

內部者の 短期差益賣買の 規制

黃 鉦 源

Regulation of Insider's Short-Term Profit Trading

Hwang, Jeong-weon

〈目 次〉

- | | |
|------------------|-----------------------------|
| I. 内部者の 短期差益賣買 | 4. 情報不利用의 主張(消極的 成立要件) |
| 1. 内部者去來와 短期差益賣買 | |
| 2. 短期差益賣買規制의 必要性 | III. 短期差益賣買의 效果 |
| II. 短期差益賣買의 成立要件 | 1. 賣買差益의 返還 |
| 1. 内部者の 範圍 | 2. 第105條 4 項 3 號 第106條와의 關係 |
| 2. 短期賣買行爲 | |
| 3. 賣買差益의 發生 | IV. 結 語 |

Abstract

Congress enacted section 188(2) of the Securities Exchange Act to deter corporate insiders from abusing their positions of trust to enhance their personal trading profits. This is the only provision in the securities laws explicitly designed to regulate the unfair use of nonpublic information by corporate insiders ; directors, officers and holders of more than ten percent of securities.

The most distinctive feature of section 188(2) is that it establishes objective standards of unacceptable insider trading conduct. No analysis is required, and no defense is permitted, to determine whether the designated insiders actually took unfair advantage of their position or were in possession of any nonpublic material information when they traded. This approach clearly simplifies enforcement of the trading prohibition. In so

doing, it creates a contrast with the insider trading litigation under section 105(4)-3. For example, issues of fiduciary duty, scienter, materiality, reliance, and causation—which often are critical in applying the antifraud prohibition in section 105(4)-3—are irrelevant to an analysis of section 188(2). The section is intended to be “a crude rule of thumbs”, achieving maximum prophylaxis by virtue of its mechanical application.

By taking an unabashedly prophylactic approach, section 188(2) imposes liability on many transactions that contain no elements of the abuses that Congress sought to eliminate. However, section 188(2) aimed at three specific types of insider trading abuses, only one of which involves abuse of inside information. First, section 188(2) was intended to remove the temptation for corporation executives to profit from short-term stock price fluctuations at the expense of the long-term financial health of their companies. Second, the section was intended to penalize the unfair use of insider information by insiders. Third, section 188(2) was designed to eliminate the temptation for insiders to manipulate corporate events so as to maximize their own short-term trading profits. We thus conclude that section 188(2) is a useful tool for preventing speculative abuses by insiders and for focusing their attention on their fiduciary duty and on long-term corporate health, rather than on short-term trading profits.

For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such director, officer, or beneficial owner by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any sale and purchase, or any purchase and sale within any period of less than six months, shall inure to and be recoverable by the issuer.

I. 內部者の 短期差益賣買

1. 內部者去來와 短期差益賣買

株式會社の 任員・職員 또는 主要株主가 自社の 株式을 賣買하는 것을 內部者去來 (Insider Trading)라고 하며, 이러한 內部者去來가 6月以內의 短期에 賣渡와 買受가 서

로 連結되어 발생할 때 이를 短期賣買(short-term trade)라 한다. 内部者が 이러한 短期賣買에서 賣買差益을 얻을 경우에 이 内部者去來를 短期差益賣買라고 부른다. 内部者の 短期差益賣買는 内部者が 會社秘密情報를 利用하여 不正하게 賣買差益을 얻을 危險性 때문에 規制되어 왔다. 1987年改正以前의 證券去來法 第188條 2項은 「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月以內에 賣渡하거나 그 法人의 株式을 賣渡한 후 6月以內에 買受하여 利益을 얻을 경우에는 當該法人 또는 委員會는 그 利益을 그 法人에게 提供할 것을 請求할 수 있다」고 하여 内部者が 얻은 短期賣買差益(short-term profit)을 剝奪하여 會社에 返還하도록 하고 있었다. 이 條項은 1976년에 「内部者去來의 制限」을 目的으로 新設한 것으로 그 內容은 美國·日本의 内部者の 短期差益賣買規定에다 「内部情報의 利用」을 成立要件으로 첨부한 特異한 것으로 會社内部者(Corporate Insider)가 6月以內에 行한 短期賣買에서 얻은 賣買差益을 그 會社에 返還하도록 規制할 뿐이어서 内部者去來中의 短期差益賣買만 規制할 수 있었다. 따라서 内部者去來一般을 規制할 수 있는 새로운 規定의 立法必要性이 強調되었으며,¹⁾ 이러한 事情을 감안하여 1987年 11月 28日의 證券去來法 第9次改正에서 内部者去來禁止에 관한 一般規定으로 第105條 4項에다 第3號를 新設하면서 第188條 2項도 一部修正하게 되었다. 즉 第188號 2項本文에서 要求하던 「内部情報의 利用」이 削除되고 대신에 但書에 内部者が 「職務 또는 地位에 의하여 知得한 秘密(内部情報)을 利用하여 利益을 얻은 것이 아님을 立證할 때에는」 差益返還義務가 없다는 例外를 認定하였다.

2. 短期差益賣買規制의 必要性

1987年以前에는 内部者去來禁止에 관한 具體的인 規定이 第188條 2項 뿐이었으므로 同

1) 내부자가 회사의 비공개된 중요한 정보를 이용하여 주식거래에서 이익을 얻으려는 내부자 거래를 금지하는 規定의 필요성을 강조한 글로는 다음의 것이 있다. 辛永茂, 증권거래법, 서울대학교출판부, (1987), 469면; 同 미국의 내부자거래 규제 제도에 관한 고찰, 증권조사월보, (1987. 11.). 5~31면; 李哲松, 내부자거래의 제한, 상법논총(仁山 鄭熙喆선생 정년기념 논문집, 1985); 金斗鎭, 내부자거래의 규제에 관한 비교법적 연구, 연세대 법학석사 학위논문(1987); 金鍾文, 내부자거래의 규제에 대한 연구, 서울대 법학석사 학위논문(1986); 鄭一浩, 내부자거래 규제의 개선 방향, 증권조사월보, (1984. 2); 田炳玆, 내부자거래 제한제도에 관한 연구, 고려대 법학석사 학위논문, (1983);

規定의 役割이 컸으나 第105條 4項 3號에 內部者去來를 禁止하는 一般規定이 新設된 現在로서 第188條 2項이 存續될 必要가 있느냐는 의문이 제기될 수 있다. 실제로 美國에서는 同條에 해당되는 證券去來法(Securities Exchange Act of 1934 : 흔히 34年法 또는 SEA라고 한다) 第16條(b)에 對한 存廢論이 對立하고 있다. 廢止論者들은 SEA第16條(b)가 內部者去來를 豫防하는 效果가 없을 뿐 아니라 전혀 責任을 지울 수 없는 善良한 內部者에게 까지 差益返還義務를 부담시키고 있다고 주장한다.²⁾ 즉 內部者의 短期差益 賣買規定은 6月以內에 買受나 賣渡의 어느 한쪽만 발생한 去來, 準內部者(quasi-insider)나 受報者(tippee : 內部者로 부터 內部情報를 傳達받은 者)나 公開買受者의 去來, 內部者의 提報行爲(tipping)를 規制하지 못할 뿐만 아니라, 內部情報를 利用하지 않은 善意의 會社內部者의 6月內의 短期賣買를 不當하게 制限하는 不合理한 結果를 초래한다고 하면서 同條의 廢止를 主張한다.

원래 內部者의 短期差益返還은 美國議會가 「會社內部者들의 私益을 위한 情報流用」을 防止하고자 制定한 것으로 會社內部者가 未公開한 秘密情報를 不當하게 利用(the unfair use of nonpublic information by corporate insider)하는 것을 規制하기 爲하여 特別히 마련한 聯邦證券法規다. SEA 第10條(b)는 Rule 10(b)-5와 함께 모든 內部者去來를 規制하는 證券去來에 대한 「詐欺禁止規定」이고,³⁾ 第16條(b)는 內部者가 6月以內의 短期 賣買로 差益이 발생한 경우에는 自動적으로 適用할 수 있는 「單純한 機械的인 規定」(a crude rule of thumb)이다.⁴⁾ 第16條(b)는 「內部者가 會社와의 關係上 知得한 情報를 不公正하게 利用하는 것을 防止하기 爲하여」(for the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer) 制定한 것이지만, 그 內容은 禁止하고자 하는 內部者의 短期賣買의 客觀的基準(objective standards)을 定하여 실제로 內部者가 會社秘密情報를 利用하였는지 또 秘密情報를 知得하였는지를 묻지 아니하고 客觀的 要件만 具備하면 自動적으로 適用하도록 規定되었다. 따라서 詐欺禁止規定인 第10條(b)

-
- 2) Klein, Outsider Proposed Changes in Insider Trading Bill, Legel Times, Dec. 12, 1983, at 8, Col. 1;
 - 3) 미국 증권거래법은 내부자거래를 광범위한 사기금지규정인 제10조(b)와 이에 따라 미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission : SEC)가 제정한 Rule 10(b)-5의 두 조항으로 규제하고, 내부자의 단기차익을 노리는 단기차익매매는 증권거래법 제16조(b)로 규제하고 있다.
 - 4) 「단순한 기계적인 규정」이라는 용어는 제16조(b)의 제안자인 Cocoran이 美上院의 은행 및 통화위원회(Senate Banking & Currency Committee)에서 한 보고서에 처음 등장한다.

를 内部者去來에 적용하기 爲하여 발생하는 忠實義務(fiduciary duty) · 故意(scienter) · 重要性(materiality) · 因果關係(caustion)에 關한 問題는 第16條(b)의 短期差益賣買에서 는 논의할 必要가 없다. 이러한 「단순한 機械的인 規定」이므로 内部者の 短期賣買만 발생하면 秘密情報를 不公正하게 利用했느냐 하는 主觀的要件을 따지지 않기 때문에 内部者로 하여금 短期賣買를 포기하도록 하는 豫防的(prophylactic) 機能을 크게 발휘하고 있다는 것을 看過할 수 없다.

나아가서 内部者の 短期差益返還規定은 内部者에게서 短期賣買에서 얻는 差益에 대한 誘惑을 除去하므로써 秘密情報를 不公正하게 利用하는 것을 豫防할 뿐 아니라, 内部者가 自己의 短期賣買差益(short-term trading profits)을 極大化하고자 株價에 영향을 주는 行爲를 하거나 會社에 대한 經營責任이나 忠實義務를 怠慢히 하고 短期差益에 精力을 傾注하여서 會社의 長期的인 健全한 發展을 害치는 事態도 豫防할 수 있다는 見解가 있다.⁵⁾

우리의 경우에도 證券去來法 第188條 2項의 短期差益賣買制限規定은 内部者の 短期賣買에 自動的으로 適用되어 會社内部者の 不當한 秘密情報流用을 豫防하고 短期差益을 爲하여 職務를 等閑히 하는 不合理한 현상을 事前에 防止할 수 있고 나아가 會社와 株主의 利益을 爲해 必要하다고 할 것이다.

以下에 「内部情報의 利用」을 要件에서 削除하고 但書에 「内部情報不利用의 抗弁」을 新設한 1987年의 改正內容을 중심으로 短期差益賣買를 考察하고자 한다.

II. 短期差益賣買의 成立要件

會社内部者の 短期差益賣買가 成立하려면 上場法人이나 登錄法人의 内部者가 6月內에 會社株式의 賣渡와 買受를 함께 行하여 賣買差益이 發生할 것을 要한다. 차례대로 内部者の 範圍와 短期賣買行爲 및 賣買差益의 發生으로 나누어 成立要件을 살펴보기로 한다.

5) Am. B. Assn, the Committee on Federal Regulation of Securities, Report of the Task Force on Regulation of Insider Trading, Part II : Reform of Section 16. 42 Bus, Law,(1987), p. 1092.

1. 內部者の 範圍

가. 內部者の 種類(會社內部者 : Corporate Insider)

證券去來法 第188條 2項은 「上場法人 또는 登錄法人의 任員·職員 또는 主要株主」가 하는 短期差益賣買를 規制하고 있다. 따라서 非上場法人中에서 登錄하지 않은 法人은 그 內部者가 短期差益去來를 하여도 法的으로 規制받지 않는다.⁶⁾ 從前에는 「上場法人」의 內部者만을 規制對象으로 하였으나 1987年 改正에서 「登錄法人」의 內部者도 規制對象에 包含하여 內部者去來의 主體를 擴大하였다.

內部者는 當該法人의 任員·職員 그리고 主要株主에만 限定되어 있다.

(1) 任員

任員은 株式會社의 理事와 監事를 말하며,⁷⁾ 會社經營에 관한 重要情報에 接近할 수 있는 地位에 있는 者로서 常勤과 非常勤을 包含한다. 證券去來法上으로 任員의 定義에 관한 條項이 없으나 「任員이나 아니냐」는 實地로 「會社의 秘密情報에 接近이 可能하나 아니냐」로 決定해야 하며, 形式上의 名稱을 가지고 決定할 性質의 것은 아니다.

한편 美國SEC는 Rule3(b)-2에서 「任員(Officer)은 社長(president), 副社長(vice-president), 經理擔當(treasurer), 秘書擔當(secretary), 會計擔當(comptroller) 및 其他 이와 類似한 業務를 擔當하는 者」라고 定義하고 있다. SEC의 이러한 客觀的인 定義를 지지하는 判例도 있으나,⁸⁾ 대부분의 美國判例는 「會社經營에 관한 秘密情報를 知得할 수 있는 可能性」에 비추어서 任員인가의 與否를 판단하고 있다.⁹⁾ 任員에 대한 美國SEC

6) 上場法人이라 함은 증권거래소의 유가증권 매매시장에 당해법인이 발행한 유가증권이 상장되어 있는 법인이고, 登錄法人이라 함은 기업등록 제도에 따라 증권관리위원회에 등록된 非上場法人을 말한다. 증권거래법 제3조는 유가증권발행인의 등록에 관하여 「유가증권발행의 公正과 기업의 公示를 위하여」 다섯가지 경우에 해당하는 법인은 일정한 서류를 위원회에 제출하여 등록하도록 하고 있다.

7) 일반적으로 任員이란 정관이나 법령에 따라 선출되거나 지명된 자로서 임기와 보수가 정관이나 법령에 규정되어 있는 경우를 통칭하는 의미로 사용되고 있다. 따라서 회장·고문이라는 명칭으로 선출·지명되더라도 정관이나 법령에 근거가 있으면 임원으로 보아야 한다. 神崎克郎, 證券取引法, 靑林書院新社(昭 55), 555면 ;

8) Lockheed Aircraft Corp. v. Rathman. 106F, Supp, 810,(S. D. Cal, 1952).

9) Colby v. Klune, 178F, 2d 872, 873(2d Cir, 1949) ; Shimmel v. Goldman, 57 F. R. D. 481(S. D. N. Y. 1973) ; Morales v. Moliday Inns, Inc. 361 F. Supp. 760(S. D. N. Y 1973) ; 일본증권거래법, 제 5 조 1항의 문언중에 「회사의 임원(이사·감사 또는 이에 準하는 者를 말한다. 以下같다)에 관한 사항」이라는 규정을 두고 임원에 대한 이 해석조항이 동법 제189조의 임원에도 그대로 적용되느냐를 두

와 法院의 異見은 SEA第16條(b)가 職員을 内部者에 넣지 않으므로 任員과 職員을 區別하기 爲하여 發生한 것이지만, 우리는 任員과 職員을 함께 内部者로 인정하고 있으므로 특별히 任員·職員을 區別할 實益은 없다.

(2) 職員

職員은 株式會社의 商業使用人으로 會社와의 雇傭契約에 따라 勤務하는 者이나, 그 擔當業務나 地位如何에 따라서 會社經營에 관한 重要한 秘密情報에 接近이 可能한 경우가 許多하므로 證券去來法은 任員과 함께 職員도 短期差益賣買를 禁止시키고 있다. 이와 같이 職員을 内部者에 明示的으로 包含시킨 것은 美國·日本에서 찾아 볼 수 없는 特色으로서, 實質的으로 會社의 重要한 秘密情報에 合法的으로 接近이 容易한 모든 内部者の 短期差益賣買를 封鎖하기 위한 취지라고 하겠다. 法律은 모든 職員은 社内の 秘密情報를 利用할 可能性이 存在하므로 情報에 對한 接近可能性을 不問하고 短期差益賣買의 主體로 하였다. 但 情報에 接近할 수 없는 職員은 第188條 2 項但書의 「情報不利用」規定에 따라 情報를 利用하지 않았다는 것을 立證하면 差益返還責任을 免할 수가 있다.

内部者の 短期差益賣買는 善意의 内部者가 會社内部情報를 모르고 短期賣買하는 것까지 禁止하려는 것은 아니므로, 社内の 秘密情報에 接近이 容易하지 않은 部署의 職員까지 内部者에 包含시키는 第188條 2 項은 問題가 있는 規定이다. 특히 情報不利用의 立證은 事實上 困難하여, 우리社株制度가 一般化한 오늘날의 現實에 비추어, 本規定은 少額株主인 職員의 株式讓渡의 自由에 대하여 重大한 制限을 不當하게 부과하고 있는 것이다. 따라서 社内情報에 接近容易한 職員에만 限定할 必要가 있다고 할 것이다.¹⁰⁾

(3) 主要株主

主要株主는 「누구의 名義로 하든지 自己의 計算으로 發行된 株式의 總數 또는 出資總額의 100分の 10以上の 株式 또는 出資證券을 所有하고 있는 株主 또는 出資者」를 말한다(증거법 188①). 發行株式의 10%以上을 所有하는 경우에는 事實上 그 會社의 大株主

고 견해가 달랐었다. 田中誠二·堀口亘, *コンメンタール証券取引法*, 勁草書房(1985), 578, 579면; 그후 昭和 63年 改正에서 제5조 1항의 동문언을 「이사·감사 또는 이에 準하는 者를 말한다. 제188조에서 제190조의 3까지를 제외한다. 以下 같다」라고 개정하여 명문으로 내부자에서 직원을 제외시켰다.

10) 정보에 접근할 가능성이 있는 직원을 구별하는 기준은 회사의 종류와 규모에 따라서 다르게 정하여야 할 것이다. 특히 다른 회사의 기업내부정보를 업무집행상 빈번하게 지득하게 되는 회사의 경우에는 그 비밀정보가 다른 업무부서에 전파되는 것을 차단하는 제도적 장치(보통 Chinese Wall이라고 한다)가 있느냐 없느냐에 따라 기준에 큰 차이가 있어야 한다.

로서 會社經營에 영향력을 행사할 수 있다는 점을 감안하여 이러한 主要株主를 任·職員과 같이 內部情報에 接近이 容易한 典型的인 內部者로 취급하였다. 主要株主라는 用語는 美國SEA 第16條(b)의 beneficial owner(實質的所有者)를 日本證券取引法 第189條가 「主要株主」라고 번역한 것으로서, 法文上은 他人名義與否를 不問하고 「自己計算」인 경우에는 모두 實質的所有者로 본다는 뜻이지만 「自己計算」의 意味內容이 明白한 것이 아니므로 主要株主與否를 決定하는 것이 쉬운 것은 아니다.

美國SEC는 持株率變動報告에 관한 美國SEA 第16條(a)와 관련하여, beneficial ownership(實質的所有權)은

- (1) 議決權을 行使하거나 또는 議決權行使을 支配하는 權利.
- (2) 株式을 讓渡하는 權利 또는 讓渡與否를 支配하는 權利.
- (3) 株式에 관한 配當利益受領權 또는 配當利益處分을 支配하는 權利.
- (4) 殘餘財産分配請求權 또는 分配財産處分을 支配하는 權利.

中에서 하나만 存在하는 경우에는 成立한다고 본다.¹¹⁾ 그러나 第16條(b)는 短期賣買의 差益을 返還할 內部者의 範圍에 關한 規定이기 때문에 株式을 讓渡하는 權利나 株式賣買處分에 關한 權利, 즉 「株式의 取得이나 處分을 支配하는 能力 또는 그 處分過程에 參與할 權利」를 直接 또는 間接으로 가진 경우에만 實質的所有者로 보자는 見解가 있다.¹²⁾ 美聯邦法院도 第16條의 立法過程에서 議會가 意圖했던 「經濟的 利害關係(economic concern)」를 벗어난 SEC의 實質的所有權에 대한 通牒內容을 적용하지 않고 있다.¹³⁾ 생각컨대 內部者의 短期差益賣買를 制限하는 本條의 立法趣旨에서 보아, 主要株主는 株式의 讓渡에 關한 實質的인 支配權을 가진 者로 限定하여야 하며, 議決權·配當利益受領權·分配財産受領權의 保有與否로 決定할 것이 아니라고 할 것이다. 따라서 株主名簿에는 配偶者·子女·親知의 名義로 되어있더라도 株式의 處分權이 主要株主에게 있는 경우에는 主要株主의 計算이므로 그를 實質的 所有者로 보아야 한다.

主要株主는 自然人이든 法人이든 不問한다. 다만 例外的인 경우이긴 하나 發行會社가 自己株式을 10%以上 所有하게된 경우에 發行會社를 主要株主로 볼 것이냐 하는 問題가

11) Exchange Act Release No. 18, 114.

12) Committee on Federal Regulation of Securities, 전계 보고서, 1106면, "only if he has, directly or indirectly, the ability to control the acquisition or disposition of the securities or the right to share in the proceeds of their disposition"

13) Colan v. Monumental Corp, 713F. 2d 330, 332~33(7th Cir. 1983).

있다. 會社는 情報를 가장 容易하게 知得할 수 있으므로 情報를 利用하여 賣買差益을 얻
을 可能性이 크다. 우리 株式會社法上 株式會社의 自己株式의 取得은 原則적으로 禁止되
어서 特殊한 경우에만 許容이 될 뿐 아니라 許容時에도 그 取得과 處分이 法律의 規定에
따라 일어나므로 去來의 公正을 害할 우려가 없다고 하여 發行會社는 除外된다는 說¹⁴⁾
과, 비록 例外的으로 許容되기는 하나 適法한 自己株式의 賣買에도 內部情報의 利用可能
성이 存在하며 또 違法한 自己株式의 賣買도 그 效力은 有效한 경우가 있으므로 發行會
社도 規制의 對象으로 보아야 한다는 包含說이 對立되고 있다.¹⁵⁾ 內部者の 短期差益賣買
는 결국 差益을 會社에 提供시키는 效果를 가지고 發行會社의 自己株式의 賣買은 얻
은 差益을 會社에 提供한 것과 同一한 結果가 되어 學說對立의 實益이 없다고 하겠으나,
證券去來法 第105條 4 項 3 號의 內部者去來에도 該當되는 경우에는 去來相對方에게 賠償
責任을 負擔하고 나아가 處罰의 對象이 되기도 하므로 有價證券發行會社가 內部者가 될
수 있는냐는 問題는 해결해야 할 것이다. 생각컨대 制限된 範圍內에서만 自己株式取得이
許容되기는 하지만 發行會社는 重要한 秘密情報를 利用하여 항상 有利한 賣買를 할 수
있는 位置에 있고 또 去來相對方에게 損害를 입힐 可能性이 있으므로 內部者에 包含하는
見解가 妥當하다고 본다.

나. 準內部者(Quasi Insider)

有價證券發行會社의 任員·職員·主要株主와 같은 典型的의 內部者가 아니면서 短期差益
賣買가 制限되는 主體로 發行會社가 발행한 株式의 募集·賣出을 周旋 또는 引受한 「證
券會社」가 있다(증거법 188⑨). 이러한 證券會社는 職務上으로 發行會社의 內部情報에
容易하게 接近할 수 있으므로 準內部者(Quasi Insider)로 인정하여 情報利用을 봉쇄하고
있다. 따라서 證券會社가 직접 株式을 短期賣買하는 경우만이 아니고 證券會社의 任員·
職員·主要株主에 의한 短期賣買도 포함되는 것이다.¹⁶⁾

法 第188條 9 項에 대하여, 本規定이 短期差益賣買의 主體로 證券會社를 準內部者로 한
취지를 확장하여 社內의 秘密情報에 職務上으로 接近possible한 「金融機關」도 引受業務를 遂
行하는 경우에는 準內部者로 인정해야 한다는 見解가 있다.¹⁷⁾ 생각컨대 內部者の 短期賣

14) 李哲松, 전계논문, 139면; 金鐘文, 전계논문, 52면;

15) 安文宅, 證券去來法體系, 育法社(1985), 269면;

16) 同旨; 辛永茂, 전계서, 464면;

17) 辛永文, 전계서, 455면; 田炳玆, 전계논문, 30면;

買差益의 返還制度는 6月內의 短期賣買를 한 경우에는 自動적으로 적용하는 「단순한 機械的인 規定」이므로 內部者의 範圍를 客觀적으로 明白하게 制限할 必要가 있다. 따라서 證券會社와 그 任員·職員·主要株主에게 差益返還義務를 負擔시키는 法 第188條 9項은 內部者를 지나치게 확대한 規定으로서, 法 第105條 4項 3號에 內部者去來禁止規定을 新設한 現재로서는 存置시킬 必要가 없다고 본다. 反面에 오늘날과 같은 大企業時代에는 母會社와 子會社間에는 各 會社의 情報가 「그룹」社의 共同情報로서 相互交換되고 있는 것이 보통이므로, 「그룹」會社의 任員·職員·主要株主를 準內部者로 취급하여야 할 것이다.

다. 受報者(Tippee)

內部者로 부터 企業의 內部情報를 傳達받은 內部情報受領者인 受報者(Tippee)도 內部者로서 短期賣買差益을 會社에 返還해야만 하는가 하는 問題가 있다. 內部者去來制限에 관한 一般規定인 法 第105條 4項 3號가 新設되기 前에는 受報者를 法 第188條의 內部者에 포함시켜야 한다는 包含說이 있었으나,¹⁸⁾ 法 第188條 2項이 明文으로 內部者를 任員·職員·主要株主로 限定하고 있으며, 따로 詐欺去來에 관한 第105條 4項 3號가 存在하므로, 受報者는 直接·間接을 不問하고 短期差益返還의 義務가 없다고 봄이 妥當하다.¹⁹⁾

內部者의 配偶者나 子女 및 親知가 各者의 名義로 株式賣買를 하는 경우에 內部者로 부터 知得한 未公開情報를 利用하는 경우가 많다. 이러한 內部者의 家族이나 親知에 의한 情報利用은 內部者가 「賣買時期를 指示하거나 또는 賣買差益을 直接·間接으로 享受한 경우」에는 內部者自身이 한 短期差益賣買로 보아야 할 것이다.²⁰⁾

2. 短期賣買行爲

가. 「6月以內」의 賣買

-
- 18) 安文宅, 전계서, 268면; 丁周煥, 전계논문, 24면; 金斗鎮, 전계논문, 95면;
19) 辛永茂, 전계서, 454면; 李哲松, 전계논문, 141면; 金鐘文, 전계논문, 54, 55면;
20) 미국판례에는 이러한 취지로 판시한 것이 많다. Whiting v. Dow Chem. Co, 523 F. 2d 680, 685(2d Cir, 1975); Whittaker v. Whittaker Corp, 639 F. 2d 516, 517(9th Cir, 1981); 田中誠二·堀口巨, 전계서, 579면;

内部者에 의한 短期賣買는 買受하고 賣渡하거나(先買轉賣) 또는 賣渡하고 買受하거나(先賣后買) 모두 6月以內에 일어나야 한다(증거법 188②). 「6月」의 計算을 할 때 買受日과 賣渡日을 包含하여 計算한다고 해석한다.²¹⁾ 여기에서, 「6月」을 短期賣買의 期間으로 한 根據는 단순한 機械的인 規定이라는 觀點에서 政策的으로 定해진 것으로 알려져 있다.

株式賣買時에 去來量이나 株價를 將來의 事情에 따라서 決定하기로 留保한 경우에 賣買時期를 언제로 할 것이냐에 대하여, 美國法院은 將來의 事情이 偶發的으로 발생한 때로 보기도 하고,²²⁾ 또는 賣買契約이 取消不能으로 된 때로 보기도 한다.²³⁾ 故意로 賣買期間을 6月以上으로 延長하기 爲하여 去來量과 株價의 決定을 留保할 수가 있으므로 賣買契約이 取消不能으로 된 때를 賣買時期로 보는 것이 妥當하다.

美國에서 盛行되는 選擇權(option)賣買에 있어서 選擇權을 取得한 때를 賣買時로 하느냐 選擇權을 行使한 때를 賣買時로 하느냐는 것도 問題가 된다. 美國判例는 選擇權을 行使하여 實際로 買受 또는 賣渡한 날을 賣買時로 하고 있으나,²⁴⁾ 選擇權의 取得에 相當한 「프리미엄」을 支給한 경우에는 選擇權을 取得한 때를 賣買時期로 하기도 한다.²⁵⁾ 이러한 選擇權賣買도 前述한 去來量과 株價를 將來로 留保한 경우와 같이 6月以上으로 賣買期間을 연장하기 위한 手段으로 惡用될 우려가 있으므로 選擇權取得時를 賣買時期로 보는 것이 좋다. 아직 우리의 경우 選擇權의 賣買는 이뤄지지 않으나 去來量이나 株價를 將來의 事情에 따라 決定하는 賣買는 場外去來에서 發生할 여지가 있다고 본다.

나. 「買受와 賣渡」의 連結

短期差益賣買가 成立하기 위해서는 반드시 「買受와 賣渡」가 6月以內의 期間中에 連結되어 일어나야 하며, 買受나 賣渡의 어느 한쪽만 일어나는 경우에는 法 第105條 4項 3號의 内部者去來는 成立될지 몰라도 内部者の 短期差益賣買는 아니다.

이러한 買受와 賣渡는 當該株式會社의 「株式」에 대한 去來로 法文上 限定되어 있다.

21) *Stella v. Graham-Paige Motors Corp*, 104F. Supp. 957(S. D. N. Y. 1962); 金鐘文, 전계논문, 58면;

22) *Booth v. Varian Associates*, 334F. 2d 1(1st Cir. 1964).

23) *Prager c. Sylvestri*, 449F. Supp. 425(S. D. N. Y. 1978).

24) *Lewis v. Varnes*, 50F. 2d 795(2d Cir. 1974); *Lewis v. Mellon Bank*, 513F. 2d 921(3d Cir. 1975); *Colan v. Monumental Corp.* 713F. 2d 330(7th Cir. 1983);

25) *Bershad v. McDonough*, 428F. 2d 693(1970).

따라서 「社債」는 轉換社債라고 할지라도 賣買의 對象으로 인정되지 않는다. 「選擇權(option)」은 株式을 買受·賣渡하는 權利로서 株式賣買처럼 利得을 目的으로 去來되고 있으므로 內部者가 이런 買受選擇權이나 賣渡選擇權을 取得한 경우도 短期差益賣買의 對象이 되지만, 10%以上の 株式에 대한 買受選擇權만을 取得했다고 하여 主要株主로 볼 수는 없다.²⁶⁾

內部者에 대한 「贈與」를 買受로 보면 이를 6月以內에 轉賣한 경우에는 항상 差益이 발생한다. 이러한 贈與는 短期賣買의 買受로 볼 수 없다고 하는 美國判例가 있으며,²⁷⁾ 會社가 株主에게 新株引受權을 付與하는 것도 株主가 買受한 경우가 아니라고 한다.²⁸⁾ 즉 買受와 賣渡는 對價가 따르는 有償去來라야 한다는 解釋인데 妥當하다고 본다.

買受나 賣渡가 아니면서 株式의 取得이나 處分을 隨伴하는 경우인 轉換社債의 株式으로의 轉換의 경우와 會社合併에 따르는 株式의 交換 또는 株式의 再分類로 인하여 內部者가 利益을 얻는 경우에도 이것을 短期賣買로 보아서 差益을 會社에 返還하도록 할 것이냐하는 問題가 있다. 이러한 特殊去來(unorthodox transaction)는 現金支給을 隨伴하지 않는 去來로서 去來自體가 強制的으로 일어난다는 特色이 있다.³⁰⁾ 그러나 特殊去來도 內部情報를 惡用하여 利益을 얻을 危險性을 가지고 있으므로 美國의 判例는 이것을 短期賣買에 包含시키면서 다만 一般去來(orthodox transaction)와는 달리 情報의 惡用與否를 判斷하여 差益返還與否를 決定한다. 즉 一般去來는 情報의 利用與否를 不問하고 賣買差益을 返還토록 하지만, 特殊去來는 內部者의 意思와 無關하게 強制的으로 일어나므로 「秘密情報를 惡用할 可能性이 있는 경우에만」 差益을 返還시키도록 하여 一般去來는 客觀的 狀況만으로 判斷하는데 比하여 主觀的 狀況까지도 참조하도록 하는 主觀的

26) 선택권은 소지자가 「定해진 가격으로 만기전에」 주식을 매수할 수 있는 권리가 부여된 매수선택권(call option)과 소지자가 주식을 매도할 수 있는 권리가 부여된 매도선택권(put option), 그리고 두 가지 선택권이 결합된 복합선택권(multiple option)의 세 가지 종류가 있으며, 미국 SEA 제20조(d)는 선택권을 매매대상으로 인정한다.

27) Lewis v. Adler, 331F. Supp. 1258(S. D. N. Y. 1931).

28) Shaw v. Dreyfus, 172F. 2d 140(2d Cir. 1949).

29) Booth v. Varian Associates, 334F. 2d 1(1st Cir. 1964).

신주발행에 따른 주식의 취득도 매수에 포함된다고 해석해야 할 것이다. 田中誠二·堀口亘, 전게서, 582면;

30) 주식의 전환이나 교환 또는 재분류는 내부자의 자유의사에 반하여 발생하는 것이므로 거래가 강제적이고 단기매매도 강제적으로 일어나게 된다.

(subjective)인 態度로 接近하고 있다.³¹⁾ 우리 法도 内部情報의 利用을 成立要件으로 하고 있지 않으므로, 株式의 轉換·交換 또는 再分類의 경우를 短期賣買에 包含하게 하여 이러한 株式去來에서 利益을 얻은 内部者는 差益을 返還해야만 한다. 즉 特殊去來도 對價가 따르는 去來이므로 당연히 短期賣買에 包含해야 하지만 다만 他意的인 性格이 있으므로 内部者가 秘密情報를 惡用하여 差益을 얻은 경우에만 差益返還業務를 인정해야 할 것이다.

다. 「主要株主」地位의 變動

6月以內라는 短期賣買期間中에 内部者로서의 地位에 變動이 있는 경우에는 어떻게 할 것이냐 하는 것이 問題다. 法 第188條8項은 「主要株主가 賣渡 또는 買受를 한 어느 時期에 있어서 主要株主가 아닌 경우에는」 同條2項의 差益返還義務가 없다고 한다. 同規定은 主要株主의 地位變動에 대하여서만 明文을 두고 있으므로, 反對解釋으로 任員·職員은 地位變動이 있더라도 差益返還을 해야한다는 의미로 볼 수 있다.³²⁾ 따라서 任員·職員은 買受時나 賣渡時中 한 時期에만 任職員의 地位에 있으면 足하고 兩時點에 걸쳐서 모두 任職員이어야 하는 것은 아니라고 해석된다.

이와 같이 主要株主와 任員·職員을 區別하는 理由에 대하여, 主要株主는 任職員보다 内部情報에 接近할 可能性이 상대적으로 희박하므로 買受·賣渡의 兩時期에 繼續하여 主要株主일 것을 要求한다고 볼 수도 있으나,³³⁾ 職員보다는 情報에 接近하기가 쉬운 경우가 많다.³⁴⁾ 情報利用을 成立要件으로 要求하지 않고 있는 現行法의 解釋論으로는 短期差

31) 미국판례는 처음에는 特殊去來도 증권거래법 제16조(b)의 “단순한 기계적인 규정”에 자동적으로 적용하였으나, 一般去來와는 달리 내부자의 意思와 관계없이 강제적으로 일어나는 거래라는 점에서 내부자가 내부정보를 이용할 위험성이 있는가에 대한 주관적(subjective) 판단을 할 것을 요구하게 되었다. Robert v. Eaton, 212F. 2d 82(2d Cir), cert denied, 348 U. S. 827(1954) ; Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co, 404 U. S. 418(1972) ; Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp, 442 U. S. 582(1973) ; American Standard, Inc. v. Crane Co. 511F. 2d 1043(2^o Cir, 1974) ; Newmark v. RKO General Inc, 294F. Supp, 358(S. D. N. Y. 1968), aff'd 425F. 2d 348(2d Cir, 1970) ;

32) 同旨；辛永茂, 전계서, 455면；李哲松, 전계논문, 143면；金斗鎮, 전계논문, 97면；金鐘文, 전계논문, 57면；神崎克郎, 전계서, 555면；田中誠二·堀口亘, 전계서, 579면；

33) 미국연방대법원은 Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co. 422 u. s. 232(1976)에서, 이 사나 임원은 회사업무에 개입하고 있으므로 정보이용의 위험성이 크고 반면에 주요주주는 회사정보에 접근이 가능한 경우에만 정보이용의 위험성이 있을 뿐이라고 하여 구별하고 있다.

34) 미국과는 달리 우리는 회사의 직원도 내부자에 포함시키고 있으며 직원은 일반적으로 비밀정보에 접근이 불가능한 경우가 많다는 점을 상기할 필요가 있다.

益返還制度는 內部者의 會社와 株主들에 對한 一般的인 忠實義務違反을 理由로 한 機械的인 規定이라는 立場에서 法 第188條 8項을 解釋하는 것이 타당하다고 하겠다. 즉 任員·職員에 比하여 主要株主는 會社에 對한 忠實義務를 負擔하는 程度가 희박하므로 責任있는 主要株主의 範圍를 縮小하여 短期賣買의 兩時期에 繼續하여 10%以上の 株式所有者일 것을 要求하고 있는 것이라고 본다.

主要株主가 先買와 轉賣의 兩時期에 恒상 10%以上の 株式를 所有한다는 것이 賣買期間中 連續的으로 10%以上の 株式所有狀態를 維持해야 하느냐, 아니면 買受時에 10%以上이었으며 그 後에 10%未滿이 된 적이 있으나 다시 賣渡時에 10%以上을 所有했다는 경우처럼 不連續인 경우도 包含하느냐는 問題가 있다.³⁵⁾ 우리 法이 內部情報의 利用可能性이 있는 內部者 中에서 尤도 主要株主에게만 賣買의 兩時點에 모두 10%以上の 株式所有를 要求한 것은 會社에 對한 忠實義務의 相對的인 減輕에 의한 것이므로 主要株主의 要件을 보다 엄격히 한다는 의미에서 賣買期間中 連續的으로 10%以上을 維持한 者만이 主要株主로서 短期賣買差益을 返還할 義務가 있다고 볼 수 있다.

10%以上の 株式所有時點에 關하여, 先買하여 轉賣한 경우에 있어서 株主가 買受前부터 10%를 이미 所有하고 있어야만 主要株主이나, 아니면 當해 買受分을 包含하여 전체적으로 10%가 되면 主要株主로 볼 수 있느냐하는 見解의 對立이 있다. 前者를 以前說(prior to test)이라 하고 後者를 同時說(simultaneously with test)이라고 하며 美國의 判例는 同時說의 立場에서 以前說의 立場으로 바뀌고 있다.³⁶⁾ 생각컨대 以前說에 따라서 이미 10%株式를 所有한 者만이 主要株主라고 한다면, 從來에 10%未滿을 所有한 株主가 買受分을 포함하여 10%以上을 所有한 後에 「會社情報를 利用하여」 10%未滿만을 남겨두고 轉賣한 경우에는 短期差益賣買가 아니라고 보게 된다.³⁷⁾ 그러나 買受分을 合하여 10%以上이 되면 그때부터 主要株主로서 會社에 영향력을 행사하여 秘密情報에 接近할 수 있으므로, 知得한 情報를 利用하여 株式를 賣渡할 수 있는 危險性을 인정하여야 할 것이다. 따라서 主要株主를 內部者에 포함한 立法趣旨에서 當該 買受分을 包含하여 10%與否

35) 이것은 先買하여 轉賣한 경우에만 일어나는 문제이며, 先賣하고 後買하는 경우에는 中間에 10%미만이 되더라도 당연히 내부자인 주요주주라고 보아야 할 것이다. 즉 先賣로 10%미만이 되어도 주요주주의 지위에서 지득한 비밀정보의 이용가능성은 존속하기 때문이다.

36) *Stella v. Graham-Paige Motors Corp.* 132F, Supp. 100, 104(S. D. N. Y. 1955), 232F, 2d 299(2d Cir 1956), cert denied 352 u. s. 831, 77 S. Ct, 45(1956) ; *Foremost-McKesson v. Provident Sec. Co.* 423 u. s. 232(1976) ;

37) 神崎克郎, 전게서, 556면 ;

를 고찰하는 同時說이 妥當하다고 본다.³⁷⁻¹⁾

轉賣를 分割하여 한 경우에도 保有株式이 10%未滿이 된 때부터 主要株主가 아니라고 할 것인가, 아니면 6以內에 行한 段階的인 賣渡를 하나의 計劃에 의한 單一賣渡行爲로 볼 것이냐 하는 問題가 있다. 美國聯邦大法院은 Emerson Electric Co. v. Reliance Electric co事件에서 株主가 數次에 걸쳐 株式을 分割하여 賣渡한 內心의 意思內容은 따질 必要가 없다고 하면서 10%未滿의 狀態에서 行한 二次賣渡分은 内部者去來가 아니라 고 判示하였다.³⁸⁾ 그러나 同判決의 少數意見은 内部者가 返還責任을 免할 目的으로 分割 賣渡하면 數次의 賣渡行爲를 單一賣渡行爲로보고 二次賣渡分도 差益을 返還토록 하여야 만 第16條(b)의 豫防의 效果를 달성할 수 있다고 하였다.³⁹⁾ 생각컨대 内部者の 短期差益 返還의 立法趣旨은 内部者の 主觀的 意思를 고려하지 않고 外形上으로 客觀的인 短期賣買가 발생하면 差益을 會社에 返還시키고자 하는 것이므로, 内部者の 主觀的인 賣渡意思를 고려하여 主要株主의 地位를 상실한 時點에서 발생한 賣渡分까지 포함하여 單一賣渡行爲라고 해석하는 것은 무리한 태도라고 할 수 있다.

3. 賣買差益의 발생

가. 差益의 算定方法

内部者の 短期賣買로 인하여 賣買差益(短期差益 : short-swing profit)이 발생해야만 内部者에게 差益返還의 義務가 있다.⁴¹⁾

賣買差益의 발생여부나 範圍는 差益을 算定하는 方法에 따라서 전혀 다르게 나타난다.

37-1) 同旨, 李哲松, 전계논문, 142면; 金斗鎭, 전계논문, 96면;

38) 404 U. S. 418(1972), 2次에 걸친 매도는 2주의 간격을 두고 일어났으며, 거래상대방도 상이한 경우였다.

39) Douglas 판사의 견해로서, 우리나라에도 같은 견해가 있다. 李哲松, 전계논문, 142, 143면; 金斗鎭, 전계논문, 96면;

40) 임원의 회사에 대한 충실의무나 직원의 회사에 대한 충실의무에 대하여는 일반적으로 논의되고 있으며 임·직원이 회사 주식의 단기매매로 차익을 얻을 경우에 이를 회사에 반환시키는 것도 이러한 충실의무위반에 대한 탈취권의 성질을 가진다고 할 수 있으나, 주주의 회사에 대한 충실의무는 일부에서만 문제삼고 있을 뿐이다. 鄭東潤, 회사법(上), 법문사(1986) 236면;

41) 단기매매의 전매나 后買가 끝나면 즉시 차익의 발생여부가 밝혀지지만, 選擇權(option)의 매매는 사후에 선택권을 행사하여 실질적으로 매매차익이 발생할 것을 요하므로 단기차익매매여부는 선택권이 행사될 때까지 기다려야 결정할 수 있다.

최근까지 있는 美國判例에서 나타나는 差益算定方法에는 先入先出法(the first-in first-out test)과 平均法(average price test) 그리고 買受最低價·賣渡最高價法(the lowest-in highest-out test)이 있다. 6月以內에 한번 買受하고 한번 賣渡한 경우에는 賣買된 株式이 同一하므로 同一性判斷法(identity of certificate test)에 따라 어떤 方法에 의해도 差額이 같지만, 數回の 買受와 賣渡가 함께 일어나면 적용하는 算定方法에 따라 差益額數가 달라지고 심지어 利益이나 損害나도 뒤바뀌게 된다. 先入先出法은 買受한 順序와 賣渡한 順序대로 對照하여 賣渡價에서 買受價를 除한 額數로 差益을 算定하고, 平均法은 6月以內의 短期賣買期間中の 平均買受價格과 平均賣渡價格을 算出하여 總賣渡價에서 總買受價를 除한 額數를 利益으로 보고, 買受最低價·賣渡最高價法은 買受分은 最低價부터 順序대로 羅列하고 賣渡分은 最高價부터 順序대로 羅列하여 數量을 맞추어 賣渡價에서 買受價를 除하여 差益만 계산하고 差損은 계산에 넣지 않는다. 따라서 買受最低價·賣渡最高價法은 損害額은 고려하지 않는 特殊한 計算法이다. 세가지 方法은 모두 買受分과 賣渡分の 數量이 相異한 경우에는 差減餘分을 다음 賣買分과 對照하여 計算하는 法이 서로 같으나, 결과적으로 算出되는 差益額은 서로 다르다. 美國SEA 第16條(b)에도 差益算定方法이 明示되어 있지 않으므로 Smolowe v. Delendo Corp事件判決이 買受最低價·賣渡最高價法을 採擇한 以來로 대부분의 判決이 이 算定方法을 따르고 있다.⁴²⁾ 第二巡迴抗訴法院은 同判決에서, 「被告가 主張한 算定方法인 先入先出法·同一性 判斷法 및 平均法은 內部者가 意圖的으로 有利한 順序로 賣渡를 하면 「얻은 利益」(profit realized)이 없는 것으로 計算되도록 할 수 있거나 또는 相計可能的한 損害額을 인정하게 되어서 賣買差益이 減額되기도 하므로 不當하다」고 하면서, 差益返還은 「不誠實에 대한 모든 誘惑을 除去한다(remove all temptation to faithlessness)」는 趣旨이므로 모든 差益을 빠짐없이 算出하면서 동시에 賣買에서 발생한 損害는 相計가 되지 않도록 하는 方法이 妥當하다고 判示했다.

買受最低價·賣渡最高價法은 損害額을 相計하지 않으므로 실제로는 損害인데 計算上으로는 差益이 발생한 것처럼 算出되는 경우가 있다. 第二巡迴抗訴法院은 Gratz v. Claughton事件에서 被告 Claughton이 40萬弗以上の 損害를 봤으나 買受最低價·賣渡最高價法에 의하여 30萬弗 以上の 差益이 있다고 한 一審判決을 하나의 경고나 위협은 될

42) 136F, 2d 231(2d Cir, 1943).

지언정 刑罰的인 것이 아니라고 하여 差益返還義務를 否認하였다.⁴³⁾ 생각컨대 短期賣買 差益의 返還制度는 内部者에게 短期差益賣買를 事前에 封鎖하는 方法으로 内部者가 얻은 差益을 會社에 返還하게 하는 것이므로 現實로 内部者가 얻은 利益만을 算出하는 平均法이 妥當하다고 하겠다.⁴⁴⁾

나. 配當金과 費用의 算入

短期賣買期間중에 利益配當이 있는 경우에 그 配當金도 利益에 包含되느냐에 대하여 이를 包含하는 判例가 있다.⁴⁵⁾ 株價는 配當金支給基準日에는 豫想配當金額만큼 下落하여 配當落時勢를 形成하므로 賣渡價에는 配當金에 相應한 減價가 反映되어 있으므로 당연히 配當金を 賣渡價에 合算하여 差益을 算出하는 것이 妥當하다.

美國法院은 上記의 Falco事件에서 手數料와 去來稅를 差益에서 控除하고 있으며, Blau v. Mission Corp事件에서는 通常去來가 아닌 特殊한 去來로 인하여 支出한 費用도 差益에서 控除하여야 한다고 하고 있다.⁴⁶⁾

4. 情報不利用의 主張(消極的 成立要件)

가. 第188條 2項但書의 新設

1987年 改正時에 第188條 2項 本文에서 「그 職務 또는 地位에 의하여 知得한 秘密을 利用하여」라는 文句를 削除하고, 但書를 新設하면서 「다만 그 者가 그 職務 또는 地位에 의하여 知得한 秘密을 利用하여 利益을 얻은 것이 아님을 立證한 때에는 그러하지 아니하다」고 하여 内部者가 秘密情報不利用의 事實을 立證하면 賣買差益返還義務가 없음을 明示하였다. 舊法은 「情報利用」을 短期差益賣買의 成立要件으로 하였고 그 立證責任이 原告에게 있는가⁴⁷⁾ 또는 被告인 内部者에게 있는가⁴⁸⁾를 두고 見解가 갈렸으나, 新法은 内部者가 秘密情報를 利用하지 않았다는 것을 立證하면 差益返還義務를 負擔하지 않도록

43) 187F, 2d 46(2^o Cir, 1951).

44) 차익산정은 단기매매로 인한 모든 이익이 계산되어야 한다면서 매수최저가·매도최고가법을 합리적이라는 견해도 있다. 李哲松, 전계논문, 146면; 辛永茂, 전계서, 464면;

45) Falco v. Donner Foundation, CCH Fed. Sec. L. Rep. 90, 612(S. D. N. Y. 1953);

46) 212F, 2d 77, 82(2d Cir, 1954), cert. denied, 347 u. s. 1016;

47) 李哲松, 전계논문, 145면.

48) 安文宅, 전계서, 270면.

하여 情報不利用을 消極의 成立要件으로 明文化하고 있다.

당초에 美國의 SEA第16條(b)는 內部者의 短期差益賣買에 「情報利用」이라는 要件을 要求하지 않았으며 日本證券取引法 第187條도 같은 內容이었으나, 우리 證券去來法은 1976年 改正때에 第188條에 短期差益賣買規定을 新設하면서 美國·日本과는 달리 「情報利用」을 成立要件으로 하고 「內部者去來의 制限」이라는 題目을 붙였다. 短期差益의 返還制度는 內部者의 短期差益賣買가 發生하면 自動的으로 適用되는 單純한 機械的인 規定에 의하여 典型的 內部者의 短期賣買發生을 事前에 封鎖하자는 것이므로 主觀的인 要素의 存否를 묻지 않아야만 實效性이 保障되는 것인데, 우리法은 여기에 情報利用이라는 主觀的인 要素를 成立要件으로 要求하여 短期差益賣買에다 證券詐欺規定이 要求하는 「情報利用行爲」를 加味한 어중간한 規定이 되고 말았다. 따라서 1987年 改正前의 第188條 2項은 一般的인 內部者去來를 規制할 수 없을 뿐만 아니라 典型的 內部者의 短期差益賣買조차도 情報利用事實이 있을 경우에만 差益을 返還하도록 하여 「內部者去來의 制限」規定으로는 매우 不完全한 것이었다는 點은 上述한 바와 같다.⁴⁹⁾

이번 改正에서 「情報不利用」을 立證하면 差益返還義務를 免할 수 있도록 한 것은, 從前의 缺點을 해결했을 뿐 아니라 一步 더 前進한 立法態度라 하겠다. 즉 美國의 SEA第16條(b)는 內部者의 短期差益賣買에서 買受가 「그 以前에 契約된 債務와 關聯하여 善意로 買受한」 경우에는⁵⁰⁾ 內部者의 差益返還을 免除하여 주고 있는 데, 우리 法은 이러한 경우뿐만 아니고 「情報를 利用하지 않은 모든 경우」에 差益返還을 免하게 하여 單純한 機械的인 規定의 自動的인 適用에서 善意의 內部者를 保護하는 但書條項을 둔 點에서 이러한 但書條項이 전혀 없는 日本뿐 아니라 극히 制限된 경우에만 善意의 內部者가 保護를 받을 수 있는 美國보다도 훨씬 合理的인 短期差益賣買規制制度를 가지게 되었다.⁵¹⁾

49) 실제로 단기차익매매로 인정되어 차익을 회사에 반환한 사례가 두건에 불과했다는 것으로도 종전의 규정에 문제점이 있었다는 것을 알 수 있으며, 1987년 개정이 있고 나서는 단기차익매매로 차익반환한 경우가 증가하고 있다. 세계일보, 제45호(1989. 3. 25) 4면.

50) "unless such security was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted"

51) 미국에서는 「단순한 기계적인 규정(crude rule of thumb)」이 정보를 이용하지 않은 경우에도 자동적으로 적용되는 것에 대하여, 제한적으로 정보이용의 가능성이 없는 경우에는 차익반환의무가 없다는 판례가 나타나고 있다. Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp 사건에서 법원은 내부자가 특수거래에서 회사비밀정보를 악용할 가능성이 없었다는 이유로 제16조(b)의 차익반환의무를 부정했다. 즉 종래에는 객관적인(objective) 요건만 성립하면 자동적으로 제16조(b)를 적용하였으나 차차 주관적인(subjective) 정보이용의 가능성이 있어야 한다고 해석하는 경향이 있다.

나. 「秘密情報」의 不利用

法文은 「秘密을 利用하여 利益을 얻은 것이 아님을 立證」한 경우에는 消極的 成立要件이 充足되어 差益返還할 必要가 없다고 하는데, 이 때의 「秘密」이란 「特定 有價證券에 관하여 一般的으로 公開되지 아니한 情報(증거법 105④-3)」로서 未公開된 會社内部의 秘密情報라는 뜻이다.

秘密은 内部者가 「職務 또는 地位에 의하여 知得한」秘密이므로 他社를 合併 또는 公開買受하는 경우만이 아니고 自社가 合併·公開買受당하는 情報라도 職務나 地位에 의하여 知得한 秘密이면 本條의 情報에 해당한다.

다만 이러한 秘密情報는 株價에 영향을 줄 內容을 가진 「重要한 情報」로서 内部者가 이를 利用한 까닭으로 差益을 얻었다고 하는 因果關係가 인정되어야 할 것이다.⁵²⁾

이러한 秘密情報는 會社의 内部者가 그 不利用事實을 立證하여야 하므로 返還請求權者는 다만 客觀的인 短期賣買事實과 差益의 발생만을 立證하면 충분하다.

다. 「情報不利用」의 立證問題

内部者가 秘密情報를 利用하지 않았다는 事實을 立證하는 方法은 自由이다. 秘密情報에 接近可能性이 없다는 事實을 立證하거나 知得한 情報가 差益發生에 關係가 없다는 事實을 立證하는 것이 代表的인 경우라고 하겠다. 美國은 SEA第16條(b)上으로 買受가 「過去에 契約된 債務와 關聯」된 경우에는 短期差益賣買가 아니라는 唯一한 例外를 인정하고 있는데, 우리 法上으로는 이러한 過去의 債務와 關聯된 賣買뿐만 아니고, 内部者의 事情上 短期賣買가 不可避한 경우에는 「情報의 不利用」에 해당 된다고 해석해야 할 것이다.

「職員」이 内部者인 경우에는 秘密情報에 接近할 可能性이 없는 때가 많을 것이며, 또 内部者가 知得한 情報가 「重要性이나 秘密성이 없는 경우」에도 情報利用이 아니라고 볼 수 있다. 이러한 情報不利用의 立證問題는 具體的인 경우에 따라서 難易度가 달라지겠지만, 内部者의 善意의 株式賣買를 保障해야 한다는 基準에서 判斷해야 할 것이다. 改正된 「情報不利用」의 規定은 立證責任을 轉換한 것이 아니고 消極的 成立要件으로 情報不利用의 抗弁을 新設한 것이라고 解釋해야 할 것이다.

52) 「비밀정보」의 내용에 관하여는, 拙稿, 内部者去來와 投資者保護, 한국회사법학회, 법학연구 No. 1, (1989), 196면이하 참조.

III. 短期差益賣買의 效果

I. 賣買差益의 返還

가. 內部者의 差益返還義務

內部者가 短期差益賣買로 利益을 얻은 경우에는 당해 法人 또는 證券管理委員會는 그 利益을 그 法人에게 提供할 것을 請求할 수 있고, 內部者는 情報不利用을 立證하지 못하면 差益返還義務를 負擔한다(증거법 188②).

差益은 內部者가 소속하는 法人에 提供한다. 「會社가 短期差益賣買로 어떠한 被害가 있었는가」 하는 것은 구체적인 경우에 따라 다르겠지만, 第188條 2項은 會社에 損害가 발생하지 아니하여도 賣買差益은 會社에 返還하도록 하고 있다. 內部者가 賣買差益을 어떤 理由로 會社에 提供해야 하는가에 대해서 見解가 갈리고 있다. 內部者去來로 인한 會社의 對外的 信用의 損傷에 대한 補償이라고 하기도 하고,⁵³⁾ 內部者의 情報知得이 會社의 費用負擔으로 이루어졌다고도 하며,⁵⁴⁾ 內部者의 短期差益賣買를 豫防하기 爲하여 會社를 道具로 利用하는 것일 뿐이라고 하고,⁵⁵⁾ 內部者를 會社의 代理人으로 보아 差益을 本人인 會社에 提供하는 것이라고도 한다.⁵⁶⁾ 內部者去來에서 損害를 본 去來相對方은 法 第105條 4項 3號에 의하여 內部者에게 損害賠償을 請求하도록 하고 있어서 內部者去來에서 발생한 相對方의 損害는 填補된다. 그럼에도 不拘하고 따로 內部者의 「短期差益」을 會社에 返還시키는 것은, 생각컨대, 內部者는 會社와 特殊關係를 가지고 있으며 一種의 忠實義務를 負擔한 者들로서 이러한 內部者가 情報를 利用하여 賣買差益을 얻으면 이것은 忠實義務에 대한 違反에서 얻은 것이므로 會社는 그 差益에 對하여 一種의 介入權 乃至 奪取權을 가진다고 할 수 있다.⁵⁶⁻²⁾ 따라서 證券去來法은 商法上的 奪取權에 類似한

53) 李哲松, 전계논문, 147면 ;

54) Victor Brudney, "Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws," 93 Harvard L. Rev. 322(1979). p. 344.

55) Loss, Securities Regulation, Little Brown & Company, (1967) p. 3058.

56) Feder v. Martin Marietta Corp. 406F. 2d, 260(2d Cir, 1969).

56-2) 우리상법은 이사와 직원이 위법한 거래에서 얻은 이익을 상법 제397조와 제17조에 의하여 회사가 탈취할 수 있는 개입권을 인정하고 있다.

性質인 差益返還請求權을 會社에 認定한 것이라고 본다.

나. 差益返還請求權

(1) 請求權者

會社와 證券管理委員會가 差益返還請求權을 가진다(증거법 188②). 會社가 직접 當該 法人의 任員·職員 또는 主要株主에게 賣買差益返還을 請求하는 것은 실제로 期待하기 어려운 點을 감안하여 證券管理委員會도 請求權者로 인정하고 있다.⁵⁷⁾

當該會社의 株主는 代位請求權者로서, 法人이 株主의 要求에 따라 30日以內에 差益返還請求를 하지 아니하는 경우에는 差益을 會社에 提供할 것을 株主가 代位하여 請求할 수 있다(증거법 188③).⁵⁷⁻²⁾

우리의 경우 短期差益의 返還을 内部者에게 請求한 事例의 대부분이 委員會에 의한 請求로서 差益返還請求權者에 委員會를 追加한 것은 短期賣買規制에 획기적인 조치였다고 하겠으며, 이 點은 美國·日本보다 우리가 内部者の 短期差益返還의 實行에 보다 적극적임을 보여주는 증거이다.

(2) 請求權의 行使

差益返還請求權은 形成權으로서 請求權者의 一方的 意思表示로 可能하다. 内部者가 差益提供을 拒絕하는 경우에는 訴訟를 提起하게 되는 데, 이 경우에 委員會나 株主가 勝訴하면 그 訴訟公費과 訴訟遂行에 必要했던 費用은 그 實費額을 會社에 請求할 수 있다(증거법 188④).

差益返還請求는 差益取得時로 부터 2年內에 行使해야 한다(증거법 188⑤). 本期間은 除斥期間이다.⁵⁸⁾

57) 차익반환청구권자는 회사이며 위원회와 주주는 대위청구권자라고 하는 견해가 있다. 李哲松, 전계 논문, 147면; 그러나 1982년 개정에서 위원회를 청구권자로 추가한 것은 단기차익매매를 예방하고자 차익반환청구권자로 공익을 대표하는 위원회를 첨가했다고 해석함이 타당하다. 金斗鎮, 전계 논문, 99면; 한편 미국·일본은 위원회에게 차익반환청구권을 인정하지 아니하고 있다.

57-2) 주주는 1주식만 소유하면 충분하며 의결권 없는 주식소유자도 포함한다. 田中誠二·堀口巨, 전계서, 583면;

58) 李哲松, 전계논문, 147면; 金斗鎮, 전계논문, 100면;

2. 第105條4項3號와 第106條와의 關係

法 第188條 2 項의 短期差益賣買가 法 第105條 4 項 3 號의 內部者去來의 成立要件을 充足시킬 경우에는 兩個의 條文에 해당하므로 內部者는 會社에 對한 賣買差益返還義務와 去來相對方에 對한 損害賠償責任을 함께 負擔해야 한다. 따라서 內部者가 얻은 利益보다 더 많은 金額을 賠償·返還할 가능성이 있다.

第188條 2 項은 얻은 利益인 差益을 전부 返還하도록 規定한 것이나, 第106條는 第105條 4 項 3 號에 따라 被害를 본 모든 去來相對方의 損害를 賠償하는 規定이므로, 경우에 따라서 內部者가 ①會社에 差益을 返還하고 다시 ② 去來相對方인 當該株式의 買受者(高價로 買受한 者)와 賣渡者(低價로 賣渡한 者)에 대하여 損害 賠償額을 支給하여 실제로 利益의 二倍까지 責任을 負야하는 수도 있다. 이 경우에 二重責任(double liability)의 인정 與否와 關聯하여서 105條 4 項 3 號와 第188條 2 項中에서 한 條項만을 主張하도록 할 것이나 하는 問題가 있다. 이 兩個條項은 成立要件과 그 效果가 相異하므로 同時에 併存 하고, 하나의 內部者去來行爲가 兩個條項을 同時에 違反할 수도 있다. 따라서 어느 하나를 特別條項으로 하여서 다른 하나의 適用을 배제할 수는 없는 것이다. 결국 內部者는 兩個條項에 따라 責任을 負擔하여야 하므로 二重責任의 可能性은 認定할 수 밖에 없는 데, 이때 賠償·返還額을 內部者가 얻은 賣買差益의 範圍內로 限定할 것이냐가 問題다. 內部者가 第106條에 따라서 第105條 4 項 3 號 違反에 따른 損害賠償額을 去來相對方에게 支給하고도 短期賣買差益이 殘存하는 경우에만 第188條 2 項에 따라 會社에 殘存差益을 返還하면 된다고 보면 二重責任을 負擔할 必要가 없다고 하겠지만, 第188條 2 項의 「利益」을 去來相對方에게 賠償한 金額을 差減한 殘存利益이라고 制限할 理由가 없으므로 二重責任을 法이 豫定하고 있다고 解釋할 수도 있다. 美國의 경우에도 같은 問題가 제기되고 있는데, 최초의 判例인 Diamond v. Oreamuno事件에서 「뉴욕」抗訴法院(New York Court of Appeals)은 「被告가 二重責任의 可能性을 主張하지만 州法에 따라 差益을 返還하도록 하는 判決을 保留할 것이 아니라」고 하였으나 二重責任의 可否에 대한 明示는 없었다.⁵⁹⁾ Ross교수는 「美國證券去來法 第16條(b)를 情報利用이 없는 去來(innocent transaction)에만 制限하여 적용하고 또 二重責任(double liability)을 否定하는 明文規定도 없다」고 하면서 「第16條(b)의 利益(profit)을 Rule10(b)-5의 訴訟判決에 따라 支給한

59) 24 N. Y. 2d 494, 248 N. E. 2d(1969).

損害賠償金額을 差減한 殘存利益(net)을 意味한다고 볼 만한 理由가 없다는 主張이 可能하다」고 하여 二重責任의 可能性을 間接적으로 肯定하고 있다.⁶⁰⁾

생각컨대 第106條의 損害賠償은 去來相對方의 被害를 原狀回復케 하는 것이고, 第188條 2項의 差益返還은 會社에 대한 忠實義務違反에 대한 制裁로서 賣買差益을 奪取하는 것이므로 兩規定의 目的이 相異하고, 美國과 같이 「얻은 利益의 三倍에 달하는 民事罰金」이 없고⁶¹⁾ 24萬圓以下の 罰金の 制裁만 있는 우리의 경우에는 内部者が 얻은 利益의 範圍內에서만 責任을 물어서는 内部者去來를 禁止하는 規定의 目的을 달성하기 어렵다고 볼 수 있다. “内部者去來는 最惡의 경우에는 利得만 吐해내면 된다”고 생각하는 會社内部者들이 内部者去來의 誘惑을 斷念토록 하기 爲하여는 보다 嚴重한 責任을 부담시킬 必要가 있는 우리 實情에 비추어 보면, 二重責任을 인정하여 보다 強力한 損害賠償責任과 差益返還責任을 문도록 하는 것이 타당하다고 본다.

IV. 結 語

以上에서 改正된 内部者の 短期差益賣買에 관한 證券去來法 第188條 2項을 中心으로 内部者の 賣買差益返還에 관하여 살펴보았다. 이러한 内部者の 短期差益賣買를 規制하기 爲하여는 먼저 内部者の 持株率變動이 어김없이 委員會와 去來所에 報告되어야 하고 證券去來에 實名制를 實施하여 内部者の 所有株式이 明確히 파악되어야 한다. 또 情報의 完全·迅速한 公示制度가 確立되면 内部者에 의한 情報의 獨占利用도 減少할 것이 期待되지만 그래도 任員·職員이나 主要株主의 短期差益賣買가 根絶될 수는 없다. 内部者가 情報를 流用하지 아니하고 다른 株主의 權益을 尊重하는 것 만이 内部者の 短期差益賣買를 根本적으로 解決할 수 있는 方法이다.

또 第188條 2項의 適用에 있어서 差益算定方法에 관한 立法的인 解決이 있어야 하

60) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown & Company Limited, (1983), pp. 944, 946 ;

61) 미국은 내부자거래의 경우에 내부자와 지배를 행하는 자에게 「얻은 이익의 3배」에 해당하는 민사 벌금(civil penalty)을 부과할 수 있도록 개정하였다. *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988* 제 3 조, SEA 제21조의 A, (a)항.

며,⁶²⁾ 他人名義를 使用하더라도 「自己의 計算」이 되는 경우를 明定할 必要가 있고, 大企業의 母子會社間의 情報流通狀態를 감안하여 「그룹」社의 內部者는 모두 當該會社의 內部者에 包含하는 明文의 規定이 있어야 할 것이다. 近來에는 選擇權의 賣買制度가 활발히 論議되고 있고 先物去來制度의 導入도 當面問題로 거론하고 있으므로 賣買에 이것을 包含할 수 있도록 立法的인 措置가 있어야 할 것이다. 특히 選擇權賣買와 先物去來는 株式賣買보다도 投機의 危險性이 크기 때문에 內部者가 이를 惡用하지 못하도록 할 必要가 크다.⁶³⁾

〈參 考 文 獻〉

- 徐燦珏, 商法講義(上), 서울 法文社, (1987).
- 安文宅, 證券去來法體系, 서울 育法社, (1985).
- 辛永茂, 證券去來法, 서울대학교출판부, (1988).
- 田炳茲, 內部者去來限制制度에 관한 研究, 고려대법학석사학위논문, (1983).
- 鄭一浩, 內部者去來規制의 改善方向, 證券調查月報, (1984. 2).
- 朴燦柱, Insider Trading의 規制에 대한 研究, 裁判資料 제24집, 法院行政處, (1984).
- 李哲松, 內部者去來의 制限, 商法論叢(仁山 鄭熙喆 先生 停年記念論文集), (1985).
- 金鍾文, 內部者去來의 規制에 대한 研究, 서울대법학석사학위논문, (1986).
- 金斗鎭, 內部者去來의 規制에 관한 比較法的 研究, 연세대법학석사학위논문, (1987).
- 辛永茂, 美國의 內部者去來規制制度에 관한 考察, 證券調查月報, (1987, 11).
- Loss, Securities Regulation, Little, Brown and Company, Boston, Toronto, 2nd ed, (1961 ~1967).
- Loss, Fundamentals of Securities Regulation, Little, Brown and Company, Boston & Toronto, (1983)
- Klein, Outsider Proposed Changes in Insider Trading Bill, Legal Times, Dec. 12, 1983.
- Am, B, Assn, The Committee on Federal Regulation of Securities, Report of the Task Force on Regulation of Insider Trading Part II : Reform of Section 16. 42 Bus. Law, (1987).

62) 일본증권거래법 제189조 9항은 대장성령으로 이익의 산정방법을 정하도록 하고 있다.

63) 미국의 1984년 내부자거래제법(ITS) 제5조, 일본의 證券取引法 제190조의2 참조.

- Raonald E. Haglof, Insider Liability under Section 16(b) requires a finding of direct pecuniary benefit, 61 Washington University Law Quarterly (1983)
- Victor Brudney, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws, 93 Havard L. Rew, 322(1979).
- Ratner, Securities Regulation in a Nutshell Series, (1982).
- Laderman, The Epidemic of Insider Trading, Bus. Wk, Apr. 29, 1985.
- Beatty, Exchange-Traded Options and Section 16(b) : Panacea or Plague for Insider's Short-Swing Profits?, 38 Bus. Law, (1983)
- Tomlinson, The Application of Section 16(b) to Tax-Qualified Employee Benefit Plans, 33 Stan. L. Rev. (1981).
- 神崎克郎, 証券取引法, 青林書院新社, (昭 55).
- 田中誠二・堀口亘, コンメンタール証券取引法, 勁草書房, (1985).
- 近藤光男, 内部者取引, 証券取引法大系(河本一郎 先生 還暦記念), 商事法務研究会, (昭和 61).
- 神崎克郎, 内部者取引の規制に関する各國法の 動向, ジュリスト 819號, (昭和 59).

