

# 證券去來法上の 内部者去來에 대한 民事責任

곽민섭

(광주지방법원 순천지원 판사)

## 【초 록】

---

---

증권시장은 증권의 가격형성과 유통을 통하여 기업에 대한 직접금융을 제공하는 기능을 하는데, 그 기능이 원활하게 이루어지고 시장에 참가하는 투자자를 보호하기 위하여는 시장 정보에 대한 공평한 접근가능성이 확보되어야 하는바, 여기에서 회사와 일정한 관계에 있는 자가 회사의 내부정보를 이용하여 은밀하게 증권거래를 함으로써 이익을 취득하고 반사적으로 다른 시장참가자들이 손해를 입게 되는 것을 방지할 필요가 있다.

상법상 내부자거래에 관한 민사책임에 관한 규정으로는, 회사의 업무와 관련한 일정범위의 자 및 이들로부터 중요한 내부정보를 공개하지 아니하고 유가증권 거래를 한 경우에 그 거래와 관련하여 손해를 입은 자에 대한 손해배상책임을 규정한 증권거래법 제188조의 2, 3과 회사의 내부자가 유가증권을 매수 또는 매도한 후 6개월 이내에 반대매매하여 이익을 얻은 경우에 그 이익을 회사에 반환할 것을 규정한 같은 법 제188조가 있다.

이 글에서는 내부자거래의 규제에 관한 이론적 근거, 입법례를 살펴본 다음 위 손해배상 책임 및 단기매매차익반환에 관하여 판례와 학설을 검토하면서 그 요건과 효과를 살펴보았다.

---

---

## 【차 례】

- I. 序 論
- II. 内部者去來의 規制根據와 立法例
  - 1. 規制에 대한 理論
  - 2. 立法例
- III. 損害賠償責任
  - 1. 序說—規定의 性格
  - 2. 要件
  - 3. 效果
- IV. 短期賣買差益返還
  - 1. 規定의 性格

2. 要件

3. 效果

## V. 글을 마치면서

---

### I. 序 論

증권시장은 증권의 가격형성과 유통을 통하여 기업에 대한 직접금융을 제공한다고 하는 중요한 기능을 수행하는데, 그 기능이 충분히 발휘되게 하고 시장에 참가하는 투자자를 보호하기 위하여는 무엇보다도 자유롭고 공정한 시장활동이 조성 및 유지되어야 한다. 그런데 원래 증권시장에서의 증권의 거래는 본질적으로 투자의 위험이 존재한다는 점을 인정하더라도, 그 위험이 시장참가자에게 정당한 것으로 인정받기 위하여는 시장의 공시기능이 원활하게 이루어져 시장정보에 대한 공평한 접근가능성이 확보되어야 하는 것이므로, 여기에서 회사와 일정한 관계에 있는 자가 회사 내부정보를 이용하여 은밀하게 거래를 함으로써 이익을 취득하고 반사적으로 다른 시장참가자들이 손해를 입게 되는 것을 방지하는 한편 그 정보를 공시하게 하여 정보의 공평성을 유지할 필요가 있다.

이른바 내부자거래(insider trading, insider dealing)란 대체로 당해 회사와 일정한 관계에 있는 자가 당해 회사의 업무 등과 관련하여 일반에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하여 그 회사 발행의 유가증권을 거래하는 것을 의미한다.

그런데 종래 이러한 내부자거래에 관하여는 그 순기능을 강조하여 규제할 필요가 없다는 견해도 있었으나, 오늘날 세계적 추세는 역기능을 중시하여 이를 적절히 규제하는 쪽에 있다. 내부자라고 하여 알게 된 내부정보를 반드시 공개할 의무가 있는 것은 아니고 공개를 원하지 않는다면 이를 이용한 거래를 단념할 의무를 부과할 뿐이므로, 그 이익을 중대하게 침해하는 것은 아니라고 보기 때문이다.

한편, 한국의 내부자거래 규제에 관하여 보면, 제정 당시에는 내부자거래에 관한 규정이 없었지만, 1976년 12월 21일 증권거래법의 전면 개정으로 공매도금지와 단기매매차익반환 규정이 신설되었고, 1982년 개정시 주식소유상황 보고의무를 규정하였으며, 1991년 개정시 미국과 일본의 입법례를 참고로 하여 일반적인 내부자거래 규제 및 손해배상책임 조항을 신설하였고, 그 후 그 요건을 더욱 구체화하여 정비하였다.

그러나 내부자거래 규제에 관하여 상당한 양의 이론과 판례가 축적되어 있는 미국과 달리 한국에서는 여러 가지 이유로<sup>1)</sup> 관련 판례가 극히 미미하였다. 그러나 향후 증권시장이 더욱 활성화 및 대중화되고, 자본시장의 개방이 진전될수록 이와 관련한 분쟁이 많아질 것이므로 이에 관한 연구의 필요성이 크다.

---

1) 이 제도가 활성화되지 않은 이유로는 미국과 달리 한국에서는 규제를 시작한 기간이 짧은 점, 집단소송이나 단체소송이 인정되지 않는다는 점, 내부자거래가 거의 일상적으로 일어나고 있고 당국의 규제 의지도 크지 않았던 점, 일반인의 인식이 부족하였고 특히 변호사에 의한 적극적 사건 개발이 없었던 점 등을 들 수 있을 것 같다.

이 글의 목적은, 내부자거래 규제에 관한 일반적 논의를 간략히 정리한 다음, 내부자거래에 대한 민사책임에 관하여 증권거래법의 규정을 중심으로 그 요건과 효과를 중점적으로 살펴보고 관련 판례를 검토하는 데에 있다.

## II. 內部者去來의 規制根據와 立法例

### 1. 規制에 대한 理論

#### (1) 規制 與否

내부자거래에 관하여는 1909년에 미국의 연방대법원이 Strong v. Repide 사건에서 회사 합병, 영업양도 등 회사의 주가에 영향을 미치는 중요한 사실이 있는 때에는 이 정보를 증권거래의 상대방에게 공시할 의무가 있다고 판시한 이래 그 규제의 역사가 시작되었다.

그런데 이러한 내부자거래 규제에 대하여 이를 허용하여야 한다는 견해가 있었는데, 내부자거래는 자원 또는 소득의 적정한 배분이라는 경제적 차원에서 검토되어야 하는데, 내부자거래가 오히려 주가의 급격한 변동을 방지하고 그 이익은 통상의 보수로 보답할 수 없는 기업가의 혁신활동 내지 공헌에 대한 보상으로 적절하며 내부자거래를 허용하더라도 내부자가 얻는 이익과 투자자의 손실이 상쇄되어 사회 전체적으로는 경제적 순손실이 발생하지 않는다는 점, 아무도 내부자거래에 의하여 직접 손해를 본 자가 없으며 상대방에게도 내부자거래로 인한 주가는 정보가 공시된 후 거래되는 주가보다 유리하다는 점 등이 주된 논거였다.

그러나 다수의 학자들은, 증권거래의 공정성 및 증권시장에 대한 신뢰유지를 위하여 내부자거래를 규제할 필요가 있다는 점, 내부자가 내부자거래로 이익을 얻는 것은 일종의 시세 조작 내지 허위표시가 된다는 점, 내부정보의 가치를 기업가에게만 귀속시키는 것은 적절하지 않다는 점, 내부자거래의 법적·윤리적 측면을 중시하여야 하는데 내부자거래를 허용하면 내부자에 의한 회사정보의 불공시, 공시지연 및 주가조작이 야기될 수 있다는 점, 회사의 경영자에게 내부자거래 등의 사적 투자보다는 회사의 가치극대화를 통한 주주의 이익 증대에 진력하게 하여야 한다는 점 등을 근거로 이를 규제하여야 한다는 입장을 취하였다.

#### (2) 內部者의 責任 根據에 대한 理論

(i) 내부자거래를 규제하고자 하는 경우에 구체적으로 어떠한 이론적 근거에서 내부자가 내부자거래를 하지 않아야 하고 또 이를 위반하면 그에 따른 책임을 지게 되는지에 관한 논의가 주로 미국에서 있었는데, 이는 내부자거래의 규제를 받는 내부자의 범위를 결정함에 있어서의 판례의 변천과 관련된다.

먼저 정보소유이론(possesion of knowledge theory)은, 증권거래에 영향을 미치는 회사의 중요한 정보에 관하여는 모든 투자자가 공평하게 접근하여 평등하게 알 수 있어야 한다는 평등정보이론(equal access theory)을 근거로 다른 사람이 알지 못하는 중요한 비공개정보를 소유하고 있는 자는 그 정보를 공개하여야 하고 공시하지 않거나 공시할 수 없는 경우에는 그 정보를 알지 못하는 상대방과 당해 회사의 유가증권 거래를 단념하여야 할 의무가

있다고 하는 것인데, 종래 미국의 판례가 채택한 지배적인 견해였다.

충실의무이론(fiduciary duty theory)은 정보소유이론에 의하여 책임을 지는 내부자의 범위가 지나치게 확대되는 점을 지적하면서 이를 제한하기 위하여, 그 정보의 소유자가 주주에 대하여 충실의무(fiduciary duty)를 부담하는 자는 신임하고 있는 주주의 양해를 얻지 않으면 미공개의 내부정보를 이용하여 증권을 거래하는 것이 금지된다고 하는 입장이다.

한편, 충실의무이론에 의하여 인정되는 내부자의 범위를 확대하려는 시도로서 전개된 지위남용이론(misappropriation theory)에 따르면, 타인의 소유에 속하는 비밀정보를 갖게 된 자도 예컨대 자신의 고용자나 그 고용자의 고객 등에게 신뢰의무를 부담하므로 이러한 신뢰 관계를 깨뜨리고 자신의 고용자나 기타의 사람들로부터 취득한 정보를 남용하여 회사의 유가증권을 거래하거나 이를 타인에게 제공하여서는 안되는 의무를 부담한다고 한다.

(ii) 이상의 논의는 결국 내부자의 범위의 획정 문제에 귀결된다고 할 수 있는데, 말하자면 회사의 임원이나 직원 및 대주주 등 전형적인 내부자 외에 일정한 자에게까지 규제 범위를 넓혀야 한다는 것은 일반적으로 인정되고 있으나 그 범위를 어디까지로 정할 것인가에 관한 문제이다. 지금까지 이에 관한 대체적 합의는, 내부자에 준하는 자로 보는 준내부자(quasi insider)는 물론 정보수령자(tippee)도 일정한 경우에 규제의 대상이 된다고 보고 있다.

## 2. 立法例

### (1) 外 國

먼저 미국의 경우를 보면, 원래 보통법하에서는 회사의 임원, 대주주 등 내부관계인이 내부정보를 공시할 의무를 부담하지 않으며 다만 사기(deceit)에 해당하는 경우에만 규제되었으나, 연방대법원이 1909년 Strong v. Repide 사건 판결에서 유가증권의 가치에 영향을 미치는 특별한 사정에 대한 공시의무를 인정하면서 내부자거래 규제의 전기가 마련되었고, 그 후 대부분의 판례가 이를 원용하였다.

또한, 1934년의 증권거래법(Securities Exchange Act)이 제16조에서 내부자거래를 규제하기 위하여 단기매매차익(short swing profit)의 반환 의무를 규정하였고, 1942년에는 일반적인 반사기조항인 제10조 (b)를 신설하였으며, 이를 근거로 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission)는 1943년에 규칙 10b-5를 마련하여, 이후 내부자거래를 사기로 처리하는 근거가 되었고, 법원은 이들 규정에 기한 묵시적 민사소송권을 인정함으로써 내부자거래로 인한 손해배상청구도 가능하였다.

그 후 SEC의 활발한 활동 및 법원의 해석에 의한 뒷받침으로 그 적용범위가 확대되다가, 연방대법원이 Chiarella v. U.S. 사건 판결(1980) 및 Dirks V. SEC 사건 판결(1983)에서 이른바 충실의무이론을 채택함에 따라 그 적용범위가 축소되게 되었는데, 의회는 내부자거래에 규제를 강화하기 위하여 1984년 내부자거래규제법(Insider Trading Sanctions Act)을 제정하여 1934년의 SEA의 조항을 개정 및 추가하면서 내부자의 민사책임의 하나로 SEC에 의한 민사제재금(civil penalty) 청구권을 부여하였다.

한편, 위 법 제정 이후에도 내부자거래가 오히려 증가하자, 의회는 1988년에 내부자거래 및 증권사기 규제법(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act)을 제정하였는데, 여기에서는 민사제재금의 적용범위를 확대하고 판례에 의하여 묵시적으로 인정되던

민사소송권을 명문화하였다.

이와 함께, 1982년에는 1970년의 조직범죄통제법(Organized Crime Control Act)을 개정하여 내부자거래의 피해자가 손해액의 3배액과 변호사비용을 배상받을 수 있는 제도를 마련하였다.

영국에서는 종래 관례법상 이사가 주주에게 책임을 지지 않는다는 원칙이 확립되어 내부자거래는 아무런 규제를 받지 않았으나, 1985년 회사증권(내부자거래)법{Company Securities (Insider Trading) Act} 및 1986년 금융서비스법(Financial Service Act)에 의하여 내부자거래를 규제하고 있다. 이사가 회사에 대하여는 충실의무를 부담하고 그 위반을 이유로 한 형사처벌이 인정되나, 주주에 대하여는 그러한 충실의무가 없다는 위와 같은 관례상의 원칙에 의하여 피해자의 민사상 손해배상청구는 인정되지 않고 있다.

독일에서도 종래 내부자거래를 법률상의 규제가 아니라 증권관계기관의 자율규제에 맡기고 있고, 형법상의 사기죄 이외에는 별도의 형사제재에 관한 규정도 없었으나, 1995년의 증권거래법의 시행으로 내부자거래가 법규 차원에서 규율되고 있다.

한편, EC는 그 준칙에 따라 도입된 제 규정을 위반한 경우 적용되는 제재조치에 관하여 이를 민사제재로 할 것인가 형사제재로 할 것인가 등의 구체적인 수단과 절차에 관하여 각 회원국의 규정에 위임하고 있다.

일본에서는 종래 證券取引法에 부정거래금지 규정과 단기매매차익반환 규정을 두었다가, 1988년 5월 25일 이를 개정하면서 내부자거래와 공개매수정보 이용행위를 규제하고 있다. 그러나 형사처벌만 규정할 뿐 민사규제는 없어 내부자거래의 민사책임에 관하여는 일반 불법행위책임에 의할 수밖에 없도록 되어 있다.

## (2) 韓 國

한국은 증권거래법 제정 당시에는 내부자거래에 관한 규정이 없었지만, 1976년 12월 21일 증권거래법의 전면 개정으로 공매도금지 규정(제188조 제1항)과 단기매매차익반환 규정(제188조 제2항)이 신설되었고, 1982년 개정시 주식소유상황 보고의무(제188조 제6항)를 규정하였으며, 1991년 개정시 미국과 일본의 입법례를 참고로 하여 일반적인 내부자거래 규제 및 손해배상책임 조항(제105조 제4항 3호, 제106조)을 신설하였고, 그 후 그 요건을 더욱 구체화하여 정비하였다(제188조의 2, 3).

증권거래법 제188조는, 주권상장법인 또는 협회등록법인의 임원, 직원 또는 주요주주에 대하여 제1항에서 공매도의 금지를, 제2항에서 단기매매차익의 반환을, 제6항에서 주식보유상황의 보고의무를 각 규정하고 있고, 제188조의 2는 제1항에서 회사의 업무와 관련한 일정 범위의 자 및 이들로부터 내부정보를 제공받은 자가 공개되지 아니한 중요 내부정보를 이용하여 유가증권을 거래하는 것을 금지하고 제3항은 공개매수를 하는 경우에 이를 준용하며, 제188조의 3은 그로 인한 손해배상책임을 규정하고 있다. 결국 내부자거래를 한 자에게 인정되는 민사책임은 단기매매차익반환의무와 손해배상의무라고 할 수 있다.

한편, 제207조의 2는 형사처벌에 관하여 이러한 공매도, 단기매매, 비공개정보를 이용한 내부자거래 등 내부자거래의 금지의무나 주식소유상황 보고의무를 위반한 자에게는 10년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금(다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금)에 처한다고 규정하고 있다.

이와 같이 한국의 경우에는 특히 미국의 입법례를 본받아 규정을 상당한 정도 갖추었다고 볼 수 있는데, 다만 관련 판례의 축적은 상당히 미비하여 그 요건과 효과에 관하여 논의의 여지가 많다.

### III. 損害賠償責任

#### 1. 序說—規定의 性格

내부자가 위법행위를 하여 상대방이 손해를 입은 경우에는 민법상의 일반 불법행위에 의하여 규제하는 것도 생각해 볼 수 있으나, 현대의 증권거래라고 하는 것은 짧은 시간에 대규모 불특정 다수인에 의하여 비대면적으로 체결되는 특성을 가지므로 일반 불법행위에 의한다면 인과관계의 인정, 손해의 범위 등과 관련하여 거의 배상책임을 인정할 여지가 없게 되고 만다.<sup>2)</sup>

그리하여 한국은 증권거래법에 이에 관한 별도의 규정을 두고 있는데, 내부자거래의 금지에 위반한 자(이하 ‘내부거래자’ 라고 한다)는 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 그 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임이 있다고 하고 있다.

증권거래법 제188조의 2의 규정에 의한 내부거래자의 손해배상책임을 성격은 어떻게 볼 것인가는 다툼이 있을 수 있으나, 내부자거래라고 하는 불공정행위에 대한 공적 규제의 불충분성을 사적 규제에 의하여 보완하여 그 규제의 실효성을 높이기 위한 것이라고 할 것이므로, 그 법적 성격은 일반 불법행위로 인한 손해배상청구권의 특칙으로서의 민사책임을 규정한 것이라고 보아야 할 것이다.<sup>3)4)</sup> 따라서 위 규정은 일반 불법행위 규정에 의하여 보완될 수 있고, 당해 내부자거래가 직접거래에 의한 것인 때에는 계약해제 및 그에 따른 손해배상의 청구도 가능하고 양자는 경합한다.

#### 2. 要 件

##### (1) 被請求人에 관한 要件

먼저 당해 법인의 내부자가 내부정보를 이용하여 유가증권의 거래를 하였어야 한다. 일반

---

2) 일본에서도 이러한 문제점에 입각하여 판례를 비판하면서 조속한 입법을 촉구하는 견해가 많다고 한다. 신영무, 내부자거래와 민사상 책임, 상사법 연구 8집(1990. 11), 145면 참조.

3) 같은 견해: 오영환, 내부자거래와 민사책임에 관한 연구, 연세대학교 박사학위논문(1994), 190면; 신영무, 상계논문, 147면.

4) 한국의 하급심 판례(서울지방법원 남부지원 1994. 5. 6. 선고 92가합11689판결)는, “위 규정은 비대면적, 집단적으로 이루어지는 증권시장 거래의 특성상 시장참여자의 불공정거래행위로 손해를 입은 투자자가 가해자를 확정하고 그의 고의, 과실 및 그의 가해행위와 자신이 입은 손해 사이의 모든 인과관계의 과정을 밝혀 불법행위의 책임을 묻는 것이 사실상 불가능에 가까운 점에 비추어, 다른 시장참여자에게 손해를 가할 수 있는 불공정거래행위의 한 유형으로서 내부자거래를 규정하고 내부자거래가 인정되는 범위에서는 인과관계의 입증책임도 완화하기 위한 규정으로 보아야 한다”고 판시한 바 있다.

불법행위에 의하면 주관적 요건으로서 고의 또는 과실을 요하므로, 증권거래법은 이를 요구하지 않고 있다고 하더라도 불법행위에 대한 고의 또는 과실을 요한다고 할 것이다.<sup>5)</sup> 다만, 상대방의 특징이나 그에게 손해를 발생에 대한 고의 또는 과실은 요하지 않고 자신이 알고 있는 내부정보가 미공개의 중요한 내부정보라는 것 및 이를 이용하여 거래한다고 하는 인식으로서 충분하다고 보아야 하고 증권시장의 특성상 이는 추정된다고 할 것이다.

## 1) 內 部 者

원래 내부자라는 용어는 미국 관례상의 會社內部者(corporate insider)의 개념에서 나온 것으로 당초에는 당해 회사의 임원, 직원 및 지배주주를 의미하였다. 그러나 회사의 비밀정보를 불공정하게 이용할 수 있는 자가 회사내부자에 해당하지 않는 경우가 발생하여, 통상 회사와의 계약관계 및 기타 업무관계로 인하여 회사내부의 비밀정보에 합법적으로 접근이 가능한 모든 회사외부자를 의미하는 準內部者(quasi insider)와, 회사내부자 또는 준내부자로부터 내부정보를 전달받은 자를 의미하는 情報受領者(tippee)라는 개념이 등장하였고, 오늘날에는 내부자라는 용어는 회사내부자 이외에 준내부자와 정보수령자를 포함하는 의미로 사용되고 있고, 한편 공개매수정보와 같은 시장정보를 이용하는 경우에는 매매대상증권의 발행회사가 아닌 공개매수인 쪽에 속한 시장내부자까지도 내부자에 포함하는 경향이 있다.

한국의 경우 1991년의 개정 전의 증권거래법은 “특정 유가증권에 관하여 일반적으로 공개되지 아니한 정보를 직무 또는 지위에 의하여 지득한 자가 그 정보를 이용하거나 타인으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위” (같은 법 제105조 제4항 3호)를 금지한다고 하여 내부자를 막연히 규정하였으나, 1991년 개정으로 내부자의 범위를 회사내부자, 준내부자 및 정보수령자로 구분하여 구체적으로 나열하고 있다. 의무를 부과한 후 배상책임을 인정하는 규정 형식상 이는 제한적 열거로 보아야 할 것이므로 그 이외의 자의 민사책임은 일반 불법행위에 의하여야 할 것이다.

### (가) 會社內部者 및 準內部者

#### 가) 會社內部者

규제의 대상이 되는 회사내부자는 ① 당해 법인의 임원, 직원, 대리인, ② 당해 법인의 주요주주,<sup>6)</sup> 주요주주의 대리인, 사용인 기타 종업원(주요주주가 법인인 때에는 그 임원, 직원, 대리인)으로서 상장 또는 등록법인의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자이다. 각 그 지위에 해당하지 아니하게 된 날로부터 1년이 경과되지 아니한 자도 포함되고, 상장 또는 등록법인에는 6월 내에 상장 또는 등록되는 법인도 포함된다.

공개매수를 하는 경우에는 공개매수인의 임원, 직원, 대리인 및 주요주주가 회사내부자이다.

#### 나) 準內部者

준내부자에는 ① 당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가, 인가, 지도, 감독 기타의 권한을 가지는 자, ② 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자(예컨대, 법률자문계약을 한 변호사, 회

5) 같은 견해: 오영환, 전제논문, 190면.

6) 주요주주는 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식총수 또는 출자총액의 10% 이상을 소유한 자와 사실상의 지배주주를 의미한다.

계감사관련 공인회계사, 각종 금융거래기관 등), ③ 그 대리인, 사용인 기타 종업원(주요주주가 법인인 때에는 그 임원, 직원, 대리인)으로서 회사에 관한 미공개의 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자를 포함한다. 각 그 지위에 해당하지 아니하게 된 날로부터 1년이 경과되지 아니한 자도 포함된다.

공개매수를 하는 경우에는 그 허가권자 등 및 계약체결자가 준내부자이다.

다) 職務關聯性

이상의 회사내부자와 준내부자는 내부정보를 자신의 직무와 관련하여 알았을 것을 요하는 점에서 뒤에서 보는 정보수령자의 경우와 다르다. 따라서 위 각호에 해당하는 자가 자신의 직무와 무관하게 내부정보를 알게 된 때에는 회사내부자 또는 준내부자가 아니라 정보수령자로서 규제된다고 할 것이다.

(나) 情報受領者

정보수령자란 회사내부자 및 준내부자로부터 당해 내부정보를 전달받은 자이다. 직접 전달받으면 되고 구두, 서면, 대리 등 그 방법은 묻지 않는다. 정보를 전달받아야 하므로 우연히 내부정보를 알게 된 경우에는 정보수령자가 아니다.

정보수령자로부터 다시 내부정보를 전달받은 자(2차 정보수령자)도 규제의 대상이 되는가에 관하여는 논란의 여지가 있다. 다수설은 내부자거래금지 규정을 문언적으로 해석하여 부정하고 있으나, 내부자거래 규제의 실효성을 확보하기 위하여 2차 이상의 정보수령자도 원칙적으로 규제의 대상이 된다고 하는 견해<sup>7)</sup>도 있다.<sup>8)</sup> 법 제188조의 2 제1항 각호의 규정을 제한적 열거로 해석하는 이상 문언에 충실하게 2차 이후의 정보수령자는 제외된다고 보아야 할 것으로 생각된다.

2) 內部情報

회사의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 내부정보를 이용하여 거래를 하여야 한다.

그런데 종전의 증권거래법은 내부정보를 “일반적으로 공개되지 아니한 정보” 라고 막연하게 규정하고 있었으나(구 증권거래법 제105조 제4항 제3호), 법 제188조의 2 제2항은 “일반인에게 공개되지 않은 중요한 정보라 함은 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것<sup>9)</sup>으로서 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다” 고 하여 구체적으로 규정하고 있다. 다만, 위 규정 가운데 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등은, 동 규정이 상장 또는 등록법인이 금융감독위원회와 증권거래소 또는 증권업협회에 신고할 사항을 규정한 것으로서 내부자거래와 직접 관련되는 것이 아니라

7) 오영환, 전계논문.

8) 확대설은 결국 2차 이후의 정보수령자는 내부정보의 중요성의 기준에 의하여 그 범위를 제한하게 된다.

9) 대법원은 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”의 의미에 관하여 ‘합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보’를 가리킨다고 판시한 바 있다. 대법원 1995.6. 30. 선고 94도2793판결.

는 점에서 중요한 정보를 예시한 것이라고 보아야 할 것이다.<sup>10)</sup>

따라서 법상의 내부정보의 개념요소는 ① 회사의 업무 등과의 관련성, ② 비공개성 및 ③ 중요성이다.

#### (가) 會社의 業務等과 關聯한 情報

내부정보는 당해 회사의 업무 등과 관련한 정보이어야 하므로, 당해 회사의 업무 등에 관한 정보가 아닌 사외정보로서의 시장정보, 예컨대 당해 회사가 발행한 유가증권의 수급에 관한 정보(예를 들어 기관투자자의 매매동향, 추천종목 등에 관한 정보)는 유가증권의 가격에 영향을 미치는 정보라고 하더라도 내부정보가 아니다. 다만 시장정보 중 공개매수에 관련된 정보는 특별히 내부자거래의 규제대상이 된다.

업무 등에 관한 정보이어야 하므로, 내부정보는 정확하고 확실한 정보이어야 한다.<sup>11)</sup> 또한 금리정책, 외환정책, 무역수지상황 등 특정산업 일반에 관한 정보는 내부정보가 아니다.

#### (나) 一般人에게 公開되지 아니한 情報

일반인에게 공개되지 아니한 정보라는 것은 일정한 公示方法으로 공시되지 않았거나 周知期間(waiting period)이 경과하지 아니한 정보를 의미한다.

먼저 공시방법에 관하여 증권거래법은 상장 또는 등록법인에 대하여 일정한 사항의 신고, 공시 요구, 사업보고서 등의 제출, 반기보고서 등의 제출 등을 규정하고 있다(법 제186조 내지 제186조의 5, 동 시행령 제83조, 제83조의 2, 3, 동 시행령 제34조의 2 내지 5).

또한 정보가 일반인에게 공시되었다고 하기 위하여는 공시된 후 일정한 주지기간이 경과하여야 하는데, 미국에서는 이를 전문적으로 고려할 사항이라고 하여 증권관계 제법에서 규정하지 않고 증권거래소가 이를 정하도록 하고 있고,<sup>12)</sup> 일본에서는 증권거래법 시행령으로 정하고 있다. 한국의 증권거래법령은 주지기간에 관하여 비치, 신문 게재 또는 방송 등 공시방법에 따라 달리 규정하여 비치정보 및 신문게재정보는 1일, 방송정보는 12시간 또는 24시간으로 하고 있다.<sup>13)14)</sup>

10) 대법원도 1996. 6. 29. 선고 95도467판결에서, “법 제186조 제2항은 증권거래소가 제1항 가공에 열거한 사항과는 별도로 ‘제188조의 2의 규정에 의한 중요한 정보’의 유무에 대한 공시도 당해 상장회사에 대하여 요구할 수 있다고 규정함으로써 제188조의 제1항 소정의 중요한 정보가 제186조 제1항 각호에 열거된 사실에 한정되지 않는 것임을 간접적으로 인정하고 있으므로, 제188조의 2 제2항이 ‘제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중’이란 표현을 사용하고 있다고 하더라도 이는 그 사실들만을 내부자거래의 규제대상이 되는 중요한 정보에 해당하는 것으로 제한하고자 하는 취지에서가 아니라, 중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’를 예시하기 위한 목적에서라고 보아야 한다”라고 판시하였다. 대법원은 이러한 근거하에서, 회사의 매출액, 순이익 등의 추정 결산실적 등에 관한 정보(위판결), 자본금이 100여억원인 회사의 자회사에서 화재가 발생하여 약 20억원의 손실을 입은 것을 비롯하여 연도말 결산 결과 약35억의 적자가 발생한 사실(위 94도2792판결)을 중요한 정보라고 보았다.

11) 같은 견해: 오영환, 전제논문, 89면.

12) 미국의 아메리카 증권거래소(AMEX)에서는, ① 전국적 규모의 매체를 통한 공시가 있는 경우에는 24시간 경과, ② 전국적 규모로 공시되지 않은 경우에는 48시간의 주지시간을 요구하고 있다. 오영환, 전제논문, 139면 참조.

13) 동법 시행규칙 제36조는 “다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개된 정보”를 다음 각호의 1에 해당하는 것으로 하고 있다.

1. 법령에 의해 증권감독위원회와 증권거래소 또는 협회에 신고하거나 보고된 서류에 기재되어 있는 정보로서 그 내용이 기재되어 있는 서류가 금융감독위원회와 증권거래소 또는 협회가

### (다) 重要한 情報

내부정보에 있어서의 중요성의 판단은 내부자거래 규제제도의 핵심사항이고 가장 판단이 어려운 부분이라고 할 수 있다. 어떠한 사실이 중요한 정보인가에 관한 판단기준에 관하여, 미국법은 추상적 포괄규정만을 두고 구체적 판단은 법원의 사법적 판단에 맡기고 있고, 일본에서는 법에 명문으로 예시적으로 열거하고 있다. 한국은, 중요성의 기준이 확일적으로 정하기 부적당한 개념임을 고려하여 두 입법례를 절충하여 앞서 본 바와 같이 중요사실을 예시적으로 열거한 다음 포괄조항을 두고 있다.

#### 가) 重要性의 一般的 基準

내부정보의 중요성의 일반적 기준에 관하여 증권거래법은, “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것”이라는 표현을 사용하고 있고, 이에 관하여 대법원은 ‘합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보’를 의미한다고 판시하고 있으나, 결국 동어반복에 불과하다. 아무튼 내부정보의 중요성에 관하여는 법 제186조 제1항 각호를 참작하여 개별적으로 판단하는 수밖에 없을 것 같다.

#### 나) 重要한 内部情報의 例示

다음의 사실 또는 그에 대한 이사회회의 의결내용에 관한 정보는 중요한 정보이다.

즉, ① 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 거래가 정지 또는 금지된 사실, ② 영업활동의 일부 또는 전부가 정지된 사실, ③ 법률의 규정에 의한 법인의 정리절차개시의 신청이 있거나 사실상 정리를 개시한 사실, ④ 사업목적이 변경된 때, ⑤ 재해로 인하여 막대한 손해를 입은 때, ⑥ 상장유가증권 또는 협회등록유가증권에 관하여 중대한 영향을 미칠 소송이 제기된 때, ⑦ 영업양도, 영업양수, 영업임대 등, 합병계약서에 관한 주주총회의 승인, 간이합병·소규모합병에 관한 이사회결의, 회사분할·분할합병, ⑧ 해산사유의 발생, ⑨ 증자 또는 감자에 관한 이사회결의, ⑩ 조업중단, ⑪ 거래은행에 의한 법인관리의 개시, ⑫ 자기주식의 취득 또는 처분에 관한 결의 또는 결정, ⑬ 법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항으로서 i) 최대주주, 주요주주 또는 계열회사의 변동이 있을 때, ii) 최대주주, 최대주주의 특수관계인, 주요주주 또는 계열회사와 금융감독위원회가 정하는 중요한 거래를 한 때, iii) 신물질 또는 신기술에 관한 특허권을 취득한 때, iv) 자본금의 20% 이상의 신규시설투자, 시설증설 또는 별도공장의 신설에 관한 이사회회의 결의가 있을 때, v) 최근사업연도 매출액의 10% 이상에 해당하는 제품에 대한 수거·과기 등을 실시하기로 결정한 때, vi) 자본금의 10% 이상의 특별손실 또는 특별이익이 발생한 때, vii) 기타 유가증권의 공정거래와 투자자보호를 위하여 필요한 사항으로서 금융감독위원회가 정하는 사실이 발

정하는 바에 따라 비치된 날로부터 1일이 경과된 정보.

2. 정기간행물의등록등에관한법률에 의한 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 2이상의 신문에 그 내용이 게재된 날부터 1일이 경과된 정보.

3. 방송법에 의한 방송(특수방송은 제외한다)중 전국을 가시청권으로 하는 방송을 통하여 그 내용이 방송된 후 12시간이 경과된 정보.

4. 증권거래소 또는 협회가 설치, 운영하는 공시방송망 등을 통하여 그 내용이 공개된 후 24시간이 경과된 정보.

14) 비치정보와 신문게재정보에 있어서 비치 또는 게재된 날로부터 1일을 언제까지로 볼 것인가에 관하여 논란이 있을 수 있으나, 24시간의 의미로 해석하는 것이 명확할 것이다. 미국의 경우와 같이 시간의 경과로 통일하여 규정하는 것이 오히려 바람직하였을 것으로 생각된다.

생한 때(법 제186조 제1항 각호 및 동 시행령 제83조 제3항).

한편, 공개매수의 경우에는 그 실시 또는 중지 에 관한 정보가 중요한 정보이다(법 제188조의 2 제3항).

### 3) 内部情報를 利用한 去來

당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 내부정보를 이용하거나(정보 이용행위) 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하여야 한다(정보제공행위, 법 제188조의 2 제1항). 거래의 대상은 당해 법인이 발행한 유가증권이면 충분하므로 공매도금지나 단기 매매차익반환의 대상이 되는 ‘주권 등’ 보다 넓게 되어 있다.<sup>15)</sup>

#### (가) 情報利用行爲

정보를 이용하여 매매한다는 것은 그 정보가 호재인 때에는 증권을 매수하고 악재인 때에는 매도하는 것을 의미한다. 기타 거래에는 교환 등 매매 이외의 취득 또는 처분, 전환사채권자, 신주인수권부사채권자, 교환사채권자의 전환권, 신주인수권, 교환권의 행사 등이 포함된다.

#### (나) 情報提供行爲

내부자가 내부정보를 타인에게 알려 주어 그 타인이 이를 이용하여 거래를 하게 하는 것을 의미한다. 이 때 그 타인은 정보수령자로서 규제된다. 정보제공행위에 반드시 대가를 요하는 것은 아니다.<sup>16)</sup> 그 타인이 내부정보를 이용하여 거래를 하여야 하므로 그 타인의 거래가 없는 경우에는 그 타인은 물론 정보제공자의 책임도 없다.

연쇄적 정보제공 즉 그 타인이 다시 제3자에게 정보제공행위를 한 경우에 최초의 정보제공자도 책임을 지는가가 문제될 수 있다. 생각건대, 최초의 정보제공자가 그 제3자에게까지 당해 정보가 전달될 것을 의도 내지 예상한 경우에는 그 제3자의 내부정보를 이용한 거래에 대하여 그 타인뿐 아니라 최초의 정보제공자도 책임을 진다고 하는 것이 타당할 것이다. 다만 1차 정보수령자만을 내부자의 범위에 포함시켜야 하므로, 내부자거래의 책임을 지는 정보제공자는 최초(회사내부자 및 준내부자로서) 및 2차(정보수령자로서) 정보제공자에 한 하고, 그 제3자는 2차 정보수령자에 불과하여 내부자거래의 책임을 지지 않는다고 보아야 한다.

### 4) 故意 또는 過失

내부자거래의 민사책임을 인정함에 있어서 고의나 과실을 요하는지에 관하여 다툼이 있으나,<sup>17)</sup> 불법행위의 성질을 가지는 이상 주관적 위법요소로서 고의 또는 과실은 필요하다고 보아야 한다. 다만 지극히 합리성이 강조되는 증권거래의 특수성을 감안하여 이를 사실상 추정함이 타당할 것이다.<sup>18)</sup>

15) 법 제188조의 ‘주권 등’ 은 당해 법인의 주권(출자증권 포함), 전환사채권, 신주인수권부사채권, 신주인수권증서, 이익참가부사채권(동법 시행령 제35조)을 의미한다.

16) 황정원, 내부자거래의 규제에 관한 연구, 한국의국어대학교 박사학위논문, 1990, 162면.

17) 오영환, 전계논문, 85면 참조.

18) 같은 견해: 신영무, 전계논문, 158면.

## (2) 請求人에 관한 要件

내부자와 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 손해배상을 청구할 수 있다. 그러나 청구권자의 범위를 어디까지 인정할 것인가라는 문제가 있는바, 이는 인과관계 문제와도 밀접하게 관련된다.

### 1) 請求適格者의 範圍

#### (가) 美國에서의 論議

청구권자의 범위에 관하여 미국에서는 손해배상청구권자가 내부자와 증권거래에 있어서 계약관계에 있어야 하는가의 문제로 논의되었다.<sup>19)</sup> 보통법(common law)하에서는 사기 또는 不實表示에 의한 피해자는 그가 계약의 당사자인 경우에 계약의 상대방사자관계에 있는 자만을 상대로 제소할 수 있었다. 그런데 증권거래에 있어서는 거래의 신속성, 비대면성으로 인하여 이를 엄격하게 요구하면 매도인 대 매수인의 관계를 확정하기 극히 곤란하므로 내부자거래로 인한 피해자의 구제를 사실상 막는 결과가 된다. 그리하여 SEC 규칙 10b-5를 해석함에 있어서 초기의 판례는 남소의 우려, 피고의 과도한 불이익, 입증의 문제 등을 고려하여 계약관계를 엄격히 요구하였으나 점차 이를 완화하는 판례가 나타나게 되었는바, 내부자는 공시의무를 내부자의 매도(매수)와 동일한 기간에 매수(매도)한 자에 대하여만 부담한다고 하여 계약당사자 유사의 관계만 있으면 족하다는 입장, 투자자의 보호를 위하여 아예 계약관계를 요하지 않는다는 입장 등이 주장되었다.

내부자거래 및 증권사기규제법(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)은 내부자거래와 同時期(during the same period)에 동일한 종류의 증권을 내부자와 반대방향으로 매매한 자는 내부자거래에 의하여 내부자가 취득한 이익 또는 회피한 손실의 범위내에서 민사책임을 추급할 수 있는 것으로 규정하여 비교적 넓은 범위에서 피해자의 민사적 구제를 인정하고 있다(ITSFEA §5, 1934년 SEA §20A). 여기에서 동시기의 의미에 관한 학설 또는 판례상의 논의로는, ① 내부자가 거래를 시작한 날로부터 내부정보가 공개된 날까지로 해석하는 입장, ② 내부자가 거래를 종료 또는 중지한 때에는 정보불균형은 해소되어 시장은 정상상태로 되돌아오고 공시 또는 거래단념(disclose or abstain)의 의무를 위반하여 거래한 내부자라고 할지라도 그 거래활동을 종료한 후에 우연히 같은 종목의 증권을 거래하게 된 투자자가 입은 손실에 대해서까지 사실상의 보험자가 되어서는 안된다는 전제하에 내부자의 거래를 종료하는 때에는 내부자는 그가 시장에 참가하여 정보상의 불균형을 발생시키는 때에만 내부자와 거래하는 불특정의 투자자를 보호하기 위한 공시의무를 부담한다고 하여, 동시기는 내부자가 실제로 거래하고 있는 기간(내부정보가 공개되지 않고 있는 전기간이 아니라)을 의미한다는 입장 등이 있다. 판례상으로, 동시기의 始期에 관하여는 이를 내부자의 거래 개시시점으로 보아 비록 한두 시간 전이라도 내부자가 거래하기 전에 매매한 자는 이에 해당하지 않는 것으로 보고 있으나, 終期에 관하여는 일관되어 있지 않고 다투어진다.<sup>20)</sup>

19) 오영환, 전계논문, 201면 참조.

20) 내부자가 거래를 종료한 2,3일 후의 거래도 동시기에 포함한다는 판례도 있고, 1일 후의 거래도 동시기에 해당하지 않음을 전제로 한 것도 있으며, 내부자가 공시의무를 이행하여야 할 때로부터 내부정보가 증권시장에 폭로되어 충분히 흡수되고 유가증권에 완전하게 반영될 때까지로 보는 것도

한편, 미국 연방증권법전에 의하면, 내부자는 최초로 위법행위를 한 날(매도, 매수일의 오전 0시)로부터 중요한 사실이 일반적으로 알려진 날(공시일의 오전 0시)까지의 기간 동안에 매수, 매도한 자에 대하여 책임을 지는 것으로 동시기의 시기와 종기를 명시하고 있다.<sup>21)</sup>

#### (나) 韓國에서의 論議

한국에서는 청구권자의 범위와 관련하여 대체로, 증권거래의 성격상 상대방을 일일이 특정하는 것이 사실상 불가능하다는 이유로 계약관계에 유사한 관계에 있는 자 즉 내부자와 同時期에 반대방향으로 거래한 자를 배상청구권자로 인정하고 있다.<sup>22)23)</sup>

그러나 문제는 동시기가 무엇을 의미하는가이다. 동시기의 의미에 관한 논의에 관하여는, 인과관계를 추인할 수 있는 범위에서 피해자의 구제와 내부자거래의 규제 목적도 달성할 수 있도록 내부자의 거래개시일부터 거래종료일까지를 동시기로 보자는 견해,<sup>24)</sup> 증권거래소의 거래에 있어서는 당사자관계를 입증하기 곤란하고 내부자거래를 근절하기 위하여 내부정보가 공시되기까지 내부자와 반대방향의 거래를 한 자를 청구권자로 보자는 견해<sup>25)</sup> 등이 제시되고 있다.

한편 하급심 판례는, 당해 회사의 주거래은행으로서 당해 회사의 부도사실을 안 내부자가 그 사실이 공시되지 않고 있는 사이에 09:27경 증권거래소 개장 직전에 보유하고 있는 당해 회사 주식 전량에 대한 매도주문을 내어 동시호가장에서 일부가 전산체결매도된 후 나머지는 동시호가장이 마감된 직후인 당일의 09:40경부터 10:09경까지 사이에 전산체결매도되었고, 원고는 같은 날 09:37경 매수주문을 내어 동시호가장이 마감된 후인 09:46경에 전산체결매수가 이루어진 사안에서, 원고는 위 내부자가 매도한 것과 같은 종목의 주식을 동시기에 위 내부자와 반대방향으로 매수하였다고 하여 위 내부자에게 손해배상책임을 인정한 바 있다.<sup>26)</sup>

---

있다고 한다. 강대섭, 내부자거래와 배상책임에 관한 판례연구 - 배상청구권자와 인과관계에 관한 미국·일본의 판례 1, 경영법률 6집(1996. 2), 한국경영법률학회, 344내지 346면 참조.

21) 강대섭, 전계논문, 347면.

22) 신영무, 전계논문, 158면, 강대섭, 내부자거래의 인과관계와 배상청구권자의 범위, 상거래법의 이론과 실제: 석영안동섭교수화갑기념논문집(1995. 9), 343면.

23) 한편 하급심 판례도, “내부자거래를 한 자가 손해배상책임을 부담하는 상대방인 ‘당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자’ 를 내부자가 거래한 것과 같은 종목의 유가증권을 거래한 모든 사람으로 해석한다면 내부자가 거래한 유가증권의 수량이 당해 유가증권의 전체 시장규모에 비추어 극히 미미한 경우에만 당해 유가증권 거래자 모두에게 손해배상책임을 부담하는 것으로 되어 내부자거래를 한 자에게 지나치게 가혹할 뿐만 아니라, 그러한 경우에는 내부자거래행위와 손해발생 사이의 인과관계를 인정하기도 어려울 것이므로 위 규정의 입법취지에도 맞지 아니하고, 반면에 이를 당해 유가증권의 매매거래에 있어서의 내부자의 직접거래 상대방만으로 한정한다면 위와 같이 거래 상대방의 확인이 어려운 경우가 대부분인 증권시장의 특성상 위 규정이 적용될 경우는 거의 없어 그 입법취지가 몰각된다 할 것이다. 그러므로, 위 규정이 입법취지에 비추어 볼 때 내부자거래를 한 자가 손해배상책임을 부담하는 상대방인 ‘당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자’ 라 함은 내부자가 거래한 것과 같은 종목의 유가증권을 동시기에 내부자와는 반대방향으로 매매한 자를 의미한다고 해석함이 상당하다(서울지방법원 남부지원 1994.5.6. 선고 92가합11689판결)” 고 하여 같은 취지의 판시를 한 바 있다.

24) 강대섭 전계논문(각주 22), 354면.

25) 오영환, 전계논문, 209면.

26) 서울지방법원 남부지원 1994. 5. 6. 선고 92가합11689판결.

### (다) 檢 討

직접적인 인적 거래가 이루어지지 않는 비대면적인 성격을 갖고 매도인과 매수인 사이의 거래는 증권회사를 통하여 이루어지며 따라서 그 대응관계는 우연하게 성립하는 점을 감안하면, 거래당사자 사이의 직접적 계약관계를 요구하는 것은 규제의 목적을 사실상 포기하는 것일 뿐 아니라 우연적 대응관계를 갖는 자에게만 청구권을 인정하는 것은 합리성이 없다고 할 것이고, 그렇다고 모든 반대 거래자에게 청구권을 인정하면 인과관계의 인정도 곤란할 뿐 아니라濫訴의 위험이 있으며 당해 내부거래자에게 과도한 불이익을 과하는 것이 된다. 따라서 배상청구권자의 범위는 계약당사자 유사 관계로서 내부자와 同時期에 반대방향으로 거래한 자로 제한하는 것이 타당할 것이다.

다음, 동시기의 의미에 관하여 보건대, 그 始期는 내부자가 거래를 개시한 때(時)로 보편될 것이나, 終期가 문제이다. 내부정보가 공개될 때까지로 보게 되면 규제의 목적은 달성할 수 있을 것이나 내부자의 거래가 종료된 때로부터 많은 시일이 경과한 반대 거래까지도 내부자에게 배상책임 인정하는 것이 되어 그 책임범위를 넘어서는 과도한 불이익을 과하는 느낌이 있다. 그렇다고 하여 내부자의 위법행위가 종료된 때까지로 보게 되면, 예컨대 내부자의 동일한 주식수에 관한 거래가 1회 또는 아주 짧은 기간 동안에 체결되는 경우와 소량씩 상당한 간격을 두고 체결되는 경우와의 사이에 청구권자의 범위가 달라지는 합리적인 이유를 설명하기 곤란하고 입증곤란의 문제도 있으므로, 내부자의 거래가 종료된 날(日)의 장 종료시까지로 보는 것이 합리적이라고 생각된다.

이 문제는 입법으로 시기와 종기를 포함하여 청구권자의 범위를 명백히 규정하는 것이 바람직할 것으로 보인다.

### 2) 損害의 發生

청구자에게 당해 거래 후 증권의 가격이 변화하여 손실이 발생하여야 한다. 손해액의 구체적 산정방법에 관하여는 후술한다(손해배상의 범위).

### 3) 請求人의 善意의 問題

내부자거래로 인한 손해배상의 청구에 있어서 청구권자가 내부자와 선의로 매매 기타 거래를 하였을 것이 요구된다고 보아 청구인의 선의를 요하되 이는 추정된다는 견해가 있으나,<sup>27)</sup> 청구인의 선악 여부는 인과관계의 문제의 하나로 파악하는 것이 간명하다고 할 것이므로 청구인의 선의는 별도의 요건이 아니라고 할 것이다.<sup>28)</sup> 다만, 내부자가 내부정보를 이용하여 당해 거래를 한다는 사실을 청구인이 이미 알았다고 한다면 청구인은 내부자의 거래행위와 관계없이 거래를 한 것이라고 보아야 하므로 내부자의 거래행위와 청구인의 거래 사이에 인과관계가 없다고 보게 된다.

### (3) 因果關係

27) 오영환, 전계논문, 192면.

28) 미국에서도 SEC규칙 10b-5의 신뢰(reliance)를 내부자의 사기적 행위와 청구인의 거래행위 사이의 인과관계의 문제로 파악하는 것이 일반적이다.

## 1) 外國에서의 論議

미국은 불법행위에 관하여 전통적으로 사실상의 인과관계와 近因關係가 사용되어 왔는데, 증권거래소송에서는 인과관계를 거래인과관계(transaction causation)와 손해인과관계(loss causation)로 나누어 양자의 증명을 모두 요하는 것으로 하고 있고, 사실상의 인과관계를 확정하기 위하여 신뢰개념이 사용되고 근인관계를 확정하기 위하여 당사자관계가 사용되는 경우도 있으며, 이러한 신뢰는 증권시장거래의 경우, 불표시의 경우 및 집단소송의 경우에는 적극적인 신뢰의 증명을 요하지 않는 것으로 하여 인과관계를 사실상 추정하고 있다. 이에 따라 내부자거래의 경우에도 적극적인 신뢰의 증명을 요하지 않고 공개시장에서 이루어지는 내부자거래의 경우에는 내부자와 투자자 사이에 실제로 매매가 이루어졌다는 당사자관계의 증명을 요하지 않는다고 하고 있다.<sup>29)</sup>

한편 일본에서는, 불법행위의 인과관계는 불법행위의 성립요건으로서의 인과관계와 배상할 손해의 범위에 관한 인과관계로 구분하면서 전자의 사실적 인과관계가 인정되기 위하여는 조건관계 즉 당해 행위가 없었다면 당해 결과가 발행하지 않았을 것이라는 점이 인정되어야 한다고 보며, 판례는 현행법상 내부자거래의 불법행위의 인과관계에 대하여 인과관계에 관한 추정규정이 없으므로 책임성립의 인과관계는 필요하고, 내부자가 위법하게 매각한 주식을 원고가 취득하여 매수하였다는 사실이 증명되는 때에는 내부자의 매각과 원고의 손해 사이에 그 인과관계를 인정할 수 있다고 판시한 바 있다.<sup>30)</sup>

## 2) 檢 討

한국에서는 이 문제에 관하여 대체로, 내부자의 행위와 투자자의 매매의 결정 그리고 손해 사이의 인과관계를 증명하는 것이 쉽지 않으므로 인과관계를 완화하거나 추정하지 않을 수 없다고 보는 것 같다.<sup>31)</sup>

내부자거래에 있어서 인과관계 요소를 대략 검토하기 위하여, 예를 들어 내부자의 거래량이 시장규모에 비추어 매우 적기 때문에 그 시장에 대한 영향력이 거의 없는 경우(즉 순수하게 정보가치만 주가에 영향을 미치는 경우)를 생각해 보자.

먼저 내부정보가 호재인 경우에, 그것이 공시되었다면 이를 입수하여(a) 그 정보에 관한 사실을 중요하다고(즉 그 사실로 인하여 장래 주가가 상승할 것이라고) 생각한(b) 투자자는 당해 보유주식을 매각하지 않고 그대로 보유하였을 것인데, 그 정보가 공시되지 않았기 때문에 그 투자자는 그 정보에 관한 사실이 존재하지 않는다고 생각하여(c) 내부거래자의 매수에 대응하여(d) 당해 주식을 매도하고 나중에 주가가 올라(e) 결국 (보유가격과 매도가격의 차이만큼) 수익기회를 상실한다. 다음으로 악재인 경우에는, 그것이 공시되었다면 이를 입수하여(a) 그 정보에 관한 사실이 중요하다고 생각한(b) 투자자는 당해 보유주식을 매도하였을 것인데, 그 정보가 공시되지 않았기 때문에 그 투자자는 그 정보에 관한 사실이 존재하지 않는다고 생각하여(c) 내부거래자의 매도에 대응하여(d) 당해 주식을 매수하고 나중에 주가가 내려(e) 결국 (매수가격과 매도가격의 차이만큼) 평가손이 발생한다.

위의 예에서 (a)와 (b)는 정보에 대한 당해 투자자의 인식능력과 분석능력에, (c)는 당해 정보의 인식 여부에, (d)는 내부자와 투자자간의 당사자관계 또는 계약관계의 존부에, (e)

29) 강대섭, 전제논문, 349,350면.

30) 상계논문, 350면.

31) 상계논문, 353면, 앞의 하급심 판례 등.

는 당해 정보의 실질적 중요성에 관한 것이다.

그러나 내부정보를 공시하지 않고 거래하였다고 하는 내부자의 위법행위가 투자자의 행위 및 손해발생에 이르는 인과관계를 결정하는 요소에는 이것들 외에도 주가의 주기적 또는 돌발적 급락, 당해 주식의 발행총수에 대한 내부자의 거래량 비중 등 여러 요인이 있을 수 있다.<sup>32)</sup> 따라서 그 증명이 대단히 어려운 문제라는 것을 어렵지 않게 짐작할 수 있다.

증권거래법 188조의 3이 ‘그 매매 기타 거래와 관련하여’ 라고 표현하고 있는 것은 증권거래가 합리적인 투자자를 전제로 하고 대량의 신속한 거래를 특징으로 하고 있는 점을 고려하여 인과관계를 엄격하게 요구하지 않겠다는 취지로 풀이할 수 있다. 그렇다면 입법목적과 내부거래자의 책임범위를 적절히 조화한다는 측면에서 투자자의 정보에 대한 선의는 추정된다고 보고, 한편 내부자와 투자자 사이의 엄격한 계약당사자 관계는 요하지 않고 계약당사자 유사의 관계로서 동시기에 반대매매를 하였음이 입증되면 인과관계는 일응 증명된 것으로 하여 인과관계의 입증을 완화하고, 내부거래자가 상대방의 악의 등을 반증하게 하는 것이 타당할 것이다.

### 3. 效 果

#### (1) 損害賠償의 範圍

한국의 증권거래법은 손해배상의 범위에 관하여 규정하지 않아 이에 관하여 여러 견해가 주장되고 있다. 즉, 내부자거래의 상대방이 실제로 매매한 가격과 당해 내부정보가 공시된 시점의 전 10매매일과 공시후 5매매일 동안의 거래량을 가중치로 한 가중산술평균가격과의 차액으로 하자는 견해,<sup>33)</sup> 거래 상대방이 실제로 매매한 가격과 그가 정보를 알게 된 후 상당한 기간이 경과한 시점의 시장가격과 차액으로 하자는 견해,<sup>34)</sup> 상대방의 매매가격과 그로부터 상당한 기간 후 위반행위가 적발된 시점의 시가의 차액으로 하되 매매시점과 상당한 기간 경과시까지 사이에 가격등락이 내부자거래 이외의 사실에 의한 경우에는 당해 내부자의 입증에 따라 해당 부분에 대한 책임은 제외되도록 하자는 견해<sup>35)</sup> 등이다.

한편 한국의 하급심 판례는, 유가증권신고서 및 사업설명서의 허위기재로 인한 손해배상에 있어서 손해배상액에 관한 규정인 증권거래법 제15조를 유추적용함이 상당하다고 하였다.<sup>36)</sup>

32) 예를 들어 내부자의 거래량이 당해 주식의 발행총수에서 차지하는 비중이 크다면 그 거래가 시장에 하나의 신호(signal)로 작용할 수 있어 투자자의 인식에 영향을 주고, 손해의 범위에도 영향을 미칠 것이다.

33) 김용진, 내부자거래에 대한 민사 규제, 153aus.

34) 신영무, 전계논문, 162면.

35) 오영환, 전계논문, 224면.

36) 위 서울지법 남부지원 92가합11689판결. 증권거래법 제15조는, 제1항에서 청구권자가 유가증권을 취득함에 있어서 실지로 지급한 액에서, 당해 유가증권에 관하여 소송제기되어 있는 때에는 변론종결시에 있어서의 시장가격(시장가격이 없는 때에는 추정시장가격), 변론종결 전에 당해 유가증권을 처분한 때에는 그 처분가격을 공제한 금액을 손해배상액으로 정하고 있고, 제2항에서 위 배상책임의 질 자가 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부를 허위로 기재·표시하거나 중요한 사항을 기재·표시함으로써 발생한 것이 아님을 입증한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 않는다고 규정하고 있다.

미국에서는 관례상으로 매매된 증권의 진정한 가치와 실제 매매가격과의 차액을 손해라고 보는 현실적 지출기준설(out-of-pocket measure theory), 비공개된 정보를 이용한 내부자 거래행위가 유가증권시장에서의 증권가격에 영향을 끼친 한도에 의하여 손해액을 정하려는 직접적 시장반향기준설(direct market repercussion theory), 정보공개시점으로부터 상당 기간 경과 후의 시세차를 배상청구할 수 있되 그 한도는 내부자가 얻게 된 실제 이익범위 내로 제한된다는 부정이득박탈기준설(disgorgement theory) 등이 소개되고 있고, 현실적 지출기준설은 다시 진정한 가치를 산정하는 방법을 기준으로 현실적 매매가격과 그 당시에 유가증권이 가진 公正價値<sup>37)</sup>와의 차액을 손해액으로 보는 방법과, 실제 매매가격과 상대방이 정보를 알게 된 후 상당한 기간이 지난 시점의 시장가격과의 차액을 손해액으로 보는 방법이 제시되어 있으며,<sup>38)</sup> 이 중 내부자거래 규제의 목적을 충분히 달성할 수 있는 현실적 지출기준설이 대체로 채택되고 있다고 한다.<sup>39)</sup>

생각건대, 내부자거래의 억제와 피해자 보호를 위하여 거래 상대방이 실제로 매매한 가격과 그가 정보를 알게 된 후 상당한 기간이 경과한 시점의 시장가격과 차액을 손해액으로 하는 것이 타당하며, 다만 상당한 기간 경과시는 변론종결시가 될 수도 있겠으나 피해자의 자구노력 강도 등 제반 사정을 감안하여 결정되어야 할 것이다. 배상책임을 질 자가 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부가 내부자거래로 인하여 발생한 것이 아님을 입증한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 않음은 인과관계의 문제로서 당연하다. 또한 상당한 기간 경과 전에 당해 유가증권을 반대매매한 때에는 그때의 시가를 기준으로 하여야 할 것이다.

## (2) 短期消滅時效

내부자거래로 인한 손해배상청구권은 청구권자가 위반행위가 있었던 사실을 안 날로부터 1년 또는 그 행위가 있었던 날부터 3년이 경과하면 시효소멸한다(법 제188조의 3 제2항).

## (3) 短期賣買差益返還責任과의 競合

내부자가 내부정보를 이용하여 단기매매차익을 얻은 경우에는 일반 투자자에게 손해배상책임을 지는 것과는 별도로 법인에게도 제188조 제2항에 의한 단기매매차익반환책임을 진다고 할 것이다. 왜냐하면, 양자는 뒤에서 보는 바와 같이 책임의 성격과 청구권자 등 요건이 다르고 내부자거래 규제의 목적을 달성하기 위하여는 양자의 경합을 인정할 필요가 있기 때문이다.

## (4) 責任의 制限(過失相計)

내부자거래로 인한 손해배상책임도 불법행위의 성질을 가지는 이상 일반이론에 따라 피해

37) 공정가치를 산출하는 방법에는 다시 미공개기간내의 예상가격곡선을 그려 매매당일의 공정가치를 산출하는 가치곡선법(value-line method), 위반행위가 발각된 당일의 시장가격을 공정가치로 보는 시장가격법(market-price method)등이 있다고 한다.

38) 신영무, 전계논문, 160면 내지 162면.

39) 임재윤, 전계논문, 94면.

자의 과실에 따른 과실상계가 적용된다.<sup>40)</sup>

## IV. 短期賣買差益返還

### 1. 規定의 性格

증권거래법 제188조는, 상장 또는 등록법인의 회사내부자(즉 임원, 직원 및 주요주주)가 당해 법인의 유가증권을 매수 또는 매도한 후 6개월 이내에 매도 또는 매수하여 이익을 얻은 경우에는 당해 법인은 그 이익의 반환을 청구할 수 있다고 규정하고 있다.

원래 회사내부자가 당해 법인의 유가증권을 매매하더라도 그 자체로서 당해 법인에게 어떠한 자본손실을 초래하는 것은 아니고, 다만 임직원의 성실성에 대한 평판을 유지함으로써 회사가 얻는 이익에 대한 손상, 회사의 투자자·거래선·고객 등이 회사에 대하여 갖는 신용이 손상됨으로 인한 손실 등 간접적 손해만이 있을 뿐이다. 그럼에도 불구하고 증권거래법이 당해 법인에게 회사내부자에 대한 단기매매차익반환청구권을 인정하는 것은 회사내부자가 내부자거래로 얻는 이익을 박탈함으로써 내부자거래를 실효성 있게 규제하기 위하여 미국의 입법례를 따른 것이라고 할 것이다. 따라서 단기매매차익반환책임은 일반불법행위책임과는 다른 증권거래법상의 특수한 법정책임의 성격을 갖는다고 할 것이고, 따라서 일반 불법행위에 관한 규정을 유추적용할 것은 아니다.

1991년 개정 전에는 단서조항으로 “다만, 그 자가 그 직무 또는 지위에 의하여 지득한 비밀을 이용하여 이익을 얻은 것이 아님을 입증한 때에는 그러하지 아니하다” 라고 하여 내부자가 내부정보를 이용하지 아니한 경우를 책임발생 저지사유로 규정하였으나, 개정 후에는 단서조항을 삭제하였다. 그러나 제도의 취지상 개정 후에도 내부정보를 이용한 경우를 전제로 하고 있다고 해석할 것이다(후술).

또한 이해관계인으로서 당해 법인의 주주와 관련기관으로서 증권선물위원회에게 당해 법인에 대한 반환청구요구권 및 대위청구권을 인정하였다.

### 2. 要 件

#### (1) 會社內部者

상장 또는 등록된 법인<sup>41)</sup>의 임원, 직원 및 주요주주<sup>42)</sup>에 대하여만 반환청구권이 인정되므로 준내부자<sup>43)</sup>나 정보수령자에 대하여는 반환청구권이 없다.

40) 위 하급심 판례는, 원고에게 신중한 투자결정을 게을리한 과실을 인정하여 15%의 과실상계비율을 인정하였다.

41) 제188조의 2와 달리 6월 내에 상장 또는 등록할 법인은 포함되지 않는다.

42) 주요주주는 ‘누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식총수 또는 출자총액의 10%이상을 소유한 자’와 ‘사실상의 지배주주’를 의미함은 제188조의 2의 손해배상책임의 경우와 같다.

43) 다만 당해 법인이 발행한 주식의 모집·매출을 주선 또는 인수한 증권회사에 대하여는 주선 또는 인수계약일로부터 3개월 이내에 매매한 경우에 위 규정을 준용한다(법 제188조 제9항, 동시행령

회사내부자로서의 지위는 매수와 매도(또는 매도와 매수)의 전 기간에 걸쳐 유지하고 있을 필요는 없고, 매수시 또는 매도시의 어느 한 시점에만 그 지위에 있으면 충분하다고 해석하는 것이 입법목적 달성을 위하여 타당할 것이다.<sup>44)</sup> 다만 주요주주의 경우에는 매수와 매도 양 시기에 모두 주요주주의 지위에 있어야 한다(제188조 제8항). 따라서 주식을 매수하여 비로소 10%의 주식을 보유하게 된 자는 적용대상이 아니다.

## (2) 短期賣買

당해 법인의 유가증권을 매매한 후 6개월 이내에 반대매매하였어야 한다. 유가증권에는 주권(출자증권을 포함한다), 전환사채권, 신주인수권부사채권, 신주인수권증서 및 이익참가부사채권이 포함된다(제188조 제2항, 제1항, 동 시행규칙 제35조).<sup>45)</sup> 당해 법인의 주권이면 종류가 다르더라도 관계없으나,<sup>46)</sup> 전에 매매한 것과 성질이 다른 유가증권을 반대매매하는 것<sup>47)</sup>은 반환책임 대상이 아니라고 할 것이다. 기간계산에 있어 초일은 불산입하고, 6개월 이내란 6개월이 되는 날의 24시까지를 의미한다.<sup>48)</sup>

한편, 내부정보를 이용하였을 것을 요하는지가 문제된다. 개정법이 내부정보에 관한 요건을 삭제한 점, 이는 내부정보의 이용에 의한 내부자거래에 관하여는 제188조의 2에 의하여 규제하고 특별히 단기매매차익이 발생한 경우에는 그 적용범위를 확대하여 내부정보의 이용 여부에 관계없이 이익의 반환책임을 규정한 것이라는 점, 미국에서도 내부정보에 기하여 이익을 얻은 것인지 여부를 불문하고 요건에 해당하는 경우 자동적으로 책임이 인정되는 엄격책임(strict liability)으로 해석하고 있다는 점 등을 들어 내부정보의 이용은 요건이 아니라는 견해(소극설)도 있다.<sup>49)</sup>

그러나 단기매매차익반환규정은 원래 내부정보를 이용하여 부당한 이익을 얻는 것을 규제하기 위한 것일 뿐만 아니라 내부자라 하여 어떠한 유가증권 거래도 하지 말라는 것은 지나치고 내부정보를 이용하지 아니한 거래를 규제할 합리적 이유도 없는 점, 소극설에 의하면 제도의 운용이 지나치게 경직적으로 되어 구체적 타당성을 기할 수 없는 경우가 생길 수 있는 점, 개정법이 내부정보 이용에 관한 단서를 삭제한 것은 당연한 규정을 삭제한 것에 불과한 것으로 해석할 수 있으며, 증권거래법 제188조 제8항의 적용의 예외규정 및 시행령 제83조의 6의 각호는 제한적 열거가 아니라 예시적 규정으로 볼 수 있고 또한 제6호는 단기매매차익반환규정이 내부정보를 이용한 거래에 대한 규제임을 전제한 것으로 볼 수 있는 점 등을 고려하면, 법 개정 후에도 단기매매차익반환책임을 성립하기 위하여는 내부정보를 이용하였을 것이 요구되고, 다만 내부거래자가 그 부존재의 입증책임을 진다고 보아야 할 것으로 생각된다.

이때 내부정보의 개념요소에 관하여는 손해배상책임의 경우와 같이 보아야 함은 물론이다

제83조의 7).

44) 같은 견해: 인제연, 전계논문, 75면.

45) 옵션(option)의 거래도 투기적인 거래라는 이유로 포함시키는 견해가 있으나, 규정이 없는 이상 제외된다고 할 것이다.

46) 예를 들어, 보통주를 매도하였다가 우선주를 매수한 경우에도 반환책임을 질 수 있다.

47) 예를 들어, 주권을 매도하였다가 전환사채권을 매수하는 경우.

48) 예를 들어, 1월 10일 매매한 경우라면 7월 10일 24:00까지 사이에 반대매매하여야 반환책임을 질 수 있다.

49) 임제연, 전계논문, 73면.

(개정전 법의 단서조항에서는 직무관련성과 비공개성만을 요하였으나, 중요성도 요구된다고 할 것이다).

### (3) 利益 發生

단기매매로 인하여 이익이 발생하여야 한다. 여기서의 이익은 적극적 이익을 의미하므로 매도가격이 매수가격보다 높아야 하고, 추가적 손해를 회피한 것과 같은 소극적 이익에 불과한 경우는 반환대상이 아니다.<sup>50)</sup>

그런데 매수한 다음 매수가격보다 높은 가격으로 매도한 경우는 매수한 주식과 매도한 주식간의 대응관계가 있기 때문에 이익 발생을 인정함에 의문이 없으나, 주식을 매도한 다음 매수한 경우는 매도한 주식과 매수한 주식간에 대응관계가 없기 때문에(즉 이미 매도하였으므로 매도한 바로 그 주식을 매수할 가능성은 사실상 없다) 이러한 매도-매수를 하나의 관련된 매매관계로 파악하여 이익이 발생하였다고 볼 수 있는 것인지 문제될 수 있다. 특히, 공매도 후 매수한 경우보다, 보유하고 있던 주식의 전부 또는 일부를 매도한 다음 낮은 가격에 매수한 경우에 그 매도는 그 이전의 매수와 더 관련되는 것으로 보이기 때문에 그러한 의문이 더 두드러진다. 그러나 법이 매도 후 매수에 대하여도 차액반환책임을 인정한 것은 이러한 경우에도 매도가격이 매수가격보다 높은 한 그 차이를 이익이 발생한 것으로 보겠다는 것으로 해석할 수밖에 없다. 규정 형식을 보더라도 매도-매수 또는 매수-매도의 사실을 요할 뿐 동일한 증권을 거래하였을 것을 요구하지는 않고 있다.<sup>51)</sup>

그리고, 반드시 자신이 보유하고 있던 것을 매도할 것을 요하지 않으므로 공매도 후 매수한 경우도 수익이 발생하는 한 포함됨은 물론이다.

한편, 6월 이내에 수차례의 매매가 있는 경우에는 어떠한 매매라도 저가매수와 고가매도가 대응되는 것이 있으면 차익반환의 대상이 된다고 보아야 한다. 그 이유는 내부자가 유가증권을 반드시 보유할 것을 요하지 아니하고, 매수 또는 매도한 바로 그 유가증권을 반대매매할 것을 요하지 아니하기 때문이다.<sup>52)</sup>

### (4) 適用의 例外

50) 만약 손실의 회피를 소극적 이익이라고 하여 반환을 인정하면 규제의 폭은 넓힐 수 있겠으나, 당해 내부자에게 너무 가혹할 뿐 아니라 이익의 산정은 매도가격과 그 이후 어느 시점의 시가의 차액에 의할 수밖에 없어 매도가격과 매수가격의 차액에 의하여 이익을 산정하도록 규정한 법 시행령 제 83조의 5와도 조화되지 않으므로 타당하지 않다. 이 경우의 규제는 손해배상책임을 인정함으로써 충분할 것이다.

51) 따라서 예를 들어, 당해 회사의 주식을 매수하였다가 6개월이 지나서 그 전부 또는 일부를 매도하고 다시 6개월 이내에 매도가격보다 낮은 가격으로 매수한 경우에도 그 매도가격과 매수가격의 차액(거래량을 적은 쪽을 가지고 계산)을 반환하여야 한다.

52) 같은 견해: 임재연, 전제논문, 78면. 따라서 예를 들어, 내부자가 주당 1만원에 매수하였다가 (a) 1개월 후에 전량을 주당 9천원에 매도하고(b), 다시 1개월 후에 주당 8천원에 매수하였다가(c) 1개월 후에 전량을 주당 7천원에 매도(d)한 경우에, (a)와 (b), (c)와 (d)는 이익이 없어 반환대상이 아니나 (b)와 (c)는 이익이 있는 것으로 되어 그 차액(이 때 수량은 적은 쪽을 계산)이 반환대상이 된다. 그러나 이 경우 실제로는, 뒤에서 보듯이 법 시행령이 평균법을 채택하고 있으므로 이에 따르면 거래량을 가중치로 한(b), (d)의 평균가격과 (a), (c)의 평균가격을 비교하여 매수가격이 매도가격보다 낮으면 이익이 발생한 것으로 되어 반환책임을 진다.

다음의 경우에는 반환규정이 적용되지 않는다. 즉 1) 법령에 의하여 불가피하게 매매하는 경우, 2) 조세감면규제법에 산업합리화 대상으로 지정된 기업이 그 산업합리화기준에 따라 매매하는 경우, 3) 정부의 허가·인가·승인 등이나 문서에 의한 지도·권고에 따라 매매하는 경우, 4) 유가증권의 안정조작 또는 시장조성<sup>53)</sup>을 위하여 매매하는 경우, 5) 주식매입선택권을 행사하여 취득한 주식을 매도하는 경우, 6) 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 허용되는 최소매매단위 미만의 매매, 근로자증권저축에 의한 매매, 발행인 또는 매출인으로부터의 직접적인 취득 등의 경우로서 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용한 매매가 아니라고 증권선물위원회가 인정하는 경우.<sup>54)</sup>

### (5) 證券會社에 대한 準用

단기매매차익반환에 관한 규정은 상장 또는 등록법인이 발행한 주식의 모집·매출을 주선 또는 인수한 증권회사가 당해 모집·매출의 주선·인수계약을 체결한 날부터 3월 이내에 매수 또는 매도하여 이익을 얻은 경우에 이를 준용한다. 다만 안정조작을 위하여 매매하는 경우에는 당해 안정조작기간<sup>55)</sup>내에 매수 또는 매도하여 이익을 얻은 경우에 이를 적용한다(법 제188조 제9항, 동 시행령 제83조의 7).

## 3. 效 果

### (1) 返還請求節次

당해 법인은 내부자가 얻은 이익의 반환을 청구할 수 있다. 한편, 당해 법인의 주주 또는 증권선물위원회는 당해 법인에 대하여 위 반환청구를 하도록 요구할 수 있고, 당해 법인이 요구를 받은 날부터 2월 내에 청구를 하지 않으면 당해 법인을 대위하여 반환청구할 수 있으며, 소를 제기한 주주 또는 증권선물위원회가 승소한 때에는 회사에 대하여 소송비용과 소송수행에 필요한 실비액을 청구할 수 있다.

반환청구요구권을 갖는 주주는 단독주주권이며, 반드시 내부자의 거래 당시 주주였을 필요는 없고 반환요구 당시 주주이면 충분하다고 할 것이다.<sup>56)</sup>

53) 안정조작은 유가증권의 발행인 또는 소유자와 인수계약을 체결한 증권회사가 유가증권의 시세를 고정 또는 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 일정한 기간 행하는 매매거래를, 시장조성은 위 증권회사가 모집 또는 매출한 유가증권의 상장 또는 등록 후 그 수요공급을 일정기간 조성하는 것을 의미한다. 안정조작 및 시장조성은 유가증권신고서에 기재되거나 또는 인수계약의 내용에 안정조작 또는 시장조성을 할 수 있다고 기재된 증권회사에 한하여 할 수 있다(법 시행령 제83조의 8).

54) 법 제188조 제8항, 동 시행령 제83조의 6.

55) 안정조작기간은 당해 유가증권의 모집 또는 매출청약기간 종료일 전20일부터 청약기간 종료일까지이고, 시장조성기간은 당해 유가증권의 상장 또는 등록 후의 6개월 내로서 발행인과 인수인이 정하는 기간이다.

56) 따라서 이 규정을 적극 활용하면, 개인 주주가 실익이 없다는 이유로 반환청구에 소극적인 경우에도 변호사나 시민단체 등이 명목상의 주주를 내세워 용이하게 소를 제기한 다음 그 비용을 회사로부터 변상 받을 수 있다. 미국에서 매매차익반환소송이 많은 것은 이 때문이라고 한다.

## (2) 返還責任範圍

반환책임의 범위는 내부거래자가 얻은 이익이다.

일정한 기간 거래가 빈번한 경우에 개개의 목적물인 유가증권을 확인하는 것은 거의 불가능하므로 차익을 산정하는 기준으로서 미국 판례에서는 총액차감법, 평균법, 선입선출법, 매수최저가매도최고가방식 등<sup>57)</sup>이 제시되고 있다.

한국의 증권거래법 시행령은 이익의 산정기준에 관하여 거래량을 기준으로 가중평균한 매도 및 매수가격의 차액에 수수료와 증권거래세액을 공제한 금액을 이익으로 산정하도록 함으로써 평균법을 채용하고 있다(동 시행령 83조의 5).<sup>58)</sup> 따라서, 직전 또는 직후의 다른 거래와 6개월 이내에 있는 모든 거래는, 설사 그 다른 거래 이전 또는 이후의 거래와 비교하여 6개월을 초과하는 시간간격이 있다고 하더라도 전체적으로 평균하여 매도 또는 매수가격을 산정하여야 할 것이다.

## (3) 除斥期間

차익반환청구권은 이익의 취득이 있는 날부터 2년이 경과하면 제척기간의 경과로 소멸한다(법 제188조 제5항).

# V. 글을 마치면서

증권시장의 원활한 기능을 위하여는 무엇보다도 증권시장 참여자 사이의 정보에 대한 접

---

57) 총액차감법은 수수료 및 거래세를 감안하여 매도대금총액과 매수대금총액의 차액에 의하는 것이고, 평균법(average-price test)은 6개월간의 거래량을 가중치로 한 매도대금평균가격에서 매수평균가격을 공제하여 차익을 산정하는 것이며, 선입선출법(first-in-first-out computation)은 매수한 순서와 매도한 순서를 맞추어 순서대로 매도가격에서 매수가격을 공제하여 차익을 산정하는 것이고, 매수최저가매도최고가방식(lowest-in-highest-out test)은 6개월분의 매수분은 최저가로부터, 매도분은 최고가부터 순서대로 배열하고 거래량을 가중치로 하여 매도가격에서 매수가격을 공제하여 차익만 합산하고 차손은 공제하지 않으므로써 가능한 최대의 이익을 산정하는 방식이다. 미국의 대부분의 판례는 매수최저가매도최고가방식에 의한다고 한다. 임재연, 전계논문, 82면.

58) “이익의 산정은 다음 각호의 방법에 의한다.

1. 매수단가(2회 이상 매수한 경우에는 매수수량으로 가중평균한 매수단가)와 매도단가(2회 이상 매도한 경우에는 매도수량으로 가중평균한 매도단가)의 차액이 절대치에 매수수량과 매도수량 중 일치하는 수량(매매일치수량)을 곱한 금액에서 당해 매매일치수량 부분에 관한 매매거래 수수료와 증권거래세액을 공제한 금액을 이익으로 산정하는 방법.

2. 매수주권 등과 매도주권 등이 종류는 같으나 종목이 다른 경우 매수 후 매도하여 이익을 얻은 때에는 매도한 날의 매수주권 등의 증가를 매도주권 등의 매도가격으로 보며, 매도 후 매수하여 이익을 얻은 때에는 매수한 날의 매도주권 등의 증가를 매수주권 등의 매수가격으로 보는 방법.

3. 제1호 및 제2호의 경우 매수 또는 매도 후 주권 등의 권리락·배당락 또는 이자락이 있을 때에는 이를 감안하여 환산한 가격 및 수량을 기준으로 하는 방법. “

근가능성의 평등을 위하여 내부자거래를 엄격히 규제할 필요가 있다. 이를 근거로 내부자거래에 대한 규제의 강화는 세계적 추세라 되었고 이미 한국은 미국의 예를 본받아 내부자거래에 관한 민경環瑛u 규제수단을 상당한 정도로 마련하였다. 그러나 한국의 증권시장에서 정보접근성의 평등이 어느 정도라도 이루어졌다고 믿는 사람은 거의 없다. 형사적 제재가 제대로 이루어지지 않는 것은 관계당국의 근면성과 의지에 달린 것이겠으나, 규제와 피해자 구제에 보다 실효성이 있는 민사책임에 관한 것은 인식의 부족, 소송의 장기화 우려, 입증 곤란 등의 원인을 들 수 있을 것이다.

현재 이 분야에 관한 한국의 판례는 거의 없으나 앞으로 증권시장이 보다 대중화 및 개방화되는 것과 함께 관련 소송이 증가할 것으로 생각된다. 이에 대비한 입법론으로는 미국과 같이 집단소송(class action) 제도를 도입하여 내부자거래에 대한 감시장치를 마련하고, 청구권자의 범위 등 그 요건을 보다 명백히하는 것이 필요하다고 본다.