

## 有價證券의 短期賣買差益返還과 情報利用의 要件性\*

李 哲 松

(漢陽大學校, 法學)

### 【초 록】

證券去來法 제188조 제2항이 규정하는 내부자에 의한 단기매매차익의 반환제도는 실제 未公開정보를 이용하였느냐는 것을 묻지 않고 제재를 가한다는 점이 특색이다. 단기매매차익을 반환하게 하는 것은 사유재산을 몰수하는 것에 다름 아니므로 사실상의 형벌이라고 할 것인데, 그 타당근거로서 내부정보이용의 가능성을 제시하고 있다.

하지만 그 정보이용의 가능성이라는 것이 얼마나 보편적인 것이냐는 의문이 제기되고, 또한 정보의 이용이 없었음에 대한 증명, 즉 법익침해위험의 부존재에 관한 증명도 허용하지 않고 제재를 가하는 것이 基本權論의 차원에서 정당화될 수 있느냐는 의문이 제기된다. 뿐만 아니라 제188조의2(정보이용의 금지)가 입법된 상황에서 제188조 제2항을 존치할 명분이 있느냐는 것도 의문이다.

제188조 제2항의 위헌성이 다투어진 바 있으나, 헌법재판소는 그 합헌성을 지지하고, 적용제외의 판단기준으로서 「비정보이용의 객관적 유형성론」을 제시하고 있고 대법원도 같은 입장을 보이고 있다. 이 글에서는 헌법재판소와 대법원 판례의 이론을 비판하는 일방, 동이론에 입각하여 현행법의 합리적인 해석방향을 제시하였다. 특히 투자자들에 있어 거래여부의 선택이 불가능한 자본거래는 제188조 제2항의 적용범위에서 제외해야 한다는 이론을 전개하였다. 그리고 미국에서 거론되는 단기차익반환제도의 폐지론을 참고하면서 제188조의2가 입법된 상황에서 제188조 제2항을 존치할 필요성을 부정하는 논리를 전개하였다.

주제어: 내부자거래 / 내부자거래규제 / 내부정보 / 내부정보이용금지 / 미공개정보 / 미공개정보이용금지 / 단기매매차익반환 / 증권거래법 제188조

### 【차 례】

- I. 머리말
- II. 內部者去來規制의 沿革
- III. 立法趣旨와 制度的 機能
  1. 제188조 제2항의 立法趣旨
  2. 제188조 제2항의 制度的 機能
- IV. 情報利用의 要件性에 관한 判例
  1. 서울高等法院 判例
  2. 憲法裁判所 決定
  3. 大法院 判例
- V. 判例理論의 矛盾과 矛盾의 解消 論理
  1. 非情報利用去來의 客觀的 類型化論
  2. 保護法益의 修正
- VI. 類型的 非情報利用去來理論의 適用
  1. 買受·賣渡의 意義

## 2. 資本去來를 통한 取得·處分

### VII. 非類型的 非情報利用去來理論의 解釋方向

### VIII. 餘論—제188조 제2항의 廢止論

#### I. 머리말

證券去來法에서 규정하는 內部者去來의 규제는, ① 내부자의 空賣禁止(증권거래법 제188조 제1항. 이하 증권거래법은 조문만 인용), ② 내부자에 의한 단기매매차익의 반환(제188조 제2항), ③ 내부자 및 준내부자의 未公開情報利用禁止로 나누어 볼 수 있고, ③은 다시 정보이용행위의 처벌(제188조의2)과 손해배상책임(제188조의3)으로 나누어진다. 이들간의 본질적인 차이점은 ③은 미공개정보를 이용하였다고 하는 행위에 可罰的인 非難可能性이 있어 벌칙을 적용하지만, ①·②는 內部者의 신분만 구비하면 실제 未公開情報를 이용하였느냐는 것을 묻지 않고 제재를 가한다는 점이라 할 수 있다. 그리고 ①과 ③은 형사벌을 과하지만 ②는 차익의 반환이라는 민사책임을 과하는 것을 특징으로 한다.

內部者가 주식을 空賣하는 것은 이례적인 일로(①), 이는 주가의 하락을 확신하고 하는 행위이므로 그 자체가 非難可能性이 매우 크다고 할 수 있어, 정보의 이용여부를 물을 필요없이 제재를 가하는 것이다. 이에 대해 ②의 단기매매차익거래는 空賣에서와 같은 비난가능성을 발견할 수도 없으려니와, 내부정보이용이 입증되지 않는 한 可罰性을 인정하기 어려우므로 벌칙으로 다스리지는 않되, 정보이용의 가능성을 인정할 수 있으므로 거래의 實益을 없애고자 차익을 반환하게 하고 있다.

그러나 단기매매차익을 반환하게 하는 것은 사유재산을 몰수하는 것에 다름 아니므로 사실상의 형벌이라고 할 것인데, 刑法學的 接近을 해본다면 이는 일종의 抽象的 危險犯의 성격을 가지고 있다고 할 수 있다. 그리고 그 위험은 정보이용의 가능성이라고 할 것인데, 그 정보이용의 가능성이라는 것이 얼마나 보편적인 것이냐는 의문이 제기되고, 또한 정보의 이용이 없었음에 대한 증명, 즉 위험의 부존재에 관한 증명도 허용하지 않고 제재를 가하는 것이 基本權論의 차원에서 정당화될 수 있느냐는 의문이 제기된다. 뿐만 아니라 제188조의 2(정보이용의 금지)가 입법된 상황에서 제188조 제2항을 존치할 명분이 있느냐는 것도 의문의 하나이다. 이하 이러한 의문점을 중심으로 단기매매차익반환제도의 해석 및 입법론을 제시하기로 한다.

#### II. 內部者去來規制의 沿革

내부자거래를 규제하는 입법의 효시는 미국의 1934년 證券去來法(Securities Exchange Act of 1934)이다. 동법 제10조(b)에서 일반적인 사기를 금지하는 규정을 두었으며, 제16조에서 우리 증권거래법의 제188조에 해당하는 규정을 두어 내부자거래를 비로소 규제하기 시작하였다. 일본에서는 戰後 연합군의 통치아래에서 사회 전체의 체제를 바꾸기 위한 광범한 입법작업이 벌어졌는데, 당시 연합군의 주축을 이루었던 미군의 영향으로 많은 법분야에서 미국법을 모델로 하였다. 증권거래법도 같은 경향을 보여, 위 미국 증권거래법의 규정을 본따 내부자거래를 규제하기 위한 규정을 처음 두게 되었다. 1948년에 제정된 日本의 證券去來法 제189조와 제190조가 이에 해당한다(현행 제163조~제166조).

우리나라에서는 1962년에 증권거래법을 제정하였으나(1962. 1. 15, 법률 제972호), 당시에는 내부자거래에 대한 법규범의식이 뚜렷하지 않았을 뿐만 아니라, 당시 내부자거래가 문제

될 수 있는 민간기업이 상장되어 있지도 않았던 까닭에 내부자거래의 규제에 생각이 미치지 못하였다. 1970년대 초부터 정부가 강력한 기업공개정책을 펴기 시작하여 70년대 중반에 이르러서는 제법 많은 순수 민간기업이 상장되었으며, 이때부터 기업의 내부정보가 주가의 중요한 변동원인이 되었다. 그리하여 기업의 내부자들이 신주발행, 해외수주 계약 등 기업 내의 정보재료가 공개되기 전에 주식을 거래하여 이득을 얻는 일이 빈번해졌고, 이에 내부자거래의 폐해가 사회적으로 인식되기에 이르렀다. 이에 1976년에 전면개정된 증권거래법에서는 미국 및 일본의 내부자거래규제를 모범으로 해서 제188조를 신설하여 내부자의 공매를 금지하고 단기매매차익을 반환하도록 하는 제도를 도입하였다(1976. 12. 22, 법률 제 2920호).

제188조가 신설되었지만, 실제 동조를 적용하여 소송을 통해 단기매매차익을 반환시킨 예는 거의 없었다. 그리하여 정부는 만연하는 내부자거래를 단지 차익반환청구만으로 억제하기는 어렵다고 판단하고 1991년말 개정을 통해 내부자거래를 형사별로 제재할 수 있는 규정을 두는 동시에(제188조의2) 내부자거래로 인한 시장에서의 피해자로 하여금 직접 내부자를 상대로 손해배상을 청구할 수 있는 제도를 두었다(제188조의3). 단기매매차익의 반환에 관한 제188조 제2항은 신설후 수차 개정되었는데, 情報利用의 要件性에 관한 개정이 눈에 띈다.

후술하는 바와 같이 美國 1934년 證券去來法에서는 「情報의 不公正한 利用의 방지」는 立法目的에 그치고, 내부자의 6월내의 단기매매라는 객관적 사실만으로 반환의무의 요건을 충족한다. 하지만 이를 모범으로 하여 1976년에 신설된 증권거래법 제188조 제2항은 「上場法人의 任員·職員 또는 主要株主는 그 職務 또는 地位에 의하여 知得한 秘密을 利用하여 그 者가 그 法人의 株式을 買受한 후 6月이내에 賣渡하거나 그 法人의 株式을 賣渡한 후 6月내에 買受하여 利益을 얻은 경우에는 당해 法人은 그 利益을 그 法人에게 提供할 것을 請求할 수 있다」라고 규정하여 情報의 利用을 동조의 적용요건으로 하였다.

그러나 내부자가 정보를 이용하였다는 사실을 입증하는 것은 현실적으로 매우 어렵고 따라서 이 규정은 내부자거래의 단속규정으로서의 실효성을 지닐 수 없었던 까닭에, 1987년 동조 제2항을 「上場法人 또는 登錄法人의 任員·職員 또는 主要株主가 그 法人의 株式을 買受한 후 6月이내에 賣渡하거나 그 法人의 株式을 賣渡한 후 6月내에 買受하여 利益을 얻은 경우에는 당해 法人 또는 委員會는 그 利益을 그 法人에게 提供할 것을 請求할 수 있다. 다만, 그 者가 그 職務 또는 地位에 의하여 知得한 秘密을 利用하여 이익을 얻은 것이 아님을 立證할 때에는 그러하지 아니하다」라고 개정함으로써, 정보를 이용하지 않았다는 사실의 입증책임을 내부자에게 전가하는 방식을 취하였다.

그러나 입증책임을 전환되었을 뿐, 정보의 이용이 여전히 규제의 요건이 되어서는 규제의 실효성이 감소한다고 보아, 1991년의 개정시에는 제188조 제2항 단서를 삭제하여 지금에 이르고 있다.

### III. 立法趣旨와 制度的 機能

#### 1. 제188조 제2항의 立法趣旨

미국증권거래법 제16조(b)는 内部者에 의한 「情報의 不公正한 利用을 방지하기 위하여」 (for purpose of preventing the unfair use of information. . .)라고 규정함으로써 동제도의 목적이 내부자에 의한 미공개정보의 이용을 방지하기 위한 것임을 천명하고 있다. 내부자에 의한 거래를 금지하지는 않는 대신 차익을 반환시킴으로써 거래를 無益하게 하여 내부자거

래를 억제하자는 것이 이 제도의 취지라 할 수 있다.

이같이 내부정보이용의 방지는 입법목적에 그치고 6월내의 매수·매도 또는 매도·매수라는 요건을 충족하는 한 내부자가 실제로 정보를 부당하게 이용하였는지는 묻지 않는데, 이는 내부정보의 이용여부에 관한 立證의 어려움 때문이었다. 즉 내부자의 불공정한 情報利用이라는 主觀的 意圖의 立證이 어려움을 의식하고, 이의 客觀的 立證手段(an objective measure of proof)으로서 6월이란 短期轉賣買期間을 설정한 것이다.1) 내부자가 6월이란 기간 내에 賣買를 하였다면 정보의 불공정한 이용이 있었다고 보는 「거친 손짐작」(crude rule of thumb)을 判定基準으로 채택한 것이라 할 수 있고, 한편 6월간의 株價變動을 거치면 내부정보의 가치가 희석되어 거래가 무용해질 것이라는 계산도 작용한 것이다.2) 요컨대 제188조 제2항이 규정하는 단기매매차익반환제도는 내부자거래로 인한 사회적 손실과 내부자거래를 억제하기 위한 비용을 최소화하기 위한 立法戰略의 산물이라고 말할 수 있다.3)

증권거래법 제188조 제2항의 母法인 미국법의 규정을 보거나 우리 입법의 연혁을 보건대, 제188조 제2항 역시 내부정보의 이용방지를 목적으로 하지만, 이는 입법목적에 그치고 제188조 제2항은 내부정보의 이용을 요건으로 하지 않는 것으로 이해할 수밖에 없으며, 이 점에 관해 異論이 없다.4) 그러나 내부정보의 이용가능성이 전혀 없는 거래이거나 내부정보를 이용하지 않았음이 객관적으로 명확한 경우라면 당초 이 제도의 입법목적과는 무관한데, 그럼에도 불구하고 이 규정을 적용할 수 있는냐는 의문이 제기된다고 함은 서두에서 언급한 바와 같다.

## 2. 제188조 제2항의 制度的 機能

제188조의2에서는 내부정보이용행위를 刑事罰로 다스리는데, 이 규정과 관련하여 제188조 제2항이 어떤 기능을 하는지 검토해 볼 필요가 있다.

제188조의2가 입법되기 전에는 제188조가 내부정보이용행위의 유일한 규제수단이었다. 이 당시에는 실제의 정보이용행위와 정보이용과 무관한 거래를 차별하지 않고 情報利用의 可能性이라는 抽象的 危險을 예방하기 위하여 정보접근의 가능성이 있는 자의 거래를 民事的인 制裁를 가지고 차단함으로써 내부정보이용행위를 예방하였던 것이다.

그러나 제188조의2가 입법됨으로 해서 실제의 정보이용행위가 정보이용의 가능성이 있는 행위로부터 차별화되어 범죄행위로 평가받게 되었다. 그러면 제188조의2가 존재하는 상황에서 제188조 제2항은 어떤 규범적 의의를 가지는가? 만일 단기매매가 실제 내부정보를 이용한 행위임이 판명된다면 이는 제188조 제2항과 동시에 제188조의2의 처벌대상이 된다. 하지만 제188조의2는 刑罰規定인 만큼 「합리적인 의심이 불가능할 정도의」(beyond reasonable doubt) 엄격한 증거가 요구되고 「의심스러울 때에는 피고에 유리하게」(in dubio pro reo)라는 원칙이 적용되는 결과, 증명으로 걸러지는 내부정보이용범을 제외하고는 제188조 제2항의 배타적 적용영역으로 들어간다. 즉 내부정보의 이용행위로 단정하는데에 합리적인 의심이 성립하거나, 내부정보이용의 가능성만이 있을 뿐인 내부자는 제188조 제2항의 적용영역에 편입되는 것이다. 그렇다면 제188조 제2항은 제188조의2를 적용함에 있어 국가가 증명에 실패한 경우 차선의 방법으로 내부정보의 이용방지라는 保護法益을 수호하는 기능을 한다고 할 수 있다. 그런데 문제는 제188조 제2항이 내부정보의 이용방지라는 입법목적에 구성요건에 반영하지 않은 까닭에 입법목적의 관점에서 보는 한, 규제대상의 포착에 필연적인 오류를 범할 수밖에 없다는 것이다.

#### IV. 情報利用의 要件性에 관한 判例

제188조 제2항의 적용에 있어 내부정보의 이용을 요하느냐 혹은 내부정보를 이용하지 않은 거래가 동조의 적용대상이 되느냐는 문제를 다룬 판례는 시간순으로 말하면 서울고등법원, 헌법재판소, 대법원의 판례가 있다. 이하 이 순서로 소개한다.

##### 1. 서울高等法院 判例

어느 상장회사의 대주주가 경영권을 방어하기 위하여 주식을 매수한 후 6월내에 경영권을 양도할 목적으로 주식을 처분한 사례에서 피고는 매수 및 매도가 모두 미공개정보의 이용과 무관하다는 주장을 하였다. 이에 대해 법원은 아래에 인용하는 바와 같이 제188조 제2항을 文理的으로 해석하여, 同條는 미공개정보의 이용과 무관하게 적용되어야 하며, 법 제188조 제8항에 근거하여 시행령 제83조의6이 규정하는 적용제외사항은 한정적인 열거로 해석하여야 한다고 판시하였다.

「단기매매차익반환 규정의 연혁 및 입법취지를 고려할 때 이는 그동안 건전한 자본시장의 육성이라는 취지에서 문제점으로 지적되어 온 내부자거래규제의 어려움을 해결하기 위한 사회적 필요성에 의하여 마련된 것으로 보아야 할 것이며, 따라서 법 제188조 제2항에 열거된 내부자가 6개월 이내에 단기매매를 하여 차익을 얻은 경우에는 미공개내부정보를 실제로 이용하였는지 또는 그것이 장내거래인가 장외거래인가의 여부에 상관없이 이를 반환할 의무가 있다 할 것이고, 다만 극히 예외적으로 법 제188조 제8항에서 대통령령이 정하는 일정한 경우에 한하여 그 적용범위에서 제외된다고 규정하고 있는 것에 비추어 앞서 살펴본 각 규정들이 정하는 예외사유는 한정적으로 열거된 것으로 봄이 상당하다고 할 것인데, 피고가 주장하는 위와 같은 사유는 위 예외규정 어디에도 해당하지 아니한다 할 것이다.」(서울고등법원 2001. 5. 9 판결, 2000나21378(현대디에스에프 사건)).

##### 2. 憲法裁判所 決定

위 고등법원의 판결은 제188조 제2항과 동시행령을 문리적으로 해석하여 법문을 넘어서는 예외를 일체 허용하지 않는 태도를 보이고 있으나, 이듬해에 나온 헌법재판소의 판결은 법문이 규정하지 않는 예외를 허용하는 결정을 내렸다.

주식회사주리원이라는 회사와 경기화학공업주식회사라는 회사의 내부자가 제기한 헌법소원에서 제188조 제2항이 미공개정보의 이용을 요건을 하지 않은 것은 위헌이라는 주장과 제188조 제8항 및 시행령 제83조의6이 적용제외사유를 한정적으로 열거함으로써 정보이용가능성이 없는 거래에 대해 제188조 제2항을 적용하는 것은 위헌이라는 주장이 제기되었던바, 헌법재판소는 청구를 기각하기는 하였지만, 그 이유설시에서 내부정보의 이용가능성이 없는 일정한 거래는 제188조 제2항이 적용될 수 없다는 취지로 판시하였다(헌법재판소 2002. 12. 18 결정, 99헌바105, 2001헌바48).

우선 내부정보의 이용을 요건으로 하지 않은 점이 위헌이라는 주장은 다음과 같은 논리로 배척하였다.

「내부자가 단기거래로 차익을 발생시킬 경우, 일반투자자들은 비록 내부자가 내부정보를 이용하지 않았다 하더라도 내부자의 회사에서의 지위로 인하여 그것이 내부정보의 이용으로 인한 것이 아닌가 불신할 수 있다. 이러한 불신은 내부자의 단기거래로 인한 차익의 발생만으로도 발생하는 것이고, 그러한 불신이 시장에서 만연하게 되면, 결국 증시 전반은 위축되는 결과가 초래된다.

따라서 입법자는 내부정보를 실제로 이용한 경우에만 단기매매차익반환책임을 묻어서는 내부자거래를 규제하고자 하는 입법목적은 달성하기 어렵다고 판단하고, 실제로 내부정보를

이용하였는지 여부를 불문하고 내부정보를 이용하였을 개연성이 큰 단기매매 자체를 금지하려는 의도에서 이로 인하여 발생한 모든 차익을 회사로 반환하게 한 것으로 이는 증권시장에 대한 신뢰의 제고를 입법목적으로 하는 이 사건 법률조항의 입법목적상 불가피한 입법적 선택이라 할 것이다.」

그러나 정보이용의 가능성이 없는 거래에 관하여는 다음과 같이 판시하였다.

「내부정보를 이용할 개연성이 크다고 볼 수 있는 내부자의 단기주식거래에 있어 실제로 내부자가 회사의 내부정보를 이용하였는지 여부를 불문하고 객관적인 요건에 해당하는 한, 그러한 거래로 인하여 발생한 이익을 회사로 반환시켜야 할 필요성과 합리적인 이유가 있다고 하더라도, 애당초 단기매매차익의 발생 원인이 미공개내부정보의 이용에 있지 않음이 객관적으로 명백히 인정되는 등 법 제188조 제8항과 이에 근거한 법시행령 제83조의6 및 위 시행령 조항 제6호에 근거한 임원·주요주주의 주식소유상황보고 및 단기매매차익반환에 관한 규정 제9조의2가 정하는 반환책임의 예외사유와 본질적으로 같은 성격의 거래임에도, 단지 위 법령 등에서 정한 예외사유에 해당하지 않는다는 이유로 그 차익을 일률적으로 모두 반환하게 한다면 이는 최소침해성의 원칙에 반할 여지가 있다.

나아가 단기매매차익반환의 예외를 정한 법 제188조 제8항과 그에 근거한 법시행령 제86조의6이 정하는 예외사유에서 명시적으로 따로 정한 바 없다고 하더라도 내부자거래에 의한 주식거래가 아님이 명백한 경우 즉, 거래의 유형상 애당초 내부정보의 이용가능성이 객관적으로 없는 경우에는 이미 이 사건 법률조항 자체가 적용되지 않는다고 보아야 할 것이다.」

### 3. 大法院 判例

제188조의 적용에 있어 미공개정보이용의 요건성을 다룬 대법원 판결은 앞서 소개한 서울고등법원판결의 상고심 판결이 유일하다. 이 판결은 위의 헌법재판소 결정이 나온 후에 나온 것으로 헌법재판소의 입장을 그대로 따르고 있다. 즉 제188조 제2항의 적용에 있어 미공개정보의 이용여부는 묻지 않으며, 적용제외사유인 제188조 제8항 및 시행령 제83조의6이 규정한 것은 한정적인 열거로서 그 밖의 사유로까지 반환책임의 예외사유를 넓힐 것을 예정한 것은 아니라 판시하였다. 그러나 객관적으로 볼 때, 애당초 내부정보의 이용가능성이 전혀 없는 유형의 거래에 대하여는 법 제188조 제2항이 적용되지 않는다고 해석해야 한다고 판시하며 원심의 판결을 나무라되, 경영권의 양도는 객관적으로 볼 때, 애당초 내부정보의 이용가능성이 전혀 없는 유형의 거래에는 해당하지 않는다고 봄이 상당하다 하며 결론에 있어서는 원심을 지지하였다(대법원 2004. 2. 13 판결, 2001다36580).

## V. 判例理論의 矛盾과 矛盾의 解消論理

헌법재판소의 결정과 대법원 판례는 제188조 제2항의 적용에 있어 정보이용의 요건성에 관한 법원의 해석론으로 확립된 것이라고 말해도 좋을 것이다. 판례는 다음 두 가지의 이론을 제시하고 있다.

첫째는 제188조 제2항이 정보이용을 요건으로 하지 않은 것은 불가피한 입법적 선택이라는 것이다.

둘째는 제188조 제8항 및 시행령 제83조의6이 열거하고 있는 사유가 아니더라도 거래의 유형상 내부정보의 이용가능성이 객관적으로 없는 경우에는 제188조 제2항의 적용대상이 아니라는 것이다.

대법원 판례는 첫째의 점에 관해 부연설명하기를 「적용제외사유인 제188조 제8항 및 시행령 제83조의6이 규정한 것은 한정적인 열거로서 그 밖의 사유로까지 반환책임의 예외사유

를 넓힐 것을 예정한 것은 아니[다]」라고 실시하였으며, 헌법재판소도 같은 취지로 판시하고 있다. 이는 시행령으로 열거하지 않은 사항은 반환책임의 예외로 인정할 수 없다는 결론에 이르는데, 그러면서도 둘째 명제에서는 내부정보의 이용가능성이 없는 경우에는 반환책임의 대상이 아니라고 한다. 첫째와 둘째의 명제는 상호 모순되는 것이 명백한데, 법원은 다음 두 가지 이론으로서 이 모순점을 해소하는 노력을 보이고 있다.

#### 1. 非情報利用去來의 客觀的 類型化論

판례는 예외를 인정하되, 「거래의 유형상 내부정보의 이용가능성이 객관적으로 없는 경우」로 제한하고 있다. 그 결과 제188조의 적용여부가 문제되는 내부자의 단기거래는 다음 세 가지 영역으로 나누어지게 된다. ① 시행령 제83조의6에 해당하는 거래, ② 시행령 제83조의6에 해당하지는 않으나, 거래의 유형상 내부정보의 이용가능성이 객관적으로 없는 거래, ③ ①·②에 해당하지 않는 거래이다(<그림 1> 참조). 이 중 ③만 반환책임의 대상이 되는 것이다.

판례가 명문의 규정없이 예외로 삼는 거래를 「거래의 유형상」 내부정보의 이용가능성이 「객관적으로 없는」 거래로 特化시킨 것이 주목할 만하다. 이는 기술한 바와 같이 판지의 두 가지 명제의 충돌을 해소하기 위한 것으로, 단지 내부정보의 이용이 없었다는 사실만으로는 반환책임의 면책요건으로 부족하고, 내부정보이용의 가능성이 객관적으로 부존재하는 정형화된 거래만을 구성요건의 조각사유로 삼겠다는 것이다. 그리하여 위 ③의 거래는 다시 ③' ①·②에는 해당되지 않으나, 내부정보를 이용하지 않았음이 명백한 거래, ③" 내부정보를 이용하였거나 혹은 이용여부가 불명한 거래로 분류할 수 있다(<그림 2> 참조). 이 중 ③의 거래를 제188조의2의 관점에서 볼 때에는, ③'는 가별성이 없는 거래이고 ③"는 가별성이 있는 거래로서 엄격히 구분되지만, 제188조 제2항의 적용에 있어서는 전혀 차별을 두지 않는 것이다. 나아가 ②와 ③'를 비교할 때, 정보이용과 무관한 거래라는 점에서 공통됨에도 불구하고, ②는 정보의 불이용이 객관화된 유형적 거래라는 이유에서 ③'은 그렇지 않다는 이유에서 법적 취급을 달리하는 것이다.

그러면 판례가 말하는 거래의 유형상 내부정보의 이용가능성이 객관적으로 부존재하는 거래란 어떠한 거래를 말하는가? 이는 미국판례의 「비전통적 거래」(unorthodox transaction) 이론을 수용한 것으로 보인다.

미국에서는 제16조(b)의 요건이 경직화되어 있음으로 해서 정보이용의 여부에 불구하고 모든 내부자거래에 무차별적으로 적용되는 문제점을 의식하고, 제16조(b)의 적용범위를 좁히려는 이론이 발전하였다. 시장에서의 매매를 orthodox transaction이라 부르고, 합병 등 자본거래와 같이 성질상 미공개정보의 이용이 불가능한 비전형의 거래를 이른바 비전통적 거래(unorthodox transaction)라고 부르며, 이러한 거래는 제16조(b)의 적용에서 제외해야 한다는 이론이다. 이에 관해 지침을 내린 판결의 예로서 Kern 사건을 들 수 있다. 이 사건은 공개매수를 통해 취득한 주식을 합병을 계기로 합병법인의 주식과 교환하거나 교부금을 받은 사안이다. 이 사건에서 법원은 합병단계에서 내부자가 그 주식의 소유로 인해 내부정보를 얻고 이용하였으리라 보기 어렵다는 점, 아울러 합병으로 인한 주식의 교환은 내부자의 自意의 의사에 의해 이루어진 것이 아니라는 점(involuntary transaction)을 들어 합병으로 인한 주식교환은 매도가 아니라고 보았다.<sup>5)</sup>

위 헌법재판소의 결정문에서 Kern 판결 및 같은 취지의 일본판례<sup>6)</sup>를 인용하며 앞서와 같은 결론을 낸 것을 보면, 미국의 비전통적거래를 「거래의 유형상 내부정보의 이용가능성이 객관적으로 부존재하는 거래」로 명명하며 해석상의 예외로 제시한 것으로 판단된다. 실은

이 이론은 헌법재판소 결정에 처음으로 등장한 것은 아니고, 후술하는 2001년 5월 18일자 서울고등법원 판결에서 제188조 제2항이 규정하는 「매도」와 「매수」의 범위에 관한 문제로 제기하여, 법원의 합목적적·실용적 해석(7)을 통해 그 범위를 정해야 한다는 이론을 제시한 바 있다(서울고법 2001. 5. 18 판결, 2000나22272). 이하 헌법재판소가 적용제외하는 거래를 이하 「유형적 비정보이용거래」라 부르기로 한다.

## 2. 保護法益의 修正

제188조 제2항의 입법목적상 유형적 비정보이용거래를 적용대상에서 제외해야 한다는 이론이 타당함에는 이론이 없지만, 왜 유형적 비정보이용거래와 정보이용이 없는 비유형적 거래를 차별하여 후자는 여전히 규제의 대상으로 삼아야 하느냐는 의문이 제기된다. 후자의 거래도 어차피 정보의 부당한 이용방지라는 입법목적과는 무관하기 때문이다. 이 의문에 대한 답으로서 헌법재판소는 제188조 제2항의 입법 목적을 달리 설명하는 방법으로 답하고 있다. 관련된 판지부분을 다시 요약 정리하자면 「내부자가 내부정보를 이용하지 않았다 하더라도, 단기거래로 차익을 발생시키면 일반투자자들은 그것이 내부정보의 이용으로 인한 것이 아닌가 불신할 수 있으며, 이러한 불신이 시장에서 만연하게 되면 결국 증시 전반이 위축된다. 따라서 증권시장에 대한 신뢰의 제고라는 입법목적상 내부정보를 이용하였을 개연성이 큰 단기매매 자체를 금지하려는 의도에서 비롯된 불가피한 입법적 선택」이라는 것이다.

제188조 제2항의 입법 목적을 「내부정보의 이용방지」라고 하는 것이 전통적인 설명이었으나, 헌법재판소는 동조의 입법 목적을 내부자의 단기거래에 대한 「투자자의 불신」을 제거하는 데에 있다고 함으로써 정보를 이용하지 않은 내부자거래도 규제대상에 포섭해야 하는 정당성을 설명하고 있는 것이다.

이는 마치 내부자거래를 형법학에서 말하는 舉動犯的으로 성격규정하고 있는 것인데, 기본권론의 시각으로 볼 때에 투자자의 「불신을 제거」한다는 입법목적과 관련하여 정보이용여부에 불구하고 내부자의 단기거래를 제한하는 것이 수단의 적절성이나 최소피해의 원칙에 부합하는지 의문이다.

## VI. 類型的 非情報利用去來理論의 適用

법원은 「유형적 비정보이용거래이론」을 취하면서도 구체적으로 어떠한 거래가 이에 해당하느냐는 점에 관해서는 설명이 없다. 이 이론을 근거로 좀더 구체적인 결론을 끌어내자면, 제188조 제2항이 요건으로 삼는 「매수」, 「매도」의 범위를 어떻게 이해할 것이냐는 일반적인 문제를 제기해 볼 수 있겠고, 특수한 쟁점으로서 資本去來의 성질을 갖는 거래를 「매수」, 「매도」의 범위에 넣을 것이냐는, 바꿔 말하면 자본거래를 「유형적 비정보이용거래」의 전형적인 예로 볼 수 있겠느냐는 문제로 접근해 볼 수 있다.

### 1. 買受·賣渡의 意義

6월내에 매수하고 매도하거나 매도하고 매수한 경우 매수와 매도의 의미를 어떻게 새길 것인가? 매수·매도를 아무리 넓게 해석하더라도 최소한 有償去來이어야 하므로 증여, 상속, 무상증자(준비금의 자본전입, 상법 제461조) 등을 통한 주식의 이전은 제188조 제2항의 매수·매도에 포함되지 않는 것으로 보아야 한다.<sup>8)</sup>

매수와 매도를 가장 엄격히 해석한다면 민법 제563조가 규정하는 매매에서의 매수 또는 매도를 의미하는 것으로 풀이해야 할 것이다. 이같이 해석한다면 교환(민법 제596조)을 통한 주식의 이전은 제188조의 적용에서 벗어나게 된다. 합리적인 해석이 아님은 물론이다. 그러므로 교환이나 대물변제와 같이 종국적인 소유권의 취득이나 처분을 수반하는 有償去來는

제188조가 규정하는 매수 또는 매도에 포함되는 것으로 해석하여야 한다. 그러면 어느 정도로 매수·매도를 넓게 해석할 것인가? 이 점을 정면으로 다룬 고등법원 판례를 소개한다.

「증권거래법 제188조 제2항에서의 “매도” 또는 “매수”는 민법상의 전형적인 매매 이외에도 상법이나 증권거래법이 인정하는 다양한 방식에 의한 유상취득이나 처분행위를 통하여서도 가능할 수 있으며, 나아가 구체적으로 민법상의 매매 이외의 다른 어떤 전형계약 혹은 비전형계약까지 “매수”나 “매도”의 범위에 포함시켜 규제할 것인가 하는 점은, 증권거래법 제188조 제2항의 연혁 및 입법취지, 관련 하위법규의 규정 내용 등을 고려하여, 당해 거래의 성격이나 비자발성의 정도, 거래의 동기 및 결과 등에 따라, 법원이 합목적적이고 실용적으로 해석하여야 할 것이다.」 (요지)(서울고등법원 2001. 5. 18 판결, 2000나22272(경기화학사건)).

요컨대 매수와 매도란 民法상의 賣買에 해당하는 거래에 국한되지 않고 非典型的인 유상취득행위를 널리 포함하지만, 구체적인 범위는 구체적인 사건에 임하여 합목적적이고 실용적으로 해석하여야 한다는 것이다. 이 역시 앞서의 헌법재판소 및 대법원 판례가 제시한 「유형적 비정보이용거래이론」 과 마찬가지로 「합목적적·실용적 해석」 이라는 추상적 기준만 제시해 주고 있다.

매수·매도의 범위와 관련하여 가장 전형적으로 발생하는 문제는 자본거래라 할 수 있으므로 난을 바꾸어 자본거래의 포함여부에 관해 검토한다.

## 2. 資本去來를 통한 取得·處分

### (1) 문제의 소재

상법 또는 증권거래법에 의한 자본거래를 통해 주식을 취득하는 예로는, 회사가 新株發行을 함에 있어 주주가 신주인수권을 행사하여 주식을 배정받는 경우(유상증자, 상법 제416조), 전환사채권자가 전환을 청구하는 경우(상법 제515조), 신주인수권부사채권자가 신주인수권을 행사하는 경우(상법 제516조의8),9) 주식매수선택권의 행사에 의해 주식을 취득하는 경우(상법 제340조의4, 증권거래법 제189조의4), 합병에 의해 소멸하는 회사의 주주가 존속 회사의 주식을 배정받는 경우(상법 제523조 제3호), 회사분할에 의하여 분할회사의 주주가 신설회사나 합병분할의 상대회사주식을 취득하는 경우(상법 제530조의5 제1항 제4호), 주식의 교환·이전에 의해 자회사의 주주가 모회사의 주식을 취득하는 경우(상법 제360조의2 제2항, 제360조의15 제2항), 주식매당에 의해 주식을 취득하는 경우(상법 제462조의2)를 들 수 있다(이하 「X그룹의 경우」 라 하자).

그리고 자본거래를 통해 주식을 처분 또는 상실하는 예로서는, 자본감소에 의해 주식이 유상소각되는 경우(상법 제438조), 이익소각에 의해 주식이 소각되는 경우(상법 제343조 단서, 제343조의2 제1항), 주식매수청구권의 행사에 의해 주식을 회사에 이전하는 경우(상법 제360조의5, 제360조의22, 제374조의2, 제522조의3, 제530조의11 제2항), 합병에 의해 소멸하는 회사의 주주의 소유주식이 소멸되는 경우, 회사분할에 의해 분할회사의 주주의 소유주식이 소멸하는 경우, 주식의 교환·이전에 의해 완전자회사의 주주의 소유주식이 완전모회사에 이전되는 경우를 들 수 있다(이하 「Y그룹의 경우」 라 하자).

자본거래를 매수·매도의 개념에 포함시킬 경우에는, 「X그룹의 경우」 에 속하는 어느 자본거래와 「Y그룹의 경우」 에 속하는 어느 자본거래가 6월내에 X-Y 혹은 Y-X식으로 연결되면 이는 제188조 제2항의 적용대상이 된다는 결론에 달한다. A회사가 주식매당을 하여 주요주주 B가 주식을 취득하였는데, 6월내에 A가 C회사와 합병을 하므로 B가 이에 반대하여 주식매수청구권을 행사하였을 경우 B소유주식의 매도가액에서 배당가액(액면가)을 차감

한 잔액은 제188조 제2항의 단기매매차익이 되므로 반환하여야 하는 것이다. 같은 문제가 X나 Y 그룹의 거래가 비자본거래와 연결되었을 때에도 생긴다. 예컨대 B가 주식을 배당받은 것이 아니고 시장에서 매수한 후 6월내에 주식매수청구권에 의해 처분하는 것과 같다. 여기서 B의 주식배당에 의한 주식취득 및 매수청구권의 행사에 의한 처분은 제188조 제2항의 입법목적에 비추어 同條가 예상하는 거래와 본질적인 차이점을 가지고 있다. 즉 제188조 제2항은 내부자가 신분을 이용하여 지득한 정보를 이용하여 차익을 얻는 것을 방지할 목적에서 둔 것이므로 주식의 취득·처분은 기본적으로 내부자의 자유로운 결정에 따른 것임을 전제로 한 것이라 할 수 있다. B의 주식배당이 B의 자유로운 결정에 의한 것이 아님은 물론이고 합병에 반대하여 주식매수청구권을 행사하는 것도 자신의 재산관리상 불가피한 경우이다. 그렇다면 이 예는 제188조 제2항의 입법목적과는 무관한 거래라 할 것이다.

### (2) 예외규정의 한계

위에 열거한 자본거래 중 몇 가지는 시행령의 규정이나 금융감독위원회의 규정에 의해 제188조 제2항의 적용대상에서 제외되어 있다. 시행령 제83조의6 제5호에서 주식매수선택권의 행사로 취득한 주식을 처분하는 행위를 제외시키고 있고, 금융감독위원회의 「임원·주주·주주의주식소유상황보고및단기매매차익반환에관한규정」 제9조의2에서 주주·전환사채권자의 신주인수 및 전환사채권자의 전환에 의한 취득을 제외하고(동조 제1호), 모집매출하는 주식의 청약(동조 제2호), 유상신주발행시 실권주 또는 단수주의 취득(동조 제5호), 교환사채권의 권리행사로 인한 주식취득(동조 제8호) 등을 예외로 인정하고 있는 것이다. 또한 非資本去來라 하더라도 정보이용의 가능성이 없다고 인정되는 거래들을 다수 열거하고 있어 법적용의 엄격성을 누그러뜨리고 있다.

하지만 이같은 예외규정들 자체가 제188조 제2항의 적용상의 문제점을 말끔히 해소해 주는 것은 아니다. 다음과 같은 문제점을 지적할 수 있다.

첫째, 예외범위의 합리성에 관한 문제이다. 예컨대 시행령에서 주식매수선택권을 행사하여 취득한 주식을 처분하는 행위를 제외시키고 있으면서 주식매수선택권의 행사나 주식배당을 제외해 놓은 것은 납득하기 어렵다. 오히려 주식매수선택권의 행사나 그로 인해 취득한 주식의 처분은 내부정보의 이용을 수반할 수 있다.10)

둘째, 법적 안정성의 문제이다. 단기매매차익의 반환은 국민의 재산권에 대한 중대한 제약임에도 그 적용범위(예외범위)를 감독기관의 행정명령에 위임함으로써 감독기관의 정책에 따른 가변성을 부여한 것은 기본권보장의 측면에서 바람직하지 않다. 가령 현재의 규정에는 新株引受權의 행사로 인한 주식의 취득은 적용제외사항이지만, 과거에는 이런 규정이 없었으므로 전계 2000나22272 서울고등법원 판결에서는 신주인수권의 행사로 인한 취득도 제188조 제2항의 적용대상이라고 판시한 바 있다.

셋째, 예외로 열거된 거래와 열거되지 않은 거래가 先後行爲로 연결될 경우 적용대상이 되느냐에 관해 명문의 해결규정을 두고 있지 않다. 예컨대 신주인수를 한 후 6월내에 매각하거나, 혹은 주식을 매각한 후 6월내에 신주인수를 한 경우(전계 고등법원 판결의 사안) 차익반환의 의무가 있느냐에 관해 법상으로는 해석의 지침이 없는 것이다.

### (3) 小 結

위에서 자본거래에 의한 주식의 취득·처분을 적용대상으로 삼을 수 없는 이유로서 자발적인 시장거래를 통한 것이 아니라는 점을 들었다. 뿐만 아니라 내부자가 내부정보에의 접근기회가 있었다고 하더라도 주식거래 자체는 내부정보에 의해 유도된 것이 아니라는 점도 제188조 제2항의 적용대상으로 볼 수 없는 강력한 이유의 하나이다.

이에 대해 자본거래 자체가 내부자에 의해 지배될 수 있는 예를 들어 이같은 해석의 부당함을 지적할 수 있을 것이다. 예컨대 앞서 예시한 주식배당-합병의 예에서 B가 A회사의 주식배당 및 합병의 의사결정을 완전히 지배하고 그 정보를 이용할 수도 있다. 또 바로 위에 예시한 신주인수후 매각 혹은 매각후 신주인수의 예에서도 관련 내부자가 신주인수를 위한 의사결정을 완전히 지배할 수 있는 주주 또는 임원일 경우도 있고 매각이 내부정보를 이용하여 이루어진 것일 수도 있다. 그러나 이러한 예라면 제188조의2에 문의하여야 할 것이고 극히 한계적인 상황을 상정하여 法條의 적용범위를 넓혀서는 法的 安定을 기할 수 없다. 그러므로 제188조 제2항은 엄격히 해석하여 그 적용범위를 個人法的인 有償去來로 제한하는 것이 합리적인 해석이라 생각된다.11)12) 제188조의2에서는 적용대상을 유가증권의 「賣買 기타 去來」로 넓히고 있는 반면, 제188조 제2항에서는 「買受 또는 賣渡」로 규정하는데, 양자의 法文의 차이는 분명 解釋의 차이를 기대하고 입법된 것으로 보아야 할 것으로, 이러한 제한적인 해석을 실정법적으로 지지해 주는 근거가 된다고 본다. 즉 전자는 정보이용이 개재될 수 있는 유상취득·처분을 폭넓게 포섭하고자 한 것이고, 후자는 민법상의 매매에 국한하려는 의도는 아니라 하더라도, 정보이용에 대한 증명을 요하지 않는 만큼, 대상을 개인법적 유상거래로 좁히려 한 것으로 풀이하는 것이 법문상 자연스러운 것이다.

#### VII. 非類型的 非情報利用去來理論의 解釋方向

내부정보를 이용하지 않은 거래에 대해 제188조 제2항을 무차별적으로 적용함으로써 발생하는 문제점은 동조 제8항 및 시행령 제83조의6에 의해 크게 완화될 수 있다. 그리고 판례의 類型的 非情報利用去來理論은 예외의 범위를 시행령보다 더 넓힐 수 있는 여지를 마련해 주고 있다. 하지만 시행령의 예외범위에 합리성을 인정하기 어려운 점이 있으며, 그에 열거되어 있는 행위나마 완결적인 해결방안이 되기 어렵다고 함은 기술하였다. 그리고 유형적 비정보이용거래의 예로서 자본거래를 제시하였지만, 이는 筆者의 해석론에 불과하고 그 범위가 명쾌하게 이해되는 것은 아니다. 그리하여 통상의 주식매매는 語義적으로 유형적 비정보이용거래에 해당된다고 볼 수 없어 무제한 제188조 제2항의 적용범위에 편입되고, 유형적 비정보이용거래에 해당하느냐가 다투어질 수 있는 한계적인 거래들도 동조의 위협하에 놓이게 된다.

제188조 제2항이 적용되는 사안 중 미공개정보를 이용한 거래라면 당연히 제188조의2에 의해서도 의율되므로 제188조 제2항의 의의는 정보이용의 증거가 없는 내부자에 의한 거래를 제재하는 수단이 된다는 의미를 가질 뿐임은 기술한 바와 같다. 이는 刑事訴訟節次의 大원칙인 無罪推定の 원칙을 깨는 것에 비유할 수 있어 불합리한 기본권의 침해라 할 것이다. 더욱이 앞서 인용한 판례처럼 「미공개정보의 이용여부에 불문하고」 이 규정이 적용되어야 한다면, 미공개정보를 이용하지 않았다는 내부자의 주장·입증은 봉쇄되고 내부자라는 신분만으로 거래차익이 박탈되는 결과에 이르게 되어 합리적인 근거가 없는 기본권제한이 아닐 수 없으며(헌법 제11조 제1항, 제23조 제1항), 기본권의 본질적인 내용을 침해하는 것이라 할 수 있다(헌법 제37조 제2항).

판례는 투자자의 불신을 제거한다는 것을 이 제도의 입법목적으로 설정하여 비정보이용거래의 규제를 정당화하지만, 이러한 입법목적의 정당성을 시인한다고 하더라도, 手段의 適切性에 의문을 가지지 않을 수 없다. 내부자의 거래와 관련하여 투자자의 불신을 제거하는 방법은 내부자의 거래를 봉쇄하는 극단적인 방법 이전에, 정보이용거래를 빠짐없이 단속하는 것이라 하겠다. 즉 제188조의2에 의율되어 처벌받는 거래외에는 내부자의 거래라 하더라도

정보이용과 무관하다는 믿음을 줄 수 있도록 동조의 운영을 엄격히 하는 것이다. 그렇지 않고 단지 내부자의 단기거래는 내부정보이용의 가능성이 높을 것이라는 추단만으로 제188조 제2항의 적용범위를 확대하는 것은 過剩禁止의 원칙(헌법 제37조 제2항)에 위반한다고 보아야 할 것이다.

그렇다면 현행 제188조 제2항의 규정은 어떻게 운용되어야 하는가? 내부정보이용의 입증의 기술적 어려움을 고려하여 내부정보의 이용을 요건으로 하지 않은 것은 입법의 재량이라고 수용하더라도, 동조가 명문으로 규정하고 있지는 않지만, 「내부정보이용의 개연성이 있는 거래로서 정보의 불이용이 증명되지 않은 경우에 한하여 동조의 적용대상이 된다」는 것을 이른바 「記述되지 않은 構成要件要素」(ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal)로 삼아야 할 것이다.

#### VIII. 餘論—제188조 제2항의 廢止論

미국에서 1934년 증권거래법의 제정으로 제16조(b)가 도입된 직후 증권업계나 증권법학자들의 비판이 잇달았다. 가장 큰 문제점으로 지적된 것은 이 제도가 부당한 정보이용거래와 정직한 거래를 차별하지 못하고 자의적으로 불이익을 가한다는 것이다.<sup>13)</sup> 나아가 이 제도는 6월내에 상계되는 거래를 요건으로 하므로 미공개정보를 이용하여 행해지는 1회의 매수 또는 매도를 차단하지 못하며, 정보를 이용한 매수 또는 매도 후 6월 직후에 매도 또는 매수함으로써 성공적으로 완결되는 내부자거래에 무력하다는 것이다. 그리하여 이 제도를 비판하는 술한 비유가 나왔는데, 가령 표적을 비껴가 엉뚱한 대상을 공격한다는 의미에서 용수철총(spring gun)이라거나, 쥐를 잡자고 창고를 태우는 우행이라거나 프로크루스테스<sup>14)</sup>의 침대라는 것 등이다.<sup>15)</sup> 그리하여 1941년에 증권업계가 주도하여 제16조(b)를 폐지하기 위한 대대적인 운동을 벌였다. 하지만 이 운동은 이를 폐지할 경우 내부자거래가 만연할 것이라는 SEC의 강력한 반대에 부딪혀 실패하였다.

그러다가 1960년에 SEC가 내부자거래의 형사적인 제재수단으로서 제10조(b)를 활용하기 시작하였고, 1968년에 연방 제2항소법원이 이를 지지해 주는 판결<sup>16)</sup>을 내놓으면서, 제16조(b)의 존치이유가 크게 축소되었다. 그리하여 증권업자들은 다시 의회에 제16조(b)의 폐지를 호소하기에 이르렀다. 하지만 이 때에도 역시 SEC의 강력한 반대에 부딪혀 실패하였다. 제16조(b)가 존속하게 된 데에는 이 제도가 내부자거래에 대한 법적 혐오감을 표시하는 상징적 중요성(symbolic significance)을 강조한 미국법률가협회(American Law Institute)의 의견이 크게 주효하였다.<sup>17)</sup><sup>18)</sup>

현행 증권거래법 제188조의2가 입법되기 전에는 제188조 제2항이 내부자거래를 방지하기 위한 유일한 근거규범으로서의 역할을 하였다고 할 수 있다. 하지만 내부자거래를 벌하는 구체적인 요건을 가지고 제188조의2가 입법된 이상 이와 관계에서 제188조 제2항이 갖는 의미가 무엇인가라는 의문이 제기되지 않을 수 없다.<sup>19)</sup>

내부자거래를 명문으로 특정하여 단속하는 규정을 갖고 있지 않는 미국에서는 법률가협회가 말하는 것처럼 제16조(b)가 내부자거래에 대한 법적 거부감을 표시하기 위한 상징적인 의미를 가지고 있다고 말할 수 있다. 그러나 우리나라에서는 제188조의2가 내부자거래를 특정하여 금지하고 있는 이상, 제188조 제2항이 내부자거래에 대한 법적 거부감을 표현하는 상징적 의미를 갖는다는 것은 무의미한 말이다. 또한 이 글에서는 심도있게 논의하지 않았지만, 단기매매차익의 반환이 갖는 제재적 성격을 우리나라의 制裁法體系와 연결하여 어떻게 설명하여야 하느냐는 문제, 그리고 이를 회사에 반환하여야 할 法論理的 當爲性의 문제

등 法理的인 문제를 다수 안고 있다.

최근 감독기관의 시장감시기능이 제고됨에 따라 제188조 제2항의 실효성이 크게 높아지고 있다. 그리고 보면 과거 시장감시기술이 미숙하였을 때에 제188조 제2항이 수행하였던 규제적 편의적 기능마저 현재는 불가피하다고 말하기 어렵다 할 것이어서 제188조 제2항의 폐지를 고려할 만하다고 생각된다.

#### 참고문헌

고창현, “증권거래법상 단기매매차익반환의무,” 『인권과정의』, 1999. 9(277호).

盧泰嶽, “內部者去來 등 관련행위의 規制,” 『證券去來에 관한 諸問題(上)』, 법원도서관 재판자료 제90집.

金建植, 『證券去來法(2판)』, 두성사, 2001.

金正洙, 『現代證券法原論』, 박영사, 2002.

辛永茂, 『證券去來法』, 서울대학교 출판부, 1995.

李哲松, 『會社法講義』, 박영사, 2003.

林在淵, 『改訂版 證券去來法』, 박영사, 2002.

Coffee/Seligman, Securities Regulation—Cases and Materials, 9th ed., Foundation Press, 2003.

Cox/Hillman/Langevoot, Securities Regulation—Cases and Materials, 2nd ed. Aspen Law and Business, 1997.

Hamilton, Robert, Corporations, 3rd ed., West Publishing, 1986.

O’Conner, Marleen, “Toward a More Efficient Deterrence of Insider Trading: The Repeal of Section 16(b),” 58 Fordham L. Rev.(1989).

Ratner/Hazen, Securities Regulation—Case and Materials, 4th ed. West Publishing, 1991.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 5, No. 1, 2004

The Liabilities of Insiders for Short-swing Profits  
and the Unfair Use of Inside Information

Chul Song Lee

## ABSTRACT

Section 188(2) of Securities Act which was introduced modelled after §16(b) of the U.S.A. Securities Act 1934 imposes civil liability on the insiders for profits realised on a purchase and sale or a sale and purchase within a period of six months. While its purpose is to prevent insiders from unfair use of information, the liability is imposed regardless of actual use of information and, moreover, even the proof of not using information could not relieve the insiders from the liability. Against the argument for the unconstitutionality of such a regime, the Court of Constitution and Supreme Court confirmed its constitutionality with providing a new interpretation of §188(2) that this section excludes 'insider' trade objectively characterized as a trade which is irrelevant to use of information from its nature. This article criticizes the ambiguity of this standard adopted by the courts and tries to find a new interpretative test in application of §188(2) and argues the repeal of this section for the reason that the existence of §188(2) cannot be justified any more since the unfair use of inside information is expressly prohibited with criminal penalty under §188-2.

\* 이 논문은 漢陽大學校 2001학년도 교내연구비의 지원으로 작성된 것이다.

1) *Smolowe v. Delendo Corp.*, 136 F. 2d 231, 235~36(2d Cir. 1943), cert. denied 320 U.S. 751, 64 S. Ct. 56, 88 L. Ed. 446; Hearings before the Committee on Banking and Currency on S. 84, 72d Cong., 2d Sess., and S. 56 and S. 97, 73d Cong., 1st and 2d Sess.

2) *Robert Hamilton, Corporations*, 3rd ed., West Publishing, p. 1004.

3) Marleen O'Conner, "Toward a More Efficient Deterrence of Insider Trading: The Repeal of Section 16(b)," 58 *Fordham L. Rev.* 312(1989).

4) 해석론상으로 전혀 이견을 제시하지 않는 것이 일반적이다(金建植, 『證券去來法(2판)』(두성사, 2001), 287면; 金正洙, 『現代證券法原論』(박영사, 2002), 673면; 林在淵, 『改訂版 證券去來法』(박영사, 2002), 385면).

5) *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.* 411 U.S. 582(1973).

6) 日本最高裁判所 2002.3.13, 平成12(オ) 民集1965, 1703.

7) 전제 Kern 사건에서 연방대법원은 제16조(b)의 해석방법으로서 실용적 해석론(pragmatic approach)과 객관적 해석론(objective approach)을 대립시키고, 실용적 해석론이 보다 입법자의 목적에 충실할 수 있다고 판단하였다. 본문의 고등법원이 「실용적 해석론」을 언급한 것은 이 판결의 영향을 받은 것이 아닌가 싶다.

8) 김정수, 전게서, 686면; 임재연, 전게서, 382면. 이를 매수로 본다면 무상증자후 6월내에 주식을 매도하거나, 매도후 6월내에 무상증자가 있으면 매도한 주식의 가액 전체가 반환해야 할 차익이 될 것이다. 한편 김정수, 전게서, 686면에서는 「어떤 채무나 빚을 갚기 위한 지불이어서도 안되며」(즉 매도가 아니라는 뜻)라고 설명하고 있으나, 이는 대물변제로서 유상의 처분이므로 당연히 매도로 보아야 한다.

9) 제188조 제1항에서는 전환사채, 신주인수권부사채를 증권 등에 포함시키고 있으나, 이는 전환사채나 신주인수권부사채를 매수 또는 매도한 경우에도 제188조 제1항 및 제2항의 적

용대상이 된다는 의미이고, 사채권자가 전환청구, 신주인수권의 행사를 하는 것이 「매수」에 해당하느냐는 것은 별개의 문제이다. 하지만 후술하는 바와 같이 금융감독위원회의 규정에 의해 전환사채의 전환과 신주인수권부사채권자의 신주인수는 제188조 제2항의 적용대상에서 제외된다.

10) 예컨대 어느 임원이 회사에 호재가 있는 것을 알고 미루었던 주식매수선택권을 행사하고 주가가 급등한 이후 이를 처분하는 것을 생각해 볼 수 있다.

11) 拙稿, 『회사법강의(제10판)』(박영사, 2003), 374면에서는 「회사의 정보를 부당하게 이용할 가능성이 있는 한 신주의 인수·교환과 같은 유상취득」도 매수로 보아야 한다는 취지로 설명하였으나, 改說한다.

12) 임재연, 전제서, 382면에서도 주식배당, 주식분할, 주식병합, 합병에 의한 주식취득 등은 매수 또는 매도에 해당하지 않는다고 해설하고 있다.

13) Coffee/Seligman, Securities Regulation—Cases and Materials, 9th ed., Foundation Press, 2003, p. 1189. 또한 요건의 단순성으로 인해 내부자의 방어를 어렵게 한다는 문제점도 지적하고 있다. 아울러 이러한 점을 설명할 수 있는 대표적인 사건을 들고 있다. Gamble—Skogmo(GS)라는 회사가 자회사인 West Auto Supply Company(WASC)라는 회사의 주식을 취득하여 자신의 종업원들을 수익자로 하는 신탁에 기부하였다. 이어 6월내에 GS는 자신이 가지고 있던 WASC의 지배지분을 모두 Beneficial Finance(BF)라는 단체에 매각하였다. 이에 의해 BF가 WASC의 지배주주가 되자 WASC로 하여금 GS를 상대로 단기차익반환을 구하는 소를 제기하여 위 두 거래의 차익을 회수한 사건이다(West Auto Supply Company v. Gamble—Skogmo, Inc., 348 F. 2d 736(8th Cir. 1965), cert. denied, 382U.S.987(1966)). 우리나라에도 이와 유사한 사건이 있다. 전계 고등법원 2000나22272 사건(경기화학사건)에서 피고는 단기거래의 목적이 회사의 자금난을 해소하기 위한 것이었다는 항변을 하였고, 실제 매매대금을 회사에 제공하여 회사가 사용한 사실을 증명하였으나, 법원은 제188조 제2항의 적용과 무관하다고 판단하였다.

14) 고대그리스의 강도로서 사람을 잡아 자기 침대에 놓혀 키가 침대를 넘으면 몸을 자르고 침대보다 작으면 키를 늘였다고 한다.

15) Marleen O’Conner, op. cit., p. 324.

16) 전계, SEC v. Texas Gulf Sulfur 사건.

17) ALI, Fed. Sec. Code §1714 commentary at 751(1980).

18) 미국에서의 폐지론 및 폐지운동의 경위에 관해 Mareen O’conner, op. cit.가 상세하다.

19) 당초 미국의회가 증권거래법 제16조(b)를 제정할 때에는 내부자거래가 내부자 지위의 남용행위에 해당하지만, 이를 직접 규제하는 것은 현실적(practical)이 아니라고 판단하고, 규제에 갈음하는 방법으로 제16조(b)와 같은 방법을 채택한 것이다(Cox/Hillman/Langevoort, Securities Regulation—Cases and Materials, 2nd ed., Aspen Law and Business, 1997, p. 813). 그렇다면 내부자거래를 직접적으로 금지하는 규범이 생겨난 이상 대체수단의 필요성은 인정하기 어려울 것이다.