

단기매매차익 반환제도 - 예외사유를 중심으로

최 현 석*

目 次

I. 머리말	2. 청구절차
II. 내부자거래의 규제	3. 권리행사와 이사의 충실의무
1. 내부자거래 규제의 의의	V. 단기매매차익 반환제도 폐지 논의
2. 내부자거래 규제의 구조	1. 폐지론 검토
III. 단기매매차익반환 성립요건	2. 위헌여부에 대한 헌법재판소 결정
1. 내부자	VI. 단기매매차익 반환 규정 적용 제외사유
2. 적용대상 거래	1. 법령상 적용제외 사유
3. 기간 요건	2. 해석상 적용제외 사유
4. 매매차익 산정 기준	VII. 맺음말
IV. 단기매매차익 발생의 효과	
1. 발생사실 통보와 공시	

I. 머리말

단기매매차익 반환제도는 미공개정보를 이용할 가능성이 있는 내부자들이 해당 법인의 유가증권을 단기매매(short swing)함으로써 이익을 얻은 경우, 해당 법인이 그 이익을 반환 청구할 수 있게 하는 제도이다. 단기매매차익반환제도의 연원은 내부자거래 규제

■ 투고일자 : 2021년 11월 16일, 심사일자 : 2021년 12월 14일, 게재확정일자 : 2021년 12월 22일.

* 부산대학교 일반대학원 법학과 석사과정, 변호사

의 발생 배경과 그 궤를 같이 하고 있는데, 내부자거래는 그 특성상 내부정보를 부정하게 이용했음을 입증하기가 어려워 그 입증이 필요하지 않은 단기매매차익 반환제도가 먼저 고안되었다. 미국은 1929년 대공황으로 증권시장이 혼란에 빠지자 이를 타개하려는 수단을 모색하게 되었고, 이 과정에서 기업 내부자들에 의한 내부자거래와 단기적 투기매매가 만연했다는 지적에 따라 증권시장에서 투자자의 신뢰를 파괴하는 내부자거래를 근본적으로 제거하려 하였다. 모색 방안으로 내부자거래 자체를 금지하는 직접적인 규제 대신에 간접적 규제방식을 취했는데, 그 제도가 임원 등의 소유주식 상황보고 제도와 단기매매차익 반환 제도이다.

우리나라는 1976년 증권거래법에 처음으로 도입되었는데 당시는 직무관련성과 내부정보이용을 요건으로 하고 반환청구를 하는 회사가 이 요건을 입증하도록 했다. 그런데 사실상 회사에서 위 요건을 입증하는 것이 어려워 내부자거래를 막는 효과가 없다는 비판이 있자, 1987년 증권거래법 개정 당시 입증책임을 전환하여 내부자가 미공개정보를 이용하지 않았음을 입증하도록 하였으나 여전히 미공개정보의 이용이 요건이어서 제도의 실효성이 약하다는 비판이 제기되었다. 이에 1991년 증권거래법 개정시 내부정보의 이용 여부와 관계 없이 반환의무를 인정하고 다만 매도 또는 매수의 성격, 기타 사정을 감안하여 대통령령이 정한 경우에는 반환책임을 지지 않는다는 예외사유를 규정하는 형태로 개정했다¹⁾.

우리나라에 도입된 지 40년이 지난 이 제도에 관하여 실무상 여러 문제가 제기되면서 이를 반영하여 법률 개정이 되기도 했고 다양한 쟁점에 관한 판결도 축적되어 왔다. 특히 단기매매차익 반환제도는 미공개 내부정보를 이용했는지 여부와 관계없이 획일적, 기계적으로 책임을 묻게 되므로 내부자거래 규제라는 애초의 목적과는 달리 규정을 제대로 알지 못하는 선량한 내부자만 과도하게 제재하는 결과를 가져온다는 폐지론자들의 비판이 있었다. 헌법재판소는 이와 관련하여 내부정보를 이용할 가능성조차 없는 유형의 거래에 대해서는 단기매매차익 반환규정이 적용되지 않는다고 해석하는 한 위헌이 아니라고 결정했다. 이 보고서는 그 동안 제기된 쟁점들과 그에 관한 논의와 판결들을 살펴보면서 특히 단기매매차익 반환제도가 합헌적인 제도로서 제도 본연의 목적을 적절하게 달성하기 위해서 중요한 쟁점이 될 수밖에 없는 단기매매차익 반환 적용예외

1) 김상철, 단기매매차익 반환청구의 이론과 실무, Business Finance Law Vol.86, 2017, 24쪽

사유에 대해, 그동안 축적되어 온 판례들을 중심으로 알아보려고 한다.

II. 내부자거래 규제

1. 내부자거래 규제의 의의

내부자거래란 상장법인의 임직원 및 주요주주 등 당해 상장법인과 일정한 관계에 있는 자가 그 직무와 관련하여 또는 권한을 행사하는 과정에서 알게 된 업무 등과 관련한 미공개중요정보를 일정한 방식에 따라 일반에 공개하기 전에 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위를 말한다²⁾.

내부자거래를 규제하는 이유는, 회사의 내부정보는 그 정보의 성격에 따라 공개 후 주가가 상승하거나 하락할 수 있으므로 내부자는 그 정보를 공개 이전에 알게 될 경우 호재성 정보이면 사전에 매입하거나 악재성 정보이면 사전에 매도하여 이익을 실현하거나 손실을 회피할 경제적 유인이 생기기 때문이다³⁾. 결국 내부자가 직무상 알게 된 미공개중요정보를 이용하여 특정증권 등을 매매한다면 이와 같은 정보를 알지 못하는 일반투자자를 희생시켜 부당한 이득을 얻는 불공정 거래가 되고, 이는 결국 증권시장의 공정성에 대한 신뢰를 해치고 결과적으로 증권시장의 발전을 가로막기 때문이다.

내부자거래를 규제할 필요가 있는지에 대한 입장이 정립된 것은 그리 오래된 것은 아니다. 내부자거래 규제의 유래라고 설명되는 미국의 경우도 내부자거래를 통해 회사의 실제 가치가 명확해지기 때문에 투자자들에게 이익이 될 수 있다는 주장도 있었고, 1934년 증권거래법 제정 초기에는 내부자거래에 대한 처벌이 아니라 소유주식 변동보고와 단기매매차익 반환제도와 같은 간접적 규제 방식만 적용되기도 했다. 이러한 규제 방식은 우리나라와 일본도 마찬가지였는데, 미국을 중심으로 내부자거래의 규제 필요성에 대한 이론적 근거가 형성되면서 형사적 규제까지 나아갔다.

2) 한국증권법학회, 자본시장법 주석서 I, 박영사, 2009, 855면

3) 안현수, 자본시장법상 내부자거래의 정보이용요건에 관한 연구, 형사법의 신통향 제64호, 2019. 184쪽

2. 내부자거래 규제 구조

우리 자본시장법은 제4편 불공정거래의 규제, 제1장 내부자 거래 등에서 내부자거래를 규제하고 있는데, 제172조(내부자의 단기매매차익 반환), 제173조(임원 등의 특정증권 등 소유상황 보고), 제173조의 2(장내파생상품의 대량보유 보고 등), 제174조(미공개중요정보 이용행위 금지), 제175조(미공개중요정보 이용행위의 배상책임) 등의 조문으로 구성되어 있다. 그리고 제3장 부정거래행위 등, 제178조의 2(시장질서 교란행위의 금지) 제1항에서 제174조에 해당하는 자로부터 나온 미공개중요정보의 2차 수령자나 전득자, 해킹 등 부정한 방법으로 정보를 알게 된 자 및 그 정보의 수령자와 전득자 등의 미공개중요정보이용행위를 시장질서 교란행위로 규제하고 있다.

단기매매차익 반환제도와 미공개중요정보 이용행위 금지는 내부자거래 규제라는 공통점이 있지만, 그 취지와 내용 등에는 차이가 있다. 미공개중요정보 이용행위는 불공정거래행위의 한 유형이나, 단기매매차익 반환제도에서의 단기매매행위 자체는 직접적인 불공정거래행위라고 볼 수 없다. 미공개중요정보 이용행위는 민사적 책임과 형사적 처벌이 수반되는데 반해, 단기매매차익 반환제도는 형사책임을 묻지는 않는다.

내부자거래의 규제 구조는 내부자거래에 대한 직접적인 규제를 위해 미공개중요정보 이용행위 금지(제174조) 조문을 두고 위반행위에 대해 사후적 책임으로서 미공개중요정보 이용행위의 배상책임(제175조)과 벌칙(제443조 제1항), 양벌규정(제448조) 등을 규정하고 있다. 한편 내부자거래에 대한 간접적·예방적 규제를 위해 내부자의 단기매매차익반환(제172조)과 임원 등의 특정증권 등 소유 상황보고(제173조)를 규정하고 있다.

Ⅲ. 단기매매차익반환 성립 요건

1. 내부자

가. 주권상장법인의 임원, 직원, 주요주주

주권상장법인은 증권시장에 상장된 주권을 발행한 법인, 주권과 관련된 증권에탁증

권이 증권시장에 상장된 경우에는 그 주권을 발행한 법인을 말한다(제9조 제15항 제3호). 법은 단기매매차익 반환의무자로 주권상장법인의 임원, 직무상 미공개중요정보를 알 수 있는 직원, 주요주주 등을 규정하고 있다. 위 임직원 및 주요주주의 계산으로 거래하면 타인 명의라 하더라도 단기매매차익반환의무가 인정된다. 다만, 자금의 최초 출처가 내부자라는 것만으로는 부족하고 매매주체의 행위를 내부자의 행위와 동일시할 수 있는 경우에 해당해야 반환의무가 인정된다⁴⁾.

1) 임원

임원이란 상장법인의 이사, 감사를 의미하고(제9조 제2항) 상근 또는 비상근을 불문한다. 사외이사는 이사회에 참석하여 기업의 중요한 내부정보를 지득하여 이용할 가능성이 있고, 상법상으로도 이사에 포함되므로 당연히 임원의 개념에 포함될 것이다⁵⁾. 이는 미공개중요정보 이용행위가 금지되는 임원의 범위와 같고, 임원에는 상법 제401조의 2 제1항 각호의 자, 즉 업무집행지시자도 포함된다.

임원이 휴직, 구속, 직무집행정지 가처분 등의 사유로 일시적으로 업무집행에 관여하지 아니하여도 회사 내 인적 네트워크나 내부정보에 접근할 수 있는지 여부는 개별적·구체적 사정에 따라 달라질 수 있으므로 유형적으로 내부정보의 이용 가능성이 완전히 배제되었다고 보기는 어렵다⁶⁾. 법원은 “대표이사, 이사 겸 회장으로 재직 중이던 甲이 횡령 및 배임으로 기소되면서 대표이사의 지위에서 사임하였으나 여전히 회사의 주요 결정을 판단하고 결재하고 있었으므로 내부정보에 대한 접근가능성을 완전히 배제할 수 있는 유형의 거래로 볼 수 없다”고 판시했다(대법원 2016. 3. 24. 선고 2013다210374

4) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2019, 858쪽

5) 김홍기, 자본시장법상 단기매매차익 반환제도와 향후 운용방향에 대한 검토, 상사법연구 제30권 제4호, 190쪽

6) 甲이 정직처분을 받아 직원으로서의 신분 및 임무수행상의 제한을 받고 있는 상태에서 주식을 매수하였다 할지라도 甲 스스로 경제적 이해득실을 따져본 후 임의로 결정한 다음 공개시장을 통하여 매수한 것으로 보일 뿐 비자발적 유형의 거래로 볼 수 없을 뿐만 아니라, 정직처분을 받은 자와 회사 경영자 등과의 관계가 우호적인지 적대적인지는 개별 사안에 따라 다를 수 있고 또한 같은 사안에 있어도 시기별로 차이가 있을 수 있으므로 그 적대적 관계성은 결국 개별 사안에서 시기별로 구체적 사정을 살펴본 이후에야 판단할 수 있는 사항이어서, 甲이 정직처분을 받은 자의 지위에서 주식을 거래하였다는 외형 자체만으로 내부정보에의 접근 가능성이 완전히 배제된다고 볼 수는 없다(대법원 2008. 3. 13. 선고 2006다73218 판결). 이 판결은 직원의 경우이지만 임원에게도 마찬가지로 적용될 것이다.

판결 참조).

2) 직원

직원이란 임원을 제외한 모든 피용자로서 계약직원까지 포함한다. 구 증권거래법에서는 모든 직원이 규제 대상이었는데, 입법론상으로 직원은 반환의무의 범위에서 제외하는 것이 바람직하다는 견해도 있었다. 직원을 일률적으로 적용대상으로 한 것은 타당하지 의문이 있었지만, 한편으로는 임원이 아니더라도 중요한 내부정보에 접근할 수 있는 직원이 있으므로 정보 접근성의 정도에 따라 차익반환의무자의 범위에 포함하는 것이 타당하다. 자본시장법은 “직무상 제174조 제1항의 미공개중요정보를 알 수 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자에 한한다”고 규정함으로써, 정보접근성에 따라 일정 범위의 직원만 차익반환의무자에 포함시키고 있다⁷⁾. 그러나 이에 대해서 내부정보의 접근 가능성이 높은 직원과 그렇지 않은 직원의 구분이 현실적으로 어렵고 광범위한 직원의 개념이 시장 감시 기능에 부담을 주고 있으며 임원 개념의 확장적 해석을 통해서 탄력적 운용을 도모할 수 있는 점을 고려하면 직원을 반환의무자의 범위에서 제외하는 것이 입법적으로 타당하다는 의견도 있다⁸⁾.

단기매매차익 반환 및 불공정거래 조사·신고 등에 관한 규정 제5조는 ‘증권선물위원회가 미공개중요정보를 알 수 있는 자로 인정하는 자’란 ‘그 법인의 재무, 회계, 기획, 연구개발, 공시 담당부서에 근무하는 직원’이라고 규정하고 있다. 한편, 직원은 제173조 특정증권 소유상황 보고의무자에서는 제외하고 있으므로, 사전예방적 규제로서의 실효성을 높이기 위해서는 증권 소유상황 보고의무자와 단기매매차익반환의 내부자를 일치시킬 필요가 있다는 의견도 있다⁹⁾.

3) 주요주주

자본시장법에서 주요주주는 금융회사지배구조법 제2조 제6호의 주요주주를 말하는데, 주요주주는 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 법인의 의결권 있는 발행주식총수의 10% 이상의 주식을 소유한 자¹⁰⁾와 임원의 임면 등의 방법으로 법인의 중요한 경

7) 임재연, 앞의 책, 858쪽

8) 김홍기, 앞의 논문, 191쪽

9) 김상철, 앞의 논문, 25쪽

영사함에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주를 말한다. 주주는 소유와 경영의 분리 및 주주 유한책임에 따라 경영으로부터 단절된 지분소유자에 불과하나, 일정 정도 이상의 지분을 소유한 주주는 지위를 이용하여 미공개 중요정보를 부당하게 이용할 가능성이 있다. 10% 지분 산정에 있어 전환사채, 신주인수권부사채와 같이 장래 주식화할 수 있는 사채도 산입해야 하는지 여부가 문제인데, 명문 규정이 없어 산입할 수 없다고 한다. 또한 특수관계인의 지분은 최대주주에 관해서는 합산을 명문으로 규정하지만 주요주주에 관해서는 명문 규정이 없으므로 합산할 수 없다. 다만, 특수관계인의 지분을 합산하여 10% 이상에 이르게 되면 사실상 영향력을 행사하는 주주로 인정되는 경우가 있을 것이다¹¹⁾.

나. 내부자 지위가 존재해야 하는 시기

단기매매차익반환 의무와 관련하여 내부자 지위가 존재해야 하는 시기에 관해서 제 172조 제6항은 '제1항은 임직원 또는 주요주주로서 행한 매도 또는 매수의 성격, 그 밖의 사정 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우 및 주요주주가 매도·매수한 시기 중 어느 한 시기에 있어서 주요주주가 아닌 경우에는 적용하지 아니한다'라고 규정하여 주요주주에 관해서만 규정하고, 임직원에 대해서는 침묵하고 있다.

따라서 임직원의 경우 주요주주와 달리 매도나 매수 어느 한 시점에만 임직원으로서 내부자 지위가 존재하면 단기매매의 내부자가 된다. 따라서 임직원이 주식을 매수한 후 퇴임하고 매수일로부터 6개월 이내에 주식을 매도¹²⁾하거나 취임 전에 주식을 매도하였다가 취임 후 매도일로부터 6개월 이내에 매수한 경우에는 단기매매차익 반환규정이 적용된다. 반면 주요주주는 매수와 매도 양 시기에 모두 주요주주의 지위가 존재해야

10) 판례는 '본인 명의 계좌 1개와 차명계좌 19개로 회사 발행주식 총수의 10.73%의 주식을 소유한 경우' 주요주주로서 단기매매차익 반환 책임을 인정했다(서울고등법원 2017. 11. 29. 선고 2006나 101207 판결 참조).

11) 임재연, 앞의 책, 861쪽

12) A회사의 사외이사 甲은 단기매매차익 산정의 종기는 최종매도일인 2001년 8월 1일이 아니라 자신이 A회사의 사외이사에서 퇴임한 2001년 7월 18일로 보아야 한다고 주장하였으나, 법원은 "일원, 직원의 경우에는 매도·매수한 시기 중 어느 한 시기에 그 지위에 있었던 경우 이후에 그 지위에 있지 않게 되었다 하더라도 단기매매차익 반환의 예외로 인정되지 않는다"고 판시했다(서울지방법원 남부지원 2003. 1. 23. 선고 2002가합6594 판결)

단기매매차익 반환규정이 적용된다. 이 규정은 특히 주요주주가 아닌 자가 주식을 매수함으로써 비로소 주요주주가 된 경우 '매수시점'에서 주요주주였다고 할 수 있는지에 대해 의미가 있는데, 법규정상 주요주주가 아닌 자가 매수로 인하여 주요주주가 된 경우에는 단기매매차익 반환의무가 적용되지 않고, 매수 이전부터 주요주주임을 요건으로 한다는 의미에서 이를 이전 기준('prior to' test)이라고 한다. 주식을 매수하여 주요주주가 되는 때에도 단기매매차익반환 의무가 적용되어야 한다는 동시 기준('simultaneously with' test)은 주식을 매수하여 비로소 주주가 된 것이므로 매수 당시 회사 내부 정보를 이용했다고 볼 수 없으므로 타당하지 않다¹³⁾. 반면 주요주주가 주식을 매도함으로써 주요주주의 지위를 상실하게 되는 경우에도 차익반환의무가 있는지의 문제에 관하여, 제172조 제6항의 '매도한 시기'는 '매도할 당시'를 의미한다고 해석해야 하므로 주요주주가 주식을 매도하여 주요주주의 지위를 상실하는 경우에도 해당 매도분은 단기매매차익 반환의무의 적용대상이 된다고 보아야 한다. 다만, 단기매매기간 동안 계속하여 주요주주의 지위가 유지되어야 하는 것은 아니라고 본다¹⁴⁾.

한편 실무상 증권시장에서 하루 동안 10% 이상의 지분을 매수하는 경우에도 1회의 거래에 의하는 사례는 드물고 대개 수차례의 거래가 이루어지고, 엄밀히는 하루 중 수차례의 거래가 있으면 어느 특정 거래가 이루어짐으로써 10% 이상의 지분을 보유하게 되고 어느 특정 거래 사이에 10%를 초과했다가 다시 미달되는 경우도 발생할 수 있는데, 특히 장내거래의 경우 2거래일 후에 한 번에 결제가 이루어지므로 하루에 여러 차례의 거래로 10% 이상을 취득하거나 상실한 때에는 당일 중 거래횟수에 관계없이 매수 또는 매도를 합산하여 일별로 계산해야 한다¹⁵⁾.

13) 임재연, 앞의 책, 862쪽

14) "6개월이라는 기간 동안 계속 주요주주의 지위가 유지되어야 하는데, 피고는 A회사의 주요주주가 된 후 3개월이 채 되지 아니하여 주요주주의 지위를 상실하였으므로 단기매매차익 반환의무가 없다"는 피고의 주장에 대하여, 법원은 "규정의 문언 및 단기매매차익 반환제도의 취지에 비추어 볼 때, 주권상장법인 등의 주요주주가 6개월 이내에 그 법인의 주식 등을 매수 및 매도하여 이익을 얻은 경우 매수 및 매도의 양 시기에 주요주주의 지위에 있었으면 족하고, 그 기간을 포함한 6개월 동안 주요주주의 지위를 지속하여야만 단기매매차익 반환의무가 발생하는 것은 아니다"라고 하여 甲의 주장을 배척하였다(서울서부지방법원 2008. 7. 25. 선고 2007가합521 판결)

15) 임재연, 앞의 책, 863쪽

다. 실질기준 판단

단기매매차익 반환제도는 그 내부자가 속한 법인의 반환청구권을 내용으로 하지만, 제도 본래의 취지는 법인 이익을 보호하려는 것이 아니라 내부자거래의 상대방인 일반 투자자를 보호하려는 것이다. 내부자가 내부정보를 이용하여 해당 법인의 증권에 대한 거래를 한다면 거래 상대방인 일반투자자로서는 상당한 불이익과 위험에 노출되기 때문이다. 물론, 미공개정보이용금지에 관한 자본시장법 제174조에 의하여 일반투자자에 대한 구제가 어느 정도 이루어지겠지만 일반투자자가 법적인 구제책을 취하는 것은 실제로는 용이하지 않다¹⁶⁾. 단기매매차익 반환제도는 내부자가 6월 이내의 단기간에 그 법인의 주식 등을 사고 파는 경우 미공개 내부정보를 이용했을 개연성이 크다는 점에서 거래 자체는 허용하되 그 대신 내부자가 실제로 미공개 내부정보를 이용하였는지 여부나 내부자에게 미공개 내부정보를 이용하여 이득을 취하려는 의사가 있었는지 여부를 묻지 않고 내부자로 하여금 그 거래로 얻은 이익을 법인에 반환하도록 하는 엄격한 책임을 인정함으로써 내부자가 미공개 내부정보를 이용하여 법인의 주식 등을 거래하는 행위를 간접적으로 규제하는 제도이다(대법원 2008. 3. 13. 선고 2006다73218 판결).

위와 같이 내부정보의 이용 여부에 관계없이 획일적·기계적으로 엄격책임을 묻는 제도의 취지상 내부자는 그 유형 자체에서 내부정보를 이용할 가능성이 있어야 하고, 그 판단은 '형식'이 아닌 '실질'을 기준으로 하여야 한다. 대법원도 “단기매매의 내부자가 그러한 주식거래의 직접적인 주체이거나, 그 주체의 행위를 내부자의 행위와 동일시할 수 있는 경우에 해당하여야 하고, 내부자가 차명계좌를 이용하여 자신의 계산으로 단기매매를 하였다면 그 계좌명義에도 불구하고 단기매매차익 반환의 책임을 부담한다(다만 차명계좌를 이용한 거래에 대한 입증책임은 이를 주장하는 측에 있다)”고 한다¹⁷⁾. 「주권상장법인 A회사 부사장 甲의 처 乙이 그 언니 丙 명의의 증권거래 위탁계좌를 이

16) 임재연, 앞의 책, 855쪽

17) 대법원 2013. 6. 28. 선고 2013다19991 판결의 원심은 甲이 차명계좌를 사용하여 단기매매를 하였는지에 관하여 “이 사건 계좌에서 인출된 돈의 사용처에 일부 의심할 만한 사정이 있으나, 이 사건 단기매매자금의 원천인 A회사의 주식매수자금인 甲이 아니라 乙에게서 나온 것이 인정되는 이상 이 사건 계좌는 甲의 것이 아니라 乙의 것이라고 볼 수밖에 없고, 이 사건 단기매매는 乙의 계산으로 이루어진 것으로 볼 수밖에 없다”고 하였다(서울고등법원 2013. 2. 1. 선고 2012나47854 판결).

용하여 2003년 3월 18일부터 A회사 주식을 매수하였다가, 그 매수일로부터 6개월 이내에 위 주식을 모두 매도한 사안」에서, 법원은 위 증권거래 위탁계좌의 실질상 계좌주는 A회사 부사장인 甲으로, 처 乙에게 그 차명계좌를 이용한 주식거래를 위임한 데 불과하다고 하여 甲의 단기매매차익 반환책임을 인정하였다(서울고등법원 2007. 3. 16. 선고 2006나90055 판결). 특히 이 사건에서 법원은 “乙은 甲의 처인 전업주부로서 甲으로부터 월급 등 수입의 관리를 일임받아 이 사건 차명계좌를 개설하였으나 주식취득을 위해 입금된 액수가 거액인 점에 비추어 실제로는 甲에 의하여 계좌가 관리되고 있었던 것으로 봄이 상당한 점, (ii) 이 사건 차명계좌의 주식매수자금도 대부분 甲의 것으로 그 계산 주체가 甲이라고 보이는 점, (iii) 甲은 언제든지 처인 乙에게 요청하여 이 사건 차명계좌를 이용한 주식매매로 인한 경제적 이익을 자신에게 귀속시키도록 지시할 수 있는 것으로 보이는 점, (iv) 甲의 처 乙이 실제로 甲 몰래 계좌를 개설하여 주식거래를 하였다면 굳이 언니인 丙 명의를 차용할 필요조차 없었을 것으로 보이는 점 등에 비추어 보면, 이 사건 차명계좌의 실질상 계좌주는 甲으로서 처인 乙에게 이 사건 차명계좌를 이용한 주식거래를 위임한 데 불과하다고 봄이 경험칙에 부합한다”고 판시하였다.

2. 적용대상 거래

가. 특정증권 등

제172조 제1항은 단기매매차익 반환규정의 적용대상인 금융투자상품(특정증권 등)을 다음과 같이 규정한다.

1. 그 법인이 발행한 증권(대통령령으로 정하는 증권을 제외한다¹⁸⁾)

18) 시행령은 제외하는 증권에 대해 다음과 같이 규정한다.

제196조(단기매매차익 반환면제 증권) 법 제172조제1항제1호에서 “대통령령으로 정하는 증권”이란 다음 각 호의 증권을 말한다.

1. 채무증권. 다만, 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권은 제외한다.

가. 전환사채권

나. 신주인수권부사채권

다. 이익참가부사채권

라. 그 법인이 발행한 지분증권(이와 관련된 증권예탁증권을 포함한다) 또는 가목부터 다목까지의 증권(이와 관련된 증권예탁증권을 포함한다)과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권

2. 수익증권

2. 제1호의 증권과 관련된 증권예탁증권
3. 그 법인 외의 자가 발행한 것으로서 제1호 또는 제2호의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
4. 제1호부터 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품

단기매매차익 반환규정의 입법목적과 내용, 내부정보의 이용 가능성이라는 점에서 차이가 없으므로, 매도대상 특정증권 등과 매수대상 특정증권 등이 동일할 필요는 없다¹⁹⁾. 자본시장법 시행령도 이를 전제로 다른 특정증권 등 간의 이익 산정기준에 관한 규정을 두고 있다(시행령 제195조 제2항, 제3항). 판례도 '주권상장법인 A회사의 이사 甲이 A회사가 발행한 신주인수권부채권을 매수한 후 6개월 이내에 A회사의 경영권과 함께 보통주를 양도한 사안'에서 법원은 "甲이 양도한 보통주는 매수한 신주인수권부사채권과 무관하게 기존에 소유하던 주식이라고 하더라도 신주인수권부사채 매수와 보통주의 매도로 인한 단기매매차익을 반환하여야 한다"고 판시했다(광주지방법원 순천지원 2001. 1. 12. 선고 2000가합1366 판결).

나. 단기매매의 매도·매수 개념

자본시장법은 단기매매차익 반환 규정의 적용 대상이 되는 매수, 매도에 관한 개념을 적극적으로 규정하고 있지 않은데, 일반적으로 매매는 대가가 지급되고 주식의 소유권이 이전되는 것을 의미하므로 상속이나 증여에 의한 무상취득, 주식배당, 주식분할, 주식병합에 의한 주식취득은 매수 또는 매도에 해당하지 않는다고 해석한다. 다만, 교환은 민법상으로 매매와 구분되는 개념이지만 교환 대상 목적물을 일정한 가격으로 정하

3. 파생결합증권(법 제172조제1항제4호에 해당하는 파생결합증권은 제외한다)

19) 유가증권을 여러 차례에 걸쳐 매수하여 증권예탁원에 이를 예탁한 투자자가 그중 일부를 증권거래소 등을 통하여 매도하고자 하는 경우에 먼저 매수한 유가증권만을 선별하여 매도할 수 없는 것이고, 또한 일반적으로 이를 의식하여 매도하는 것도 아니고, (ii) 증권거래법이 매수 후 매도한 경우뿐만 아니라 사실상 동일한 증권을 반대매매할 것을 기대할 수 없는 매도 후 매수의 경우에 대하여도 그 차익반환의무를 인정하고 있으며, (iii) 규정 문언상 '주권 등을 매수 또는 매도한 후 6개월 이내에 매도 또는 매수하여 이익을 얻을 것'을 요구할 뿐 매수 또는 매도한 당해 주권 등을 반대매매할 것으로 요구하지 않고 있어서 앞선 거래시의 증권과 그 반대매매 시의 증권이 동일하지 않더라도 그 차익의 반환의무가 인정된다(광주지방법원 순천지원 2001. 1. 12. 선고 2000가합1366 판결)

여 교환하는 경우에는 매매에 준하여 단기매매차익 반환의무가 적용된다고 보아야 한다. 대물변제도 매매에 포함된다고 보아야 하고 나아가 비전형적인 유상취득행위도 해당 거래의 성격이나 비자발성의 정도, 거래의 동기 및 결과에 따라서 매수로 보아야 하는 경우도 있다²⁰⁾.

판례도 상법 제418조 제1항에 근거한 제3자배정에 의한 신주인수(사모유상증자)가 단기매매의 매수에 해당하는지에 대하여, “내부자정보의 남용이라는 측면에서 똑같은 위험성이 있음에도 불구하고 거래방식이 매매계약이 아닌 교환계약이나 대물변제 등에 의하였다는 점만으로 이를 ‘매수’의 범위에서 제외하게 된다면, 내부자거래의 규제를 위하여 도입된 단기매매차익 반환규정의 실효성을 크게 해하게 될 것이기 때문에 ‘매수’ 또는 ‘매도’의 개념을 위와 같이 한정적으로 해석하는 것은 위에서 본 단기매매차익 반환제도의 입법취지에 비추어 문제가 없지 아니하고”, “단기매매차익 반환의 예외를 정한 증권거래법 시행령 및 증권거래위원회의 규정도 이러한 처분행위를 예상하여 ‘발행인 또는 매출인으로부터의 직접적인 취득, 전환사채권·신주인수권부사채권·신주인수권을 표시하는 증서의 권리 행사에 의한 유상신주의 취득, 유상신주발행 시 발행한 실권주 또는 단수주의 취득, 영업을 위한 주권 등의 인수’ 등의 경우를 들고 있는바, 이는 결국 증권거래법 제188조 제2항의 ‘매수’가 민법상의 매매와 같은 전형계약에 한정되지 않고, 기타 비전형적인 유상취득행위도 포함된다는 점을 전제로 한 것으로 볼 수 있으며, …나아가 구체적으로 민법상의 매매 이외의 다른 어떤 전형계약 혹은 비전형계약까지 ‘매수’나 ‘매도’의 범위에 포함시켜 규제할 것인가 하는 점은, 위에서 본 증권거래법 제188조 제2항의 연혁 및 입법 취지, 관련 하위법규의 규정내용 등을 고려하여, 당해 거래의 성격이나 비자발성의 정도, 거래의 동기 및 결과 등에 따라 법원이 합목적적이고도 실용적으로 해석하여야 할 것이다”라고 판시하여(서울고등법원 2001. 4. 13. 선고 2000나22272 판결) 민법상 매매와 같은 전형계약에 한정되지 않고 비전형적인 유상취득행위도 포함된다는 입장이다.

한편 자본시장법 제172조 제1항은 “매수(권리행사의 상대방이 되는 경우로서 매수인의 지위를 가지게 되는 특정증권 등의 매도를 포함한다)”, “매도(권리를 행사할 수 있는

20) 임재연, 앞의 책, 865쪽

경우로서 매도자의 지위를 가지게 되는 특정증권 등의 매수를 포함한다)”라고 규정하고 있는데, 이는 옵션을 매도, 매수의 개념에 포함하는 취지이다. 이는 증권과 파생상품이 모두 자본시장법의 규제대상이 되고, 옵션 등 파생상품을 이용하여 매수 및 매도와 동일한 경제적 효과를 누리는 것을 방지하기 위한 취지이다. 여기에서 “매수(권리행사의 상대방이 되는 경우로서 매수인의 지위를 가지게 되는 특정증권 등의 매도를 포함한다)”는 풋옵션의 매수인이 풋옵션을 행사한 경우에, 풋옵션의 매도인이 그 권리행사의 상대방이 되어서 기초자산에 대한 매수자의 지위를 가지게 되는 상황을 상정한 것이고, “매도(권리를 행사할 수 있는 경우로서 매도자의 지위를 가지게 되는 특정증권 등의 매수를 포함한다)”는 풋옵션과 이를 포함한 파생결합증권의 매수를 포함하는 개념으로 이해할 것이다. 콜옵션의 매도, 매수는 기초자산의 매도, 매수와 사실상 동일한 효과를 가지므로 특별히 규정하지 않는 것이다²¹⁾.

3. 기간 요건

가. 6개월 이내

단기매매차익 반환의무는 특정증권 등을 매수한 후 6개월 이내 매도하거나 특정증권 등을 매도한 후 6개월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에 발생한다. 자본시장법 시행령은 민법의 규정과 달리 초일을 산입한다고 규정하므로 6개월 이내라 함은 매수 또는 매도를 한 다음 날이 아닌 당일부터 기산하여 6개월이 되는 날까지를 의미한다. 따라서 매수계약체결일이 2005. 10. 28.이면 초일을 산입하여 6개월이 되는 날인 2006. 4. 27.까지가 6개월 이내의 기간이고, 그 다음 날인 2006. 4. 28. 매도계약을 체결한 경우에는 단기매매차익 반환 대상이 아니다²²⁾.

나. 계약체결일 기준

6개월의 기간을 산정함에 있어서 기준이 되는 시점, 즉 ‘매수한 후’와 ‘매도한 후’는 매매의 결제일이 아니라 계약체결일을 기준으로 해야 한다. 법원도 “피고인이 1998년 2월 16일 주식양수도계약을 체결했으나 매수시점으로부터 6개월을 도과한 1998년 7월

21) 김흥기, 앞의 논문, 199쪽

22) 임재연, 앞의 책, 872쪽

10일에 이르러서야 영수증을 교부받고 양도절차를 종결한 것이므로 6개월 이내의 단기 매매에 해당하지 않는다는 취지로 주장한 사건에서, 자본시장법이 규정한 6개월은 주식 매매계약 체결일을 기준으로 할 것인지 대금수수일을 기준으로 할 것은 아니다"라고 판시했다(서울고등법원 2001. 5. 9. 선고 2000나21378 판결 참조).

4. 매매차익 산정 기준

가. 선입선출법 채택

일정한 기간 동안 주식의 거래가 여러 차례 반복되는 경우에 매매차익을 산정하는 방법으로 가중평균법, 최저가와 최고가를 대비하는 방식, 선입선출법 등 여러 가지가 있을 수 있는데, 종래에는 가중평균법을 채택하고 해당 기간 중 발생한 이익액과 손실액 사이의 상쇄를 허용했으나, 2000년 9월 증권거래법 시행령 개정에 의해 선입선출법을 채택하고 있다.

나. 단기매매차익 산정시 손실 반영 여부

자본시장법은 차익 산정시 손실을 반영하지 않고 있는데²³⁾, 반환차익을 극대화하기 위해 특정 매칭 거래에서 손실이 발생하더라도 이를 차익에서 공제하지 않고 0으로 산정하여 실제 차익보다 많이 산정되도록 하고 있는 것이다. 이에 대하여 자본시장에 대해 국가의 개입범위가 대폭 축소되는 등 징벌적 성격이 완화된다고 있고, 실제 미공개이용 여부를 불문하고 취득한 이익 이상을 반환하게 하는 것은 과잉규제라는 비판도 가능하므로 이제는 손실을 반영하여 내부자가 반환해야 할 차익을 실제 발생한 금액으로 줄여줄 필요가 있다는 의견이 있을 수 있다. 이러한 논의와 관련하여 미국의 차익산정 방식으로 가중평균법, 선입선출법, 최저가매수·최고가매도법을 구체적 사례에 적용해 보면 다음과 같다²⁴⁾.

23) 자본시장법 시행령 제195조는 단기매매차익의 산정방법에 대해 규정하면서, 제1항 제1호에서 '이 경우 그 금액이 0원 이하인 경우에는 이익이 없는 것으로 본다'라고 명시하고 있다.

24) 성희환, 자본시장법상 단기매매차익 반환제도에 관한 고찰, 증권법연구 제12권 제2호, 한국증권법학회 2011, 299쪽 이하

[단기매매차익 거래]

일자	매수		매도	
	수량	가격	수량	가격
(1) 2021. 5. 18.	100	90		
(2) 2021. 5. 21.	100	110		
(3) 2021. 5. 23.			100	97
(4) 2021. 5. 26.	100	105		
(5) 2021. 5. 29.			100	108
(6) 2021. 8. 10.			100	115

[가중평균법]

매수 가중평균가격	매도 가중평균가격	차익 = 1,500
101.7	106.7	$300 \times (106.7 - 101.7)$

[선입선출법]

매수	매도	차익 = 1,700
(1) $100 \times 90 = 9,000$	(3) $100 \times 97 = 9,700$	700
(2) $100 \times 110 = 11,000$	(5) $100 \times 108 = 10,800$	0(손실 200은 미반영)
(4) $100 \times 105 = 10,500$	(6) $100 \times 115 = 11,500$	1,000

[최저가매수 · 최고가매도법]

매수	매도	차익 = 2,800
(3) $100 \times 90 = 9,000$	(8) $100 \times 115 = 11,500$	2,500
(6) $100 \times 105 = 10,500$	(7) $100 \times 108 = 10,800$	300
(4) $100 \times 110 = 11,000$	(5) $100 \times 97 = 9,700$	0(손실 1,300은 미반영)

미국의 경우도 우리나라와 마찬가지로 손실은 반영하지 않고 있는데 위 표에서 보는 바와 같이 최저가매수 · 최고가매도 방식에 따를 경우 선입선출법이나 가중평균법보다 차익이 크게 나오게 된다. 미국은 차익 극대화를 위해 최저가매수 · 최고가매도 방식이 지배적인 계산방식으로 각급 법원에서 적용되고 있다. *Smolowe v. Delendo Corp* 사건 (1943)에서 “선입선출법, 동일성 판단법 및 평균법은 내부자가 의도적으로 유리한 순서로 매도를 하면 실현이익이 없는 것으로 계산되도록 할 수 있거나 또는 상계 가능한 손해를 인정하게 되어서 매매차익이 감액되기도 하므로 부당하다”, “우리는 주식거래로

부터 발생하는 모든 이익을 철저히 가려냄으로써 신임의무자인 임원, 이사 또는 주주의 이기적 이익과 그 의무의 성실한 수행과의 사이의 모든 이해상충을 방지할 수 있도록 높은 규범을 수립하고자 의도되었다는 사실을 잊지 말아야 한다. 모든 가능한 이익을 확실하게 회수할 수 있는 유일한 방법은 6개월 이내의 기간에 있어서의 최저가매수·최고가매도(lowest price in, highest price out)의 원칙을 적용하는 것이다"라고 밝혔고, 이 판례는 손실을 반영하지 않는 이유에 대해서 의미있는 설명이 될 수 있다고 생각된다.

위와 같은 구체적 계산 결과를 고려할 때 만약 손실을 반영하도록 함으로써 법으로 금지된 행위를 저지르고도 기껏 취득한 이익에 한해 반환하도록 한다면, 밀저야 본전이라는 모럴 해저드를 야기할 수 있다. 특히 미국은 최저가매수·최고가매도 방식을 사용하여 징벌적 성격이 우리보다 훨씬 강하다는 점을 고려하면 현행의 산정방식을 유지할 필요가 크다고 본다.

IV. 단기매매차익 발생의 효과

1. 발생사실 통보와 공시

증권선물위원회는 단기매매차익 발생사실을 알게 된 경우 해당법인에 이를 통보해야 하고, 이 경우 그 법인은 통보받은 내용과 같은 사항을 지체 없이 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시해야 한다(법 제172조 제3항, 시행령 제197조).

1. 단기매매차익을 반환해야 할 자의 지위[임원(「상법」 제401조의2제1항 각 호의 자를 포함한다. 이하 이 조에서 같다), 직원 또는 주요주주를 말한다]
2. 단기매매차익 금액(임원별·직원별 또는 주요주주별로 합산한 금액을 말한다)
3. 증권선물위원회로부터 단기매매차익 발생사실을 통보받은 날
4. 해당 법인의 단기매매차익 반환 청구 계획
5. 해당 법인의 주주(주권 외의 지분증권이나 증권예탁증권을 소유한 자를 포함한다).

이하 이 호에서 같다)는 그 법인으로 하여금 단기매매차익을 얻은 자에게 단기매매차익의 반환청구를 하도록 요구할 수 있으며, 그 법인이 요구를 받은 날부터 2개월 이내에 그 청구를 하지 아니하는 경우에는 그 주주는 그 법인을 대위(代位)하여 청구를 할 수 있다는 뜻

2. 청구절차

위 규정상 단기매매차익 반환청구의 1차 청구권자는 해당 법인이다. 따라서 법인의 주주는 법인으로 하여금 단기매매차익을 취득한 자에게 반환청구를 하도록 요구할 수 있고, 법인이 그 요구를 받은 날로부터 2개월 이내에 청구를 하지 아니하는 경우에는 주주가 그 법인을 대위하여 청구할 수 있다(제172조 제2항). 이는 소수주주의 대표소송과 달리 단독주주권이고 주식의 보유기간에 대한 제한도 없다. 주주가 원고가 되더라도 단기매매차익 반환금의 귀속처는 주주가 아니라 해당 법인이 된다. 따라서 소장 청구취지에는 해당 법인에게 지급을 명하도록 기재해야 하고 판결의 효력은 해당 법인에게도 미친다. 반환 귀속처가 주주가 아니라 해당 법인이므로 문제가 되는 거래 이후에 주주가 된 자도 대위청구를 할 수 있다²⁵⁾.

해당 법인이나 주주의 단기매매차익 반환청구권은 이익을 취득한 날로부터 2년 이내에 행사하지 아니하면 소멸한다(제172조 제5항). 판례는 단기매매차익 반환청구권에 관한 기간은 제척기간으로서 재판상 또는 재판외의 권리행사기간이며 재판상 청구를 위한 출소기간은 아니라고 본다(대법원 2012. 1. 12. 선고 2011다80203 판결²⁶⁾ 참조).

3. 권리행사와 이사의 충실의무

자본시장법이 증권선물위원회의 대위청구권을 폐지하는 대신 해당 법인의 단기매매

25) 임재연, 앞의 책, 874쪽

26) 위 판례에서 법원은 “원고가 2008. 12. 8. 원고의 임원이었던 피고에게 내용증명우편을 통하여 단기매매차익금을 반환하라는 청구를 하고, 위 내용증명우편이 2008. 12. 9. 피고에게 도달한 사실을 인정한 다음, 위 청구일로부터 소급하여 2년이 되는 날인 2006. 12. 10.부터 2008. 12. 9.까지 사이에 이루어진 원고 주식의 단기매매로 피고가 취득한 169,781,463원에 대한 원고의 단기매매차익금 반환청구 부분은 제척기간이 준수되어 적법하다”고 판단했다.

차익 발생사실 공시의무를 규정하고 있으나 내부자와 법인의 관계를 고려할 때 공시의 무만으로 그 권리행사가 제대로 이루어질지 의문이 있었다. 대법원은 단기매매차익 반환청구권의 권리를 부당하게 포기하거나 면제하는 등의 행위를 한 해당 법인의 이사에 대하여 아래와 같이 상법 제382조의3 이사의 충실의무 위반을 인정하는 판결을 선고했고, 이 판결은 반환청구권 실질화에 영향을 미쳤다고 평가된다²⁷⁾.

「甲은 2009년 9월경 주권상장법인인 A회사의 대표이사이던 乙로부터 A회사의 경영권을 양수하기로 약정하고 2010년경 대표이사로 취임하였고, A회사는 2010년 10월 21일 乙을 상대로 단기매매차익금 반환소송을 제기하여 2012년 8월 14일 제1심법원에서 승소판결을 선고받았으나, A회사를 대표한 甲은 2013년 3월 26일 乙과 ‘甲과 乙 사이에 2009년 9월 체결된 경영권양도계약에 의하여 乙이 A회사에 변제하여야 할 단기매매차익금을 甲이 대신 변제할 의무가 있다는 것을 A회사가 인정하고, 향후 단기매매차익금 반환소송이 종결되어 금액이 확정되면 甲이 乙 대신 A회사에 이를 변제하되 만약 甲이 이를 변제하지 아니하면 A회사가 책임을 진다. 위와 같은 사항이 이행되면 乙의 甲에 대한 경영권양도대금 채권은 소멸하며 향후 어떠한 민형사상 이의도 제기하지 않는다’는 이 사건 약정을 체결하였고, 한편 乙은 단기매매차익금반환 판결에 불복하여 상소하였으나 2013년 3월 28일 항소가, 2013년 7월 5일 상고가 각 기각된 사안」에서, 대법원은 甲이 A회사를 대표하여 乙을 상대로 단기매매차익금 반환소송을 제기하고 또 제1심에서 승소하고도 그 항소심판결 선고 직전에 乙과 사이에 A회사에 아무런 이득 없이 일방적으로 그 반환채무를 면제하는 취지의 약정을 한 것은 상법 제382조의3 이사의 충실의무에 위배되는 행위라고 하였다²⁸⁾(대법원 2016. 8. 24. 선고 2016다222453 판결 참조).

27) 김상철, 앞의 논문, 47쪽

28) 한편 대법원은 “이 사건 약정의 내용이 A회사의 대표이사인 甲이 개인 자격에서 乙에게 부담하는 경영권 양수대금 채무를 면하는 대신 乙은 A회사에 대한 판결금 채무를 면제받는다”는 것이므로 그 내용 자체에 의하여 회사에 손실을 주고 대표이사 자기 또는 제3자에게 이익이 되는 행위임이 분명하다. 그리고 乙은 A회사의 전 대표이사로서 이 사건 단기매매차익 반환소송의 피고이자 이 사건 약정의 당사자 지위에서 위와 같은 대표권 남용행위에 가담한 지위에 있으므로 신의칙상 이 사건 약정이 유효하다는 주장은 허용되지 아니한다”고 하였다.

V. 단기매매차익 반환제도 폐지 논의

1. 단기매매차익반환제도의 폐지론에 대한 검토

그 동안 단기매매차익 반환제도는 존재논란이 있었는데 폐지를 주장하는 주요한 논거는 이 제도가 부당한 정보이용 거래와 정직한 거래를 차별하지 못한 채 자의적으로 불이익을 가하고 나아가 기간 요건을 잠탈하는 경우의 내부자거래에 무력하고, 미공개 내부정보를 이용하여 부당한 이익을 취하는 행위는 형사처벌로서 충분하며, 미공개 내부정보를 이용했는지 여부와 관계없이 획일적, 기계적으로 책임을 묻는 제도이므로 규정을 제대로 알지 못하는 선량한 내부자만 과도하게 제재하는 결과를 가져온다는 이유 등이었다.

그러나, 단기매매차익 반환제도는 부정적 기능보다는 긍정적 기능이 훨씬 더 많기 때문에 존재이유가 있다는 의견이 다수이다. 특히 법규 내용을 잘 알지 못해서 발생하는 사례도 있으나 금융 감독기관에서 상장법인 임직원들을 상대로 꾸준히 홍보 및 교육활동을 통해서 억울한 사례를 방지할 수 있고, 시간이 흐를수록 시세조종 및 내부자거래 등의 수법이 고도화 및 지능화되고 있는 것이 현실이고 새로운 파생상품과 관련된 불공정거래행위 유형도 등장하고 있기에 단기매매차익 반환제도는 충분히 존재의의가 있다고 볼 수 있다²⁹⁾.

2. 위헌 여부에 대한 헌법재판소의 결정

단기매매차익 반환제도의 위헌여부를 다루는 헌법소원 사건에서 헌법재판소는 다음과 같은 이유들을 거론하며 합헌이라는 의견을 밝혔다.

가. 증권거래법이 정하는 단기매매차익반환제도는 내부자가 실제로 미공개 내부정보를 이용하였는지 여부에 관계없이 i) 내부자가, ii) 6월 이내의 기간에, iii) 자기회사의 주식 등을 거래하여, iv) 차익이 발생한 경우라는 형식적인 요건에만 해당하면 반환책

29) 이주용, 단기매매차익의 반환에 관한 연구 - 법실무적 쟁점을 중심으로, 고려대학교 석사학위논문, 2010., 37쪽

임이 성립하고, 내부정보를 이용하지 않고 주식거래를 하였다는 등 일체의 반증을 허용하지 않는 내부자에 대한 엄격책임을 부과하고 있다. 이는 미공개 내부정보의 이용 유무를 적용의 적극 또는 소극 요건으로 할 경우 그 입증 및 인정이 실제상 극히 곤란하기 때문에 단기매매차익청구권의 신속하고 확실한 행사를 방해하고 결국 입법목적을 잃게 되는 결과를 가져온다는 점 및 일반투자자들의 증권시장에 대한 신뢰의 제고라는 입법 목적을 고려한 불가피한 입법적 선택이라 할 것이다.

나. 이 사건 법률조항이 반환책임의 요건을 객관화하여 엄격한 반환책임을 내부자에게 부과하고, 같은 조 제8항 및 이에 근거한 시행령 제86조의6 등에서 반환책임의 예외를 한정적으로 열거하여 이에 해당하지 않는 한 반환책임의 예외를 인정하지 않고 있다고 하더라도, 위 법률조항의 입법목적과 단기매매차익반환의 예외를 정한 시행령 제86조의6의 성격 및 헌법 제23조가 정하는 재산권 보장의 취지를 고려하면 내부정보를 이용할 가능성조차 없는 유형의 주식거래에 대하여는 이 사건 법률조항이 애당초 적용되지 않는다고 해석하여야 할 것이므로, 이를 두고 최소침해원칙에 반한다고 할 수 없다.

다. 이 사건 법률조항은 단기매매차익을 반환하게 함으로써 일반 투자자들의 이익을 보호함과 동시에 증권시장의 공평성, 공정성을 확보함으로써 일반투자자들의 증권시장에 대한 신뢰를 확보하고자 하는 데 비하여, 이로 인하여 제한되는 청구인들과 같은 내부자의 재산권에 대한 제한은 내부자에게 일체의 주식거래를 금지하는 것이 아니라 단지 단기매매에 해당하는 경우 그 이익을 회사로 반환하도록 하는 데 그치고, 나아가 내부정보를 이용하였다고 하더라도 6월의 기간이 지나면 아무런 제한 없이 주식거래를 할 수 있고 그 차익도 보유할 수 있으므로 이 사건 법률조항에 의한 재산권의 제한이 이로 인하여 달성할 수 있는 공익에 비하여 결코 크다고 볼 수도 없다.

라. 이 사건 법률조항이 과연 포괄위임입법금지원칙에 반하는지에 관하여 보건대, 증권시장에는 다양한 형태의 거래가 있고 금융의 제도나 환경이 빠르게 변화하기 때문에 법률에서 예외가 되는 모든 사항을 구체적으로 정하기가 곤란하므로 시의적절하고 탄력적으로 행정입법에 의하여 이를 규율할 필요성이 크고, 나아가 증권거래법 제188조 제2항의 입법목적, 같은 조 제8항의 “성격등을 감안하여”라는 문언 취지등을 고려하면,

증권거래법 제188조 제8항이 위임한 대통령령에 의하여 규정될 내용은 '불공정하다고 볼 수 없거나 미공개정보를 이용하지 않은 매매인 경우'인 것으로 그 내용의 대강을 미리 예측할 수 있다는 점에서 위 조항은 포괄위임입법금지원칙에 반하지 않는다.

Ⅵ. 단기매매차익 반환규정의 적용제외 사유

1. 법령상 적용제외 사유

단기매매차익 반환규정은 내부정보 이용 사실을 입증하기 어려운 현실을 고려하여 내부정보이용을 요건으로 하고 있지는 않다. 다만, 객관적으로 내부정보의 이용가능성이 없는 경우까지 일괄적으로 반환하도록 하는 것은 타당하지 않으므로, 자본시장법 제172조 제6항은 '매도 또는 매수의 성격, 그 밖의 사정을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우'에는 단기매매차익반환 규정을 적용하지 않는 것으로 규정하고 있다³⁰⁾. 그리고 시행령은 아래와 같이 단기매매차익의 반환의 예외를 구체적으로 정하고 있다.

시행령 제198조(단기매매차익 반환의 예외) 법 제172조제6항에서 “대통령령으로 정하는 경우”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다. 1. 법령에 따라 불가피하게 매수하거나 매도하는 경우 2. 정부의 허가·인가·승인 등이나 문서에 의한 지도·권고에 따라 매수하거나 매도하는 경우 3. 안정조작이나 시장조성을 위하여 매수·매도 또는 매도·매수하는 경우 4. 모집·사모·매출하는 특정증권등의 인수에 따라 취득하거나 인수한 특정증권등을 처분하는 경우 5. 주식매수선택권의 행사에 따라 주식을 취득하는 경우 6. 이미 소유하고 있는 지분증권, 신주인수권이 표시된 것, 전환사채권 또는 신주인수권부사채권의 권리행사에 따라 주식을 취득하는 경우 7. 법 제172조제1항제2호에 따른 증권예탁증권의 예탁계약 해지에 따라 법 제172조제1항제1호에 따른 증권을 취득하는 경우 8. 법 제172조제1항제1호에 따른 증권 중 제196조제1호라목에 따른 교환사채권 또는 법 제172조제1항제3호에 따른 교환사채권의 권리행사에 따라 증권을 취득하는 경우 9. 모집·매출하는 특정증권등의 청약에 따라 취득하는 경우 10. 「근로복지기본법」 제36조부터 제39조까지 또는 제44조에 따라 우리사주조합원이 우리사주조
--

30) 김동우, 앞의 논문, 52쪽

합을 통하여 회사의 주식을 취득하는 경우(그 취득한 주식을 같은 법 제43조에 따라 수탁기관을 통해서 보유하는 경우만 해당한다)

11. 주식매수청구권의 행사에 따라 주식을 처분하는 경우
12. 공개매수에 응모함에 따라 주식등을 처분하는 경우
13. 그 밖에 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로서 증권선물위원회가 인정하는 경우³¹⁾

특히 시행령 제198조는 제13호에서 '그 밖에 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로서 증권선물위원회가 인정하는 경우'를 두어 추가적으로 적용제외사유가 인정될 수 있는 여지를 남겨두었다³²⁾.

- 31) 한편 '단기매매차익 반환 및 불공정거래 조사·신고 등에 관한 규정' 제8조는 다음과 같이 규정하고 있다.

제8조(단기매매차익 반환의 예외) 영 제198조제13호에서 "그 밖에 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로서 증권선물위원회가 인정하는 경우"란 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다.

1. 유상신주발행시 발생한 실권주 또는 단수주의 취득
2. 집합투자계약에 따라 집합투자업자가 행하는 매매
3. 공로금·장려금·퇴직금 등으로 지급받는 주식의 취득
4. 이미 소유하고 있는 특정증권등의 권리행사로 인한 주식의 취득
5. 증권시장에서 허용되는 최소단위 미만의 매매
6. 「국민연금법」에 따른 국민연금기금, 「공무원연금법」에 따른 공무원연금기금, 「사립학교교직원연금법」에 따른 사립학교교직원연금기금의 관리나 운용을 위한 매매로서 다음 각 목의 요건을 모두 갖춘 경우

가. 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것(영 제154조 제1항이 정하는 것을 말한다)이 아닐 것
나. 미공개중요정보의 이용을 방지하기 위하여 다음의 요건을 모두 갖춘 것으로 증권선물위원회가 의결로써 인정하는 경우. 이 경우 증권선물위원회는 내부통제기준의 적정성, 내부통제기준에 대한 준수 내용 등을 종합적으로 고려하여야 한다.

- 1) 의결권 행사 및 이와 관련된 업무를 전담하는 부서(이하 수탁자책임 부서라 한다)와 특정증권등의 운용 관련 업무를 수행하는 부서(이하 운용부서라 한다) 간 독립적 구분
- 2) 수탁자책임 부서와 운용 부서 간 사무공간 및 전산설비 분리
- 3) 수탁자책임 부서가 업무 과정에서 알게 된 정보를 운용부서 또는 외부 기관에 부당하게 제공하는 행위의 금지 및 이를 위반한 임직원에게 대한 처리 근거 마련
- 4) 수탁자책임 부서가 운용부서 또는 외부 기관과 의결권 행사 또는 이와 관련된 업무에 관한 회의를 하거나 통신을 한 경우 그 회의 또는 통신에 관한 기록의 작성 및 유지
- 5) 1)부터 4)까지의 사항을 포함하는 내부통제기준의 마련

다. <삭 제>

7. 그 밖에 증권선물위원회가 의결로써 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로 인정하는 경우

- 32) 강대섭, 2016년 자본시장법 주요 판례의 분석과 평가, 상사판례연구 제30집 1권, 46쪽, 2017.

1) 법령에 따른 불가피한 매수 또는 매도(제1호) 주장에 대한 판단

① 『A회사의 주요주주 甲은 2002년 1월경 A회사 주식 170만 8,000주를 매도하였는데, 금융감독원이 2001년 말경부터 A회사의 주식을 보유한 계열회사인 B회사에 대하여 계열사의 출자한도 초과를 이유로 A회사 발행주식을 처분하라는 매각처분명령을 하였고, 이에 甲이 2002년 6월경 B회사의 요청에 의하여 B회사가 보유한 A회사의 주식 160만 주를 매수한 사안』에서, 법원은 “甲의 거래행위는 증권거래법 시행령 제83조의6에서 정한 예외사유에 해당하지 아니할 뿐만 아니라, **금융감독원의 매각처분명령의 대상은 甲이 아닌 B회사여서 甲이 위 매각명령에 따라 비자발적으로 매수하였다고 볼 수 없으므로**, 객관적으로 볼 때 애당초 내부정보의 이용 가능성이 전혀 없는 유형의 거래에 해당한다고 단정할 수 없다”고 하였다(서울중앙지방법원 2004. 7. 9. 선고 2003가합13913 판결 참조).

② A회사의 주요주주 甲이 2008년 5월 21일 A회사에의 경영참여를 위하여 주식을 보유한다는 취지로 공시하여 5일간 A회사 주식을 추가로 취득할 수 없는 상태였음에도(구 증권거래법 제200조의3 제2항) 이러한 제한을 모르는 상태에서 A회사 주식을 매수하였다가 위 규정을 준수하기 위하여 그 기간 동안 매수한 주식 90만 2,778주를 포함하여 107만 2,912주를 매도한 사안』에서, 甲은 적용예외사유인 ‘법령에 의하여 불가피하게 매매하는 경우’에 해당한다고 주장하였으나, 법원은 “증권거래법 제200조의3 제2항에서는… 주식 등의 보유목적은 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고하는 자는 그 보고일부터 5일 동안 당해 발행인의 주식 등을 추가로 취득하거나 보유주식 등에 대한 의결권을 행사할 수 없다고 규정하고, 위반 시 제209조 제9호에서 2년 이하의 징역 또는 1천만 원 이하의 벌금에 처한다고 규정하고 있을 뿐이어서, 법령상 위 의무에 위반하여 취득한 주식을 매도할 의무를 부담한다고 보기 어렵다”고 하였다(서울중앙지방법원 2009. 12. 2. 선고 2008가합115562 판결 참조).

2) 이미 소유하고 있는 지분증권, 전환사채권 등의 권리행사에 따른 주식의 취득(제6호)

주권상장법인 A회사의 사외이사 甲이 1998년 6월 11일 유상증자에 따라 3만 6,000주의 인수대금을 입금하여 배정받고, 1998년 7월 21일부터 1998년 9월 14일까지 22회에

걸쳐 21만 5,000주를 매수한 후 1998년 12월 10일 10만 주를 매도한 사안에서, 법원은 “甲이 A회사 발행주식 10만 주의 매도시점인 1998년 12월 10일부터 6개월 이내인 1998년 6월 11일부터 위 매도 시까지 A회사 발행주식 21만 5,000주를 매수하였고(단 유상증자에 의하여 배정된 주식을 인수하는 것은 내부정보의 이용과 무관하여 단기매매의 규제대상인 매수에 해당하지 아니하므로, 1998년 6월 11일 유상주 인수대금 납입으로 인하여 보유하게 된 A회사 발행주식은 매수수량에서 제외된다), 매수단가보다 매도단가가 높아 甲이 위 매수 및 매도로 이익을 얻었으므로, 그 이익을 반환할 의무가 있다”고 하였다(광주지방법원 순천지원 2001. 1. 12. 선고 2000가합1366 판결 참조).

9) 모집·매출하는 특정증권 등의 청약에 따른 취득(제9호)

주요주주 甲이 코스닥상장법인 A회사의 2009년 2월 25일자 유상증자 시 주주배정 결과 발생한 실권주 2,023만 3,578주에 대한 일반공모절차에서 A회사 신주 2,021만 5,620주를 취득하였다가 2006년 5월 19일 위 주식을 매도한 사안에서, 법원은 위 신주인수를 단기매매차익 반환의 예외로 인정하였다(서울중앙지방법원 2012. 5. 17. 선고 2011가합69195 판결 참조).

2. 해석상 단기매매차익 반환규정 적용제외 사유

대법원은 “자본시장법 시행령 제198조에서 정한 예외사유는 한정적으로 열거된 것으로서 여기에서 정하지 않은 사유로까지 그 반환책임의 예외사유를 넓힐 것을 예정한 것은 아니지만, 단기매매차익 반환제도의 입법 목적, 자본시장법 시행령에 정해진 예외사유의 성격 그리고 헌법 제23조가 정하는 재산권보장의 취지를 고려하면, 자본시장법 시행령에서 정한 예외사유에 해당하지 않더라도 객관적으로 볼 때 내부정보를 부당하게 이용할 가능성이 전혀 없는 유형의 거래에 대해서는 법원이 자본시장법 제172조의 매수 또는 매도에 해당하지 아니하는 것으로 보아 그 적용을 배제할 수 있다”(대법원 2016. 3. 24. 선고 2013다210374 판결 참조)고 하여 해석을 통한 적용예외사유를 인정하고 있다. 헌법재판소도 내부정보를 이용할 가능성조차 없는 유형의 거래에 대해서는 단기매매차익 반환규정이 적용되지 않는다고 해석하는 한 최소침해의 원칙에 반하는 것이 아니라는 입장을 밝혔다(헌법재판소 2002. 12. 18. 선고 99헌바105, 2001헌바48 병합). 대법원은 내부정보 이용가능성의 구체적인 판단 기준으로 ① 거래의 임의성, ② 내부정

보에의 접근가능성을 제시하고 있다. 다만, 대법원은 ‘내부정보의 이용가능성이 전혀 없는 유형의 거래’를 매우 엄격하고 좁게 해석하므로 실제로 이러한 유형의 거래로 인정된 사례는 거의 보이지 않는다³³⁾.

거래의 유형을 기준으로 애당초 내부정보의 이용가능성이 객관적으로 전혀 없는 경우에는 반환책임의 대상이 아니라는 대법원의 입장은 미국 판례에서 형성된 ‘비전형적 거래’(unorthodox transaction) 이론을 수용한 것으로 보인다. 미국에서는 단기매매차익 반환의 요건이 실제 내부정보 이용 여부와 상관없이 무차별적으로 적용된다는 문제점을 인식하고, 그 적용범위를 좁히려는 이론이 발전하였는데, 금전으로 주식 등을 매입하는 통상적인 거래를 전형적 거래(orthodox transaction)라 부르고, 합병 등과 같이 그 거래의 성질상 미공개정보의 이용이 불가능한 거래를 비전형적 거래(unorthodox transaction)이라 하여 단기매매차익 반환규정의 적용대상에서 제외해야 한다는 이론이다³⁴⁾. 다만, 우리나라의 판례는 ‘비전형거래’라는 미국 판례의 기준을 따르기보다는 ‘비자발성’과 ‘내부정보에의 접근가능성’이라는 두가지 요건을 중심으로 적용제외 사유에 해당하는지 여부를 판단하고 있다³⁵⁾.

가. 사례별 검토

1) 담보권 설정 및 실행

주식을 담보로 금전을 차용하는 경우에는 담보권설정자와 담보권자 간의 실질적인 의사가 금전차용 및 그에 따른 담보권 설정인지 주식의 소유권을 이전하려는 것이 아니므로 담보권 설정행위 자체를 주식의 매도로 볼 수는 없다. 반면 담보권자가 담보권 실행의 방법으로 주식을 매도하는 경우와 같이 담보권 설정자의 의사에 의하지 않고 주식이 매도된 경우에는 단기매매차익 반환의무가 인정된다. 이에 대해 담보권설정자가 아닌 담보권자의 의사에 기한 처분이므로 담보권설정자가 비자발적 매도로 인한 차익을 반환할 의무를 부담하는 것은 부당하다는 견해가 있다. 그러나 이런 견해에 의하면 단기매매차익 반환의무를 회피하기 위하여 담보권설정자와 담보권자가 공모하여 담보권

33) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2020., 868쪽

34) 장근영, 앞의 논문, 161쪽

35) 김홍기, 앞의 논문, 201쪽

실행 명목으로 주식을 매도하는 경우를 규제할 수 없게 된다는 문제가 있다³⁶⁾.

『A회사 대표이사 甲이 자신 혹은 타인의 명의로 보유하는 A회사 주식을 담보로 제공하고 증권사들로부터 대출을 받았으나, 해당 주식의 주가가 하락하여 담보가 부족해지자 위 증권사들이 예탁증권담보대출약관의 규정에 따라서 임의로 해당 주식을 처분(반대매매)한 사안』에서, 甲은 “담보권 실행의 방법에 의한 주식처분은 자신의 의사와 상관 없이 담보권자의 담보권 실행에 의해 비자발적으로 이루어진 것으로 단기매매에 포함되지 아니한다”고 주장하였으나, 법원은 “甲이 스스로 이 사건 주식을 채권자에게 담보로 제공하였을 뿐만 아니라 담보권 실행을 위하여 이 사건 주식을 처분할 수 있는 권한을 제공하였던 점, 甲은 채권자로부터 담보권 실행 이전에 추가담보의 제공을 요청받아서 추가담보를 제공하거나 아예 다른 담보를 제공함으로써 이 사건 주식에 대한 담보권 실행을 막을 수 있었던 점, 甲은 대표이사로서 회사의 내부정보를 잘 알 수 있는 지위에 있고 담보 제공의 형태를 빌림으로써 차익을 실현할 가능성을 완전히 배제할 수 없는 점 등의 사정에 비추어 보면, 甲이 자신의 A회사 주식을 담보로 제공하고, 담보권이 실행되어 위 주식이 처분되도록 한 것은 단기매매에 해당한다”고 하였다(서울중앙지방법원 2007. 9. 6. 선고 2007가합30237 판결 등 참조).

2) 대물변제 등 채무상환을 위한 이전

내부자가 채무자로서 자기 채무의 상환을 위해 특정증권 등을 처분하는 것은 당연히 단기매매에 해당하나, 내부자가 채권자로서 채권을 변제받기 위해 특정증권 등을 취득하는 것은 그 임의성이 인정되지 아니하여 적용예외사유에 해당한다는 견해도 있다³⁷⁾.

그러나 법원은 『A회사의 대표이사 甲이 A회사의 자금난을 해결하기 위하여 2006년 12월경 자신의 주식 48만 주를 장내매도하고 그 돈을 A회사에 가수금 명목으로 입금하였는데, 그 가수금을 변제받을 수 없게 되자 2007년 5월 24일 제3자배정 사모유상증자로 A회사 주식 97만 7,995주를 취득한 사안』에서, 법원은 “甲이 A회사의 채무구조 악화로 인하여 부득이 그 보유주식을 매도하여 마련한 금원을 가수금으로 입금하고, 이에 대한 변제를 받기 위해 사모 유상증자방식으로 주식을 취득한 것이라 하여도, 대표이사

36) 임재연, 앞의 책, 870쪽

37) 김상철, 단기매매차익 반환청구의 이론과 실무, 2017., 41쪽

의 지위에서 내부정보에 접근할 수 있는 가능성이 있었고 임의로 거래에 임하였던 점으로 미루어 객관적으로 볼 때 내부정보의 이용 가능성이 전혀 없는 유형의 거래에 해당한다고 볼 수 없다”고 한다(수원지방법원 2009. 10. 16. 선고 2009가합12224 판결 참조).

3) 차명계좌를 이용한 가장매매

『주권상장법인 A회사의 이사 甲이 차명계좌를 통하여 공개시장에서 A회사 주식을 매수한 후 6개월 이내에 공개시장에서 매도하였으나 그중 일부는 자신의 차명계좌에서 실명계좌로 동시에 매도·매수된 사안』에서, 원심은 “장내거래될 때에는 증권예탁원에 예탁된 혼잡임치상태여서 거래대상 주식이 특정되지 않으므로 매수가격·수량·일시가 일치하더라도 실명계좌로 매수한 주식이 바로 차명계좌로 매도한 주식과 동일한 주식이라고 할 수 없다”고 판단했다. 그러나, 대법원은 “...동일인이 차명계좌를 통하여 보유하고 있던 주식을 공개시장에서 실명계좌로 매도한 경우 비록 공개시장에서의 증권예탁에 혼합입치의 성격이 있어 매도 및 매수되는 주식을 특정할 수 없다 할지라도 실질적으로 동일한 시점에 차명계좌로부터 매도주문과 실명계좌로부터의 매수주문이 존재하였다면 차명계좌에서의 매도가격과 실명계좌에서의 매수가격이 정확히 일치하는 수량에 관한 한 단기매매에 해당하지 아니한다”고 판시했다.

다만, 이러한 대법원 판례를 적용하기 위해서는 동일한 매수주문, 매도주문이 인정되어야 할 것이다. 따라서 『A회사의 대표이사 甲이 乙·丙·丁의 차명으로 자신의 A회사 주식을 보유하고 있던 중 乙이 채권자들로부터 손해배상책임을 부담하게 될 상황에 처하게 되자 乙 명의 주식을 돌려받을 목적으로 乙 명의 계좌에서 丙·丁 명의계좌로 주식을 이전받은 사안』에서, “丙·丁 명의의 주식취득은 甲이 새롭게 취득한 것이 아니라 乙 명의로 보유하고 있던 주식이어서 단기매매차익 반환의무가 없다”는 甲의 주장에 대하여, 법원은 “甲이 乙 명의의 A회사 주식 20만 주를 1999년 11월 12일부터 1999년 12월 3일까지 6회에 걸쳐 매도하고, 1999년 11월 19일부터 1999년 12월 6일 사이에 丙·丁의 차명계좌로 A회사 주식 20만 3,450주를 매수한 사실은 인정되나, 乙 명의의 A회사 주식 20만 주의 매도를 시작한 것은 1999년 11월 12일인 반면, 丙·丁 명의로 A회사 주식매수를 시작한 것은 1999년 11월 19일로서 서로 차이가 날 뿐만 아니라 위 주식을 乙 명의계좌에서 丙·丁 명의계좌로 직접 이체한 것이 아니라는 점 등에서 甲이 丙·丁 명

의로 취득한 주식은 乙 명의로 보유하고 있던 주식과 같다고 볼 수 없다”고 하여 甲의 주장을 배척하였다(서울지방법원 2001. 12. 6. 선고 2001가합19269 판결 참조).

4) 합병, 회사분할

합병과 회사분할은 조직법상의 행위로서 이사회 및 주주총회의 승인결의를 통해 이루어지기 때문에 개개 임원 또는 주요주주가 합병 또는 회사분할과 관련하여 그 조건을 임의로 결정하는 것이 곤란하고, 소멸회사 또는 분할회사의 재산을 대가로 한 주식취득은 합병계획, 분할계획과 법률 규정에 의한 주식 배정이 있을 뿐이고 계약적인 요소나 주식 인수의 행위가 없으므로 거래유형상 애초부터 내부정보의 부당이용 가능성이 없는 경우에 해당된다³⁸⁾.

반면 적대적 인수합병 방어책 또는 경영권 양도를 위한 주식매도는 내부정보의 이용 가능성이 전혀 없는 유형의 거래에는 해당하지 않는다. 『주권상장법인 A회사의 대표이사인 甲이 17개의 차명계좌를 이용하여 A회사 주식 36만 5,570주를 매수(평균단가 4,861원)한 다음 그로부터 6개월 이내에 합계 34만 5,951주를 장내 또는 장외매도한(평균단가 9,824원) 사안』에서, 대법원은 “A회사의 주가하락 및 A회사에 대한 적대적 인수합병에 대한 방어책으로서 주식을 매수하였다거나, 백화점의 경영악화로 인하여 부득이 B회사에 A회사의 경영권을 양도하기 위한 수단으로 주식을 매도한 것이라 하여도, 이는 객관적으로 볼 때, 애당초 내부정보의 이용 가능성이 전혀 없는 유형의 거래에는 해당하지 않는다”고 하였다(대법원 2004. 2. 13. 선고 2001다36580 판결 참조).

5) 주식의 포괄적 교환 및 이전

주식의 포괄적 교환 및 이전은 주식교환 계약 또는 회사의 일방적인 계획에 의하여 일방 회사의 주주들이 소유하는 주식이 타회사에 강제로 이전되는 것이고 비록 주주들이 주주총회에서 이를 승인하는 결의에 참가하지만, 이 결의는 단체법적 법리가 적용되는 거래로서 그로 인한 주식의 처분과 취득에는 내부정보의 이용가능성이 있다고 보기 어렵다³⁹⁾.

38) 김상철, 앞의 논문, 43쪽

39) 임재연, 앞의 책, 869쪽

「A회사의 대표이사 甲이, 2005년 1월경 B회사의 유상증자에 참여하여 B회사의 주식을 인수하였고, 2005년 5월 23일 A회사와 B회사 사이의 주식의 포괄적 교환으로 인하여 A회사의 주식 40만 7,693주를 취득한 후 2005년 6월 20일 위 주식을 매도하여 6,011만 1,822원 상당의 이익을 취득한 사안」에서, 법원은 “甲이 ‘매수’가 아닌 ‘주식의 포괄적 교환’으로 인하여 A회사의 주식을 취득하였으므로 그 취득일로부터 6개월 이내에 위 주식을 매도하여 이익을 취하였다 하더라도 이와 같은 이익이 ‘단기매매차익’에 해당된다고 볼 수 없고, 가사 증권거래법 제188조 제2항에서 규정된 ‘매수’에 ‘매수, 기타 이와 유사한 방식에 의한 주식의 취득’까지 포함하는 것으로 해석해야 한다고 하더라도, 甲이 A회사의 주식을 취득한 경위는 ‘주식의 포괄적 교환’으로, 이는 A회사가 B회사 주식 전부를 취득하고 그 대가로 甲을 포함한 B회사 주주들에게 A회사의 주식을 주는 방식으로 이루어지는 것이며, 주식의 포괄적 교환이 이루어지기 위해서는 주주총회의 결의를 요구하고, 이에 반대주주들의 주식도 모회사에 이전되며, 반대주주에게 주식매수청구권을 부여하는 등의 과정을 거치는 조직법적 행위라는 점에 비추어 보면, 주식의 포괄적 교환으로 인해 甲이 A회사의 주식을 취득한 것을 두고 자발적인 취득이라고 볼 수는 없고, 따라서 甲이 주식교환으로 인해 A회사 주식을 취득한 날로부터 6개월 이내에 위 주식을 매도하였다고 하더라도 이는 단기매매차익에 해당되지 않는다”고 하였다(서울중앙지방법원 2008. 6. 20. 선고 2007가합90062 판결 참조).

6) 적대적 기업인수·합병의 실패 또는 포기로 인한 주식 매도

적대적 기업인수 또는 합병에서의 ‘적대적 관계’는 단순히 매수를 호의적으로 생각하지 않는 정도에 그치는 경우도 있는 것처럼 객관적으로 그 거래유형이 내부정보에의 접근 가능성이 없다고 단정할 수는 없다. 또한 소수주주의 위치로 몰릴 걱정이나 유동성이 떨어지는 증권으로 교부될 우려, 차입한 매수자금의 금리부담 등 ‘사실상의 강제력’이 있더라도 그 정도는 구체적, 개별적 사정에 따라 다른 것이므로 객관적으로 볼 때 그 거래유형에서 거래의 임의성이 없다고 단정할 수 없다⁴⁰⁾.

「주식매수를 통한 M&A를 위하여 A회사의 주식을 매수하여 주요주주가 된 甲이 경영 참여 방해 등으로 A회사에 대한 M&A가 불가능하다고 판단하여 A회사의 주식 모두를

40) 김상철, 앞의 논문, 44쪽

공개시장에서 매도한 사안에서, 甲은 이 사건 주식매도가 M & A 실패로 인한 불가피한 매도로 비자발적인 것이었으므로 적용제외사유에 해당한다고 주장하였으나, 대법원은 “甲이 대량취득하였던 주식을 매도한 것은 비록 계속 보유할 경우의 경제적 손실을 회피하기 위한 동기에서 비롯된 것이었다 할지라도 甲 스스로 경제적 이해득실을 따져 본 후 임의로 결정한 다음 공개시장을 통하여 매도한 것으로 보일 뿐 비자발적인 유형의 거래로 볼 수 없을 뿐만 아니라, 적대적 주식 대량매수자와 회사경영자가 서로 어느 정도 적대적인지는 개별 사안에 따라 다를 수 있고 또한 같은 사안에 있어도 시기별로 차이가 있을 수 있으므로 그 적대적 관계성은 결국 개별 사안에서 시기별로 구체적 사정을 살펴본 이후에야 판단할 수 있는 사항이어서 甲이 적대적 주식 대량매수자의 지위에서 주식을 거래하였다는 그 외형 자체만으로부터 내부정보에의 접근 가능성이 완전히 배제된다고 볼 수는 없다”고 하였다(대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다60396 판결 참조).

7) 단순 투자목적의 주식 매수

단순투자목적의 주식거래는 회사 내부 정보에의 접근 가능성이 적은 개인투자자의 경우라 하더라도 적용제외사유에 해당한다고 보기 어렵다⁴¹⁾.

「A회사의 경영에 참여한 적이 없는 주요주주 甲이 A회사와 특수관계에 있는 B회사의 권유로 A회사 주식을 시간 외 거래방식으로 한꺼번에 B회사에 매도하였고, 이후 주가가 큰 폭으로 상승한 사안」에서, 법원은 “甲이 이 사건 주식거래를 함에 있어 B회사의 권유가 있었다고 하더라도 이는 甲의 의사결정의 한 동기가 되었음에 불과할 뿐이므로, 甲의 임의의 의사결정이 배제된 비자발적인 유형의 거래에 해당한다고 보기 어렵고, 단기매매차익 반환의무는 실제로 미공개내부정보를 이용하였는지 또는 내부자에게 미공개내부정보를 이용하여 이득을 취하려는 의사가 있었는지를 요건으로 하지 않는 엄격책임이므로, 甲이 처음부터 투자목적만으로 이 사건 주식을 매입하였고, 이 사건 주식거래 당시 주요주주로서 A회사의 경영에 직간접적으로 참여하거나 회사 내부정보를 얻으려고 한 적이 없었다는 사정만으로는 이 사건 주식거래가 객관적으로 내부정보에의 접근 가능성이 완전히 배제된 유형의 거래라고 볼 수 없다”고 하였다(서울중앙지방법원 2007. 6. 1. 선고 2006가합87076 판결 참조).

41) 김상철, 앞의 논문, 45쪽

『주식매집으로 코스닥상장회사인 A회사의 주요주주가 된 개인투자자 甲이 2개월 만에 주식을 매도하였으나 이후 관리종목에서 벗어나 주가가 폭등한 사안』에서, 대법원은 “甲이 원래 A회사의 주주·임직원 등과 아무런 관계가 없는 개인투자자이고, 이 사건 주식거래기간이 약 2개월에 불과하며, A회사의 주요주주 지위를 보유하고 있던 기간이 한 달도 되지 아니하였고, A회사의 주식을 모두 매도한 후 얼마 되지 않아 A회사가 코스닥 관리종목에서 벗어나 주가가 폭등하기 시작하여 불과 한 달여만에 甲의 평균매도 단가의 10배까지 상승하였다고 하더라도, 2005년 5월 9일 A회사의 주요주주로서의 지위를 취득하고 나서 甲 스스로 경제적 이해득실을 따져 본 후 임의로 결정한 다음 공개 시장을 통하여 2005년 5월 10일부터 같은 해 6월 7일까지 A회사 주식의 매수 및 매도를 한 이상 이를 비자발적인 유형의 거래로 볼 수 없다”고 하였다(대법원 2008. 9. 11. 선고 2008다23606 판결 참조).

8) 경영진과 법적 분쟁 중의 주식거래

『10퍼센트 이상 소유주주 甲이 A회사를 상대로 회계장부열람등사 가처분 결정과 A회사의 대표이사·감사 등을 상대로 손해배상청구권을 피보전권리로 한 부동산 가압류 결정을 받는 등 A회사의 경영진과 상당 기간 법적 분쟁을 이어 오던 중 A회사 주식을 6개월 이내에 여러 차례 매수·매도한 사안』에서, 법원은 “甲이 A회사의 경영진과 대립 관계에 있었다는 사정 자체만으로 A회사의 내부정보에 대한 접근 가능성이 완전히 배제되었다고 단정할 수 없다”고 하였다(서울중앙지방법원 2009. 4. 203. 선고 2008가합 79451 판결 참조).

9) 완전모회사가 완전자회사로부터 주식을 매수한 경우⁴²⁾

『완전자회사인 B회사가 2006. 12. 20. H회사의 이 사건 주식을 매수한 후 약 10년 뒤인 2016. 4. 14. 완전모회사인 피고 A회사가 B회사로부터 이 사건 주식을 주당 1,035원에 매수한 후 6개월 내인 2016. 7. 4.부터 2016. 7. 20.까지 매도한 사안』에서 피고 회사는 ‘완전자회사인 B회사를 매각하는 과정에서 거래상대방 회사와의 합의에 따라 B회사로부터 이 사건 주식을 매수한 것에 불과하고, 이는 사실상 동일한 경제주체가 실질적 권리이전 없이 형식적으로 명의를 이전하는 거래에 불과하므로 자본시장법 제172조 제

42) 장근영, 앞의 논문, 158쪽 이하

1항 소정의 매수에 해당하지 않거나 애당초 내부정보의 이용가능성이 전혀 없는 유형의 거래에 해당한다고 주장했다. 이에 대해 법원은 “모회사와 자회사는 상법상 별개의 법인격을 가진 회사이고, 모·자회사 상호간에는 상당한 정도의 인적·자본적 결합관계가 존재하므로 경제적 이해관계가 일치하기는 하나 자회사의 거래로 인한 경제적 효과는 일차적으로 자회사에 귀속될 뿐이고 모회사는 간접적 영향을 받는데 지나지 않으므로 자회사와 모회사 사이의 거래를 사실상 동일한 경제주체 사이의 실질적 권리 이전이 없는 형식적인 거래라고 볼 수는 없다”, “피고회사가 자회사 매각 과정에서 거래상대방과의 합의에 따라 이 사건 주식을 매수한 사실이 인정되기는 하나, 그것만으로 피고의 자유로운 의사에 의하지 않은 비자발적 유형의 거래에 해당한다고 볼 수는 없다. 나아가 모회사가 완전자회사에 대하여 절대적 지배력을 가지고 있다는 측면까지 고려하면, 피고 회사가 미공개 내부정보를 부당하게 이용하여 B회사로부터 그가 보유하고 있는 주식을 취득할 가능성이 없었다고 단정하기도 어렵다”라고 하며 단기매매차익 반환의 무가 있다고 판단했다(대법원 2019. 9. 2. 선고 2019다234976 판결 참조).

Ⅶ. 맺음말

우리나라에 단기매매차익 반환제도가 도입된 지 40년이 지났고 그 동안 단기매매차익 반환제도의 위헌 여부에 대한 헌법재판소 결정과 해석상 적용제외 기준에 관한 대법원의 여러 판결이 있었다. 단기매매차익 반환제도의 다양한 쟁점, 특히 적용제외 사유에 관하여 사례가 축적되고 있어 그 기준들이 명확해지고 있다. 또한 부당하게 단기매매차익 반환청구권을 포기 또는 면제한 이사에게 이사의 충실의무 위반을 인정한 대법원 판결도 나와 청구의 실효성 확보에 영향을 끼치기도 했다. 다만 내부정보의 이용 여부를 묻지 않고 엄격책임을 묻는 단기매매차익 반환청구 제도는 입증 곤란이라는 현실적 문제가 있어 불가피한 측면이 있다 하더라도 분명히 규정을 잘 아는 내부자는 빠져나가고 순진한 직원 등이 규제 대상이 되는 측면도 있으므로 단기매매차익 적용제외 사유에 대한 진전된 연구가 필요하다고 생각된다.

참 고 문 헌

- 김상철, 단기매매차익 반환청구의 이론과 실무, BFL 제86호, 2017.
- 임재연, 자본시장법, 박영사, 2020.
- 김홍기, 자본시장법상 단기매매차익 반환제도와 향후 운용방향에 대한 검토, 2011.
- 성희활, 자본시장법상 단기매매차익반환제도에 관한 고찰, 증권법연구 제12권 제2호, 2011.
- 성희활, 증권거래법상 단기매매차익반환제도에서 적용제외사유의 문제, 법조 2007·6.
- 김동우, 내부자거래 규제의 개선에 관한 비교법적 연구, 동국대학교 박사학위논문, 2018.
- 장근영, 2019년 자본시장법 판례회고, 상사판례연구 제33집 제2권, 2020.
- 강대섭, 2016년 자본시장법 주요 판례의 분석과 평가, 상사판례연구 제30집 제1권, 2017.

<국문초록>

대공황시절 미국에서 증권시장의 공정성에 대한 신뢰를 파괴하는 내부자거래를 막기 위해 소유주식 상황보고 제도 등 여러 가지 내부자거래 규제 제도가 생겨났는데, 우리나라는 1976년 증권거래법에 단기매매차익반환제도가 먼저 도입되었다. 최초에는 내부자들의 내부정보 이용 사실을 단기매매차익 반환청구를 하는 회사가 입증하도록 했다가 입증의 난해함으로 인해 내부자거래를 막는 효과가 없다는 비판이 있자, 내부자에게 입증책임을 부담하도록 전환하기도 했고 이 역시 실효성이 약하다는 비판이 제기되어 결국 내부정보 이용 여부와 관계없이 확일적으로 반환의무를 인정하되 예외사유를 인정하는 형태로 발전되었다.

단기매매차익반환의무는 주권상장법인의 임원, 직원, 주요주주 등 내부자가 반환규정 적용대상인 금융투자상품을 매수(매도)한 후 6개월 이내 매도(매수)하여 이익을 얻은 경우에 발생한다. 내부정보 이용 여부에 관계없이 확일적으로 엄격책임을 묻는 제도 취지상 내부자는 그 유형 자체에서 내부정보를 이용할 가능성이 있어야 하고 그 판단은 형식이 아닌 실질을 기준으로 한다. 자본시장법은 반환규정 적용대상이 되는 매수, 매도 개념을 적극적으로 규정하고 있지는 않지만 거래 성격, 비자발성 정도, 거래 동기 및 결과에 따라 비전형적 유사취득행위도 포함된다고 보고, 6개월 이내의 기간 요건은 결제일이 아니라 계약체결일을 기준으로 한다. 매매차익 산정시 반환차익을 극대화하기 위해 손실은 반영하지 않고 우리 법령은 선입선출법을 채택하고 있다.

확일적, 기계적으로 책임을 묻는 제도 형태상 선량한 내부자만 과도하게 제재한다는 폐지론자들의 비판이 있었으나 제도의 긍정적 기능이 훨씬 더 많다는 것이 다수의견이다. 한편, 엄격 책임 적용의 문제점을 보완하기 위해 자본시장법 시행령은 반환규정 적용 예외 사유들을 열거하고 있고, 대법원도 객관적으로 볼 때 내부정보를 부당하게 이용할 가능성이 전혀 없는 유형의 거래에 대해서는 해석을 통한 적용예외사유를 인정하고 있다. 대법원은 부당하게 내부정보를 이용할 가능성이 있는지 여부를 판단하는 구체적인 기준으로 거래의 자발성과 내부정보에의 접근가능성을 들고 있다.

주제어 : 단기매매차익반환, 내부자거래, 단기매매차익반환 적용제외사유

<Abstract>

A Study on Disgorgement of Short-swing profits :
Focusing on reasons for exception

Choi, Hyeon Seok

In the United States during the Great Depression, various insider trading regulation systems such as the ownership stock status reporting system were created to prevent insider trading that destroys trust in the fairness of the stock market. In Korea, the Disgorgement of short-swing profits was first introduced in the Securities Exchange Act in 1976. Initially, the insider's use of inside information was to be proven by the company claiming the return of short-swing profits. But due to the difficulty of the proof, there was criticism that it was not effective in preventing insider trading. For this reason, the burden of proof was shifted to insiders. This, too, was criticized for being weak in effectiveness, and eventually developed into a form of uniformly acknowledging the duty of return regardless of whether or not internal information was used, but acknowledging the grounds for exception.

The disgorgement of short-swing obligation arises when an insider, such as an executive, employee, or major shareholder of a stock-listed corporation, purchases (sells) a financial investment product subject to the return rule and then sells (purchased) within 6 months to obtain a profit. For the purpose of the system that uniformly imposes strict responsibility regardless of whether or not internal information is used, insiders must have the potential to use internal information in its own type, and the judgment is based on substance rather than form. Although the Capital Market Act does not actively stipulate the concept of buying and selling subject to the return rule, it is reported that atypical acquisitions of money are also included depending on the nature of the transaction, the degree of involuntaryness, the motive and result of the transaction. And The requirement for a period of less than 6 months is based on the date

of contract conclusion, not the date of settlement. In order to maximize return profit when calculating trading profit, losses are not reflected and our laws adopt the first-in-first-out method.

Abolitionists have criticized the system for excessively sanctioning only good insiders in the form of a uniform and mechanical system that asks for responsibility, but the majority opinion is that the system has many more positive functions. Meanwhile, in order to compensate for the problem of strict liability application, the Enforcement Decree of the Capital Market Act lists exceptions to the application of the return rule. The Supreme Court also recognizes reasons for exceptions through interpretation for types of transactions in which there is no possibility of unfairly using inside information from an objective point of view. The Supreme Court considers the spontaneity of transactions and accessibility to inside information as specific criteria for judging whether there is a possibility of using inside information unfairly.

Keywords : the Disgorgement of short-swing profits, insider trading, reasons for exception of short-swing profit rule