이 바로 그것이다. 이 판결은 시세조종으로 인한 손해배상청구사건에서 손해액의 산정방법에 관한 최초의 대법원판결이라는 의미를 가진다. 이 판결로 인하여 향후 증권분쟁에 있어서 손해액의 산정은 금융경제학자들의 조력을 받지 않으면 안되는 결과가 되었다.

#### (5) 관련 판결

대판 2004.5.27. 2003다554867) “세종하이테크사건”

대판 2004.6.11. 2000다729168) “대한방직사건” - 원심파기 : 시세조종행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 투자자가 그 매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해를 산정함에 있어서, 그와 같은 시세조종행위가 없었더라면 매수 당시 형성되었으리라고 인정되는 주가(즉 ‘정상주가’)와 시세조종행위로 인하여 형성된 주가로서 그 투자자가 실제로 매수한 주가(즉 ‘조작주가’)와의 차액 상당(만약, 정상주가 이상의 가격으로 실제 매도한 경우에는 조작주가와 그 매도주가의 차액 상당)을 손해로 볼 수 있고, 여기서 정상주가를 산정함에 있어서는 우선 전문가의 감정을 통하여 그와 같은 시세조종행위가 발생하여 그 영향을 받은 기간(이하 ‘사건기간’이라 한다) 중의 주가동향과 그 사건이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교한 다음 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 시세조종행위의 영향으로 주가가 변동되었다고 보고, 사건기간 이전이나 이후의 일정 기간의 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 방식을 비롯한 합리적인 방법을 채택할 수 있을 것인데, 정상주가 및 손해액 산정에 관하여 이와 같은 합리적인 방법에 의하지 아니하고 정상주가 산정의 어려움

7) 공보불계재

8) 공보불계재

을 이유로 사실심 변론종결시까지 당해 주식의 거래에서 시세조종행위의 영향을 받은 기간을 제외한 나머지 기간 중 형성된 최고가격을 정상주가로 간주하여 조작주가와 그 최고가격과의 차액을 손해액으로 인정하는 것은 사실상 정상적인 주가로부터 가장 거리가 먼 주가를 정상주가로 취급하는 것이어서 허용될 수 없다.

## II. 증권투자신탁

### 1. 투신사의 선관의무

- 대법원 2004. 2. 27. 선고 2002다63572 판결<sup>9)</sup> ('한국투신'사건)

#### (1) 사실관계

- ① 원고(전기공사공제조합)는 1999. 5. 3. 피고로부터 중기공사채투자신탁 A26호(1998.9.16. 원본 160억 원, 수익권 좌수 160억 좌, 위탁회사 피고, 수탁회사 서울신탁은행) 수익권 30억 원(투자신탁기간 6월)을 매입
- ② 한국신용정보 1999. 5. 31. 대우그룹에 대한 신용등급을 1단계 하향 조정 → 대우그룹 1999. 7. 19. 긴급자금지원 신청 → 채권단 1999. 7. 22. 지원 결정 → 투자신탁상품의 환매가 급증
- ③ 투자신탁협회, 한국증권업협회 등은 1999. 8. 12. 금융감독위원회의 승인을 얻어 '투자신탁회사 및 증권회사의 수익증권 환매대책'을 마련하고 8. 31.부터 시행 (환매대책의 주요 내용은 省略)
- ④ 피고는 1999. 11. 3. 위 투자신탁기간이 만료되자 원고에게 비대우그룹채권 편입부분은 전액 환매하여 주었으나 대우그룹채권 편입부분은 환매에 불응하다가 시가평가가 가능해진 2000. 8. 4. 지급

#### (2) 소송의 경과

[1심] 서울지방법원 2001.8.16. 선고 2000가합55190 판결

[2심] 서울고등법원 2002.10.11. 선고 2001나55316 판결

#### (3) 판결요지

- ① 구 증권투자신탁업법(1998. 9. 16. 법률 제5558호로 개정되기 전의 것) 제7조 제1항 내지 제3항은 수익자가 위탁회사나 수탁회사 또는 판매회사에 수익증권을 현금으로 환매할 것을 청구할 수 있다는 것을 규정하고, 제4항은 "제1항 내지 제3항의 규정에 의하여 환매에 응하여야 할 자는 환매의 청구를 받은 날부터 늦어도 15일 내에 환매하여야 한다. 다만, 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 기타 부득이한 사유가 있는 경우에는 금융감독위원회의 승인을 얻어 그 사유가 해소될 때까지 환매를 연기할 수 있다."라고 규정하고, 이에 따른 증권투자신탁업감독규정(1998. 6. 25.자) 부칙 제3조에 의하여 효력이 인정되는 구 증권투자신탁업감독규정(1998. 6.

9) 공2004.4.1.(199),524

25.자로 개정되기 전의 것) 제47조 제1항도 "위탁회사가 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 기타 부득이한 사유로 수익자의 수익증권 환매에 응할 수 없게 된 때에는 금융감독위원회의 승인을 얻어 환매를 연기할 수 있다."라고 규정하고 있는바, 여기서 '천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장' 등은 수익증권의 시가가 형성될 수 없거나 그 시가를 알 수 없는 전형적인 경우인 점에 비추어, 환매연기사유의 하나로 규정되어 있는 '기타 부득이한 사유'는 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 이외의 사유로 수익증권의 시가가 형성될 수 없거나 그 시가를 알 수 없거나 시가에 준하는 것으로 취급되는 장부가와 시가 사이에 현저한 괴리가 생겨 장부가에 의한 환매 등을 하는 것이 증권투자신탁의 본질인 실적배당주의 내지 수익자평등대우주의를 심각하게 훼손하는 결과로 될 우려가 있는 경우를 가리키는 것으로 보아야 할 것이고, 따라서 수익증권의 환매에 관한 같은 법 제7조 제4항의 규정은 환매가 수익자의 환매청구와 판매회사 등의 승낙의 의사표시에 의하여 성립되는 것을 전제로 하여, 특별한 사정이 없는 경우에는 수익자의 환매청구가 있는 날부터 15일 이내에 판매회사 등이 승낙하여 그 승낙한 시점에서의 수익증권의 기준가격으로 환매하고, 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 기타 부득이한 사유가 있어 정당한 시가에 의한 기준가격을 산정할 수 없는 등의 특별한 사정이 있는 경우에는 금융감독위원회의 승인을 얻어 그 사유가 해소될 때까지 환매청구에 대한 승낙을 유보함으로써 그 사유가 해소된 시점에서의 시가에 의하여 산정한 기준가격으로 환매할 수 있도록 허용하고 있는 것이라고 할 것이다.

- ② 대우그룹 채권이 포함된 투자신탁상품에 대하여 내려진 환매연기조치가 구 증권투자신탁업법 및 투자신탁약관상의 환매연기사유에 해당하여 적법하다는 원심의 판단을 수긍한 사례.
- ③ 대우그룹에 대한 채권단의 긴급자금지원결정에 따라 그 일원인 위탁회사가 당해 투자신탁재산에 편입되어 있던 대우그룹 채권의 만기를 연장하여 이를 그 신탁재산에 그대로 편입한 것은 선량한 관리자의 주의의무 위반에 해당하지 않으나, 당초 다른 신탁재산에 편입되어 있던 대우그룹 채권의 만기를 연장하여 이를 당해 신탁재산에 새롭게 편입시킨 행위는 수익자에 대한 관계에서 위탁회사의 선관주의의무 위반에 해당한다는 원심의 판단을 수긍한 사례.

#### (4) 의의

대우채 환매유예조치와 관련하여서는 두 가지의 쟁점이 논란이 되었었다. 첫째는 소위 '대우채사태'가 구 증권투자신탁업법 제7조 제4항 및 표준투자신탁약관 제16조 제3항에 정한 환매유예를 할 수 있는 '부득이 한 사유'에 해당하느냐 하는 것이고, 둘째는 환매유예조치에 의한 기준가격의 변경이 가능한 것이냐 하는 것이었다. 이에 관한 leading cases는 다음 관련 판결에서 보는 대법원 2003. 11. 28. 선고 2001다67171 판결이다. 이 판결은 위 대법원판례를 재확인하면서 나아가 환매유예조치 과정에서 투신사가 당초 다른 신탁재산에 편입되어 있던 대우그룹 채권의 만기를 연장하여 이를 당해 신탁재산에 새롭게 편입시킨 행위가 수익자에 대한 관계에서

선관의무위반이라는 점을 분명히 한 데에 큰 의의가 있다.

\* 펀드매니저에 대한 경중

\* 손해배상책임의 근거 - 서울고법 2002.10.11. 선고2001나55316 판결

#### (5) 관련 판결

대판 2003.11.28. 2001다67171<sup>10)</sup> ('삼성증권'사건) - [1] 수익증권 기준가격의 계산방법 [2] 구 증권투자신탁업법 제7조 제4항의 환매연기사유의 하나로 규정되어 있는 '기타 부득이한 사유'의 법적 의미 및 동 규정의 해석 [3] 부실화되어 대량환매사태에 직면한 회사채에 대한 환매연기조치가 구 증권투자신탁업법 및 증권투자신탁약관상의 환매연기사유에 해당하여 적법하다고 한 사례

① 구 증권투자신탁업법(1998. 9. 16. 법률 제5558호로 개정되기 전의 것) 제29조 제2항의 위임에 의한 구 증권투자신탁업법시행령(1998. 9. 22. 대통령령 제15895호로 개정되기 전의 것) 제14조 제1항은 "법 제29조 제2항의 규정에 의한 수익증권의 기준가격은 공고일 전일의 신탁계정원장에 계상된 자산총액에서 부채총액과 신탁안정조정금을 공제한 금액을 공고일 전일 현재의 수익증권의 총좌수로 나눈 금액으로 한다."고 규정하고, 제2항은 "제1항의 규정에 의한 자산총액을 산정함에 있어서 유가증권의 평가는 공고일 전일 현재 증권거래소의 최종시가(시가가 없는 경우에는 이에 준하는 가격을 말한다)를 기초로 하여 행하되, 금융감독위원회가 정하는 바에 따라 평가하여야 한다."고 규정하고 있으며, 이에 따른 금융감독위원회의 증권투자신탁업감독규정 제64조 제1항은 "비상장채권은 한국증권업협회가 매일 공시하는 채권시가 평가 기준수익률에 잔존기간을 반영하고 매도실현 위험에 대한 가산금리를 감안한 조정수익률을 가격으로 환산하여 평가한다."고 규정하고, 제2항은 "위탁회사는 제1항의 규정에 불구하고 금융감독위원회가 따로 정하는 투자신탁약관에 의하여 설정된 투자신탁이 보유하는 채권에 대하여는 취득가액(취득원가에서 상환차익 또는 상환차손을 당해 채권의 잔존일수로 안분하여 가감한 금액을 말한다)에 발행이율에 의한 경과이자를 가산하여 평가할 수 있다."라고 규정하고 있는데, 위 각 규정들은 증권투자신탁에 있어서의 실적배당주의와 수익자평등대우주의를 구현한 것으로서, 수익증권의 기준가격이 매일 매일 변동되는 시가에 의하여 산정되는 것을 당연한 전제로 하고 있는 것이고, 금융감독위원회의 증권투자신탁업감독규정 제64조 제2항이 예외적으로 취득가액에 발행이율에 의한 경과이자를 가산하여 평가하는 이른바 장부가 평가방식은 구 증권투자신탁업법시행령 제14조 제2항이 규정하고 있는 '시가가 없는 경우에 이에 준하는 가격'에 해당하는 것으로서 그러한 장부가가 시가를 반영한 것이라는 전제에서 있는 것이라고 보아야 한다.

② 구 증권투자신탁업법(1998. 9. 16. 법률 제5558호로 개정되기 전의 것) 제7조 제1항 내지 제3항은 수익자가 위탁회사나 수탁회사 또는 판매회사(이하 '판매회사 등'이라 한다)에 수익증권을 현금으로 환매할 것을 청구할 수 있다는 것을 규정하고, 제4항은 "제1항 내지 제3항의 규정에 의하여 환매에 응하여야 할 자는 환매의 청구를 받은 날부터 늦어도 15일 내에 환매하여야 한다. 다만, 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 기타 부득이한 사유가 있는 경우에는 금융감독위원회의 승인

10) 공2004.1.1.(193),33 원심판결 서울고판 2001.9.7. 2000나62591

을 얻어 그 사유가 해소될 때까지 환매를 연기할 수 있다."고 규정하고 있는바, '천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장' 등은 수익증권의 시가가 형성될 수 없거나 그 시가를 알 수 없는 전형적인 경우인 점에 비추어, 환매연기사유와 하나로 규정되어 있는 '기타 부득이한 사유'는 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 이외의 사유로 수익증권의 시가가 형성될 수 없거나 그 시가를 알 수 없거나 시가에 준하는 것으로 취급되는 장부가와 시가 사이에 현저한 괴리가 생겨 장부가에 의한 환매 등을 하는 것이 증권투자신탁의 본질인 실적배당주의 내지 수익자평등대우주의를 심각하게 훼손하는 결과로 될 우려가 있는 경우를 가리키는 것으로 보아야 할 것이고, 따라서 수익증권의 환매에 관한 같은 법 제7조 제4항의 규정은 환매가 수익자의 환매청구와 판매회사 등의 승낙의 의사표시에 의하여 성립되는 것을 전제로 하여, 특별한 사정이 없는 경우에는 수익자의 환매청구가 있는 날부터 15일 이내에 판매회사 등이 승낙하여 그 승낙한 시점에서의 수익증권의 기준가격으로 환매하고, 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 기타 부득이한 사유가 있어 정당한 시가에 의한 기준가격을 산정할 수 없는 등의 특별한 사정이 있는 경우에는 금융감독위원회의 승인을 얻어 그 사유가 해소될 때까지 환매청구에 대한 승낙을 유보함으로써 그 사유가 해소된 시점에서의 시가에 의하여 산정한 기준가격으로 환매할 수 있도록 허용하고 있는 것이다.

③ 부실화되어 대량환매사태에 직면한 회사체에 대한 환매연기조치가 구 증권투자신탁업법 및 증권투자신탁약관상의 환매연기사유에 해당하여 적법하다고 한 사례.

대판 2003.12.12. 2003다8886<sup>11)</sup> ('대우증권'사건) - [1] 증권투자신탁업법 부칙(1998. 9. 16.) 제2조 단서는 판매회사에 청구하여 이루어지는 환매에 대하여도 적용되는지 여부(적극) [2] 수익증권 판매회사의 투자신탁재산의 운용에 관한 손해배상책임을 부정한 사례

① 증권투자신탁업법 부칙(1998. 9. 16.) 제2조는 '제7조 제4항 내지 제7항 및 제30조의 개정규정은 이 법 시행 후 최초로 제정 또는 변경(신탁계약기간을 연장하는 경우에 한한다. 이하 이 조에서 같다)하는 신탁약관에 따라 발행하는 수익증권을 환매하는 분부터 이를 적용한다. 다만, 이 법 시행 당시의 위탁회사에 대한 수익증권의 환매에 관하여는 이 법 시행일부터 1년을 넘지 아니하는 범위 내에서 대통령령이 정하는 날부터 적용하되, 적용일 이후 제정 또는 변경하는 신탁약관에 따라 발행하는 수익증권을 환매하는 분부터 이를 적용한다.'라고 규정하고 있는데, 판매회사는 위탁회사와의 계약에 의하여 수익증권 판매업무를 행하는 데 지나지 아니한다는 점, 그리하여 증권투자신탁업법 제7조 제1항 내지 제4항은 수익자가 수익증권의 환매를 위탁회사뿐만 아니라 판매회사에도 청구할 수 있도록 하면서 환매청구를 받은 판매회사는 지체 없이 위탁회사에 대하여 환매에 응할 것을 요구하도록 규정하고 있는 점, 따라서 환매청구의 효과는 종국적으로 위탁회사에 귀속되게 되어 있는 점, 그런데도 위탁회사에 대한 환매청구와 판매회사에 대한 환매청구가 각각 별개의 법규와 법리에 의하여 규율되는 경우에는 환매의 효과 등을 확정할 수 없게 될 것이라는 점 등에 비추어 보면, 위 증권투자신탁업법 부칙 제2조 단서의 규정은 단순히 위탁회사에 청구하여 이루어지는 환매뿐만 아니라 판매회사에 청구하여 이루어지는 환매에 대하여도 적용되는 것으로 보아야 한다.

11) 공2004.1.15.(194),120 원심판결 2003.1.17. 2002나21105

② 증권투자신탁에 있어서 투자신탁재산에 속하는 유가증권의 취득·매각 및 권리의 행사 등 투자신탁재산의 운용에 관한 일체의 사항에 대하여 결정하는 것은 위탁회사이고 판매회사는 위탁회사와의 계약에 의하여 단순히 수익증권의 판매업무만을 수행할 뿐이므로 투자신탁재산의 운용에 관하여 구체적인 고의·과실이 인정되지 않는 한 판매회사에게 그 운용에 관한 손해배상책임을 지울 수 없다고 한 사례.

## 2. 신탁회사의 배임행위

- 대법원 2004. 7. 9. 선고 2004다810 판결<sup>12)</sup> (‘거평’사건)

### (1) 사실관계

피고인 나승렬이 주식회사 거평 등 거평그룹 계열사들이 발행한 무보증회사채 합계 1,800억 원 상당을 한남투신이 매입하도록 함으로써 배임죄를 범하였음.

### (2) 소송의 경과

### (3) 판결요지

구 증권투자신탁업법

第17條 (信託財産의 관리)

① 委託會社는 선량한 管理者로서 信託財産을 관리할 責任을 지며, 受益者의 이익을 보호하여야 한다.

第32條 (委託會社의 행위제한)

① 金融監督委員會는 公益 및 受益者保護를 위하여 有價證券등의 公正去來를 저해하는 다음 각 號의 1의 행위를 한 委託會社에 대하여 第45條 第2項의 規定에 의한 措置를 명할 수 있다.<改正 1998.1.13, 1998.9.16, 1999.2.1, 2000.1.21>

1. 信託財産으로 그 受益者외의 者의 이익을 위한 행위

第59條 (罰則) 다음 각 號의 1에 해당하는 者는 5年이하의 懲役 또는 3千萬원이하의 罰金에 處한다.<改正 1998.1.13, 1998.9.16, 2000.1.21, 2002.4.27>

5. 제32조·제33조·제42조의10 제1항 또는 제42조의12 제1항의 規定에 위반한 者

① 업무상배임죄에 있어서 본인에게 손해를 가한다 함은 총체적으로 보아 본인의 재산 상태에 손해를 가하는 경우를 말하고, 위와 같은 손해에는 장차 취득할 것이 기대되는 이익을 얻지 못하는 경우도 포함된다 할 것인바, 금융기관이 금원을 대출함에 있어 대출금 중 선이자를 공제한 나머지만 교부하거나 약속어음을 할인함에 있어 만기까지의 선이자를 공제한 경우 금융기관으로서는 대출금채무의 변제기나 약속어음의 만기에 선이자로 공제한 금원을 포함한 대출금 전액이나 약속어음 액면금 상당액을 취득할 것이 기대된다 할 것이므로 배임행위로 인하여 금융기관이 입는 손해는 선이자를 공제한 금액이 아니라 선이자로 공제한 금원을 포함한 대출금 전액이거나 약속어음 액면금 상당액으로 보아야 하고, 이러한 법리는 투신사가 회사채 등을 할인하여 매입하는 경우라고 달리 볼 것은 아니다.

12) 공2004.8.15.(208),1382

② 구 증권투자신탁업법(2003. 10. 4. 법률 제6987호 간접투자자산운용업법 부칙 제2조로 폐지되기 전의 것) 제59조에 의한 처벌대상인 같은 법 제32조 제1항 제1호의 '신탁재산으로 그 수익자 외의 자의 이익을 위한 행위'는 같은 법 제17조 제1항의 위탁회사의 선관주의의무와 수익자보호의무 위반을 처벌하는 규정인바, 신탁회사가 신탁재산으로 불량한 유가증권을 매입한 행위는 신탁회사에 대하여는 업무상 배임행위가 되고 동시에 수익자에 대하여는 구 증권투자신탁업법(2003. 10. 4. 법률 제6987호 간접투자자산운용업법 부칙 제2조로 폐지되기 전의 것) 제32조 제1항 제1호의 수익자 외의 자의 이익을 위한 행위가 되고, 이와 같은 경우 비록 업무상 배임행위나 수익자보호의무위반행위의 내용이 같다고 하더라도, 위탁회사에 대한 배임행위의 경우 그 피해자는 위탁회사이지만, 수익자보호의무위반에 의한 구 증권투자신탁업법(2003. 10. 4. 법률 제6987호 간접투자자산운용업법 부칙 제2조로 폐지되기 전의 것)위반죄의 피해자는 수익자로서 서로 다르다고 할 것이고, 따라서 두 죄는 법조경합이 아니라, 별개의 죄이고, 단지 하나의 배신적 행위로 인하여 두 개의 죄에 해당하는 경우이므로 두 죄는 상상적 경합관계에 있다.

#### (4) 의의

신탁회사가 선관주의, 수익자보호의무 등을 위반하였을 경우 형사책임에 관한 법리를 분명히 한 대법원 판결, 시대상 반영

### Ⅲ. 기업지배구조

#### 1. 전환사채발행무효소송

- 대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결<sup>13)</sup>

##### (1) 사실관계

삼성전자는 1997. 3. 24. 私募의 방법으로 발행가액 총액 600억 원, 만기 2002. 3. 24. 전환가격 5만 원, 이자율 연 7%로 그 중 450억 원 상당을 특수관계인에게 발행

##### (2) 소송의 경과

1997. 9. 30. 수원지법 전환금지가처분  
1997. 12. 16. 상장금지가처분

##### (3) 판결요지

[1] 상법상 전환사채발행무효의 소가 허용되는지 여부(적극) 및 그 무효원인의 판단

13) 공2004.8.1.(207),1207

방법, [2] 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하는 경우, 전환의 조건 등이 정관에 이미 규정되어 있어서 주주총회의 특별결의를 다시 거칠 필요가 없다고 하기 위한 구체적인 특정의 정도, [3] 정관이 전환사채의 발행에 관하여 "전환가액은 주식의 액면금액 또는 그 이상의 가액으로 사채발행시 이사회가 정한다."라고 규정하고 있는 경우, 이는 구 상법 제513조 제3항이 요구하는 최소한도의 요건을 충족하고 있어 무효라고 볼 수 없다고 한 사례, [4] 신주발행무효의 소의 출소기간이 경과한 이후 새로운 무효사유를 추가하는 것이 허용되는지 여부(소극) 및 같은 법리를 전환사채발행무효의 소에도 적용할 수 있는지 여부(적극), [5] 전환사채발행무효의 소에 있어서 무효원인, [6] 전환사채의 인수인이 회사의 지배주주와 특별한 관계에 있는 자라거나 그 전환가액이 발행시점의 주가 등에 비추어 다소 낮은 가격이라는 것 등의 사유는 이미 발행된 전환사채 또는 그 전환권의 행사로 발행된 주식을 무효화할 만한 원인이 되지 못한다고 한 사례

- ① 상법은 제516조 제1항에서 신주발행의 유지청구권에 관한 제424조 및 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자의 책임에 관한 제424조의2 등을 전환사채의 발행의 경우에 준용한다고 규정하면서도 신주발행무효의 소에 관한 제429조의 준용 여부에 대해서는 아무런 규정을 두고 있지 않으나, 전환사채는 전환권의 행사에 의하여 장차 주식으로 전환될 수 있는 권리가 부여된 사채로서, 이러한 전환사채의 발행은 주식회사의 물적 기초와 기존 주주들의 이해관계에 영향을 미친다는 점에서 사실상 신주를 발행하는 것과 유사하므로, 전환사채의 발행의 경우에도 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조가 유추적용된다고 봄이 상당하고, 이 경우 당사자가 주장하는 개개의 공격방법으로서의 구체적인 무효원인은 각각 어느 정도 개별성을 가지고 판단할 수 밖에 없는 것이기는 하지만, 전환사채의 발행에 무효원인이 있다는 것이 전체로서 하나의 청구원인이 된다는 점을 감안할 때 전환사채의 발행을 무효라고 볼 것인지 여부를 판단함에 있어서는 구체적인 무효원인에 개재된 여러 위법 요소가 종합적으로 고려되어야 한다.
- ② 구 상법(2001. 7. 24. 법률 제6488호로 개정되기 전의 것) 제513조 제3항은 주주 외의 자에 대하여 전환사채를 발행하는 경우에 그 발행할 수 있는 전환사채의 액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용과 전환을 청구할 수 있는 기간에 관하여 정관에 규정이 없으면 상법 제434조의 결의로써 이를 정하여야 한다고 규정하고 있는바, 전환의 조건 등이 정관에 이미 규정되어 있어 주주총회의 특별결의를 다시 거칠 필요가 없다고 하기 위해서는 전환의 조건 등이 정관에 상당한 정도로 특정되어 있을 것이 요구된다고 하겠으나, 주식회사가 필요한 자금수요에 대응한 다양한 자금조달의 방법 중에서 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하는 방법을 선택하여 자금을 조달함에 있어서는 전환가액 등 전환의 조건을 그때 그때의 필요자금의 규모와 긴급성, 발행회사의 주가, 이자율과 시장상황 등 구체적인 경제사정에 적응하여 신축적으로 결정할 수 있도록 하는 것이 바람직하다 할 것이고, 따라서 주주총회의 특별결의에 의해서만 변경이 가능한 정관에 전환의 조건 등을 미리 확립적으로 확정하여 규정하도록 요구할 것은 아니며, 정관에 일응의 기준을 정해 놓은 다음 이에 기하여 실제로 발행할 전환사채의 구체적인 전환의 조건 등은 그 발행시마다 정관에 벗어나지 않는 범위에서 이사회에서 결정하도록 위임하는 방법을 취하는 것도 허용된다.
- ③ 정관이 전환사채의 발행에 관하여 "전환가액은 주식의 액면금액 또는 그 이상의

가액으로 사채발행시 이사회가 정한다."라고 규정하고 있는 경우, 이는 구 상법(2001. 7. 24. 법률 제6488호로 개정되기 전의 것) 제513조 제3항에 정한 여러 사항을 정관에 규정하면서 전환의 조건 중의 하나인 전환가액에 관하여는 주식의 액면금액 이상이라는 일종의 기준을 정하되 구체적인 전환가액은 전환사채의 발행시마다 이사회에서 결정하도록 위임하고 있는 것이라고 할 것인데, 전환가액 등 전환의 조건의 결정 방법과 관련하여 고려되어야 할 특수성을 감안할 때, 이러한 정관의 규정은 같은 법 제513조 제3항이 요구하는 최소한도의 요건을 충족하고 있는 것이라고 봄이 상당하고, 그 기준 또는 위임방식이 지나치게 추상적이거나 포괄적이어서 무효라고 볼 수는 없다고 한 사례.

④ 상법 제429조는 신주발행의 무효는 주주·이사 또는 감사에 한하여 신주를 발행한 날로부터 6월 내에 소만으로 이를 주장할 수 있다고 규정하고 있는바, 이는 신주발행에 수반되는 복잡한 법률관계를 조기에 확정하고자 하는 것이므로, 새로운 무효사유를 출소시간의 경과 후에도 주장할 수 있도록 하면 법률관계가 불안정하게 되어 위 규정의 취지가 몰각된다는 점에 비추어 위 규정은 무효사유의 주장시기도 제한하고 있는 것이라고 해석함이 상당하고, 한편 상법 제429조의 유추적용에 의한 전환사채발행무효의 소에 있어서도 전환사채를 발행한 날로부터 6월의 출소기간이 경과한 후에는 새로운 무효사유를 추가하여 주장할 수 없다고 보아야 한다.

⑤ 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조에도 무효원인이 규정되어 있지 않고 다만, 전환사채의 발행의 경우에도 준용되는 상법 제424조에 '법령이나 정관의 위반 또는 현저하게 불공정한 방법에 의한 주식의 발행'이 신주발행유지청구의 요건으로 규정되어 있으므로, 위와 같은 요건을 전환사채 발행의 무효원인으로 일용 고려할 수 있다고 하겠으나 다른 한편, 전환사채가 일단 발행되면 그 인수인의 이익을 고려할 필요가 있고 또 전환사채나 전환권의 행사에 의하여 발행된 주식은 유가증권으로서 유통되는 것이므로 거래의 안전을 보호하여야 할 필요가 크다고 할 것인데, 전환사채발행유지청구권은 위법한 발행에 대한 사전 구제수단임에 반하여, 전환사채발행무효의 소는 사후에 이를 무효로 함으로써 거래의 안전과 법적 안정성을 해칠 위험이 큰 점을 고려할 때, 그 무효원인은 가급적 엄격하게 해석하여야 하고, 따라서 법령이나 정관의 중대한 위반 또는 현저한 불공정이 있어 그것이 주식회사의 본질이나 회사법의 기본원칙에 반하거나 기존 주주들의 이익과 회사의 경영권 내지 지배권에 중대한 영향을 미치는 경우로서 전환사채와 관련된 거래의 안전, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려하더라도 도저히 묵과할 수 없는 정도라고 평가되는 경우에 한하여 전환사채의 발행 또는 그 전환권의 행사에 의한 주식의 발행을 무효로 할 수 있을 것이며, 그 무효원인을 회사의 경영권 분쟁이 현재 계속중이거나 임박해 있는 등 오직 지배권의 변경을 초래하거나 이를 저지할 목적으로 전환사채를 발행하였음이 객관적으로 명백한 경우에 한정할 것은 아니다.

⑥ 전환사채의 인수인이 회사의 지배주주와 특별한 관계에 있는 자라거나 그 전환가액이 발행시점의 주가 등에 비추어 다소 낮은 가격이라는 것과 같은 사유는 일반적으로 전환사채발행유지청구의 원인이 될 수 있음은 별론으로 하고 이미 발행된 전환사채 또는 그 전환권의 행사로 발행된 주식을 무효화할 만한 원인이 되지 않는 못한다고 한 사례

#### (4) 의의

1) 쟁점

첫째로, 상법 해석상 전환사채발행무효의 소가 인정되는지 여부

둘째로, 이사회결의의 흠결이 전환사채발행에 어떠한 영향을 미치는지 여부

셋째로, 현저하게 불공정한 전환사채의 발행인지 여부

2) 검토

기업지배구조(이사회 의결, 정관, 주총 특별결의) 및 자본조달(기동성, 편의성)의 문제가 증권 관련 분쟁으로 등장, 이 사건의 쟁점을 실질적으로 파악할 수 있는가 - 즉, 이사회 독립성, 이사 및 대표이사의 주주에 대한 충실의무, 지배주주의 전체 주주에 대한 의무 등의 문제, voidable at the suit of shareholders issue 등

2. 시정조치등취소소송

- 대법원 2004. 9. 24. 선고 2001두6364 판결<sup>14)</sup>

(1) 사실관계

삼성에스디에스는 1999. 2. 26. 사모 신주인수권부 사채 230억 원 상당을 발행

(2) 소송의 경과

(3) 판결요지

[1] 구 독점규제및공정거래에관한법률 제23조 제1항 제7호가 규정하고 있는 부당지원 행위의 요건인 '부당하게'의 의미 및 지원객체가 일정한 거래분야에서 시장에 직접 참여하고 있는 사업자일 것을 요건으로 하는지 여부(소극), [2] 구 독점규제및공정거래에관한법률 제23조 제1항 제7호가 규정하고 있는 부당지원행위의 부당성에 관한 판단 기준 및 그 증명책임의 소재(=공정거래위원회), [3] 공정거래위원회가 구 독점규제및공정거래에관한법률 제23조 제1항 제7호의 규정을 운영하기 위하여 만든 부당지원행위의심사지침의 법적 성질(=행정청 내부의 사무처리지침)

① 구 독점규제및공정거래에관한법률(1999. 12. 28. 법률 제6043호로 개정되기 전의 것) 제23조 제1항 제7호는, 불공정거래행위의 한 유형으로서, 사업자가 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 유가증권 등을 제공하거나 현저히 유리한 조건으로 거래하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위, 즉 부당지원행위를 금지하고 있는바, 여기에서 말하는 '부당하게'는, 사업자의 시장지배적 지위의 남용과 과도한 경제력의 집중을 방지하고, 부당한 공동행위 및 불공정거래행위를 규제하여 공정하고 자유로운 경쟁을 촉진함으로써 창의적인 기업활동을 조장하고 소비자를 보호함과 아울러 국민경제의 균형 있는 발전을 도모한다는 법의 목적(제1조)과 경제력 집중을

14) 공2004.11.1.(213),1744

억제하고 공정한 거래질서를 확립하고자 하는 부당지원행위 금지규정의 입법 취지 등을 고려하면, 지원객체가 직접 또는 간접적으로 속한 시장에서 경쟁이 저해되거나 경제력이 집중되는 등으로 공정한 거래를 저해할 우려가 있다는 의미로 해석하여야 할 것이며, 이렇게 해석할 경우 지원객체가 일정한 거래분야에서 시장에 직접 참여하고 있는 사업자일 것을 요건으로 하는 것은 아니다.

② 경제력 집중의 억제가 부당지원행위 규제의 입법 목적에 포함되어 있다고 하더라도, 구 독점규제및공정거래에관한법률(1999. 12. 28. 법률 제6043호로 개정되기 전의 것)상 경제력 집중의 억제와 관련하여서는 제3장에서 지주회사의 제한적 허용, 계열회사 간 상호출자금지 및 대규모기업집단에 속하는 중소기업창업투자회사의 계열회사의 주식취득금지, 금융회사 또는 보험회사의 의결권제한 등에 관하여 규정을 베풀어 대규모기업집단의 일반집중을 규제하면서도 부당지원행위는 제5장의 불공정거래행위의 금지의 한 유형으로서 따로 다루고 있으며, 변칙적인 부의 세대간 이전 등을 통한 소유집중의 직접적인 규제는 법의 목적이 아니고 시장집중과 관련하여 불 때 기업집단 내에서의 특수관계인 또는 계열회사 간 지원행위를 통하여 발생하는 경제력 집중의 폐해는 지원행위로 인하여 직접적으로 발생하는 것이 아니라 지원을 받은 특수관계인이나 다른 회사가 자신이 속한 관련 시장에서의 경쟁을 저해하게 되는 결과 발생할 수 있는 폐해라고 할 것인 점 등에 비추어 보면, 부당지원행위의 부당성을 판단함에 있어서는 지원주체와 지원객체와의 관계, 지원객체 및 지원객체가 속한 관련 시장의 현황과 특성, 지원금액의 규모와 지원된 자금 자산 등의 성격, 지원금액의 용도, 거래행위의 동기와 목적, 정당한 사유의 존부 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 하며, 위와 같은 요소들을 종합적으로 고려할 때 당해 지원행위가 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위라는 점은 공정거래위원회가 이를 입증하여야 한다.

③ 공정거래위원회가 구 독점규제및공정거래에관한법률(1999. 12. 28. 법률 제6043호로 개정되기 전의 것) 제23조 제1항 제7호의 규정을 운영하기 위하여 만든 부당한지원행위의심사지침심사지침이 '관계 법령을 면탈 또는 회피하여 지원하는 등 지원행위의 방법 또는 절차가 불공정한 경우'를 부당성 판단 기준의 하나로서 규정하고 있기는 하나, 위 심사지침은 법령의 위임에 따른 것이 아니라 법령상 부당지원행위 금지규정의 운영과 관련하여 심사기준을 마련하기 위하여 만든 공정거래위원회 내부의 사무처리지침에 불과하므로, 지원행위를 둘러싼 일련의 과정 중 관계 법령이 정한 방법이나 절차의 위배가 있다고 하여 바로 부당지원행위에 해당한다고는 할 수 없고, 이러한 관계 법령의 면탈 또는 회피가 지원행위의 부당성에 직접 관련된 것으로서 지원객체가 직접 또는 간접적으로 속한 시장에서 경쟁을 저해하거나 경제력 집중을 야기하는 등으로 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 경우에 비로소 부당지원행위에 해당한다.

#### (4) 의의

#### (5) 관련 판결

서울행정법원 2004. 11. 25. 선고 2003구합15591 판결('삼성에스디에스'사건)

“... 증권거래소에 상장되지 않은 비상장주식의 장외거래라 하더라도 반드시 시가를 산정하기 어렵다고는 볼 수 없고, 객관적인 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있으면 그 거래가격을 시가로 보아 주식의 가액을 평가하여야 한다는 것이 대법원의 확립된 판례이므로(대법원 1997. 9. 26. 97누8502 판결, 대법원 1989.

6. 13. 선고 88누3765 판결 등 참조), 이와는 달리 비상장주식의 장외거래에서 형성된 거래실례가격은 언제나 정상적인 시가로 보기 어렵다는 취지의 원고들 주장은 받아들일 수 없다.

이 사건의 쟁점은 이 사건 사채 발행 당시인 1999. 2. 26.에 근접하여 이루어진 이 사건 주식의 장외거래가 과연 그 거래대상인 이 사건 주식의 객관적인 교환가치를 적정하게 반영하는 일반적이고 정상적인 거래에 해당하는지 여부이다.

살피건대, 어떠한 거래가 그 거래대상의 객관적인 교환가치를 적정하게 반영하는 일반적이고 정상적인 거래인지 여부는 ① 거래당사자들이 각기 경제적 이익의 극대화를 추구하는 대등한 관계에 있는지, ② 거래당사자들이 거래 관련 사실에 관하여 합리적인 지식을 가지고 있으며 강요에 의하지 아니하고 자유로운 상태에서 거래를 하였는지 등 거래를 둘러싼 제반 사정을 종합적으로 검토하여 결정하여야 할 것이고, 만약 가족·친지 등 특수관계에 있지 아니한 거래당사자들 사이에 다수의 거래가 이루어졌다면 이러한 거래가 일반적이고 정상적인 거래에 해당되지 않는다는 입증책임은 이를 주장하는 측에게 있다고 보아야 할 것이다.“

## IV. 증권거래와 형벌규정

### 1. 증권관리위원회명령위반죄의 위헌 여부

- 헌법재판소 2004. 9. 23. 2002헌가26 결정<sup>15)</sup>

#### (1) 사실관계

○○증권회사 회장이 1997. 6. 10.부터 12. 6.까지 사이에 그룹 계열사에 1,442억 원의 어음지급보증, 예금담보제공 및 직접단기자금대여 등을 함으로써 증권관리위원회가 제정한 재무건전성준칙을 위반하였다는 이유로 기소됨

#### 증권거래법

第54條 (金融監督委員會의 命令權) 金融監督委員會는 大統領令이 정하는 바에 의하여 過度한 投機去來의 防止와 公益 또는 投資者의 보호를 위하여 證券會社에 대하여 필요한 命令을 할 수 있다.<改正 1998.1.8>

第209條 (罰則) 다음 各 號의 1에 해당하는 者는 2年이하의 懲役 또는 1千萬원이하의 罰金에 處한다. <개정 1982.3.29, 1987.11.28, 1991.12.31, 1994.1.5, 1997.1.13, 1997.12.13, 1998.1.8, 1998.2.24, 1999.2.1, 2001.3.28, 2003.10.4>

#### 7. 제54조 또는 第168條의 規定에 의한 命令에 위반한 者

第215條 (兩罰規定) 法人의 代表者, 法人 또는 개인의 代理人·使用人 기타 從業員이 그 法人 또는 개인의 業務에 관하여 第207條의2 내지 第212條의 위반행위를 한 때에는 行爲者를 罰하는 외에 그 法人 또는 개인에 대하여도 각 해당 條의 罰金刑을 科한다.<改正 1997.1.13>

15) 헌공제97호

## (2) 판결요지

- 증권감독위원회의 명령을 위반한 경우 형사처벌하도록 한 구 증권거래법(1998. 1. 8. 법률 제5498호로 개정되기 전의 것) 제215조(이하 '이 사건 법률조항'이라 한다)에서 이 사건 법률조항이 준용하는 제209조 제7호 중 제54조에 관한 부분이 죄형법정주의, 포괄위임금지의 원칙에 반하는지 여부(적극) - 위임입법이 필요한 분야라고 하더라도 입법권의 위임은 법치주의의 원칙과 의회민주주의의 원칙, 권력분립의 원칙에 비추어 구체적으로 범위를 정하여 하는 경우만 허용된다. 더구나 처벌규정의 위임은 처벌대상인 행위가 어떠한 것일 것이라고 이를 예측할 수 있을 정도로 구체적으로 정하고 형벌의 종류 및 그 상한과 폭을 명백히 규정하여야 한다. 그런데 이 사건 법률조항은 처벌법규의 구성요건적 내용을 증권관리위원회가 '대통령령이 정하는 바에 의하여' ……증권회사에 대하여 필요한 명령을 할 수 있다고만 규정하여 그 구체적인 내용을 포괄적·전면적으로 하위명령에 위임하고 있다. 따라서 수권조항에서는 대통령령에 규정될 구성요건적 요소가 어떠한 것일 지를 전혀 예측할 수 없다. 즉 법 제54조는 구체적 구성요건적 요소를 규정할 대통령령에 아무런 제한을 두지 않고, 규정될 내용의 대강을 전혀 정하지 않은 채 곧바로 위임함으로써 실질적인 백지위임을 하고 있다. 또한 증권관리위원회의 명령제정에 있어서의 과도한 투기거래의 방지와 공익 또는 투자자의 보호라는 제한적 개념요소를 고려하더라도 법관의 보충해석만으로 그 한계를 정하기가 어렵고, 결국 행정부의 자의적인 입법을 가능케 하여 죄형법정주의의 명확성의 원칙에도 반한다.

## 2. 증권거래법 제8조 위반죄

### (1) 대법원 2004. 2. 13. 2003도7554 판결<sup>16)</sup>

#### 1) 사실관계

피고인 이병호는 (주)현대미니바 대표이사인 자인데, 피고인이 직접 또는 순차로 이 사건 주식에대한 청약을 권유하여 그에 응하여 주금을 납입하고 주식을 교부받은 자가 55명에 이른다는 사실로 원심에서 유죄 판결을 받았음.

#### 증권거래법

第209條 (罰則) 다음 각 號의 1에 해당하는 者는 2年이하의 懲役 또는 1千萬원이하의 罰金에 處한다. 2. 第8條의 規定에 違反한 有價證券의 모집·賣出을 主선한 者

#### 第8條 (모집 또는 賣出의 申告)

- ① 재정경제부령이 정하는 바에 따라 산정된 有價證券의 모집가액 또는 매출가액의 총액이 財政經濟部令이 정하는 금액 이상인 경우 그 有價證券의 모집 또는 賣出은 발행인이 당해 有價證券에 관하여 申告書를 金融監督委員會에 제출하여 受理되지 아니하면 이를 할 수 없다. 다만, 財政經濟部令이 정하는 바에 따라 발행인이 발행예정기간을 정하여 그 기간동안 모집 또는 賣出할 예정인 有價證券

16) 공2004.4.1.(199),569

에 관하여 金融監督委員會에 一括하여 申告書(이하 "一括申告書"라 한다)를 제출하여 受理된 경우에는 그 기간 내에 모집 또는 賣出하는 당해 有價證券에 관한 申告書を 따로 제출하지 아니할 수 있다.

## 2) 판결요지

[판시사항] ① 발행인이 신규로 발행되는 유가증권의 취득의 청약을 권유하는 행위가 증권거래법령상의 '모집'에 해당되기 위한 요건, ② 경합법의 처벌에 관하여 2004. 1. 20. 법률 제7077호로 공포·시행된 형법 제37조 규정을 적용하여야 한다고 보아 원심을 파기한 사례

① 구 증권거래법(2001. 3. 28. 법률 제6423호로 개정되기 전의 것) 및 구 증권거래법시행령(2002. 2. 9. 대통령령 제17518호로 개정되기 전의 것)의 규정과 증권거래법의 입법취지를 종합해 보면, 발행인이 신규로 발행되는 유가증권의 취득의 청약을 권유하는 행위가 증권거래법령상의 '모집'에 해당되어 발행인에게 당해 유가증권에 관하여 금융감독위원회에 신고서를 제출할 의무가 있다고 하기 위해서는, 우선 유가증권 발행인이 '신규로 발행되는 유가증권을 취득하도록 하기 위하여 신문·방송·잡지 등을 통한 광고, 안내문·홍보전단 등 인쇄물의 배포, 투자설명회의 개최, 전자통신 기타 이에 준하거나 이와 유사한 방법으로 유가증권을 발행 또는 매도한다는 사실을 알리거나 취득의 절차를 안내하는 활동'을 하는 경우라야 하고, 나아가 발행인으로부터 그와 같은 방법으로 권유받는 자의 수가 50인 이상이거나 적어도 그와 같은 방법으로 청약의 권유를 하는 날부터 과거 6월 이내에 당해 유가증권과 동일한 종류의 유가증권에 대하여 '모집 또는 매출에 의하지 아니하고'(즉, 위에서 열거된 바와 같은 방법에 의하지 아니하고) 청약의 권유를 받은 자까지 합산(다만, 발행인의 주주, 임원 등은 일정한 경우 그 합산에서 제외된다)하여 그 수가 50인 이상인 때이어야 한다.

## (2) 대법원 2004. 6. 17. 2003도7645 전원합의체 판결<sup>17)</sup>

### 1) 사실관계 - 미신고 국내전환사채발행으로 인한 증권거래법위반의 점

피고인이 대표이사로 있는 삼애인더스가 해외전환사채를 발행하려 하였으나 그 신용등급이 낮아 해외인수처를 모집하지 못하자 2000. 10.경 한국산업은행과 사이에 이면약정을 체결하고, 케이시아이증권을 통하여 홍콩 소재 노무라증권으로 하역금 인수하도록 하였음.

## 2) 판결요지

【판시사항】 [1] 타인으로부터 금원을 차용하여 주금을 납입하고 설립등기나 증자등기 후 바로 인출하여 차용금 변제에 사용하는 경우, 상법상 납입가장죄의 성립 외에 공정증서원본불실기재·동행사죄의 성립 여부(적극) 및 업무상횡령죄의 성립 여부(소극), [2] 해외전환사채를 공모함에 있어서 내국인이 최초 인수자인 해외투자자로부터 재매수하기로 하는 이면계약을 별도로 체결한 경우, 증권거래법

17) 공2004.11.15.(214),1881

제8조 제1항에 의한 유가증권발행신고서 제출의무가 인정되는지 여부(소극)

① [다수의견] 상법 제628조 제1항 소정의 납입가장죄는 회사의 자본충실을 기하려는 법의 취지를 ?건求?행위를 단속하려는 데 그 목적이 있는 것이므로, 당초부터 진실한 주금납입으로 회사의 자금을 확보할 의사 없이 형식상 또는 일시적으로 주금을 납입하고 이 돈을 은행에 예치하여 납입의 외형을 갖추고 주금납입증명서를 교부받아 설립등기나 증자등기의 절차를 마친 다음 바로 그 납입한 돈을 인출한 경우에는, 이를 회사를 위하여 사용하였다는 특별한 사정이 없는 한 실질적으로 회사의 자본이 늘어난 것이 아니어서 납입가장죄 및 공정증서원본불실기재죄와 불실기재공정증서원본행사죄가 성립하고, 다만 납입한 돈을 곧바로 인출하였다고 하더라도 그 인출한 돈을 회사를 위하여 사용한 것이라면 자본충실을 해친다고 할 수 없으므로 주금납입의 의사 없이 납입한 것으로 볼 수는 없고, 한편 주식회사의 설립업무 또는 증자업무를 담당한 자와 주식인수인이 사전 공모하여 주금납입취급은행 이외의 제3자로부터 납입금에 해당하는 금액을 차입하여 주금을 납입하고 납입취급은행으로부터 납입금보관증명서를 교부받아 회사의 설립등기절차 또는 증자등기절차를 마친 직후 이를 인출하여 위 차용금채무의 변제에 사용하는 경우, 위와 같은 행위는 실질적으로 회사의 자본을 증가시키는 것이 아니고 등기를 위하여 납입을 가장하는 편법에 불과하여 주금의 납입 및 인출의 전과정에서 회사의 자본금에는 실제 아무런 변동이 없다고 보아야 할 것이므로, 그들에게 회사의 돈을 임의로 유용한다는 불법영득의 의사가 있다고 보기 어렵다 할 것이고, 이러한 관점에서 상법상 납입가장죄의 성립을 인정하는 이상 회사 자본이 실질적으로 증가됨을 전제로 한 업무상횡령죄가 성립한다고 할 수는 없다.

[반대의견] 이른바 견금 방식의 가장납입의 경우에도 납입으로서의 효력을 인정하는 종래 대법원의 견해를 따르는 한 납입이 완료된 것은 진실이고, 따라서 등기공무원에 대하여 설립 또는 증자를 한 취지의 등기신청을 함으로써 상업등기부원본에 발행주식의 총수, 자본의 총액에 관한 기재가 이루어졌다 할지라도 이를 두고 '허위신고'를 하여 '불실의 사실의 기재'를 하게 한 경우에 해당한다고 할 수 없어 공정증서원본불실기재·동행사죄가 성립할 여지가 없으며, 또한 주금납입과 동시에 그 납입금은 회사의 자본금이 되는 것이기 때문에 회사의 기관이 이를 인출하여 자신의 개인 채무의 변제에 사용하는 것은 회사에 손해를 가하는 것이 될 뿐만 아니라 불법영득의사의 발현으로서 업무상횡령죄가 성립한다고 볼 수밖에 없다.

② 상장회사가 해외에서 해외투자자를 상대로 전환사채를 공모함에 있어서 내국인이 최초 인수자인 해외투자자로부터 재매수하기로 하는 이면계약을 별도로 체결하였다 할지라도, 해외투자자와 발행회사 사이의 투자계약은 여전히 유효한 것이고, 또한 증권거래법 제8조 제1항에 의한 유가증권발행신고서 제출의무는 국내 발행시장에서 모집에 응하는 투자자를 보호하기 위한 것임에 비추어 볼 때, 국내 투자자가 유통시장에서 그 이면약정에 따라 이를 다시 인수하였는지 여부를 불문하고 해외에서 발행된 전환사채에 대하여는 증권거래법 제8조 제1항에 의한 유가증권발행신고서 제출의무가 인정되지 아니한다.

### 3. 시세조종

- 대법원 2004. 3. 26. 2003도7112 판결

#### 【판시사항】

- [1] 증권거래법 제188조의4 제1항 위반죄가 성립하기 위한 주관적 요건으로 같은 항이 규정하고 있는 '거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적'의 의미
- [2] 시세조종 등의 금지에 관한 증권거래법 제188조의4 제2항이 규정하고 있는 '매매거래를 유인할 목적'과 같은 항 제1호가 규정하고 있는 '유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래'의 의미 및 이에 해당하는지 여부의 판단 기준
- [6] 증권거래법이 규정하고 있는 미공개정보 이용행위금지 위반죄에 관한 공소사실이 특정된 것으로 볼 수 없다고 한 사례

#### 【판결요지】

- [1] 증권거래법 제188조의4 제1항 위반죄가 성립하기 위하여는 통정매매 또는 가장매매 사실 외에 주관적 요건으로 '거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적'이 있어야 하는데, 이러한 목적은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 그 목적에 대한 인식의 정도는 적극적 의욕이나 확정적 인식임을 요하지 아니하고 미필적 인식이 있으면 족하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니한다.
- [2] 증권거래법 제188조의4 제2항 소정의 '매매거래를 유인할 목적'이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게는 그 시세가 유가증권시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 유가증권의 매매거래에 끌어들이려는 목적을 말하고, 그 제1호 소정의 '유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래'라 함은 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하는 것으로서, 이에 해당하는지의 여부는 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 유형, 그 유가증권 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다.
- [6] 증권거래법이 규정하고 있는 미공개정보 이용행위금지 위반죄에 관한 공소사실 가운데 미공개정보를 언제 어떻게 매매거래에 이용하였다는 것인지에 관한 구체적인 범죄사실이 전혀 적시되지 아니하여 공소사실이 특정된 것으로 볼 수 없다고 한 사례
- [7] 공소장에는 피고인이 미공개정보 이용행위의 금지위반으로 인하여 얻은 이익액이 명시되어 있지 아니하고, 나아가 그 이익액을 산정할 수 있는 거래가액 등 기초적인 자료조차 공소장에 기재되어 있지 아니하며, 공소제기 후 공소장이 변경되지도 아니하였으므로, 검사가 피고인의 미공개정보 이용행위 등과 관련하여는 구 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제6695호로 개정되기 전의 것) 제207조의2 본문에 위반하는 행위로만 기소한 것으로 보아야 할 것임에도 원심이 그 단서에 정한 형을 선고한 것은 불고불리의 원칙에 위반하여 위법하다고 한 사례