

(사)한국상사법학회
2023년 춘계 학술대회

상사법의 최근 동향과 논점

- 일 시 : 2023년 4월 21일(토) 13:00~18:00
- 장 소 : 고려대학교 CJ법학관 베리타스홀(지하1층)

주최 :  (사)한국상사법학회  고려대학교 회사법센터

후원 :  한국상장회사협의회

(사)한국상사법학회 춘계학술대회

-대주제: 상사법의 최근 동향과 논점-

- 일 시 : 2023년 4월 21일(금) 13:00-18:00
- 장 소 : 고려대학교 CJ법학관 B1층 베리타스홀
- 공동주최 : (사)한국상사법학회·고려대학교 법학연구원 회사법센터
- 후 원 : 한국상장회사협의회

[세부일정]

전체사회 : 김 연 미 총무이사

13:00-13:20 등 록

13:20-13:40 개회식

- 개회사 : 정 경 영 학회장(한국상사법학회)
- 축 사 : 정 승 환 원장(고려대학교 법학전문대학원)
정 우 용 부회장(한국상장회사협의회)

[학술프로그램]

학술사회 : 송 옥 렬 연구이사

시간	주제	발표자	사회자	토론자	토론자
13:40-14:30	미공개중요정보 이용행위로 인한 부당 이득 산정방식에 관한 판례들 평석 -특히 미실현이익에 관한 판결(대법원 2021도1143 판결) 및 회피손실액에 관한 판결(대법원 2017도19859 판결)을 중심으로-	심 홍 결 부장판사 (전주지법 군산지원)	권 중 호 교수 (건국대)	정 준 아 변호사 (김·장 법률사무소)	김 민 석 사무관 (금융위원회)
14:30-15:20	해상운송에서의 제척기간에 관한 대법원 판례의 경향 및 검토	이 상 협 변호사 (김·장 법률사무소)	김 인 현 교수 (고려대)	최 세 렬 교수 (명지대)	손 수 호 변호사 (법무법인 지혁)
15:20-15:40	Coffee Break				
15:40-16:30	자기주식 처분과 신주발행이론 - 신주발행유지청구권을 중심으로-	최 민 용 교수 (경북대)	권 재 열 교수 (경희대)	신 현 탁 교수 (고려대)	김 신 영 교수 (광운대)
16:30-17:20	지속가능성 관련 기업공시를 둘러싼 규제 동향 -최근 일본의 기업공시에 관한 개정을 중심으로-	이 효 경 교수 (충남대)	김 효 신 교수 (경북대)	권 용 수 교수 (건국대)	이 혁 교수 (강원대)

17:20-17:40 학회연구윤리 교육

17:40-17:45 공로패 증정

17:45 폐회식

18:00 만찬

개 회 사

안녕하세요.

꽃들의 축제 속에서 수목들이 점점 짙어가는 산뜻한 봄날입니다.

좋은 계절에 한국상사법학회 춘계학술대회를 개최하여 여러 분야의 전문가들을 모시고 상사법의 현안을 논의하게 된 것을 뜻깊게 생각합니다.



먼저 바쁘신 중에도 학회에 참석하신 학회원 및 전문가 여러분들에게 감사드립니다.

오늘 한국상사법학회 춘계학술대회는 ‘상사법의 최근 동향과 논점’이라는 대주제 하에 상법 각 분야에서 현안이 되고 있는 문제들을 다루고 있습니다.

미공개정보이용행위, 해상운송에서의 제척기간 관련 최근 대법원판결에 관한 검토와 자기주식 처분과 지속가능성 관련 기업공시에 대한 입법론적, 비교법적 고찰 등 좋은 발표와 토론이 예정되어 있습니다.

특히 올해는 하계학술대회가 국제학술대회로 예정되어 있고 추계학술대회는 사법의 주요 학회들의 공동학술대회로 예정되어 있어 춘계학술대회는 최근 상법상의 현안을 다룰 수 있는 귀한 기회입니다. 사실 춘계학술대회는 새로운 상임이사진이 임명되어 준비기간이 길지 않은 현실임에도 좋은 주제와 훌륭한 발표자, 토론자를 모색하여 학계와 실무계의 전문가들이 함께 논의할 수 있는 자리가 마련되어 더욱 뜻깊게 생각합니다.

아무쪼록 오늘 학술대회가 상사법학계의 현안에 관한 이해와 그 해결방안을 찾는 좋은 자리가 되길 기대합니다. 끝으로 오늘 발표, 사회, 토론을 맡아주신 분들에게 감사드리고, 학술대회를 위해 훌륭한 발표장소를 제공해 주시고 만찬을 제공해 주신 고려대학교 법전원 정승환 원장님, 회사법센터, 학술대회를 후원한 상장회사협의회 특히 축사를 위해 걸음을 해주신 상장협 정우용부회장님께도 감사드립니다. 그리고 학술대회의 성공적 개최를 위해 애쓰신 상임이사 여러분 등에게도 감사 말씀 드립니다.

감사합니다.

2023년 4월 21일

한국상사법학회장 정 경 영

축 사

오늘 사단법인 한국상사법학회와 고려대학교 회사법연구센터가 공동주최하는 『2023년 춘계 학술대회』에서 축하 말씀을 드리게 되어 매우 기쁘게 생각합니다.



먼저 올해 제33대 신임회장이신 성균관대학교 정경영 교수님의 취임을 축하드립니다. 정경영 교수님께서서는 회사법제 뿐만 아니라 금융·보험·지급결제 등 범 상사법 분야에서 정통한 분이시므로 상사법학회의 발전에 상당한 기여를 해 주실 것으로 생각합니다.

한국상사법학회는 1957년 창립되어 오랜 역사와 전통을 가진 상사법 분야 대표학회로 알고 있습니다. 한국연구재단 등재학술지 「상사법연구」를 정기적으로 발행하여 상사법 연구자들이 연구성과를 공유하고 학문을 이어가고 있으며, 작년에는 학계와 실무계의 학인(學人)들로 구성된 85명의 공동집필위원이 참여하여 「주식회사법대계」 제4판을 발행하였으며, 이를 통해 회사법 실무와 학술연구의 발전에도 이바지하는 등 연구활동이 활발히 이루어지고 있다고 생각합니다. 이렇듯 상사법학회가 근심지무(根深枝茂)라는 표현에 어울리게 상사법제의 주축으로서 역할을 수행할 수 있는 것은 상사법계를 이끌고 계시는 회장님과 임원진 여러분, 각 분야에서 발군하신 회원의 관심과 열성적 참여가 있기 때문이라고 생각합니다.

오늘 학술대회는 “상사법의 최근 동향과 논점”이라는 대주제 아래, 미공개정보이용행위로 인한 부당이득 산정방식에 관한 판례 평석, 해상운송에서의 제척기간에 관한 대법원 판례의 경향, 자기주식의 처분에 관한 최근 법적 쟁점, 지속가능성 관련 기업공시를 둘러싼 규제 동향을 일본의 기업공시에 관한 개정사항을 중심으로 한 다양한 주제들로 구성된 것을 확인하였습니다. 주로 각 분야에서 최근 선고된 판례 경향과 해외 입법 동향에 대해 논의할 수 있는 시간이 될 것으로 생각됩니다. 이러한 논의의 시간은 추관하다 할 것이므로 이번 학술대회를 통해서도 상사법 분야의 지속적인 발전을 기대해 봅니다.

끝으로, 오늘 학술대회를 준비하기 위해 수고해 주신 한국상사법학회 정경영 회장님, 고려대학교 회사법연구센터 김래진 센터장님을 비롯한 학회 관계자 여러분과 사회·발표·토론을 맡아주신 선생님께도 감사의 말씀을 드리면서, 참석하신 모든 분의 건강과 행복을 기원합니다.

감사합니다.

2023. 4. 21.

고려대학교 법학전문대학원장 정 승 환

축 사

안녕하십니까!

한국상장회사협의회 정우용 정책부회장입니다.



“상사법의 최근 동향과 논점”을 주제로 한국상사법학회와 고려대학교 회사법센터가 공동주최하는 2023년 춘계학술대회 개최를 진심으로 축하드립니다.

아울러, 금번 춘계학술대회를 저희 한국상장회사협의회가 후원할 수 있게 된 것을 무한한 영광으로 생각합니다.

이번 학술대회 준비를 위해 애써주신 정경영 학회장님과 정승환 원장님, 주제발표를 해주실 심홍걸 판사님, 이상협 변호사님, 최민용 교수님, 이효경 교수님과 여러 토론자, 참가자 여러분께 감사드립니다.

오늘 다루는 주제는 모두 상사법과 관련하여 한창 법적 이슈가 되고 있는 것으로 알고 있습니다.

미공개중요정보 위반자의 부당이득과 손실액 산정방식의 판례평석, 해상운송에서의 제척기간에 관한 판례의 경향과 검토, 자기주식의 처분에 관한 최근 법적 쟁점, 그리고 지속가능성관련 기업공시를 둘러싼 규제 동향 등에 대한 주제는 참으로 시의적절하고 반드시 깊은 논의가 있어야 할 중요한 문제라고 생각합니다.

나아가 오늘 학술대회가 포스트 코로나 시대 경제 환경의 변화에 대응한 기업법제 연구와 개선에 필요한 많은 도움을 제시할 것이라고 확신합니다. 무엇보다 급변하는 경영환경 변화를 반영하고, 상장회사 실무와 연계된 주제에 대하여 학계의 의견을 심도있게 청취할 수 있어서 더욱 뜻깊은 자리가 될 것 같습니다.

모쪼록 이번 학술대회가 상장회사를 비롯한 우리 기업이 경제 환경의 변화를 포착하고 시대의 흐름을 놓치지 않으면서, 법적 예측가능성 확보와 함께 구체적 타당성도 아울러 추구할 수 있도록 선진 상사 법리를 구축할 수 있는 밑거름이 되길 기원합니다.

끝으로 이 자리를 빌어서 이번 춘계학술대회를 준비해 주신 관계자 여러분께 다시 한 번 감사의 말씀을 드리며 축사에 갈음하고자 합니다.
감사합니다.

목 차

- 제1주제 : 미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득 산정방식에 관한 판례들 평석
- 특히 미실현이익에 관한 판결(대법원 2021도1143 판결) 및 회피손실액에
관한 판결(대법원 2017도19859 판결)을 중심으로 - 심 홍 결 / 1
(전주지법 군산지원 부장판사)
 - ▶ 사회: 권 종 호 교수 (건국대)
 - ▶ 토론: 정 준 아 변호사 (김·장 법률사무소)
김 민 석 사무관 (금융위원회)

- 제2주제 : 해상운송에서의 제척기간에 관한 대법원 판례의 경향 및 검토 이 상 협 / 49
(김·장 법률사무소, 변호사)
 - ▶ 사회: 김 인 현 교수 (고려대)
 - ▶ 토론: 최 세 련 교수 (명지대)
손 수 호 변호사 (법무법인 지혁)

- 제3주제 : 자기주식 처분과 신주발행이론 - 신주발행유지청구권을 중심으로 -
..... 최 민 용 / 79
(경북대학교 교수)
 - ▶ 사회: 권 재 열 교수 (경희대)
 - ▶ 토론: 신 현 탁 교수 (고려대)
김 신 영 교수 (광운대)

- 제4주제 : 지속가능성 관련 기업공시를 둘러싼 규제 동향 - 최근 일본의 기업공시에 관한
개정을 중심으로 - 이 효 경 / 107
(충남대학교 교수)
 - ▶ 사회: 김 효 신 교수 (경북대)
 - ▶ 토론: 권 용 수 교수 (건국대)
이 혁 교수 (강원대)

미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득 산정방식에 관한 판례들 평석

-특히 미실현이익에 관한 판결(대법원 2021도1143 판결) 및 회피손실액에 관한
판결(대법원 2017도19859 판결)을 중심으로-

심 홍 결*

목 차

I. 미공개중요정보 이용행위로 인한 미실현이익 및 회피손실액 산정방식 관련 최근 판례 소개	3
II. 기본개념, 문제 소재 및 검토방향	5
III. 부당이득에 관한 일반론	7
IV. 미공개중요정보 이용행위의 구성요건에 관한 간단 검토	13
V. 미실현이익 및 회피손실액 관련 해외 입법례	16
VI. 미실현이익에서의 추정단가①(☞ 실질적으로는 기준시점) 관련 논의 (대상판결① 관련 논의)	22
VII. 회피손실액에서의 추정단가② 관련 논의(대상판결② 관련 논의)	33
VIII. 위 각 검토 결과에 따른 정리 및 그에 따른 대상판결들에 대한 평가	40
VIII. 보론	45
참고문헌	47

* 전주지법 군산지원 부장판사

I. 미공개중요정보 이용행위로 인한 미실현이익 및 회피손실액 산정방식 관련 최근 판례 소개

1. 대법원 2021. 9. 30. 선고 2021도1143 판결(☞ 호재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 미실현이익 사안, 이하 ‘대상판결①’)

가. 사안¹⁾

- 피고인은 A회사와 유상증자 계약을 체결함으로써 A회사의 호재성 미공개정보인 유상증자 사실을 지득했다.
- 피고인은 A회사 주식을 추가로 매수했다.
- A회사는 유상증자 공시했다.
- 유상증자 정보 공개 며칠 뒤 A회사의 주식은 최고 종가를 형성했다.
- 이후 피고인은 위 최고 종가보다 낮은 주가로 위 추가 매수 주식과 동종 주식을 매도했다.

나. 공소사실 요지

검사는 피고인이 미공개정보 이용행위로 얻은 이익을 ‘최고 종가 - 매수단가’ 기준으로 산정했다.

다. 피고인의 상고이유 요지

자신이 미공개정보 이용행위로 얻은 이익은 ‘매도단가 - 매수단가’ 기준으로 산정되어야 한다.

라. 판결 요지

‘위반행위로 얻은 이익’은 행위자가 얻은 이익으로서 위반행위와 인과관계 있는 것 전부를 뜻하므로, 특별한 사정이 없는 한 호재성 미공개중요정보 이용행위 이후 정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점까지 이루어진 실제 거래로 이미 발생한 이익(이하 ‘실현이익’이라 한다)과 그 시점 당시 보유 중인 미공개중요정보 이용행위 대상 주식의 평가이익(이하 ‘미실현이익’이라 한다)이 모두 포함된다. 이때 ‘미실현이익’은 정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가와 실제 매수단가의 차액에 그 당시 보유 중인 미공개중요정보 이용행위 대상 주식의 수를 곱하여 계산한 금액으로 산정한다. 이는 정보의 공개로 인한 효과가 주가에 모두 반영된 시점 당시 보유 중인 미공개중요정보 이용행위 대상 주식이 그 시점 이

1) 쟁점을 분명히 하기 위해 관계없는 사실관계는 단순화했다.

후에 실제 매도된 경우에도 마찬가지로 적용된다.

여기서 ‘정보 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가’는 그 정보 공개 이후 주가와 거래량의 변동 추세, 그러한 변동 추세가 지속된 기간 등의 여러 사정을 종합하여 객관적으로 엄격하고 신중하게 결정되어야 한다. 통상적으로는 호재성 정보가 공개된 이후 상승세에 있던 주가 흐름이 멈추거나 하락세로 돌아서는 시점의 주가를 ‘정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가’로 볼 수 있다.

2. 대법원 2021. 10. 14. 선고 2017도19859 판결(☞ 악재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 회피손실액 사안, 이하 ‘대상판결②’)

가. 사안²⁾

- 피고인은 B회사 주식을 보유하고 있었다.
- 피고인은 B회사의 임직원에게서 악재성 미공개중요정보인 해외 수출계약 파기 사실을 지득했다.
- 피고인은 B회사의 주식을 매도했다.
- B회사는 위 계약 파기 사실을 공시했다.
- 수출계약 파기 정보 공개 며칠 뒤 B회사의 주식은 최저 증가를 형성했다.

나. 공소사실 요지

검사는 피고인이 미공개정보 이용행위로 회피한 손실액을 ‘최저 증가 - 매도단가’ 기준으로 산정했다.

다. 피고인의 상고이유 요지

자신이 미공개정보 이용행위로 회피한 손실액은 ‘공시 당시 주가 - 매수단가’ 기준으로 산정되어야 한다.

라. 대법원 판결 요지

‘위반행위로 회피한 손실액’은 위반행위와 관련된 거래로 회피한 손실액으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계 있는 것을 뜻하고(대법원 2012. 1. 27. 선고 2011도14247 판결

2) 쟁점을 분명히 하기 위해 관계없는 사실관계는 단순화했다.

참조), 특별한 사정이 없는 한 악재성 미공개중요정보의 공개로 인한 효과가 전부 반영된 시점의 주가와 그 정보 이용행위의 대상인 주식을 실제 매도한 단가의 차액에 그 주식 수를 곱하여 계산한 금액에서 실제 매도 시 소요된 거래비용 등을 공제한 금액으로 산정될 수 있다. 여기서 ‘정보 공개로 인한 효과가 전부 반영된 시점의 주가’는 ① 그 정보 공개 이후 주가와 거래량의 변동 추세, 그러한 변동 추세가 지속된 기간 등의 여러 사정을 종합하여 객관적으로 엄격하고 신중하게 결정되어야 하고, ② 통상은 악재성 정보가 공개된 이후 하락세에 있던 흐름이 멈추거나 상승세로 돌아서는 시점의 주가를 ‘정보 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가’로 볼 수 있으나, ③ 다만 그 악재성 정보 공개 직후 시장참여자들이 지나치게 민감하게 반응하여 야기된 주가하락이 존재하는 등으로 구체적인 사안에서 위와 같은 방법으로 결정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 있는 경우에는 그런 사정이 배제된 시점의 주가 등을 ‘정보 공개로 인한 효과가 전부 반영된 시점의 주가’로 보아야 한다.

II. 기본개념, 문제 소재 및 검토방향

1. 기본개념

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’) 제443조는 형사처벌의 구성요건의 일부로 ‘위반행위(미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 사기적 부정거래행위)’로 ‘얻은 이익’ 또는 ‘회피한 손실액’을 규정하고 있다.

학계에서는 위 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 상위 개념으로 ‘부당이득’이란 용어를 사용하고 있다.

여기서의 이익은 ‘미실현이익’(매수하였으나 매도하지 않고 보유하고 있는 주식의 평가이익)과 ‘실현이익’(매도가 모두 이루어져 구체적으로 발생한 이익)으로 구분된다(대법원 2005도 44 판결 등). 여기서의 회피한 손실액은 ‘회피손실액’으로 약칭된다(대법원 2009도1374 판결 등).

이익과 회피손실액은 같은 조항에 대등하게 규정되어 있고 서로 반대되는 개념이다.³⁾ 즉, 회피손실액은 소극적 ‘이익’으로서 같은 조항에 함께 규정된 이익, 즉 적극적 이익과 본질적인 차이가 없으므로,⁴⁾ 기본적으로 이익 관련 판례 법리가 회피손실액에도 그대로 적용된다.

3) • 대법원 2002. 7. 26. 선고 2002도1855 판결

증권거래법 제207조의2 단서는 같은 법 제188조의4 규정에 위반한 행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처하도록 규정하고 있는바, 여기에서 ‘위반행위로 얻은 이익’이라 함은 거기에 함께 규정되어 있는 ‘손실액’에 반대되는 개념이다.

2. 문제 소재

자본시장법은 미실현이익 및 회피손실액을 포함한 부당이득의 산정방식에 관해 아무런 규정을 두고 있지 않다.

이에 판례는 대법원 2002도1256 판결(구 증권거래법 사안) 이후로 현재까지 일관해서, 원칙적으로 부당이득은 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이익, 즉 그 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총 비용을 공제한 차액을 말한다(이하 ‘시세차익설’)고 명시적으로 판시해 오고 있다.

결국, 시세차익설에 근거한 미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득의 구체적인 산정방식⁵⁾은 아래와 같다.

■ 호재성 미공개중요정보의 경우

부당이득(이익) = 실현이익 + 미실현이익

1) 실현이익 = (매도단가 - 매수단가) × 매매일치수량⁶⁾ - 거래비용

2) 미실현이익 = (‘추정단가^①’⁷⁾ - 매수단가) × 잔여 수량⁸⁾

■ 악재성 미공개중요정보의 경우

부당이득(회피손실액) = (매도단가 - ‘추정단가^②’⁹⁾) × 매매일치 수량 - 거래비용

현재 부당이득을 위와 같은 시세차익설에 따른 방식에 따라 산정하는 것에 특별한 이의는 없는 것으로 보인다.

그런데 위에서 보는 바와 같이 호재성 미공개중요정보 이용행위의 경우 미실현이익 산정 시 추정단가^① 및 악재성 미공개중요정보 이용행위의 경우 회피손실액 산정 시 추정단가^②가

4) • 헌법재판소 2003. 9. 25.자 2002헌바69, 2003헌바41(병합) 전원재판부 결정

구 증권거래법 제207조의2 단서는 “그 위반행위로 얻은 이익 또는 ‘회피한 손실액’의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 ‘회피손실액’의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다”라고 규정하고 있다. 위 단서에서는 법정형 가중의 요소로 위반행위로 얻은 이익(적극적 이익)만을 규정하고 있는 것이 아니라 위반행위로 인하여 회피한 손실액(소극적 이익)도 규정하고 있다(양자는 시세조종행위와 같은 위반행위로 얻은 이익이라는 점에서는 아무런 차이가 없다).

5) 이 부분 내용은 노혁준, 자본시장법상 불공정거래로 인한 부당이득의 법적 문제, 증권법연구(제19권 제1호), 삼우사(2018), 238~242 참조해 작성했다.

6) ‘매도수량과 매수수량 중 더 적은 수량’을 말한다.

7) 미실현이익 산정 시 논란이 되는 부분으로 이 연구주제의 한 켠점이다. 아래 회피손실액에서 추정단가^②와 구분하기 위해 ‘추정단가^①’로 기재하고 이하에서 추정단가^②와 합해 언급할 때는 ‘추정단가’로 표현한다.

8) ‘매수한 주식 중 처분하지 않고 보유하고 있는 주식수’를 말한다.

9) 회피손실액 산정 시 논란이 되는 부분으로 연구주제의 나머지 켠점이다. 위 미실현이익에서의 추정단가^①와 구분하기 위해 ‘추정단가^②’로 기재한다.

분명하지 않다.

그리고 지금까지 추정단가를 무엇으로 보아야 하는지 여부에 관해 논란이 있어 왔다. 대상판결①과 대상판결②는 차례로 추정단가①, 추정단가②에 관한 그동안의 논란에 대해 명시적인 답을 제시한 최초의 판결이다.

결국 추정단가① 및 추정단가②가 무엇으로 보아야 하는지가 쟁점이자 이 발표문의 주제이다. 여기서 추정단가에 관한 논의는 통상적인 상황을 전제로 한다. 즉, 호재성(악재성) 미공개중요정보 이용행위의 경우는 그 정보가 공개된 이후 주가가 상승(하락)하는 상황을 전제로 한다. 실제 증권시장에서는 호재성(악재성) 미공개중요정보가 공개 이전에 이미 시장에 알려져 이로 인해 공개 이전에 주가가 최고(저)가에 도달하여 오히려 공개 이후에 주가가 하락(상승)하는 상황 등 다양한 상황이 존재할 수 있는데, 여기서는 이러한 예외적인 상황에 관해서는 다루지 않는다.

3. 검토방향

쟁점 검토에 본격적으로 들어가기에 앞서 미실현이익과 회피손실액의 본질을 좀 더 정확히 파악하기 위해서 이들의 상위 개념인 부당이득의 내용(Ⅲ 부분)과 이들과 인과관계로 연결되는 위반행위인 미공개중요정보 이용행위의 내용(Ⅳ 부분)을 차례로 검토한다.

그 다음으로, 자본시장법이 미국 등에 영향을 받아 제정되었으므로 미국 등 외국에서의 미실현이익과 회피손실액 관련 내용(Ⅴ 부분)이 형사처벌의 구성요건으로서의 이들의 의미를 밝히는 데 도움이 되는지 보기 위해 그 내용을 살펴본다.

그 다음으로, 추정단가①(Ⅵ 부분) 및 추정단가②(Ⅶ 부분)에 관해 있었던 종전 국내 학계 논의, 실무, 판례를 기초로 쟁점을 자세히 검토한다.

마지막으로, 위 각 쟁점에 대한 검토 결과를 정리한 후 이를 기초로 대상판결① 및 대상판결②를 간단히 평가(Ⅸ 부분)하기로 한다.

Ⅲ. 부당이득에 관한 일반론

1. 관련 법률

자본시장법

제443조(벌칙)

① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 1년 이상의 유기징역 또는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배 이상 5배 이하에 상당하는 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 없거나 산정하기 곤란한 경우 또는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 5배에 해당하는 금액이 5억 원 이하인 경우에는 벌금의 상한액을 5억 원으로 한다.

1. 제174조 제1항을 위반하여 상장법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보를 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 한 자

② 제1항 각 호(제10호는 제외한다)의 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상인 경우에는 제1항의 징역을 다음 각 호의 구분에 따라 가중한다.

1. 이익 또는 회피한 손실액이 50억 원 이상인 경우에는 무기 또는 5년 이상의 징역

2. 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 경우에는 3년 이상의 유기징역

2. 부당이득의 개념 및 위헌성 여부

가. 개념

부당이득은 학계에서 사용하는 용어로서 여기에는 이익 또는 회피손실액이 포함된다.¹⁰⁾

판례는 위 부당이득의 개념과 관련해서, 대법원 2009도1374 판결(부당이득이 벌금형의 산정기준¹¹⁾ 및 징역형의 산정기준으로 규정된 구 증권거래법¹²⁾위반 사안) 이후로 부당이득은 ‘위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것’으로서 통상적인 경우에는 위반행위와 관련된 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액으로 산정된다고 판시하고 있다.¹³⁾

10) 판례가 법리 설시 시 이익 또는 회피손실액을 ‘부당이득’으로 표현한 경우는 찾지 못했다(대법원 2002도1256 판결 등).

11) 구 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제6695호로 일부개정되기 전의 것) 제207조의2(벌칙) 다음 각호의 1에 해당하는 자는 10년이하의 징역 또는 2천만원이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때(☞부당이득이 벌금형 산정기준인 경우)에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액이하의 벌금에 처한다(☞위 관련 법률에서 보는 바와 자본시장법은 벌금형 산정기준에 관해 표현을 달리하고 있기는 하나 그 내용은 실질적으로 동일하게 규정하고 있다).

12) 자본시장법은 제정 당시부터 위 구 증권거래법과 같이 부당이득을 벌금형의 산정기준 및 징역형의 산정기준으로 규정하고 있다.

13) 대법원은, 부당이득을 벌금형의 산정기준으로만 규정한 구 증권거래법위반 사안(대법원 2004도1628 판결)에서 부당이득은 ‘위반행위와 관련된 거래로 얻은 이익’으로서 ‘그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 것만을 의미하는 것은 아니고, 그 위반행위가 개입된 거래로 인하여 얻은 이익에 해당하는 것’이면 이에 해당한다고 판시했고, 부당이득이 징역형의 산정기준으로 추가된 경우(대법원 2002도1256 판결)에서도 부당이득은 그 거래로 인한 총 수입에서 그 거래를 위한 총 비용을 공제한 차액으로 산정된다고 보았다.

나. 위헌성

1) 대법원

대법원 2002도1855 판결은 부당이득을 벌금형 산정기준으로 규정한 구 증권거래법 제207조의2의 경우 부당이득 액수를 산출해 낼 합리적 해석기준이 분명하여 처벌규정으로서의 명확성을 지니는 것이어서 헌법 제12조의 죄형법정주의에 위반되지 않는다고 판시했다.

2) 헌법재판소

㉠ 헌법재판소 2002헌바69,2003헌바41(병합) 전원재판부 결정(☞ 부당이득이 벌금형 산정기준인 사안)도 부당이득을 벌금형 산정기준으로 규정한 구 증권거래법 제207조의2 중 부당이득 부분이 죄형법정주의에서 파생된 명확성 원칙 및 과잉처벌금지 원칙에 위배되지 않는다고 판시했다.¹⁴⁾

㉡ 헌법재판소 2011. 2. 24. 선고 2009헌바29 전원재판부 결정(☞ 부당이득이 벌금형 산정기준이자 징역형 가중요건인 사안)도 부당이득이 자기책임의 원리, 책임과 형벌 간의 비례원칙에 반하지 않는다고 판시했다.¹⁵⁾

-
- 14) • 부당이득이란 개념은 수범자로 하여금 구체적으로 어떠한 이익이 이에 해당하는지 의심을 갖게 할 정도로 불명확한 개념이라고 할 수 없으며, 건전한 상식과 통상적인 법감정을 가진 일반인이라면 부당이득이 당해 위반행위가 개입된 거래를 통하여 얻은 이익 전체(시세차익)를 의미하는 것임을 어렵지 않게 예측할 수 있다.
- 위반행위자가 받게 될 최종적인 형사책임(형량)은 법정형의 범위 내에서 구체적인 법관의 양형에 의하여 결정되는 것이지 위반행위로 얻은 이익액 자체가 곧바로 위반행위자에 대한 형량으로 되는 것이 아니다.
 - 구체적 사안에서 나타날 수 있는 법정형의 차이로 인한 불합리한 점은 개개의 사건에서 여러 양형인자를 고려한 법관의 적절한 양형에 의하여 합리적인 방향으로 얼마든지 조절이 가능하다. 부당이득이 위반행위자의 책임의 경중에 영향을 줄 수 있는 여러 요인 중에서 경중을 가리는 기준으로서 합리적이라고 인정되는 요인인 시세차익을 기준으로 법정형의 범위를 정한 것을 가리켜 책임원칙에 반한다고 단정할 수는 없다.
 - 위와 같은 사정을 종합하여 볼 때, 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익에 한정하지 않고 위반행위가 개입된 거래에서 얻은 시세차익을 기준으로 벌금형의 상한이 가중되도록 한 부당이득은 비록 시세차익의 많고 적음이 그 죄의 경중을 가늠하는 유일한 기준은 아니라 할지라도 가장 중요하고 합리적인 기준이 될 수 있음에 비추어 그 정당성을 수긍할 수 있다.
- 15) • ‘위반행위로 얻은 이익’이라는 문언 자체의 의미뿐만 아니라 입법목적이나 입법취지, 입법연혁, 그리고 법규범의 체계적 구조 등을 종합적으로 고려하는 해석방법에 의할 때, 건전한 상식과 통상적인 법감정을 가진 일반인이라면 어렵지 않게 ‘위반행위로 얻은 이익’은 ‘위반행위가 원인이 되어 그 결과로서 발생한 이익’을 의미하는 것으로 해석할 수 있다.
- 이러한 해석에 의할 때, 사기적 부정거래행위를 한 자가 이 사건 법률조항들에 의하여 자신의 행위와 인과관계 없는 부분, 즉 주식시장에서의 정상적인 변동요인에 의한 주가상승분이나 행위자와 무관한 제3자가 야기한 변동요인에 의한 주가상승분에 기한 형사책임까지 지게 될 여지는 없다고 할 것임. 따라서 이 사건 법률조항들이 자기책임의 원리에 반한다고 볼 수 없다.
 - 사기적 부정거래행위에 대한 종래의 처벌규정이 그 해악의 중대성에 비하여 미약하다는 판단 하에 이러한 범죄를 근절하고자 하는 목적에서 이 사건 법률조항들을 신설하게 된 것인 점, 가중처벌의 기준금액을 5억 원 또는 50억 원으로 정하여 보호법익에 심대한 피해를 야기하여 중하게 처벌할 필요성이 있는 극소수의 중대범죄만으로 엄격하게 규율대상을 한정하고 있는 점, 사기적 부정거래행위는 조직성과 전문성, 지능성을 갖춘 영리범이라서 쉽게 근절하기 어렵고, 불특정 다수의 투자자들에게 미칠 수 있는 손해와 주식시장의 신뢰성 상실로 국가경제에 야기할 수 있는 폐해가 크다는 점 등을 종합하여 고려해 보면, 이 사건 법률조항들이 형벌 본래

㉔ 헌법재판소 2020. 12. 23. 선고 2018헌바230 전원재판부 결정(☞ 부당이득 액수의 1~3배 벌금형의 법정형으로 규정하고, 징역형으로 처벌하는 경우 벌금형을 병과하는 부당이득을 필요적으로 추정·몰수한 규정 사안)도 해당 규정이 책임과 형벌 간의 비례원칙에 반하지 않는다고 판시했다.¹⁶⁾

3. 부당이득을 산정기준 또는 가중요건으로 정한 조항의 보호법익

부당이득의 주된 보호법익은 개인적 법익이 아닌 유가증권시장의 공정한 거래질서라는 사회적 법익이다[헌법재판소 2002헌바69, 2003헌바41(병합) 결정(☞ 부당이득이 벌금형 산정기준인 사안)¹⁷⁾].

부당이득의 규모는 건전한 자본시장질서라는 사회적 법익에 대한 침해 정도를 나타내는 객관적 지표로 입법자에 의해 채택된 것으로 보아야 하므로, 자본시장법상의 부당이득은 반드시 실현되어 위반행위자에게 귀속된 것만을 의미하는 현실적 개념이 아니라 사회적 법익에 대한 침해의 정도를 나타내는 규범적 개념으로 보아야 한다.¹⁸⁾¹⁹⁾

의 목적과 기능을 달성함에 있어 필요한 정도를 일탈하였다고 할 수 없다.

- 또한 유사한 구성요건인 사기죄에 대한 가중처벌조항인 ‘특정경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률’ 제3조 제1항과 동일한 법정형을 규정한 점, 개개의 사건에서 여러 양형인자를 고려한 법관의 적절한 양형에 의하여 집행유예가 가능한 법정형을 규정한 점 등을 종합하여 고려해 보면, 이 사건 법률조항들에서 규정한 법정형이 현저히 형벌 체계상의 균형을 잃고 있다고 할 수도 없다.

16) • 심판대상조항(자본시장법 제443조 제1항)은 범죄 수익을 초월하는 재산형을 필요적으로 병과하여 범죄수익을 통한 경제적 혜택을 일절 누릴 수 없게 하고, 나아가 더 큰 경제적 손실까지 입을 수 있다는 경고를 통해 범죄를 근절하기 위한 것으로 여기에는 합리적 이유가 있다.

- 몰수·추징과 벌금형은 전혀 다른 제도이므로 필요적 몰수·추징 규정이 있다는 이유만으로 필요적 벌금형의 부과를 과중한 이중의 제재로 볼 수 없고, 여러 명이 공모하여 범행을 한 경우 행위자가 범행으로 실제 취득한 이득액이 벌금의 기준이 되는 전체 범행 이익보다 적을 수 있으나, 이는 공범 처벌의 법리에 따른 것일 뿐 심판대상조항의 위헌사유가 될 수 없으며, 벌금을 납부하지 못하는 경우 노역장에 유치되는 것은 형법상 노역장 유치조항에 기인한 결과로 심판대상조항으로 인하여 직접 발생하는 문제가 아니다.

- 또한 법관은 구체적인 사건에서 정상을 참작하여 벌금액수를 정하는 등 구체적 형평을 기할 수 있다.

- 따라서 심판대상조항은 책임과 형벌 간의 비례원칙에 위배되지 아니한다.

17) 이 사건 규정(☞ 증권거래법 제207조의2 단서 중 “위반행위로 얻은 이익” 부분)은 위반행위자와의 거래에서 그 상대방이 입은 손해에 대한 배상책임의 범위를 정하기 위한 조항이 아니고, 위반행위자가 얻은 이익 중에서 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익액을 박탈하거나 환수하려는 조항도 아니다. 이 사건 규정은 유가증권시장의 공정한 질서를 해치는 행위에 대한 제재인 형사처벌의 법정형에 관한 것으로서 이 사건 규정이 적용되는 시세조종행위나 미공개중요정보이용행위와 같은 범죄의 주된 보호법익은 개인적 법익이 아닌 유가증권시장의 공정한 거래질서라는 사회적 법익이다.

18) 정순섭, 자본시장법상 불공정거래와 보호법익, 상사판례연구(제25집 제1권), 한국상사판례학회(2012), 121

19) 판례(대법원 2004도491 판결)는 약정 후 실제로 이전받지는 못한 주식 20만 주를 사후에 포기한 사안에서 사후 포기했다라도 해당 주식에 대해서 그 약정이행기간 동안의 가장 낮은 주가를 기준으로 평가해 미실현이익을 산정한 바 있다.

4. 부당이득의 법체계적 지위

자본시장법상 부당이득은 벌금 액수의 산정기준 및 징역형에 대한 가중처벌 사실에 해당하므로, 범죄구성요건의 일부로 특히 가중구성요건에 해당한다.²⁰⁾ 판례(대법원 2008도8438 판결²¹⁾)도 부당이득을 범죄구성요건의 일부로 보고 있다.

부당이득은 위반행위가 원인이 되어 그 결과로서 발생한 이익을 의미하므로(헌법재판소 2009헌바29 결정²²⁾), 위반행위와 사이에 인과관계 내지 객관적 귀속이 인정되어야 한다. 즉, 부당이득은 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되어야 한다(대법원 2009도1374 판결). 인과관계가 인정되기 위하여 반드시 위반행위가 이익 발생의 유일한 원인이거나 직접적인 원인이어야만 하는 것은 아니고, 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익이면 되며, 다른 원인이 개재되어 그것이 이익 발생의 원인이 되었다고 하더라도 그것이 통상 예견할 수 있는 것에 지나지 않는다면 위반행위와 이익 사이의 인과관계를 인정할 수 있다(대법원 2017도1616 판결).

위반행위자는 부당이득 발생에 고의가 있어야 하는데, 부당이득의 발생 가능성을 인식하면 충분하다. 그리고 위반행위자가 위반행위 시 부당이득의 구체적인 금액을 상세하게 인식할 필요는 없다.²³⁾

부당이득에 관한 규정은 시세조종행위나 미공개중요정보이용행위에 대한 형사처벌 조항으로서 벌금형의 법정형에 관한 규정이지 위반행위자가 얻은 이익 중 위법 또는 부당하게 얻은 이익을 박탈하려는 규정 또는 시세조종행위로 인해 피해를 입은 거래상대방에 대한 손해배상 책임 규정이 아니다[헌법재판소 2002헌바69,2003헌바41(병합) 결정].

5. 부당이득 산정방식에 관한 확고한 판례 입장

가. 원칙

20) 조영석, 증권 불공정거래 범죄의 부당이득에 관한 형법적 문제의 연구(고려대 박사학위 논문, 2021, 14

21) 구 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(2013. 5. 28. 법률 제11845호로 개정되기 전의 것, 이하 ‘자본시장법’이라 한다)은 시세조종행위를 금지하고(제176조), 이를 위반한 경우 형사처벌하고 있다(제443조). 자본시장법은 ‘위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실’을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 형을 가중하고 있으므로(제443조 제1항 단서 및 제2항), 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형 균형의 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙을 훼손하지 않도록 유의하여야 한다.

22) 이 사건 법률조항들에서는 ‘위반행위로 얻은 이익’의 액수를 기준으로 가중된 처벌조항을 적용할 것인지 여부를 결정하고 있는바, 위 문언 자체의 의미뿐만 아니라 입법목적이나 입법취지, 입법연혁, 그리고 법규범의 체계적 구조 등을 종합적으로 고려하는 해석방법에 의할 때, 건전한 상식과 통상적인 법감정을 가진 일반인이라면 어렵지 않게 ‘위반행위로 얻은 이익’은 ‘위반행위가 원인이 되어 그 결과로서 발생한 이익’을 의미하는 것으로 해석할 수 있다. 그리고 앞서 본 바와 같이 대법원도 ‘위반행위로 얻은 이익’이란 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다고 해석하고 있다.

23) 박순철, 미공개중요정보 이용행위의 이해, 박영사(2010), 191

부당이득은 위반행위와 관련된 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제하는 방식인 시세차익설에 따라 계산된다(대법원 2017도1616 판결 등 다수).

부당이득 산정방식과 관련해 시세차익설 외에도 관여율 방식²⁴⁾ 및 사건연구²⁵⁾ 방식 등이 거론되었는데, 대법원은 관여율 방식을 채택했던 원심을 파기한 바 있고(대법원 2002도1855 판결), 아직까지는 형사재판에서 사건연구 방식을 채택한 적은 없는 것으로 보인다.

부당이득에는 적극적 이익(= 실현이익 + 미실현이익²⁶⁾), 소극적 이익(장래에 발생할 손실을 회피하는 이익), 무형적 이익²⁷⁾이 포함된다.

실현이익 산정 시 위반행위 관련 거래비용(매수수료, 매도수수료, 증권거래세, 농어촌특별세)이 공제되나(대법원 2003도686 판결 등. 한편 양도소득세, 청약환불금 등의 비용, 대출금 이자 등은 공제 대상이 되는 거래비용이 아님), 반면 미실현이익 산정 시 위반행위 관련 거래비용(예, 장래 처분 시 예상되는 거래비용 등)은 공제되지 않는다(대법원 2011도15056 판결 등).

나. 예외

구체적인 사안에서 부당이득의 가액을 시세차익설의 방법으로 인정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 있는 경우 위반행위와 인과관계가 인정되는 이익만을 따로 구분하여 산정한다 [대법원 2009도1374 판결(구 증권거래법위반 사안, 최초 판시), 대법원 2017도1616 판결(자본시장법위반 사안) 등].

이 경우 위반행위를 근절하려는 자본시장법 제443조 제1항 및 제2항의 입법 취지와 형사법의 대원칙인 책임주의를 염두에 두고 위반행위의 동기, 경위, 태양, 기간, 제3자 개입 여부, 증권시장 상황 및 그 밖에 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 제반 요소들을 전체적·종합적으로 고려하여 부당이득 액수를 산정해야 한다(대법원 2009도1374 판결 등).

대법원 2011도15056 판결은, 구체적인 사안에서 부당이득의 가액을 시세차익설의 방법으로 인정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 있는 경우로 ① 주식시장에서의 정상적인 주가변동 요인에 의한 주가상승분이 존재하는 경우 및 ② 위반행위자와 무관한 제3자가 야기한 변동요

24) ‘일별 관여율(1일 시세조종량/1일 전체 거래량)을 합산한 후 단순 평균한 것’ 또는 ‘총 시세조종량/총 거래량’을 시세차익에 곱해 부당이득을 산정하는 방식을 말한다.

25) ‘특정사건이 발생한 기간 중의 주가동향과 당해 사건이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교하여 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 그 차이를 가지고 정상가를 산정’하는 방식을 말한다. 대법원은 구 증권거래법 제188조의5에 근거한 시세조종행위로 인한 손해배상 청구 사건에서 최초로 사건연구 방식으로 산정한 손해의 배상 책임을 인정한 바 있다(대법원 2003다69607, 69614 판결)

26) 부당이득에 미실현이익이 포함되는지 여부에 관해서 견해 대립이 있으나, 판례는 일관해서 미실현이익이 부당이득에 포함된다고 판시하고 있다(대법원 2001도606 판결 등)

27) 기업의 지배권 확보, 경영권 획득 등의 이익을 말하고, 금전적으로 산정이 불가능한 경우가 대부분이다.

인에 의한 주가상승분이 존재하는 경우 등을 예시한 바 있다.

다. 부당이득 액수 산정 시 유의사항

자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항은 부당이득을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 부당이득의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙을 훼손하지 않도록 유의하여야 한다(대법원 2011도8109 판결).

IV. 미공개중요정보 이용행위의 구성요건에 관한 간단 검토

1. 관련 법률

자본시장법

제174조(미공개중요정보 이용행위 금지)

① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)는 상장법인[6개월 이내에 상장하는 법인 또는 6개월 이내에 상장법인과 합병, 주식의 포괄적 교환, 그 밖에 대통령령으로 정하는 기업결합 방법에 따라 상장되는 효과가 있는 비상장법인(이하 이 항에서 "상장예정법인등"이라 한다)을 포함한다. 이하 이 항 및 제443조 제1항 제1호에서 같다]의 업무 등과 관련된 미공개중요정보(투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 특정증권등(상장예정법인등이 발행한 해당 특정증권등을 포함한다. 이하 제443조 제1항 제1호에서 같다)의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다.

1. 그 법인(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호 및 제2호에서 같다) 및 그 법인의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자
2. 그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
3. 그 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
4. 그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자

5. 제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자의 대리인(이에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인을 포함한다)·사용인, 그 밖의 종업원(제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인)으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자
6. 제1호부터 제5호까지의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)로부터 미공개중요정보를 받은 자

2. 개념 및 입법취지

미공개중요정보 이용행위는 ‘내부자거래’라고 불리는데, 이사와 같은 회사의 ‘내부자’가 자신의 지위를 통하여 취득한 미공개중요정보(‘내부정보’)를 이용하여 회사의 증권 또는 이를 기초로 한 일정한 금융투자상품(‘특정증권 등’)을 거래하는 행위를 말한다.

미공개중요정보 이용행위의 규제 근거 내지 입법취지는 정보의 비대칭을 막아 거래상대방을 보호하고 나아가 자본시장에 대한 투자자의 신뢰를 유지하는 것이다.²⁸⁾

3. 구성요건

가. 내부자(주체)

① 내부자[해당 법인·계열회사 및 그 임직원·대리인(자본시장법 제174조 제1항 제1호), 주요주주(제2호)], ② 준내부자(제3호, 제4호), ③ 제2 내지 4호에 규정된 내부자 및 준내부자의 대리인·사용인·종업원(제5호), ④ 원내부자(이상의 지위를 상실한 지 1년이 경과되지 않은 자) 및 ⑤ 정보수령자가 미공개중요정보 이용행위의 주체이다.

28) • 대법원 93도695 판결

상장법인의 내부자가 당해 법인의 업무 등과 관련하여 접근이 허용되었던 법인의 공개되지 아니한 내부정보 중 유가증권의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보를 이용하여 유가증권의 거래에 관여할 경우에는, 그 내부자에게 부당한 이익을 용이하게 취득하게 하고 그로 인하여 유가증권시장에서의 거래당사자의 평등을 해치게 되어 유가증권거래의 공정성과 유가증권시장의 건전성에 대한 일반투자자들의 신뢰를 손상시킴으로써 유가증권시장이 국민자금을 효율적으로 배분하는 기능을 저해하는 결과를 초래하게 되는 것이므로, 유가증권시장이 그 기능을 다하여 국민경제의 발전에 적절하게 기여하도록 하기 위하여는 이와 같은 내부자거래에 대한 엄격한 규제가 필요불가결하기 때문에 “법”이 위와 같이 내부자의 거래를 금지하고 있는 것으로 이해된다.

• 헌법재판소 99헌바105, 2001헌바48(병합) 결정

요컨대, 내부자거래에 대한 규제의 목적은 증권매매에 있어 정보면에서의 평등성, 즉, 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 증권거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동일한 가능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데에 있는 것이다

나. 미공개중요정보(객체)

투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 당해 법인이 대통령령²⁹⁾이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다. 여기서의 투자자는 ‘합리적인 투자자’(reasonable investor)를 상정한다. 위 규정이 중요정보를 한정적으로 열거한 것인지, 예시적으로 규정한 것인지에 관하여 논란이 있었으나, 판례(대법원 95도467 판결)는 예시적인 것으로 판단한 바 있다.

자본시장법 시행령은 정보의 유형과 공시매체에 따라 공시 후 일정 시간(3~24시간 등)이 경과되면 일반투자자에게 정보가 공개된 것으로 본다(제201조 제2항). 법령에서 정한 매체를 통해 공시가 이루어지지 않았다면 ‘공개된 정보’로 인정되지 않고, 회사가 공시하기 전에 언론에 미리 추측 보도되는 등 다른 방법에 의하여 정보가 공개되었다도 미공개중요정보에 해당한다.

다. 정보의 이용행위(행위)

미공개중요정보를 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위가 금지된다.

‘정보를 이용하는 행위’가 금지되는 것이므로, 정보를 보유한 상태에서 거래를 한 것만으로는 규제대상에 해당하지 아니하고, 그 정보를 이용하여 거래를 하여야 한다. 다만 미공개중요정보를 인식한 상태에서 거래를 한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 그 정보를 이용하여 거래를 한 것으로 봄이 타당하다.

정보보유자의 거래가 전적으로 내부정보 때문에 이루어질 필요는 없고, 내부정보가 거래를 하게 된 하나의 요인이었으면 충분하다.

29) 자본시장법 시행령 제201조

② 법 제174조제1항 각 호 외의 부분에서 “대통령령으로 정하는 방법”이란 해당 법인(해당 법인으로부터 공개권한을 위임받은 자를 포함한다) 또는 그 법인의 자회사(「상법」 제342조의2제1항에 따른 자회사를 말하며, 그 자회사로부터 공개권한을 위임받은 자를 포함한다)가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 정보를 공개하고 해당 호에서 정한 기간이나 시간이 지나는 것을 말한다. <개정 2009.7.1, 2010.1.27, 2013.8.27>

1. 법령에 따라 금융위원회 또는 거래소에 신고되거나 보고된 서류에 기재되어 있는 정보: 그 내용이 기재되어 있는 서류가 금융위원회 또는 거래소가 정하는 바에 따라 비치된 날부터 1일
2. 금융위원회 또는 거래소가 설치·운영하는 전자전달매체를 통하여 그 내용이 공개된 정보: 공개된 때부터 3시간
3. 「신문 등의 진흥에 관한 법률」에 따른 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 둘 이상의 신문에 그 내용이 게재된 정보: 게재된 날의 다음 날 0시부터 6시간. 다만, 해당 법률에 따른 전자간행물의 형태로 게재된 경우에는 게재된 때부터 6시간으로 한다.
4. 「방송법」에 따른 방송 중 전국에서 시청할 수 있는 지상파방송을 통하여 그 내용이 방송된 정보: 방송된 때부터 6시간
5. 「뉴스통신진흥에 관한 법률」에 따른 연합뉴스사를 통하여 그 내용이 제공된 정보: 제공된 때부터 6시간

라. 부당이득의 발생(벌금형 산정 요건 및 징역형 가중 요건인 경우)

부당이득이 벌금형 산정 요건 및 징역형 가중 요건인 경우에는 원칙상 중한 결과에 대한 인식이 필요하다.³⁰⁾

V. 미실현이익 및 회피손실액 관련 해외 입법례³¹⁾

1. 개요

우리나라와 같이 부당이득이 징역형의 가중요건으로 규정된 외국 입법례는 찾을 수 없었다.

부당이득이 벌금형 또는 행정(또는 민사)제재금의 산정기준으로 규정된 외국 입법례가 적지 않지만, 그 경우 대개 부당이득의 산정기준 및 추정단가 결정기준이 법령에 규정되어 있어 결정기준이 법정되어 있지 않은 우리나라 상황에서는 직접적인 도움이 되지는 않는다고 생각한다. 다만 이는 입법론에 참고가 될 수 있다고 생각한다.

다만, 아래의 미국 연방항소법원, 독일 연방재판소 및 홍콩 중심법원의 판례 내용은 부당이득 산정기준 또는 추정단가 결정기준을 찾는 해석론에 참고가 될 수 있다고 생각한다.

2. 미국

증권 불공정거래 일반에 대하여 20년 이하의 금고 또는 500만 달러 이하의 벌금(법인의 경우 2,500만 달러 이하의 벌금)(징역형과 벌금형 병과 가능)에 처하고 있다. 형벌 조항은 부당이득과 관련이 없다.

연방양형기준(USSG)³²⁾은 ‘피해자의 손해액 또는 행위자의 이득액’³³⁾을 가장 중요한 요소

30) 박순철, 미공개중요정보의 이용행위의 이해, 박영사(2010), 183

31) 이 부분은, 정순섭, 자본시장법상 부당이득 산정에 관한 비교법적 연구(비교법연구회 발표 자료), 2020; 정순섭, 자본시장법상 불공정거래와 보호법익, 상사판례연구(제25집 제1권), 한국상사판례학회(2012); 노혁준, 자본시장법상 불공정거래로 인한 부당이득의 법적 문제, 증권법연구(제19권 제1호), 삼우사(2018); 최문희, 미공개중요정보 이용행위에 대한 형사책임(비교법연구회 발표 자료), 2020; 한국증권법학회, 자본시장법상 불공정거래에 따른 부당이득의 산정에 관한 연구(대검찰청 학술연구용역 최종보고서), 2016; 한국증권법학회, 시장질서교란행위 과징금 부과 기준 산정에 관한 연구(금융위원회 학술연구용역보고서), 2015; 조영석, 증권 불공정거래 범죄의 부당이득에 관한 형법적 문제의 연구(고려대 박사학위 논문), 2021; 안현수, 자본시장법상 시장질서 교란행위 규제에 관한 연구(성균관대 박사학위 논문), 2016; 박임출, 내부자거래 규제에 관한 비교법적 연구(성균관대 박사학위 논문), 2003; 최종열, 자본시장법 제443조에 대한 비판적 소고(고려법학 제86호), 고려대 법학연구원(2017); 김민석, 자본시장법상 불공정거래에 대한 금전제재에 관한 연구(성균관대 박사학위논문), 2020을 참고해 작성했다.

로 삼고 있어 부당이득과 관련이 있다. 연방양형기준 주식에는, 손해액에 관해서 법원이 상황에 따라 적절하고 실행가능한 모든 방법으로 산정할 수 있다고 하면서 그 방법의 하나로, ‘사기적 행위가 행하여졌던 기간의 증권가격 평균과 그러한 사기적 행위가 시장에 공개된 후 90일간의 증권가격 평균간의 차액에 발행 주식수를 곱한 값’이라고 예시하고 있다. 연방양형기준상 이득액 산정방식에 관한 연방항소법원 판례의 입장은 크게 2가지, 즉 ① 실제 피고인이 증권거래를 통해 얻게 된 모든 이익을 곧바로 이득액으로 보는 방식(net gain approach)³⁴과 ② 해당 불공정거래가 시장에 미친 효과에 한정하여 이득액을 산정하는 방식(market absorption approach³⁵)³⁶으로 나뉜다.

부당이득환수(Disgorgement) 제도³⁷는 부당이득과 관련이 있다. 미국 법원은 대체로 환수 금액이 원칙적으로 위반행위와 인과관계가 인정되는 이익에 한정되어야 한다는 입장을 취하고 있다. 연방항소법원은 부당이득환수 금액의 산정방식에 대하여 미공개중요정보의 공개 등으로 인해 불공정거래행위가 더 이상 존속하지 않게 된 시점을 기준으로 하여 증권 가치를 평가하고 그때까지 위반행위자가 매매 또는 보유한 증권과 관련하여 취득한 이익을 산정하는 방식(이하 편의상 ‘동등한 지위 기준’)을 취하고 있다.³⁸

민사제재금(Civil Penalty) 관련 조항은 부당이득과 관련이 있다. 1934년 증권거래소법 제 21A, 21B조에 의하면, 미국 증권거래위원회(SEC)는 연방지방법원에 내부자거래 관련자를 제소할 수 있는데, 이때 법원은 법정 상한금 한도³⁹ 내에서 내부자거래를 한 자에 대해 ‘내부자

- 32) 원래 연방양형기준(US Sentencing Guidelines)은 강제력이 없고 실질적으로 권고적인 성격을 가질 뿐이나, 실제로는 특히 경제범죄에 있어서 연방양형기준은 통상적이 양형 기준점이 된다.
- 33) 원래 증권 불공정거래의 양형기준에서 원칙적 고려 요소는 피해자의 손해액이고 다만 이를 측정할 수 없을 때 행위자의 이득액을 기준으로 삼도록 되어 있음. 다만 미공개정보 이용행위의 경우 피해자의 손해액을 측정하기 어려우므로 행위자의 이득액이 기준이 된다.
- 34) 제8연방항소법원의 입장[US v. Mooney 425 F.3d 1093(8th Cir. 2005)]으로서 연방양형기준의 문구가 행위자의 해당 거래로부터의 모든 이익을 지칭하고 있음을 근거로 하고, 이에 따르면, 피고인이 불공정거래행위와 무관한 가격변동을 입증하더라도 이를 이익에서 공제할 수 없게 된다고 한다.
- 35) 정보가치는 공개 후 주가 흐름이 바뀌는 시점에 가격에 충분히 반영되었다는 이론임. 정상주가를 추정하는 사건 연구방식이 아니고, 특정 시점(주가 흐름이 바뀐 시점)의 주가를 기준으로 삼는다는 점에서 단순차액방식에 가깝다고 볼 수 있다(한국증권법학회, 자본시장법상 불공정거래에 따른 부당이득의 산정에 관한 연구, 118쪽에서 재인용함).
- 36) 제10연방항소법원의 입장[US v. Nacchio 573 F.3d 1062, 1069-72(10th Cir. 2009)]으로서 연방양형기준의 취지가 불법으로 발생한 이익을 의미하는 것이고 거래 자체로부터 발생한 모든 이득을 가리키는 것은 아닌 것으로 민사상 손해배상책임 범위를 산정하는 이론에 기초한다. 이에 따르면, 원칙적으로 시장요인에 의한 변동분은 이득액에서 배제되고, 제10연방항소법원은 피고인이 거래한 가격과 실제 가격, 즉 미공개정보가 시장에 공표된 이후 상당한 기간이 지난 후의 가격간의 차액을 피고인의 이익으로 본다 고 한다.
- 37) 불공정거래를 방지하기 위한 형평법상 구제수단으로, 미국 증권거래위원회(SEC)가 처벌보다는 불법 이익 보유 금지 차원에서 위반행위자로부터 부당이득을 환수하는 제도이다.
- 38) 위 방식은 미공개중요정보의 공개 등으로 불공정거래가 증권시장에서 영향을 미칠 수 없는 경우에는 위반행위자의 정보 우월성 등의 사정이 해소되어 위반행위자와 피해자의 지위가 비로소 동등하게 된다는 점을 고려한 것이다. 위 동등한 지위 기준은 불공정거래행위의 위반행위자가 궁극적으로 증권 매매에 의하여 손해를 입었음에도 불구하고 미실현이익을 환수하기 위해 미국 법원들에 의해 적용되어 왔다는 것을 유의해야 한다.

거래의 결과 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배' 내에서 민사제재금을 부과할 수 있다. 1934년 증권거래소법 제21A조 (f)에 의하면, '얻은 이익 또는 회피한 손실액'을 '증권의 매도 또는 매수가격과 미공개정보의 공개 후 상당한 기간(reasonable period)이 경과한 후의 거래가격에 의해 측정된 당해 증권의 가치 사이의 차이'라고 정의하고 있다. 미국에서 '상당한 기간'의 의미와 관련하여, 개별적 판단설⁴⁰⁾, 24시간 경과 시 증가설⁴¹⁾(다수설), 1주일 경과 시 증가설⁴²⁾, 사건연구방법⁴³⁾에 의한다는 설의 견해 대립이 있고, 다수의 판례는 24시간 경과 시 증가설의 입장⁴⁴⁾을 취하고 있다고 한다.

3. 캐나다

가. 온타리오주

위반행위에 대하여 5년 이하의 징역이나 개인이나 회사가 그 위반행위로 인하여 얻은 이익 또는 회피한 손실액에 해당하는 금액을 최소한도로, 500만 캐나다달러와 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액 중 많은 금액을 최대한도로 하는 벌금에 처할 수 있고, 병과가 가능하다. 위반행위로 인하여 개인이나 회사가 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 산정할 수 없는 경우 위 가중형은 적용되지 않고, 기본법정형(5년 미만의 징역 또는 500만 캐나다달러 이하의 벌금)이 적용된다.

증권법상 규정된 '회피한 손실(loss avoided)'의 의미는, ① 동법 제76조 제6항에서 증권으로 간주하는 것⁴⁵⁾을 제외한 증권과 관련하여, 동법 제76조 제1항에 위반하여 매도한 증권에 대하여 수취한 금액이 중대한 사실이나 중대한 변화의 일반공시 이후 20거래일간 평균거래가

39) 1단계(범죄가 없는 단순한 위반의 경우): 자연인 5,000달러, 법인 50,000달러; 2단계(고의 또는 중과실 등에 의한 법규 위반의 경우): 자연인 50,000달러, 법인 250,000달러; 3단계(사기 등을 포함하면서 직접적 또는 간접적으로 타인에게 상당한 손실을 야기하였거나 야기할 수 있는 심각한 위험을 초래한 경우): 자연인 100,000달러, 법인 500,000달러

40) 당해 정보가 주가에 완전히(fully) 반영된 시점을 기준으로 해야 하는데, 이 시점은 주가의 변동이 당해 정보의 영향에서 벗어나 다시 일반적인 시장의 동향을 따라가는 시점이고, 개별적 판단을 요한다는 견해이다.

41) 당해 정보 공시 후 24시간이 경과한 시점, 즉 공시 익일 당해 주식의 거래 가격(일일 증가를 의미하는 것으로 보임)이라고 보는 견해이다.

42) 미국 법률 협회(American Law Institute)가 제안한 연방 증권법의 내용으로 1주일 경과 시를 기준(일일 증가를 기준으로 하는 것으로 보임)으로 하되, 더 짧은 기간을 주장하는 피고로 하여금 증명책임을 지도록 하는 견해이다.

43) 특정사건이 발생한 기간 중의 주가동향과 당해 사건이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교하여 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 그 차이를 가지고 정상가를 산정하는 방식을 말한다. 우리나라 대법원은 구 증권거래법 제188조의5에 근거한 시세조종행위로 인한 손해배상 청구 사건에서 최초로 사건연구 방식으로 산정한 손해의 배상 책임을 인정한 바 있다(대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다69607, 69614 판결).

44) 일부 판례[S.E.C. v. Lipson, 278 F.3d 656 (7th Cir. 2002)]는 공시일 증가설을 취하고 있다고 한다.

45) 발행인의 증권을 매매할 수 있는 풋, 콜 또는 기타 권리나 의무, 발행인 증권의 시장가격에 따라 시장가격이 크게 달라지는 증권, 관련 파생상품을 지칭한다.

를 초과하는 금액, ② 동법 제76조 제6항에서 증권으로 간주되는 것과 관련하여, 규칙으로 정하는 바에 따라서 규정되거나 결정되는 금액을 뜻한다.

위 증권법상 규정된 ‘얻은 이익(profit made)’의 의미는, ① 동법 제76조 제6항에서 증권으로 간주되는 것을 제외한 증권과 관련하여 그리고 공매도와 관련된 것을 제외하고, 중대한 사실이나 중대한 변화의 일반공시 이후 20거래일간 해당 증권의 평균거래가가 제76조 제1항에 위반하여 매수한 증권에 대하여 지급한 금액을 초과하는 금액, ② 공매도와 관련하여, 제76조 제1항에 위반하여 매도한 증권에 대하여 수취한 금액이 중대한 사실이나 중대한 변화의 일반공시 이후 20거래일간 해당 증권의 평균거래가를 초과하는 금액, ③ 제76조 제6항에서 증권으로 간주되는 것과 관련하여, 규칙으로 정하는 바에 따라서 규정되거나 결정되는 금액, 또는 동법 제76조 제2항이나 제3항에 위반한 보고대상발행인에 관하여 다른 사람이나 기업에 중대한 사실이나 중대한 변화를 알려준 대가로 수취한 약인(consideration)의 가치를 뜻한다.

나. 브리티시 콜롬비아주

위반행위에 대하여 5년 이하의 징역이나 위반행위로 인하여 모든 당사자가 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 최소한도로, 5백만 캐나다달러와 위반행위로 인하여 모든 당사자가 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액 중 큰 금액을 최대한도로 하는 벌금형에 처한다. 다만 법원에 제출된 사실관계를 기초로 법원이 위반행위로 인하여 모든 사람이 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 확정할 수 없는 경우 그 행위자가 지는 벌금은 법률에 규정된 금액으로 한다.

증권규칙상 규정된 증권의 매도(공매도 제외)에 관련하여 회피한 손실액은 위반행위와 관련해 매도된 모든 증권에 관련된(associated with) 회피한 손실액의 합계액으로 하고, 그 산정을 위하여 개별 매도 증권의 회피한 손실액은 ‘당해 증권의 매도에 따른 수취액 - 중요한 사실이나 중요한 변화의 일반공시 직후 10 거래일간 증권의 거래량가중평균시장가격’으로 산정된다.

증권규칙상 규정된 ‘얻은 이익’은 위반행위와 관련해 매수된 모든 증권에 관련된(associated with) 이익의 합계액으로 하고, 그 산정을 위하여 개별 매수증권의 이익은 ‘[증권이 (i) 내부정보의 일반공시 직후 10 거래일 전에 매도된 경우, 증권의 매도가격, 또는 (ii) 매도되지 않았거나, 매도되어도 내부정보의 일반공시 직후 10 거래일 전에 매도되지 않은 경우, 일반공시 직후 10 거래일간 증권의 거래량가중평균시장가격] - 위반행위자에 의하여 증권에 대해 지급한 금액’으로 산정된다.

4. 일본

위반행위에 대하여 5년 이하의 징역 또는 500만 엔 이하의 벌금에 처하고 있고, 병과가 가능하다. 위반행위로 취득한 재산에 대하여 그 전부를 몰수·추징할 수 있으나, 손해배상 이행 상황 등을 고려해 몰수·추징이 적절하지 않으면 몰수·추징하지 않을 수 있다.⁴⁶⁾

과징금 조항은 부당이득과 관련이 있다. 중요사실 또는 공개매수 등의 실시에 관한 사실 또는 공개매수 등의 중지예 관한 사실(중요사실 등)의 공표일로부터 6개월 전 이내에 유가증권을 ‘매도’한 경우에는 ‘매도가격에 수량을 곱하여 얻은 액에서 당해 중요사실 등이 공표된 후 2주간 동안 가장 낮은 가격에 당해 매도 등의 수량을 곱하여 얻은 액을 공제한 액’이 과징금이 된다. 유가증권을 ‘매수’한 경우에는 ‘당해 중요사실 등이 공표된 후 2주간 동안 가장 낮은 가격에 당해 매도 등의 수량을 곱하여 얻은 액에서 매수가격에 수량을 곱하여 얻은 액을 공제한 액’이 과징금이 된다.

5. 호주

위반행위에 대하여 징역 15년 및 벌금 945,000호주달러 또는 법원이 산정할 수 있는 경우 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배 중 많은 금액에 처하고, 병과가 가능하다.

회사법에 ‘얻은 이익과 회피한 손실(benefit derived and detriment avoided)’의 정의로 ‘[(a) 위반행위에 합리적으로 귀속시킬 수 있는 하나 또는 그 이상의 사람이 얻은 이익의 총가치와 (b) 위반행위에 합리적으로 귀속시킬 수 있는 하나 또는 그 이상의 사람이 얻은 손실의 총가치]의 합계액’이 규정되어 있다.

민사제재금 관련 조항도 부당이득과 관련이 있는데, 내부자거래행위에 대하여 105만 호주달러 또는 법원이 산정할 수 있는 경우 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배 중 많은 금액에 처한다.

6. EU

형벌 조항[시장남용형사제지침(CSMAD⁴⁷⁾: Criminal Sanctions for Market Abuse Directive])은 위반행위에 대한 법정형의 상한이 최소 4년의 자유형이 되어야 한다고 규정하고 있을 뿐이어서(제7조 제2항) 부당이득과 관련이 없다.

46) 몰수·추징을 하지 않을 수 있다는 조항으로 인해 일본에서는 부당이득과 관련한 심도 있는 논의가 거의 없는 것으로 보인다.

47) CSMAD는 지침으로서 EU 회원국이 이를 수용하지 않을 수 있고, 실제 영국 등 다수국이 이를 반영하지 않고 있다.

행정제재 관련 조항[시장남용명령⁴⁸](MAR: Market Abuse Regulation)은 위반행위에 대한 금전제재는 ‘얻은 이익 또는 회피한 손실⁴⁹’의 3배 이상, 그리고 500만 유로 이하가 되어야 한다고 규정하고 있어 부당이득과 관련이 있기는 하나 그 내용에 관한 심도 있는 논의는 찾기 어렵다고 한다.

7. 영국

미공개정보 이용행위에 대하여 약식기소된 경우 최고치 이하의 벌금 또는 6개월 이하의 징역에 처하고 양자는 병과가 가능하고, 정식기소된 경우 벌금 또는 7년 이하의 징역에 처하며 양자는 병과가 가능하다.

과징금 부과 관련 내부 매뉴얼[DEPP(Decision procedure and penalties manual)]에는 부당이득과 관련된 내용이 있다. 과징금 총액은 위반행위의 결과로 취득하는 이익의 몰수 및 위반행위의 심각성을 반영한 재정적 처벌의 두 가지 요소로 구성되는 것으로 파악된다. ‘수량화가 가능한 한 위반행위자가 위반행위로부터 직접적으로 취득한 금전적 이득 또는 회피한 손실을 제거’하고, ‘그 이익에 이자를 합산’한다. 다만 구체적인 부당이득 산정방법은 개별 사안의 특수성을 고려하여 산정되는 것으로 보이는데, 부당이득은 과징금 액수 결정의 고려요소일 뿐 절대적인 기준이 아니어서 영국에서는 추상적인 제반 고려요소를 고려할 뿐 구체적인 적용과 산정은 규제당국의 사안에 따른 개별적·구체적 적용에 의한다.

8. 독일

위반행위에 대하여 5년 이하의 징역 및 벌금에 처하고, 벌금 상한 및 하한이 법정되어 있지 않다.

독일 연방재판소(BGH, Beschluss vom 27. 1. 2010. Freetnet 사건)는 악재정 미공개정보 이용행위로 얻은 특별이익의 박탈 사안에서, 악재성 미공개정보 공표일 당일의 시가와 종가의 차액을 기초로 특별이익을 산정한 원심과 달리 ‘특별이익은 1거래일에 기해서 산출할 수 없고 보다 장기의 주가의 변화를 관찰하여 산정하여야 하고, 시장에서 내부정보를 알았다라면 형성되었을 주가를 기초로 산정해야 한다.’고 달리 판단했다.

질서위반금 조항은 위반행위에 대하여 500만 유로 이하에서 위반행위로 얻은 경제적 이익 (=위반행위로 얻은 이익 + 회피한 손실), 즉 부당이득의 3배 이하의 금액에 처한다고 규정하고

48) MAR은 명령으로 회원국의 선택과 무관하게 효력이 있다.

49) MAR에는 부당이득액 산정방식에 관한 설명을 두고 있지 않다.

있어 부당이득과 관련이 있다.

9. 프랑스

미공개정보 이용행위에 대하여 2년 이하의 징역과 150만 유로 이하의 벌금에 처하되, 벌금의 경우 ‘실현된 모든 이익(any profit realised)’의 1배 이상 10배 이하로 가중 처벌될 수 있다.

10. 홍콩

위반행위에 대하여 10년 이하의 징역과 1,000만 홍콩 달러에 처한다.

민사제제금(financial order) 관련 조항은 홍콩 증권선물법은 시장부정행위심판원(market misconduct tribunal)이 위반행위자에 대하여 위반행위 결과 위반행위자가 ‘얻은 이익이나 회피한 손실’을 초과하지 않는 금액을 정부에 지급할 것을 명할 수 있다고 규정하고 있어 부당이득과 관련이 있으나, 산출방식에 관한 명확한 기준이 규정되어 있지는 않다.

홍콩 종심법원(Court of Final Appeal)⁵⁰[Insider Dealing Tribunal v Shek Mei Ling (1999) 1 HKLRD 879]은, 위반행위자가 미공개정보를 이용해 주식을 매수했다가 미공개정보 완전 공개 전 주식을 매도⁵¹한 사안에서 위반행위자가 실현한 위반행위 관련 주식의 매도가액 합계액에서 위반행위 관련 매수가액 합계액을 공제한 금액을 부당이득액으로 판단한 원심을 유지하면서 회피손실액은 매도 시점의 실제가격과 시장이 부정적인 가격민감 정보를 흡수한 가격 사이의 비교에 의해 산정된다고 판시한 바 있다.

VI. 미실현이익에서의 추정단가①(☞ 실질적으로는 기준시점) 관련 논의 (대상판결① 관련 논의)

1. 문제 소개

호재성 미공개중요정보 이용행위의 경우에는 악재성 미공개중요정보 이용행위와 달리 보통 중요정보 공개 이후 미공개중요정보로 취득한 주식을 매도함으로써 실제 이득(☞ 실현이익)을 취득하는 것이 일반적이다. 그래서 호재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득 산정 시

50) 우리나라의 대법원에 해당한다.

51) 미공개정보에 관해 먼저 일부 내용으로 1차 공개가 이루어진 후 나머지 내용으로 2차 공개가 이루어짐으로 미공개정보의 완전 공개가 이루어진다. 해당 사안의 위반행위자는 1차 공개 이후 2차 공개 이전에 주식을 매도했는데, 이를 완전 공개 전 주식 매도로 표시한 것이다.

에는 기준시점을 기준으로 실현이익과 미실현이익이 구분되고, 또한 추정단가① 결정된다는 점에서 기준시점이 매우 중요한 의미를 갖는다.

왜냐하면 기준시점 이후에 주식이 실제 매도되더라도 그 주식 매도로 인한 부당이득은 실현이익이 아니라 미실현이익으로 산정되고, 특히 기준시점의 주가와 실제 매도단가가 다른 경우에는 부당이득 액수가 달라지기 때문이다.

앞서 본 바와 같이 추정단가①은 기준시점의 주가로 산정되는데, 그 주가가 구체적으로 무엇인지에 대해서 그것이 기준시점의 최고가, 기준시점까지의 거래량 가중평균 주가⁵²⁾ 또는 종가라는 약간의 논란이 있기는 하나,⁵³⁾ 대상판결①에서는 이 부분 논란이 특별히 문제되지 않았고 주가 결정이 간명하며 종가가 당일의 주가 가치를 대표한다고 보아도 무방하므로 여기서는 특별한 사정⁵⁴⁾이 없다면 기준시점의 주가는 ‘종가’를 의미하는 것으로 본다.

그렇다면, 결국 추정단가①의 산정은 기준시점을 찾는 문제로 귀결된다.

2. 실무례

가. 대법원

일반 법리를 명시적으로 실시한 판결은 없으나, 최종 처분행위 시를 기준시점으로 본 것으로 볼 수 있는 판례가 1건 있음

[참고] 대법원 2006. 5. 12. 선고 2004도491 판결(미간행)

구 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제6695호로 개정되기 전의 것) 제207조의2 제1호는 같은 법 제188조의2 제1항의 규정에 위반한 자를 10년 이하의 징역 또는 2천만 원 이하의 벌금에 처하되, 다만 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과할 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다고 규정하고 있는바, 위 단서에서 정하고 있는 “위반행위로 얻은 이익”이라 함은 거기에 함께 규정되어 있는 “손실액”에 반대되는 개념으로서 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이득 즉, 그 거래로 인한 총 수입에서 그 거래를 위한 총 비용을 공제한 차액을 말하므로, 미공개중요정보 이용행위로 얻은 이익은 그와 관련된 유가증권거래의 총 매도금액에서 총 매수금액 및 그 거래비용을 공제한 나머지 순 매매이익을 의미하고(대법원 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결, 2005. 4. 15. 선고 2005도632 판결 등 참조), 그와 같은 이익의 산정에 있어서는 피고인의 이익실현행

52) ‘일정 기간 동안 거래된 주식의 거래대금을 동일 기간의 거래량으로 나누어 산출한 것’으로 ‘해당 기간 사이에 이루어진 모든 거래에서의 거래량이 반영된 평균가격’을 말한다.

53) 조영석, 증권 불공정거래 범죄의 부당이득에 관한 형법적 문제의 연구(고려대 박사학위 논문), 2021, 165

54) 아래에서 보는 바와 같이 기준시점을 최종 처분 시로 보는 경우에는 예외적으로 그 때의 주가는 종가가 아니라 실제 매도단가가 된다.

위를 기준으로 하여 그에 따른 구체적 거래로 인한 이익, 아직 보유 중인 미공개중요정보 이용 대상 주식의 가액, 미공개중요정보 이용행위와 관련하여 발생한 채권 등이 모두 포함되어야 하며, 이 경우 특별한 사정이 없는 한(☞예외) 아직 보유 중인 주식의 가액은 그와 동종 주식의 마지막 처분행위 시를 기준(☞원칙)으로, 주식양도를 목적으로 하는 채권의 가액은 그 약정이행기를 기준으로 산정함이 상당하다.

나. 하급심

① 기준시점을 정보가 주가에 미치는 효과가 모두 반영된 시점으로 보는 입장⁵⁵⁾

[참고1] 서울고법 2014. 7. 24. 선고 2014노1034 판결⁵⁶⁾

특별한 사정이 없는 한 호재성 미공개정보 이용행위와 관련하여 위반자가 얻은 이익은, 당해 정보공개로 인한 효과가 주가에 직접 반영되는 기간 중 위반자의 주식처분행위가 있었다면 그 처분행위시를 기준으로, 위 기간 중 위반자의 주식처분행위가 없었다면 그 기간의 종가를 기준으로 하여 그 때까지 미공개정보를 이용한 구체적 거래로 인하여 발생한 이익(실현이익)과 미공개정보를 이용하여 매수하였다가 처분하지 않고 당시 보유 중인 대상 주식의 평가이익(미실현이익)을 포함하여 산정함이 타당하다.

[참고2] 서울고법 2017. 9. 19. 선고 2017노1507 판결(당심 확정)

미공개 중요정보 이용행위로 인하여 얻은 이익은 미공개 중요정보가 공개된 뒤 그 정보가 주가가격에 미치는 효과가 모두 반영되는 시점까지 주식을 처분함으로써 이미 실현한 이익과 처분하지 않은 주식에 관하여 위 시점의 주가로 계산한 미실현이익을 더하는 방법으로 산정하여야 한다.

② 기준시점을 정보 공개 후 최초형성최고종가⁵⁷⁾ 형성 시점으로 보는 입장⁵⁸⁾

[참고1] 서울중앙지법 2015. 4. 30. 선고 2014노1929 판결⁵⁹⁾

원심 거시 증거들에 의하면, 윤○ 차명계좌로 2008. 9. 3.부터 2008. 9. 19. 사이에 매수한 □주식은 총 34,910주이고(평균 매수단가 주당 28,527원), 공개매수결정이 공시된 2008. 9. 19. 이후 형성된 일일종가 중 최초 형성 최고가인 2008. 9. 22. 종가는 36,550원(☞피고인은 위 주식을 2008. 11. 28. △에 37,000원에 매도하였으나, 검사는 이 사건 미공개정보 이용으로 얻은 부당이익액은 미실현이득으로 보아 위 종가를 기준으로 부당이익금을 산정하여 기소하였고, 이것이 피고인에게 유리하므로 이를 기초로 부당이익금을 산정함)이며, 매매 수수료 등으로 소요된 금액은

55) 같은 취지의 서울남부지법 2017. 9. 1. 선고 2017노950 판결, 서울중앙지법 2015. 1. 8. 선고 2014고단4038 판결(서울중앙지법 2015노409 판결로 확정됨) 등 하급심 판례가 다수 있음

56) 대법원 2014도10191 판결로 확정되었다. 이 부분이 상고심 쟁점은 아니었으나 직권과기가 되지도 않았다.

57) ‘정보 공개 후 최초로 최고가가 형성된 날의 종가’를 말한다.

58) 같은 취지의 대법원 2014. 5. 29. 선고 2011도11233 판결, 대법원 2010. 5. 27. 선고 2010도2181 판결 등이 있다.

1,995,700원이다. 따라서 피고인이 위 계좌를 통해 취득한 부당이익금은 278,087,230원이고 계산 내역은 다음과 같다. 부당이익금 278,087,230원 = 주식 평가액 합계 1,275,960,500원(= 34,910주 × 2008. 9. 22. 종가 36,550원) - 매수금액과 수수료 등 소요비용 합계 997,873,270원[매수대금 995,877,570원(= 34,910주 × 평균취득단가 28,527원) + 수수료 등 1,995,700원]

[참고2] 서울남부지법 2017. 9. 1. 선고 2017노950 판결(당심 확정)

따라서 원심이 정보공개 후 최초형성 최고종가일인 2015. 12. 22.을 기준으로 하여 그 때까지 매도한 7,800주에 대하여는 실현이익을 산정하고, 그 때까지 처분하지 않은 주식 20,000주에 대하여는 2015. 12. 22.의 종가를 매도단가로 간주하여 비용을 공제하지 않는 방법으로 미실현이익을 산정한 것은 정당하고, 거기에 미공개중요정보 이용행위로 얻은 이득액 산정에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 잘못이 없다.

3. 학계 논의

가. 김영기 변호사

미실현이익의 매도간주시점을 ㉠ 최종처분 시로 볼 것인지 아니면 ㉡ 최고가 형성 시로 볼 것인지 견해가 나뉘어 복잡한데, 어느 것이 피고인에게 유리한 방법인지 여부의 관점을 고려할 필요가 있다고 한다.

위반행위자가 주식을 일부 처분 및 일부 보유한 경우에는 행위자의 의사에 충실하게 최종 처분행위 시 주가를 기준으로 미실현이익을 산정하는 것이 타당하다. 다만 위반행위자가 주식을 전부 보유하고 있다면 정보 공개 후 최초 형성 최고가일 종가를 기준으로 미실현이익을 산정해야 한다고 한다.

나. 노혁준 교수

호재성 정보에 관한 실현이익 발생의 판단 기준시점을 일응 ‘정보 공개 이후 해당 정보가 증권 등 가격에 전부 반영된 시점’까지로 보고 있다. 인과관계 측면에서 볼 때, 그 이후의 매매 차익 또는 차손은 미공개중요정보 이용과 무관하기 때문이다.

추정단가를, ㉠ 호재성 정보 공개 후 최초로 형성된 최고 종가, ㉡ 호재성 정보 공개 후 가격이 안정화된 시점의 가격 등으로 보는 방식이 있을 수 있다고 하면서 위반행위자가 증권을 계속 보유하는 경우와 일부라도 처분한 경우 보유분 평가방식이 전혀 달라지게 되어 형평에 맞지 않는다는 이유로 위 대법원 2004도491 판결을 비판한다.

다. 박순철 변호사

59) 대법원 2015도8412 판결로 확정되었다. 이 부분이 상고심 쟁점은 아니었으나 직권파기가 되지도 않았다.

실현이익과 미실현이익 사이의 산정 시기를 ㉠ 공개 후 최초 최고가 형성일로 할 것인지, 아니면 ㉡ 판결 선고 시까지로 할 것인지가 문제되나 판례는 대체로 공개 후 최초 최고가 형성일을 기준으로 하고 있다고 한다.

최초 최고가 후에 주식의 일부 또는 전부 처분이 있는 경우 ㉠ 최초 최고가 형성 시(최고가 형성시설)와 ㉡ 최종 처분행위 시(처분시설)로 산정방법이 나뉘는데, 처분시설에 의하면 판결 선고 시까지 피고인이 미처분 주식을 염가에 처분할 경우 가중처벌 구성요건의 적용을 회피할 수 있다는 치명적인 결함이 있기 때문에 처분시설보다는 최고가형성시설이 기본적으로 더 타당하다고 한다.

라. 임재연 변호사

미공개중요정보 이용행위의 경우 정보가 공개되어야 증권의 가격에 반영되고 부당이득도 산정되므로 기수 시기와 부당이득의 산정 시기가 일치하지 않는다. 기준 가격으로, ㉠ 정보 공개 후 최초형성최고가(서울중앙지법 2010고합775 판결), ㉡ 실제 매도가격(대법원 2004도491 판결), ㉢ 다른 정보의 공개 전일 종가(서울중앙지법 2007고합159 판결)의 입장을 소개하고 있다.

마. 정순섭 교수⁶⁰⁾

부당이득 산정의 중점이 반드시 시세조종행위의 종료시점과 일치할 필요는 없다고 본다. 부당이득은 구성요건 요소이기는 하지만 범죄의 종료 여부에 관한 판단과 무관한 형벌기준에의 해당 여부에 대한 판단이므로, 부당이득은 위반행위와 인과관계가 존재하면 되는 것이지 반드시 위반행위의 종료시점과 시기적으로 일치할 필요는 없다고 한다.

부당이득의 계산중점인 ‘시세조종행위의 개시 이후 그 효과가 반영되기에 충분한 합리적 시점’을 어떻게 정할 것인지가 문제되지만, 시세조종행위 이후 최고가 형성시점이라고 보는 것이 타당하다는 이유로 대법원 2004도491 판결을 비판한다.

바. 조인호 교수·조재연 변호사

호재성 미공개중요정보를 이용한 경우 부당이득 산정의 기준시점으로, ㉠ 일응 미공개중요 정보를 공개한 시점, ㉡ 정보를 공개한 후 공개된 당해 정보가 시장에 더 이상 영향을 미치지 않게 된 시점, ㉢ 정보공개 후 실제로 주식을 매도한 시점 등을 생각해 볼 수 있다고 한다.

60) 시세조종행위에 관해 논의하고 있으나, 이는 미공개정보 이용행위에도 적용될 수 있다는 입장으로 볼 수 있다.

위 ㉔입장에 있는 대법원 2004도491 판결에 대해 호재성 미공개중요정보를 이용하여 주식을 매수한 후 전량 보유하고 있는 경우 실현이익도 없고 미실현이익도 계산할 수 없게 된다는 부당한 결론에 도달하고, 판례처럼 호재성 미공개중요정보 이용자가 실제로 이익을 실현한 행위 시를 기준으로 실현이익과 미실현이익을 산정하게 된다면, 미공개중요정보 이용자가 상황에 따라 실현이익과 미실현이익을 조작할 수도 있어 불합리하다는 이유로 비판한다.

그러면서 호재성 미공개중요정보를 이용한 내부자거래의 경우 부당이득 산정의 기준시점을 미공개중요정보 공개 후 형성된 일일 종가 중 최초로 형성된 최고가로 보고 있는 금융감독원, 검찰 등 규제 당국의 입장을 설명하고 있다.

4. 상정가능한 견해 대립

가. 기준시점을 정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점으로 보는 견해(이하 ‘정보가치전부반영시설’)

부당이득은 위반행위와 인과관계가 인정되는 범위에서만 인정되는데, 호재성 미공개중요정보 이용행위의 경우 해당 정보가 주가에 전부 반영된 시점까지만 그 행위의 인과관계가 인정된다.

위 견해는 해당 정보가 주가에 전부 반영된 시점과 관련해 구체적으로 그 시점이, ㉕ 미공개중요정보 공개 시점으로 보는 견해(이하 ‘공개시설’), ㉖ 정보 공개 후 최초형성최고종가 형성 시점으로 보는 견해(이하 ‘최초형성최고종가형성시설’), ㉗ 정보 공개 후 안정화된 주가가 형성된 시점으로 보는 견해(이하 ‘안정화된종가형성시설’)로 세분될 수 있다.

㉕견해는 미공개중요정보의 공개와 동시에 곧바로 그 효과가 주가에 반영됨을 근거로 한다. 위 ㉖견해와 ㉗견해는 모두 미공개중요정보 공개 후 변동폭에 초점을 맞춘 점에서 동일하나, 정보 공개에 따른 시장 참여자들의 심리적인 과민반응이나 일시적인 불확실성으로 인한 주가 변동 등의 일시효과(이하 ‘과민반응 등’)를 인과관계에 포섭할 것인지 여부에 관한 사실인정 문제에서 비롯된 차이이다.

나. 기준시점을 정보 공개 후 주식을 실제로 최종 처분한 시점으로 보는 견해(이 경우 단가는 최종 처분 시 ‘가액’이 된다, 이하 ‘처분시설’)

호재성 미공개중요정보 이용행위로 이익을 실현하고자 하는 행위자의 의사를 존중해야 하므로, 특별한 사정이 없는 한 피고인의 구체적인 이익실현행위를 기준으로 하는 것이 합당하다.

미실현이익의 추정단가① 결정기준은 위반행위자가 보유주식을 언제 처분하였을 것으로 추정할 수 있는가의 문제로 보아야 한다. 미공개중요정보 이용행위에 대하여 벌금형을 병과할 수 있도록 한 취지는 그로 인한 이익의 박탈에 중점이 있는 것으로 보아야 한다.

다. 기준시점을 일부 처분이 있으면 최종 처분 시점으로, 전부 보유 중이면 최초형성 최고종가형성 시점으로 보는 견해⁶¹⁾(이하 ‘절충설’)

부당이득 산정 시 인과관계의 관점(최초형성최고종가형성시설)과 위반행위자의 이익실현의사(처분시설)를 모두 고려하되, 어느 기준을 적용할 것인지 여부를 판단할 때 있어서 ‘어느 것이 피고인에게 유리한 방법인지 여부’의 관점도 고려할 필요가 있다.

미실현이익의 추정단가① 결정기준은 ‘위반행위자가 보유주식으로 처분하였다고 가정할 때 과연 언제 처분하였을 것으로 추정할 수 있는지 여부’의 판단문제라 할 수 있는데, 위반행위자가 보유주식을 적극적으로 처분에 나선 상황(일부 처분, 일부 보유)이라면 최종 처분행위 시에 전체를 처분하였을 것으로 보아 미실현이익을 산정하고, 처분을 하지 못한 채 전체 물량을 보유 중(전부 보유)이라면 최초로 형성된 최고가일 증가로 처분하였을 것으로 보고 미실현이익을 산정하는 것이 위반행위자의 의사나 인과관계에 부합한다.

5. 검토 ▶ 결론적으로 정보가치전부반영시설이 타당하다고 생각한다.

1) 각 견해에 관한 장·단점 검토

	정보가치전부반영시설	처분시설
장점	사회적 법익 보호에 충실함 산정방식이 비교적 간단명료함	피고인의 실제 이익에 부합함
단점	피고인에게 불리함	위반행위자의 범행 종료 이후 행위로 부당이득 액수가 달라진다는 부담 존재함

	정보가치전부반영시설		
	공개시설	최초형성최고종가형성시설	안정화된종가형성시설
장점	실현이익과 미실현이익의 구분이 간명함	수사기관(검찰 및 금융감독원)에서 주로 사용하는 방식으로 위반행위와의 인과관계가 분명하게 반영되는 시점을 비교적	정보가치 그 자체가 주가 변동에 영향을 미친 정도를 제일 정확하게 표시함

61) 김영기 검사의 견해

		간단하게 파악할 수 있음	
단점	-호재성 미공개중요정보의 가치전부가 공개 당일 증가에 곧바로 반영된다고 단정하기 어려움 -실현이익이 발생한 가능성이 거의 없을 수 있음	-다른 견해들과 비교해서 미실현이익이 과다하게 산정될 가능성이 높고 위반행위자의 실제 취득 이익과 괴리가 클 수 있음(→ 피고인에게 가장 불리한 결과를 초래함) -최초형성최고증가에는 과민반응 등 정보 가치와 무관한 부분이 포함되어 있는 경우가 많아 이를 배제할 필요가 있음 -‘최고가’가 아닌 ‘증가’를 기준으로 하는 것이 다소 의제적임	-주가 흐름 중 안정화 단계가 들어나지 않는 경우가 있을 수 있음 -어느 정도의 기간이 요구되므로 그 사이에 제3의 원인이 개입될 가능성이 있어 그 시점이 위반행위와 인과관계가 인정되는 시점인지 불분명한 경우가 생길 수 있음

2) 부당이득의 보호법의 측면에서 볼 때, 현재까지 상정할 수 있는 견해 가운데서는 정보가치 전부반영시설이 타당하다고 생각한다.

부당이득의 주된 보호법익은 유가증권시장의 공정한 거래질서이다. 주가 변화 및 주가 흐름의 변화는 유가증권시장의 공정한 거래질서의 침해 존부, 침해기간 및 침해 정도를 가늠할 수 있는 주요 요소로 볼 수 있다. 따라서 주가 변화 및 주가 흐름의 변화를 통해 부당이득의 존재, 기간 및 그 정도를 파악할 수 있다고 생각한다.

미공개중요정보 이용행위로 발생한 위험은 당해 정보가 공개된 때부터 당해 정보로 인한 전반적인 주가 흐름이 반대 방향으로 변화될 때까지 계속되므로, 결국 호재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득은 원칙적으로 해당 정보가치가 반영돼 정상적으로 형성된 증가가 형성될 때까지 발생한다고 보는 것이 타당하다고 생각한다.

한편 주가 변화 및 주가 흐름의 변화에 영향을 주는 과민반응 등은 해당 정보가치와 무관하므로 이를 반영하는 것은 부당하다.

3) 부당이득의 본질 측면을 고려해도, 현재까지 상정가능한 견해 중에서는 정보가치 전부반영시설이 가장 타당하다고 생각한다.

부당이득 액수는 건전한 자본시장질서라는 사회적 법익에 대한 침해 정도를 반영하는 규범적 지표로서의 의미를 갖고 있으므로,⁶²⁾ 부당이득이 반드시 실현되어 위반행위자에게 귀속된 것만을 의미하는 현실적 개념이 아니라 사회적 법익에 대한 침해의 정도를 나타내는 규범적 개념으로 볼 수 있다.

즉, 미공개중요정보 공개 이후 주가 변화 및 주가 흐름의 변화가 사회적 법익에 대한 침해

62) 정순섭, 자본시장법상 불공정거래와 보호법익, 상사판례연구(제25집 제1권), 한국상사판례학회(2012), 161

존재 및 정도를 나타내므로, 주가 흐름이 반대 방향으로 전환된 때까지는 각 시점마다 사회적 법익에 대한 침해가 계속되고 있었다고 볼 수 있으므로, 주가 흐름이 반대 방향으로 전환되기 전까지의 부당이득을 산정하는 것이 매우 자연스럽다.⁶³⁾

4) 인과관계 측면을 고려해도, 현재까지 상정가능한 견해 중에서는 정보가치전부반영시설이 가장 타당하다고 생각한다.

부당이득은 위반행위의 결과로서 위반행위와 인과관계가 인정되어야 한다. 정보가치전부반영증가는 해당 정보의 효과가 미치는 중점으로 볼 수 있어 위반행위와 시간적 인과관계가 인정된다.

또한 부당이득의 보호법익인 유가증권시장의 공정한 거래질서의 침해 정도는 위반행위로 인한 주가의 변화 정도로 알 수 있는데, 정보가치전부반영증가는 해당 정보가치로 인한 주가 변화치이므로 주가의 변화 정도를 정확히 알 수 있는 자료이므로 해당 정보가치가 주가 변화에 영향을 준 정도를 전반적으로 정확히 알게 해 준다.

5) 죄형균형 원칙이나 책임주의 원칙 측면을 고려해도, 정보가치전부반영시설이 타당하다고 생각한다.

위반행위자는 위반행위로 유가증권시장의 공정한 거래질서가 침해될 수 있음을 인식할 수 있었음에도 위반행위를 저질렀다.

위반행위자는 정보가치전부반영증가 형성 당시까지 주식을 처분할 수 있는 기회가 있었다. 정보 공개 후 정보가치전부반영증가 형성 시점에 이르는 동안 주식을 처분한 경우 처분 당시 시점을 기준으로 볼 때 그 당시의 정보가치전부반영증가로 처분한 것으로 볼 수 있다. 결국 정보가치전부반영증가 형성 전 주식 처분이 있는 경우는 처분 당시 기준으로 보았을 때 정보가치반영증가로 처분한 것이어서 이를 부당이득, 그 중 실현이익으로 보는 데 문제가 없다고 생각한다.

위반행위자가 정보가치전부반영증가에 이르기까지 주식을 처분하지 못한 이유는 통상적으로 위반행위자가 정보가치전부반영증가보다 더 높은 주가를 기대하고 기다리다가 기회를 놓친 것에 불과하므로 미실현이익을 정보가치전부반영증가로 보더라도 위반행위자에게 과도한 책임을 지우는 것이 아니다.

6) 처분시설에 대한 비판(→ 절충설에 대한 비판이기도 하다)

위 견해에 의하면, ① 위반행위자가 미공개중요정보를 알고 주식을 매수 → ② 해당 정보

63) 조영석, 증권 불공정거래 범죄의 부당이득에 관한 형법적 문제의 연구(고려대 박사학위 논문, 2021, 164

공개 → ③ 정보가치전부반영종가 형성 후 하락 → ④ 위반행위자가 일부러 매수단가 이하로 일부 주식 매도한 경우 위반행위가 얻은 부당이득이 없다는 결과에 이른다. 이는 위반행위자가 위반행위로 부당이득의 보호법익을 침해했음이 명백함에도 부당이득이 없다는 불합리한 결과를 초래해 그 자체로 부당하다. 그리고 위반행위로 부당이득의 보호법익이 침해되는 결과가 발생해 실질적으로 범행이 종료되었음에도 종료 이후 위반행위자의 매수단가 이하의 처분행위로 부당이득이 없어졌다는 것으로 이는 범죄 종료 이후 위반행위자의 행위로 범죄 내용을 변경할 수 있다는 점에서 형법적으로도 받아들이기 어렵다.

또한 위 견해에 의하면, 판결 선고 시까지 피고인이 보유 중인 주식을 염가로 처분할 경우가중처벌 요건을 회피할 수 있다는 중대한 문제를 초래한다. 즉, 수사나 재판 기간의 장단 또는 범죄행위 종료 이후의 사정이나 피고인의 의사에 따라서 형벌의 적용이 유동적인 것은 형법의 일반원칙인 행위와 책임의 동시 존재 원칙에 정면으로 반한다.⁶⁴⁾

정보가치전부반영종가 형성 이후의 처분시가액에는 위반행위 이외에 제3의 요인 내지는 위반행위자와 무관한 요인으로 형성된 부분이 포함된 것으로 볼 수밖에 없는데, 위 견해에 의하면 이것들이 모두 반영된 처분시를 기초로 부당이득을 산정하는 것이므로 이는 인과관계가 인정되지 않는 부분은 부당이득 산정에서 배제한다는 판례(대법원 2011도15056 판결 등)에도 명백하게 저촉되는 것으로 볼 수 있다.

위 견해에 의하면, 위반행위자가 주식을 계속 보유하는 경우와 일부라도 처분한 경우 보유 중인 주식의 평가 방식이 전혀 달라질 수 있는데 이는 형평에 맞지 않는다고 생각한다.⁶⁵⁾ 위반행위자가 실제로 이익을 실현한 마지막 행위 시를 기준으로 실현이익과 미실현이익을 산정하게 된다면, 위반행위자가 상황에 따라 실현이익과 미실현이익을 조작해 불합리한 결과를 초래할 수 있기 때문이다.

7) 대법원 2004도491 판결과의 관계(→ 모순·저촉 없다)

대법원 2004도491 판결은 이익 산정 기준을 피고인의 이익실현행위로, 미실현이익에서의 추정단가^①을 특별한 사정이 없는 한 동종 주식의 최종 처분행위 시 가액으로 판단했다.

판시 내용 자체만 보면, 위 판결이 호재성 미공개중요정보 이용행위로 얻은 부당이득에 관

64) 박순철, 미공개중요정보 이용행위의 규제에 관한 연구(성균관대 박사학위 논문), 211

65) 한편, 정보가치전부반영시설에 의하더라도 정보가치가 전부 반영된 주가 형성 시점 전까지 실제 매도가 이루어지는 경우 실제 매도가액을 실현이익을 파악한다는 점에서 미실현이익을 정보가치전부반영시의 주가로 보는 것과 형평에 맞지 않는 것이 아닌가 하는 의문이 들 수 있는데, 정보가치전부반영 시점까지의 실제 매도가액은 매도 당시를 기준으로 보았을 때 실질적으로 정보가치전부반영시의 주가로 볼 수 있고 당시에는 이후 해당 정보의 효과가 주가에 완전히 반영되는 주가로 실제 매도하는 것이 불가능하다는 점에서 처분가능성의 존부에 있어서 정보가치전부반영시 주가 이후 실제 매도한 경우와 본질적인 차이가 있으므로, 위와 같은 경우는 형평에 반한다고 보기 어렵다.

해 일반론을 실시한 것이 아닌가 하는 의문이 들기는 하나, 아래 이유에 비추어 볼 때, 위 대법원 판결이 호재성 미공개중요정보 이용행위로 얻은 부당이득 산정방식에 관해 일반적인 법리를 실시했다고 보기 어렵다고 생각한다.

㉑ 위 판결 사안은 정보가치전부반영증가를 정확히 파악하기는 어려운 사안으로 보이고, 검사 역시를 이를 제대로 구분하지 못한 채 실현이익과 미실현이익을 구분해 공소제기한 사안이었다.

㉒ 위 판결 사안은 정보가치전부반영증가를 정확히 파악할 수 없는 상황에서 최종 처분행위 시 가액을 추정단가①로 보아 이를 기준으로 부당이득을 산정하더라도 부당한 결과가 초래되지 않는 사안이었던 것으로 보인다(↔ 한편 이 사건의 경우 대법원 2004도491 판결의 원칙에 따른 부당이득은 마이너스가 된다).

㉓ 위 판결은 특별한 사정이 있는 경우 최종 처분행위 시 가액을 추정단가로 하지 않을 수 있다고 하면서 구체적인 기준을 제시하지 않았는데, 그러한 판시에 비추어 보더라도 특별한 사정이 있는 경우를 넓게 해석할 수 있으므로, 전체적으로 보면 대법원 2004도491 판결의 판시가 일반론을 판시한 것이라 단정할 수 없어 결국 일반론처럼 보이는 실시는 대법원 2004도491 판결 사안에 국한된 특수한 실시였다고 볼 수 있다.

㉔ 실제 위 판결 이후 이를 원용한 대법원 판결은 없고, 하급심 판결은 겨우 3건이 있을 뿐이어서 위 판결에 선례로서의 가치에 의미를 두기도 어렵다.

설령, 대법원 2004도491 판결이 일반적인 법리 실시를 한 것으로 보더라도, 해당 판결은 판시 자체로도 예외를 인정하고 위 판결은 정보가치전부반영증가가 드러나지 않은 사안을 전제로 한 것인데 반해 대상판결① 사안은 정보가치전부반영증가가 드러나는 사안으로 차이가 있어 위 판결의 예외에 해당한다고 볼 수 있다.

결국 대법원 2004도491 판결이 호재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득 산정방식에 관해 일반적인 법리 실시를 했는지 여부와 무관하게 정보가치전부반영시설은 위 판결과 모순·저촉되지 않는다고 생각한다.

8) 정보가치전부반영시설 내 각 견해에 관한 검토

앞서 본 바와 같이 정보가치전부반영시설에는 공개시설, 최초형성최고증가형성시설, 안정화된증가형성시설의 견해가 있다.

위 각 견해는 모두 정보가치와 인과관계 있는 적정한 주가가 무엇인지에 관한 것이다. 위 각 견해는 적정주가를 찾기 위한 수단으로서 모두 정보가치와의 인과관계를 전제로 하고 있다. 앞서 본 바와 같이 위 각 견해에는 나름대로의 장단점이 있어 그 중 어떤 견해가 모든 상황에

서 일률적으로 적용될 수 있는 유일한 견해라고 단정하기 어려운 부분도 있다.

위 각 견해는 차례로 공개시종가, 정보 공개 후 주가 흐름이 상승하다가 최초로 그 방향이 바뀔 때의 종가, 정보 공개 후 주가 흐름이 상승하다가 과민반응 등이 소멸하면서 그 방향이 바뀌고 그것이 일정기간 유지될 때의 종가를 의미한다.

그런데, 위 각 견해를 일반론으로 설시할 경우 정보가치와 주가와 인과관계만을 이론적으로 생각한 나머지 실제 정보 공개로 인한 주가 변동 시 정보가치 뿐만 아니라 이와 무관한 제 3의 요인이 개입되는 부분이 있는 것 등을 포함한 여러 요소가 고려되지 않는다는 오해를 불러일으킬 수 있다.

공개시절의 경우는 가장 쉽고 명확한 기준으로 볼 수 있기는 하나, 정보공개 다음날 이후로도 정보가치가 주가에 반영되고 있는 상황을 제대로 설명할 수 없고, 한편 공개시종가가 최초 형성최고종가이거나 안정화시종가와 동일하면 공개시종가설은 최고형성최고종가형성시절 또는 안정화된종가형성시절과 차이가 없다.

최초형성최고종가형성시절의 경우는 정보 공개 이후 정보가치가 주가에 최대 반영된 때, 즉 인과관계의 범위가 최대로 미친 때로 안정화된종가형성시절에 비해 그 기준을 파악하는 것이 상대적으로 용이하기는 하나, 최초형성최고종가에는 정보가치와 무관한 과민반응 등으로 인한 주가 변동분이 포함되어 있어 이를 공제할 필요가 있고, 통상적으로 피고인에게 가장 불리한 기준이라는 비판을 받을 수 있다.

안정화된종가형성시의 경우는 최초형성최고종가형성시절과 달리 위 과민반응 등으로 인한 주가 변동분을 부당이득에 포함시키지 않아 정보가치와 인과관계 있는 부당이득을 가장 정확히 산정할 수 있기는 하나, 실제 주가 흐름상 안정화 단계를 파악할 수 없는 경우가 적지 않아 그 기준이 불명확하다는 비판을 받을 수 있다.

결국, 위 각 견해는 기준시점을 찾기 위한 이론적인 수단들로서 구체적인 사건에서 실제 주가 흐름을 보고 정보가치와 인과관계 있는 주가, 즉 정보가치전부반영종가를 찾는 데 적절히 사용할 수 있는 기준 정도로 사용하면 족하다고 생각한다. 단 상대적으로 공개시절이 다른 두 견해에 비해 설득력이 떨어진다고 생각한다.

VII. 회피손실액에서의 추정단가② 관련 논의(대상판결② 관련 논의)

1. 문제 소개

회피손실액은 기본적으로 자본시장법상 위반행위로 초래된 위험과 인과관계가 인정되어야 한다. 그 위험은 위반행위의 보호법익(증권시장의 공정한 거래질서 등)에 대한 침해 위험을 의미하고, 보호법익의 침해 정도는 주가 변동 정도로 알 수 있다.

결국 악재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 위험은 위반행위자가 해당 정보 향유의 평등성을 침해하여 주식을 매도함으로써 해당 정보를 이용하는 행위를 한 때 시작되어 당해 정보의 공개로 전반적인 주가 흐름이 변경되는 때 종료된다고 볼 수 있다.

이를 시세차익설에 따른 판례 법리에 근거해 표현해 보면, 악재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 회피손실액은 위반행위 관련 주식의 실제 매도단가에서 해당 정보 공개 후 해당 정보 가치가 전부 반영된 시점의 주가를 공제한 차액을 기준으로 산정된다고 볼 수 있다. 그런데, 여기서 실제 매도단가와 실제 위반행위 관련 주식의 매도수량은 이미 정해져 있는 반면, 해당 정보 공개 후 해당 정보 가치가 전부 반영된 시점의 주가, 즉 추정단가②가 구체적으로 어떻게 결정돼야 하는지가 분명하지 않아 문제가 된다.

이하에서는 판례, 학설 및 상정가능한 견해를 소개한 후 그 당부를 살피면서 추정단가② 결정기준을 살펴보기로 한다.

2. 판례

가. 대법원

회피손실액 산정기준 및 추정단가② 결정기준에 관한 법리를 명시적으로 판시한 바 없다.

대법원은 최초형성최저종가⁶⁶⁾를 추정단가②로 인정한 다수의 원심 판단을 그대로 수긍하고 있는 입장에 있다고 보인다.⁶⁷⁾ 그렇다고 대법원이 최초형성최저종가 이외의 주가는 추정단가②로 인정하지 하지 않는다고 판단한 바도 없어 최초형성최저종가만을 추정단가②로 보고 있다고 단정할 수는 없다.

[참고] 대법원 2015. 12. 23. 선고 2015도13203 판결(→ 추정단가② 결정기준이 상고이유가 아니었으나 최초형성최저종가가 추정단가②라는 법리 실시 후 이를 사실로 인정한 원심을 직권으로 파기하지 않고 그대로 수긍)

□ 사안: 피고인 ○이 대출 연체 사실, 상장폐지 사실 등을 미리 알고 주식을 매도해 116,265,201

66) ‘정보 공개 후 최초로 최저가가 형성된 날의 종가’를 말한다.

67) 같은 입장의 대법원 2021. 4. 23.자 2021도1721 결정, 대법원 2019. 10. 17. 선고 2019도10176 판결, 대법원 2018. 1. 25. 선고 2017도17303 판결, 대법원 2017. 5. 11. 선고 2016도16831 판결, 대법원 2017. 2. 7.자 2016도20350 결정, 대법원 2014. 2. 13. 선고 2013도9954 판결, 대법원 2007. 7. 26.자 2007도4716 결정, 대법원 2000. 11. 24. 선고 2000도2827 판결 등이 있다.

원68) [= (실제 매도단가 - 최초형성최저증가) × 매도수량]의 손실을 회피한 사건

□ 원심(부산고법 2014노380 판결) 판단

중요정보 공개시점과 그로 인한 주가하락 반영, 그 이전의 손실회피 행위와의 시간적 간격 등을 고려할 때, 위반행위가 개입된 거래로 인하여 회피한 손실액(미공개정보 이용행위로 얻은 부당이득 중 회피손실)은 “매도단가에서 정보공개 후 최초 형성된 최저 증가의 차액에 매도수량을 곱한 금액”으로 봄이 상당하다.

□ 대법원 판단: 상고기각

2. 피고인 ○의 상고이유에 대하여

원심판결 이유를 원심이 적법하게 채택한 증거들에 비추어 살펴보면, 원심이 그 판시와 같은 이유를 들어 피고인 ○에 대한 이 사건 변경된 공소사실이 모두 유죄로 인정된다고 판단한 것은 정당하고, 거기에 상고이유 주장과 같이 필요한 심리를 다하지 아니하고, 논리와 경험의 법칙을 위반하여 자유심증주의의 한계를 벗어나거나 이유모순 내지 미공개정보이용으로 인한 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 위반죄에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다고 할 수 없다.

나. 하급심

하급심도 시제차익설에 따라 회피손실액을 산정하고, 하급심 거의 대부분도 추정단가②를 최초형성최저증가로 보는 입장에 있는 것으로 보인다.⁶⁹⁾ 위 입장을 취한 하급심 판결은 위 대법원의 구체적 검토 부분에서 본 내용과 차이가 없어 따로 기재하지 않는다.

다만, 하급심 일부는 안정화시증가를 추정단가②로 법리 실시한 바 있다.⁷⁰⁾

[참고] 서울남부지법 2019. 1. 10. 선고 2018고단3289 판결

□ 사안: 피고인이 추정금 부과 및 검찰 고발 사실을 미리 알고 주식을 매도해 ○이 대출 연체 사실, 상장폐지 시실 등을 미리 알고 주식을 매도해 48,815,686원 [= (실제 매도단가 - 최초형성최저증가) × 매도수량]의 손실을 회피했다고 기소된 사건

□ 판단: 회피손실액 중 일부 무죄

어느 정보가 공개되어 그 영향으로 인하여 주가가 상승 또는 하락함으로써 이익을 얻거나 손실을 회피하였는지 여부는 해당 정보가 충분히 시장에 공개된 이후 주가가 안정화된 시점을 기준으로 판단하여야 할 것인바(서울고등법원 2008. 6. 24. 선고 2007노653 판결 참조), 주가가 안정화되었는지 여부는 거래량과 전일비 등락 폭이 일응의 기준이 될 수 있다고 할 것이다. 회피손실액을 계산하면, 피고인이 회피한 손실액은 36,911,259원이 된다. 따라서 위에서 인정된 금원을 초과하는 11,904,427원 상당의 손실을 회피하였다는 위 공소사실에 대하여는 검사가 제출한 증거만으로는 이를 인정하기에 부족하고, 달리 이를 인정할 증거가 없다.

68) 회피손실액 산정 시 거래비용이 공제되어야 하나, 이에 관한 주장 및 심리가 없어 거래비용 공제 없이 회피손실액이 계산된 것으로 보인다.

69) 서울고법 2020노579 판결(대법원 2021도6444 상고기각판결로 확정), 서울남부지법 2019고합230 판결(서울고법 2020노803 판결로 확정), 서울고법 2013노2542 판결(미상고 확정) 등이 있다.

3. 학계 논의⁷¹⁾

학설은 전반적으로 추정단가^②에 관하여 실무 및 판례가 최초형성최저종가설 입장에 있다고 언급하면서 이에 관해 ① 최초형성최저종가(정보 공개 후 최초로 형성된 최저 종가)설과 ② 안정화시종가(정보 공개 후 최초로 주가가 안정화된 시점의 종가)설을 단순 소개하는 입장에 있다.

일부 실무가 및 교수는 최초형성최저종가설에 관해 아래와 같은 의견을 밝히고 있었다. 한편, 김영기를 제외하고 안정화시종가설을 전적으로 부정하는 학자 내지 실무가는 찾지 못했다.

- 김영기는 “악재성 정보의 공개와 시장의 반응간 인과관계를 고려할 때 회피손실액은 ‘정보 공개 후 최초 형성 최저가일 종가’를 기준으로 산정하는 것이 합리적이라고 할 것이다.”는 의견을 표하고 있다.
- 노혁준은 ‘최초형성최저종가설 방식에 의하는 현재 실무례에 큰 문제점이 있다고 보기는 어렵다.’는 의견을 표하고 있다.

4. 상정가능한 견해 대립

가. 최초형성최저종가설(실무 및 다수 판례의 태도)⁷²⁾

최초형성최저종가가 악재성 정보가 공개된 후 그 정보 가치가 정확히 반영된 시점의 가격이라고 보는 견해이다.

통상적으로 보았을 때, 악재성 정보 공개 후 발생한 주가의 변동이 멈추거나 방향이 반대로 바뀌었을 때를 당해 정보가 시장에 더 이상 영향을 미치지 않게 된 때라고 파악할 수 있다. 악재성 정보의 경우 정보 공개의 효과가 시장에서 극대화된 시점이 정보 공개 후 최초로 최저가 형성된 시점으로 보는 것이 합리적이다.⁷³⁾

금융감독원, 검찰 등 수사기관의 산정기준이고, 앞서 본 바와 같이 하급심 거의 대부분이 취하는 입장이기도 하며, 이에 의하는 현재 실무례에 큰 문제점이 있다고 보기 어렵고,⁷⁴⁾ 대법

70) 위 입장을 취한 서울고법 2007노653 판결(대법원 2008도6219 판결로 확정), 서울남부지법 2019노179 판결, 서울남부지법 2020노455 판결 등이 있다.

71) 김정수, 내부자거래와 시장질서 교란행위, SFL그룹(2016), 541~542; 임재연, 자본시장법, 박영사(2021), 1148~1149; 김영기, 자본시장 불공정거래범죄의 부당이득 산정기준, 형사법의 신동향(제59호), 대검찰청(2018), 360~361; 노혁준, 자본시장법상 불공정거래로 인한 부당이득의 법적 문제, 증권법연구(제19권 제1호), 삼우사(2018), 248 등을 참조해 작성했다.

72) 위 견해에 의하면, 회피손실액은 (실제 가중평균 매도단가 - 최초형성최저종가) × 실제 매도수량 - 거래비용의 방식으로 산정된다.

73) 김영기, 자본시장 불공정거래의 형사책임과 규제에 관한 연구(연세대 박사학위 논문), 2017, 39-40

원이 이를 일견 받아들이는 듯 하다는 평가도 있다.⁷⁵⁾

나. 안정화시종가설⁷⁶⁾⁷⁷⁾

안정화시종가가 악재성 정보가 공개된 후 그 정보가치가 정확히 반영된 시점의 가격이라고 보는 견해이다.

최초형성최저종가를 기준으로 하면, 시장이 악재성 정보 공개에 민감하게 반응하여 최초 종가가 지나치게 낮게 형성되거나 반대로 이를 제대로 반영하지 못하여 최초 종가가 높게 형성될 우려가 있어 정보가치를 제대로 반영하지 못할 수 있다는 관념을 전제로 한 견해이다.

이에 의하면, 최초형성최저종가의 단점을 보완할 수 있고, 최초형성최저종가설보다 피고인에게 유리한 경우가 많게 된다.

위 견해는 회계감사인의 부실감사로 손해를 입은 투자자가 민법상의 불법행위책임에 기한 손해배상청구권을 행사하는 경우 분실결산 및 부실감사로 인한 거래정지가 해제되고 거래가 재개된 후 계속된 하종가를 벗어난 시점에 정상적으로 형성된 주가를 기준으로 손해배상액을 산정하는 판례(대법원 1997. 9. 12. 선고 96다41991 판결)의 입장을 기초로 한 것으로 볼 수 있어 종전 관련 판례와의 정합성도 인정된다고 볼 수 있다.⁷⁸⁾

5. 검토

➡ 위 각 견해는 구체적인 사건에서의 실제 주가 흐름을 보고 정보가치와 인과관계 있는 주가를 찾는 데 적절히 사용할 수 있는 기준 정도로 사용하면 족하다.

가. 각 견해의 장단점 비교

	최초형성최저종가설	안정화시종가설
--	-----------	---------

- 74) 노혁준, 자본시장법상 불공정거래로 인한 부당이득의 법적 문제, 증권법연구(제19권 제1호), 삼우사(2018), 248
- 75) 노태약, “최근 판례에 나타난 내부자거래 규제의 범리, BFL(제25호), 서울대 금융법센터(2007), 32; 편집대표 정찬형, 주식 금융법 (Ⅲ) [자본시장법2], 한국사법행정학회(2013), 455(강현구 집필부분); 한국증권법학회, 자본시장법 주석서1, 한국증권법학회(2015), 전계서, 1051(이상복 집필부분) 등에서 이와 같이 평가하면서도, 구체적인 사건번호 등은 적시하지 않고 있다. 최초형성최저종가설을 따른 원심이 상고되었음에도 이를 파기하지 않은 대법원 판결을 염두에 둔 것으로 보인다.
- 76) 노혁준, 자본시장법상 불공정거래로 인한 부당이득의 법적 문제, 증권법연구(제19권 제1호), 삼우사(2018), 247-248; 임재연, 자본시장법, 박영사(2021), 1148~1149; 임재연, 자본시장법과 불공정거래, 박영사(2019), 618-620; 김정수, 내부자거래와 시장질서 교란행위, SFL그룹(2016), 541~542 등에 언급되어 있다.
- 77) 위 견해에 의하면, 회피손실액은 (실제 가중평균 매도단가 - 안정화시종가) × 실제 매도수량 - 거래비용의 방식으로 산정된다.
- 78) 임재연, 자본시장법, 박영사(2021), 1148

장점	<p>-사회적 법익 보호에 충실함</p> <p>-산정방식이 비교적 간단명료함(사기관(검찰 및 금융감독원)에서 주로 사용하는 방식으로 위반행위와의 인과관계가 반영되는 시점을 비교적 간명하게 파악할 수 있음)</p>	<p>정보가치 그 자체가 주가 변동에 영향을 미친 정도를 제일 정확하게 표시함</p>
단점	<p>-안정화시종가설에 비교해서 회피손실액이 과다하게 산정될 가능성이 높아 위반행위자가 실제 회피한 손실액과 괴리가 클 수 있음(→ 피고인에게 가장 불리한 결과를 초래할 우려가 있음)</p> <p>-최초형성최저종가에는 과민반응 등 정보가치와 무관한 부분이 포함되어 있는 경우가 많아 이를 배제할 필요가 있음</p>	<p>-주가 흐름 중 안정화 단계가 드러나지 않는 경우 안정화시종가를 찾을 수 없다는 문제가 있음</p> <p>-안정화 단계에 어느 정도의 시간이 요구되므로 그 사이에 제3의 원인이 개입될 가능성이 있어 안정화 시점이 위반행위와 인과관계가 인정되는 시점인지 불분명한 경우가 생길 수 있음</p>

나. 각 견해는 모두 정보가치와 인과관계 있는 주가가 무엇인지에 관한 것으로, 해당 주가를 찾기 위한 수단으로서 모두 정보가치와의 인과관계를 전제로 하고 있다.

다. 각 견해에는 아래에서 보는 바와 같이 각각 치명적인 단점이 있어 어떤 한 견해를 추정단가 결정기준으로 법리 판시하기에는 중대한 문제가 있다고 볼 수 있다.

추정단가② 결정기준의 본질은 악재성 정보가 공개된 후 해당 정보가치가 주가에 완전히 반영된 시점의 가격을 찾는 것이다.

최초형성최저종가설에 의할 경우, ㉠ 악재성 정보와 주가 변동 사이에 인과관계가 인정되는 상황임에도 악재성 정보가 공개된 후 주가가 하락하던 중 잠시 상승했다가 다시 하락한 때 및 ㉡ 악재성 정보가 공개된 후 민감반응 등으로 주가가 급락했다가 민감반응 등이 제거되면서 주가가 상승한 다음 안정화된 때에도 최초형성최저종가를 추정단가②로 봄으로써 정보가치가 완전히 반영된 시점의 가격을 제대로 측정하지 못한다는 치명적인 단점이 있다(㉠의 경우는 과소평가가, ㉡의 경우는 과대평가가 문제됨).

안정화시종가설에 의할 경우, ㉠ 악재성 정보 공개 이후 주가가 안정화되는 단계가 없을 때는 아예 안정화시종가가 존재하지 않고, 또한 ㉡ 악재성 정보 공개 이후 주가가 안정화되는 단계가 존재하더라도 그 단계에 이를 때까지 최초형성최저종가에 비하여 상대적으로 시간적 간격이 더 길어 제3의 요인이 주가 변동에 개입될 가능성이 높아지므로 이때 주가 변동분 중 악재성 정보 공개로 인한 부분과 제3의 요인으로 인한 부분을 구분하기가 상대적으로 더 어려워 종국적으로 회피손실액을 산정할 수 없게 된다는 결론에 이르는 치명적인 단점이 있다.

라. 결국 앞서 본 바와 같이 최초형성최저종가설, 안정화시종가설에는 장점과 단점이 있고, 그 중 어떤 견해도 모든 상황에서 일률적으로 적용될 수 있는 압도적인 견해라고 단정하기 어렵다.

위 각 견해를 일반론으로 실시할 경우 대법원이 정보가치와 주가 사이의 인과관계를 이론적으로만 생각한 나머지, 실제 정보 공개 이후 주가 변동에는 악재성 정보가치뿐만 아니라 이와 무관한 제3의 요인이 개입되는 부분이 있는 것을 고려하지 않고 있다는 오해를 불러일으킬 수 있다. 즉, 각 견해는 정보가치와 무관한 제3의 요인이 개입된 주가 변동 부분은 인과관계가 없는 부분으로 배제함을 당연한 전제로 하는데, 위 각 견해의 이론대로 일반론을 실시할 경우 위와 같은 전제가 고려되지 않았다는 오해를 야기할 수 있게 된다.⁷⁹⁾

최초형성최저종가설의 경우 법리 실시 시, 정보 공개 이후 정보가치가 주가에 최대도로 반영된 때, 즉 인과관계가 최대도로 미친 때로 안정화시종가설에 비해 그 기준을 파악하는 것이 용이하기는 하나, 최초형성최저종가에는 정보가치와 무관한 과민반응 등으로 인한 주가 변동분이 포함되어 있어 이를 공제할 필요가 있고, 통상적으로 피고인에게 가장 불리한 기준이라는 비판을 받을 수 있다는 문제가 있다.

안정화시종가설의 경우 법리 실시 시, 최초형성최저종가설과 달리 위 과민반응 등으로 인한 주가 변동분을 부당이득에 포함시키지 않아 정보가치와 인과관계 있는 부당이득을 가장 정확히 산정할 수 있기는 하나, 실제 주가 흐름상 안정화 단계를 파악할 수 없는 경우가 적지 않아 그 기준이 불명확하다는 비판을 받을 수 있는 문제가 있다.

마. 결국, 위 각 견해는 본질적으로 악재성 미공개중요정보와 그것이 완전히 반영된 주가 사이의 인과관계 범위 확정이라는 사실인정 문제와 관련해 추정단가^㉔를 결정하기 위한 이론적인 수단에 불과하므로, 구체적인 사건에서의 실제 주가 흐름 등을 보고 정보가치와 인과관계 있는 주가를 찾는 데 적절히 사용할 수 있는 기준 정도로 사용하면 족하다고 생각한다.

앞서 본 바와 같이 어떤 견해에 의하든 현실적으로 정확한 회피손실액을 산정하는 것은 불가능할 수 있으므로 규범적으로 규제 목적상의 규제 범위를 정하는 의미에서 회피손실액 산정 기준을 명확성 원칙에 따라 법령에 규정할 필요가 있다고 생각한다.

79) 주가 변동에 악재성 정보 이외에 제3의 요인이 개입된 경우에는 악재성 정보와 인과관계가 인정되는 회피손실액만을 따로 구분하여 산정해야 하고(대법원 2011도15056 판결), 그것이 불가능한 경우에는 악재성 정보로 인한 회피손실액을 산정할 수 없게 된다.

바. 위 검토 결과에 관한 비판

위와 같은 검토 결과에 관해서 추정단가 결정기준이 일의적이지 않아 하급심 등에 별다른 도움이 되지 않을 수 있다는 비판이 제기될 수 있다.

그러나, 위 각 견해에는 앞서 본 바와 같이 치명적인 단점이 있어 그 중 어느 한 견해를 일의적으로 채택할 수 없는 한계가 있음을 고려할 수밖에 없고, 다양한 사안 모두에 적용될 수 있는 일의적 기준을 찾는 것도 사실상 불가능할 수밖에 없는 현실을 고려할 필요가 있으며, 구체적인 사안에서 위 견해 중 적합한 어느 한 견해에 따라 추정단가를 결정하는 것이 보다 더 합리적이므로, 위 검토 결과를 받아들일 수 있다고 생각한다.

사. 실제 사안에서 두 견해의 양립가능성 여부

위와 같은 검토 결과에 관해서 구체적인 사안에서 추정단가로 최초형성최저종가설에 따른 주가, 안정화시종가설에 따른 주가 또는 제3의 주가가 양립가능한지 여부가 문제될 수 있다.

개인적 생각으로는 양립불가능하다고 생각한다. 이 부분의 문제는 구체적인 사안에서 최초형성최저종가설에 따른 주가와 안정화시종가설에 따른 주가가 다른 경우 그 상이한 주가 중 어느 것이나 해당 사안에서의 추정단가②로 보아도 무방한지 여부로, 즉 구체적인 사안에서 추정단가② 결정기준이 하나만 제시되어야 하는지 아니면 복수가 제시될 수 있는 여부의 문제이다.

앞서 본 바와 같이 최초형성최저종가설 또는 안정화시종가설 등은 기본적으로 악재성 미공개중요정보의 가치가 주가에 전부 반영된 시점의 주가, 즉 해당 정보의 가치와 인과관계가 인정되는 최종 시점의 주가를 찾기 이론적 수단에 불과하므로, 구체적인 사안에서 해당 정보의 가치와 인과관계가 인정되는 최종 시점의 주가는 하나 밖에 존재할 수 없으므로, 구체적인 사안에서 추정단가②는 최초형성최저종가설에 따른 주가 또는 안정화시종가설에 따른 주가 또는 제3의 주가 중 어느 하나만 존재할 수밖에 없으므로, 구체적인 사안에서 각 주가 사이의 양립은 불가능하다고 생각한다.

VIII. 위 각 검토 결과에 따른 정리 및 그에 따른 대상판결들에 대한 평가

1. 위 각 검토 결과에 따른 정리

가. 추정단가① 및 추정단가②의 관계

앞서 본 각 검토 결과에 의하면, 호재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 미실현이익의 산정의 기초가 되는 추정단가① 및 악재성 미공개정보 이용행위로 인한 회피손실액 산정의 기초가 되는 추정단가②는 모두 본질적으로는 그 결정기준이 개념상 ‘정보 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가’로 동일하다고 보아야 한다.

그 이유는 위 각 이용행위는 각 행위 사이에 외형상 차이가 있지만 본질적으로는 미공개중요정보의 사전 이용행위가 선행된 다음 정보 공개가 된 이후에 비로소 이익[적극적 이익(미실현이익) 또는 소극적 이익(회피손실액)]을 취득하는 구조를 취하고 있고 특히 부당이득은 정보 가치와 인과관계가 인정되는 범위 내에서 산정되기 때문이다.

결국 미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득 산정 시 추정단가 결정 문제는 미공개중요정보와 그 정보가치가 전부 반영된 주가 사이의 인과관계 범위를 확정하는 문제로서 본질적으로 사실인정에 관한 문제라고 결론 내릴 수 있고, 그 동안의 논란은 사실인정에 도움을 주는 이론적 수단에 관한 것의 논란에 불과하다고 볼 수 있어 해당 견해 자체에 대해 지나치게 집착할 필요는 없다고 생각한다.

다만, 호재성 미공개중요정보 이용행위의 경우에는 정보 공개 이후 통상적으로 위반행위자가 해당 주식을 매도하는 행위가 개입되고 또한 그 때가 정보 공개 이후로서 ‘정보 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점’ 이전인 때에는 해당 주식 매도행위로 실제로 얻은 이익은 실현이익으로 산정되어야 한다는 점에서 정보 공개 후 위반행위자의 별도가 행위가 개입될 여지가 전혀 없는 악재성 미공개중요정보 이용행위의 경우와 차이가 있다. 그래서 호재성 미공개중요정보 이용행위의 경우에는 실현이익과 미실현이익의 구분이 중요하게 되어 추정단가①의 결정 문제가 실질적으로는 실현이익과 미실현이익을 구분하는 기준시점의 문제로 치환된다.

나. 구체적 사안에서 위 각 검토 결과의 세부적 적용

앞서 본 바와 같이 추정단가는 미공개중요정보의 가치가 주가에 전부 반영된 시점의 주가이므로, 그 주가는 해당 정보가치와 인과관계 있는 범위 내에 있는 최종 시점의 주가로 결정된다.

이를 구체적으로 보면, 해당 정보가치와 인과관계 있는 범위 내에 있는 최종 시점의 주가는 미공개중요정보 이용행위 관련 주식에 관한 ① 해당 정보 공개 시점 이후의 주가 흐름(☞ 주가의 변동 추세), ② 거래량의 변동 추세, ③ 공개 시점과의 시간적 간격(☞ 추세의 지속기간), ④ 시장 참여자들의 심리적인 과민반응 유무 및 일시적인 불확실성으로 인한 주가 변동 등의 일시효과 유무⁸⁰⁾, ⑤ 제3요인의 개입 유무, ⑥ 주식시장 상황 및 ⑦ 그 밖에 주가에 중대한 영향

을 미칠 수 있는 제반 요소들을 전체적·종합적으로 고려해 결정된다고 볼 수 있다.⁸¹⁾

위 요소 중 ④~⑦요소들의 경우, 그것들의 존재는 원칙적으로 인과관계 내지는 주가 결정 시 배제되거나 공제되어야 하는 소극적 요소로 볼 수 있다.

결국 추정단가는 적극적 요소인 ①~③요소들에 대한 전체적·종합적 고려로 결정되고, 다만 여기에 소극적 요소인 ④~⑦요소가 고려된 부분이 배제되는 방식으로 최종 결정된다고 볼 수 있다.

위 ①~③요소들을 구체적으로 살펴보면, 아래와 같다.

① 주가의 변동 추세의 경우, 통상은 호재성(악재성) 정보가 공개되면 주가는 계속적으로 상승(하락)[= 상승(하락) 추세] → 이후 주가의 상승(하락)이 멈추거나 주가가 반락(반등)하는 등으로 상승(하락) 추세가 중단되면 그때 호재성(악재성) 정보가 주가에 전부 반영되었다고 볼 수 있음

② 거래량의 변동 추세의 경우, 통상은 호재성(악재성) 정보가 공개되면 상당기간 거래량이 평소보다 크게 증가함(= 증가 상태가 유지되는 추세) → 이후 거래량이 정보공개 이전 수준으로 복귀하면 그때 호재성(악재성) 정보가 주가에 전부 반영되었다고 볼 수 있음

③ 추세의 지속기간의 경우, 추세의 지속기간이 매우 짧은 단기간에 그친다면 그 추세는 시장 참여자들의 민감반응에 의한 것일 가능성이 높음

이론상으로는 안정화시종가가 정보가치가 전부 반영된 시점의 주가를 상대적으로 더 정확하게 찾아 줄 수 있는 수단이라고 생각한다. 그러나 앞서 본 바와 같이 현실에서 안정화된 단계의 주가가 존재하는 경우를 쉽게 발견하기 어려우므로 실무상으로는 안정화시종가를 적용하는 경우가 그리 많지 않을 수 있다.

그래서 주가 추이만 보더라도 쉽게 추정단가를 비교적 쉽게 찾아낼 수 있는 최초형성최고(저)종가를 기준으로 부당이득을 산정한 실무례가 상당히 많은 것으로 보인다. 최초형성최고(저)종가에 의하면, 앞서 본 판단요소 중 핵심요소인 ‘해당 정보 공개 시점 이후의 주가 흐름’ 측면에서 해당 정보가치와 인과관계 있는 최종 시점을 쉽게 파악할 수 있다. 즉, 그 시점은 통상 호재성(악재성) 정보가 공개되면 주가가 상승(하락)하는 것이 일반적이고 그 상승세(하락세)가 멈추거나 하락세(상승세)로 돌아서는 시점에 그 호재성(악재성) 정보가치가 주가에 전부 반영되어 더 이상 영향을 미치지 않는 상태가 된 때로 볼 수 있다.⁸²⁾ 결국 최초형성최고(저)종가

80) 박순철, 미공개중요정보 이용행위의 규제에 관한 연구(성균관대 박사학위 논문), 2009, 205의 “정보 공개에 따른 시장 참여자들의 심리적인 과민반응이나 일시적인 불확실성으로 인한 주가 변동 등의 일시효과는 고려할 필요가 없다.” 부분 및 노혁준, 자본시장법상 불공정거래로 인한 부당이득의 법적 문제, 증권법연구(제19권 제1호), 삼우사(2018), 248의 “시장이 악재성 정보 공개에 민감하게 반응하여 최초종가가 지나치게 낮게 형성되거나 반대로 이를 제대로 반영하지 못하여 최초종가가 높게 형성될 우려가 있다.”부분을 참조했다.

81) 이 부분은 이익액 산정방식에 관한 대법원 2009도1374 판결 및 대법원 2011도15056 판결을 참조했다.

82) 대법원 2015도11875 판결로 상고기각된 서울중앙지법 20105노1142 판결의 판시 부분을 참조해 작성했다.

에 의하면, 상승세(하락세)가 멈추거나 하락세(상승세)로 돌아서는 시점의 주가인 최초형성최고(저)증가를 손쉽게 찾을 수 있다는 장점이 있다. 그래서 통상적으로는 그 최초형성최고(저)증가를 추정단가로 손쉽게 결정하는 것으로 보인다. 그러나 최초형성최고(저)증가에 과민반응 등이 포함되어 있는 경우라면 그 최초형성최고(저)증가는 정보가치를 전부 반영한 주가로 볼 수 없어 추정단가로 볼 수 없다. 따라서 이 경우에는 다른 방식에 따라 과민반응 등이 배제된 주가를 찾아야 한다.

2. 대상판결①에 대한 평가 및 해석상 유의점

대상판결①은 호재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득 산정방식을 명시적으로 판시한 최초의 판례이다.

그 요지는, 이 경우 ㉔ 특별한 사정이 없는 한 부당이득은 호재성 미공개중요정보 이용행위 이후 정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점까지 이루어진 실제 거래로 이미 발생한 이익인 실현이익과 그 시점 당시 보유 중인 미공개중요정보 이용행위 대상 주식의 평가이익인 미실현이익을 합산해 산정하고, ㉕ 미실현이익은 정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가와 실제 매수단가의 차액에 그 당시 보유 중인 미공개중요정보 이용행위 대상 주식의 수를 곱하여 계산한 금액으로 산정하며, ㉖ 여기서 ‘정보 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가’는 통상적으로는 호재성 정보가 공개된 이후 상승세에 있던 주가 흐름이 멈추거나 하락세로 돌아서는 시점의 주가로 볼 수 있다는 것이다.

즉, 대상판결①은 그 이전까지 논란이 되어왔던 호재성 미공개중요정보 이용행위의 경우에서 실현이익과 미실현이익을 구별하는 기준시점을 ‘정보 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점’으로 명시적으로 실시하면서 그 기준시점은 통상적으로는 ‘호재성 정보가 공개된 이후 상승세에 있던 주가 흐름이 멈추거나 하락세로 돌아서는 시점’이 된다고 분명히 했다.

대상판결①의 판시 요지는 추정단가①의 결정기준에 관한 지금까지의 검토 결과와 동일하므로, 매우 타당한 판결이라고 생각한다.

대상판결①의 위 ㉔부분 중 기준시점에 관한 판시는 원칙적으로 호재성 미공개중요정보가 공개된 이후 주가가 상승하는 일반적인 상황을 전제로 한 것이다. 실제 증권시장에서는 미공개중요정보가 공개되기 전에 이미 시장에 어느 정도 알려진 사정 등으로 인해 호재성 미공개중요정보 이용행위 이후 해당 정보 공개 이전에 이미 주가가 최고가에 도달했다가 정보 공개 이전부터 계속하여 하락하는 상황 등 다양한 상황이 존재할 수 있는데, 위 판시는 이러한 예외적인 상황에는 적용되지 않는다. 대상판결①도 위와 같은 상황을 염두해 두고, ‘특별한 사정이 없

는 한'이란 표현을 사용하고 있다.

또한 기준시점과 관련한 판시 중 '통상적으로 호재성 정보가 공개된 이후 상승세에 있던 주가 흐름이 멈추거나 하락세로 돌아서는 시점' 부분은 최초형성최고종가형성시설에 입각해 표현한 것으로 보는 것이 자연스럽기는 하지만, 그 문언 중 '주가의 흐름이 멈추거나' 부분을 조금 더 깊게 생각해 보면 이는 안정화된종가형성시설에 입각한 표현으로도 충분히 볼 수 있어 위 판시만을 가지고 대상판결①이 안정화된종가형성시설을 배제하고 있다고 보아서는 안 된다고 생각한다. 이는 '통상적으로'라는 문언을 통해 예외의 경우도 존재할 수 있다는 가능성을 열어 두고 있는 점까지 더해 보면, 더더욱 그러하다고 생각한다.

본질적으로 기준시점의 문제는 호재성 미공개중요정보와 그 가치가 전부 반영된 주가 사이의 인과관계 범위 확정이라는 사실인정 문제이고, 여기서 최초형성최고종가형성시설이나 안정화된종가형성시설은 모두 추정단가① 결정을 위한 이론적 수단에 불과하므로, 기준시점의 결정은 구체적인 사건에서 그 사건에 특성에 맞는 이론적 수단과 실제 주가 흐름 등을 통해 정보가 가치가 전부 반영된 최종 시점을 개별적으로 결정하면 충분하고 반드시 최초형성최고종가형성시설이 추정단가①이라고 단정할 것은 아니라고 생각한다.

결국 대상판결①의 이 부분 판시는 위 판결이 기준시점의 전형적인 한 예로 최초형성최고종가형성시설에 따를 수 있음을 예시한 것으로 보는 것이 좀 더 맞는 해석이라 생각한다. 대상판결①을 이해하는 데 이 점을 특히 유의할 필요가 있다고 생각한다.

3. 대상판결②에 대한 평가 및 해석상 유의점

대상판결②는 악재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 부당이득(회피손실액) 산정방식을 명시적으로 판시한 최초의 판례이다.

그 요지는, 이 경우 ㉠ 특별한 사정이 없는 한 부당이득은 호재성 미공개중요정보 이용행위 이후 정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점까지 이루어진 실제 거래로 이미 발생한 이익인 실현이익과 그 시점 당시 보유 중인 미공개중요정보 이용행위 대상 주식의 평가이익인 미실현이익을 합산해 산정하고, ㉡ 미실현이익은 정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가와 실제 매수단가의 차액에 그 당시 보유 중인 미공개중요정보 이용행위 대상 주식의 수를 곱하여 계산한 금액으로 산정하며, ㉢ 여기서 '정보 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주가'는 통상적으로는 호재성 정보가 공개된 이후 상승세에 있던 주가 흐름이 멈추거나 하락세로 돌아서는 시점의 주가로 볼 수 있다는 것이다.

즉, 대상판결②는 추정단가②를 '정보 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점의 주

가'로 명시적으로 실시하면서 그 주가는 '통상적으로는 악재성 정보가 공개된 이후 하락세에 있던 주가 흐름이 멈추거나 상승세로 돌아서는 시점의 주가'이지만 그와 같이 결정한 주가가 부당한 경우에는 '부당한 사정이 배제된 시점의 주가 등'이 그 주가가 된다고 분명히 했다.

대상판결② 역시 그 판시 요지가 추정단가②의 결정기준에 관한 지금까지의 검토 결과와 동일하므로, 매우 타당한 판결이라고 생각한다.

대상판결②의 위 ㉠부분 중 추정단가에 관한 판시는 원칙적으로 악재성 미공개중요정보가 공개된 이후 주가가 하락하는 일반적인 상황을 전제로 한 것이다. 실제 증권시장에서는 미공개중요정보가 공개되기 전에 이미 시장에 어느 정도 알려진 사정 등으로 인해 악재성 미공개중요정보 이용행위 이후 해당 정보 공개 이전에 이미 주가가 최저가에 도달했다가 정보 공개 이전부터 계속하여 상승하는 상황 등 다양한 상황이 존재할 수 있는데, 위 판시는 이러한 예외적인 상황에는 적용되지 않는다. 대상판결②도 위와 같은 상황을 염두해 두고, '특별한 사정이 없는 한'이란 표현을 사용하고 있다.

또한 대상판결① 부분에서 본 바와 마찬가지로, 대상판결② 중 '통상적으로 악재성 정보가 공개된 이후 하락세에 있던 주가 흐름이 멈추거나 상승세로 돌아서는 시점의 주가' 부분은 최초형성최저종가설에 입각해 표현된 것으로 보는 것이 자연스럽기는 하지만, 그 문언 중 '주가의 흐름이 멈추거나' 부분을 조금 더 깊게 생각해 보면 이는 안정화시종가설에 입각한 표현으로 충분히 볼 수 있어 위 판시만을 가지고 대상판결②가 안정화시종가설을 배제하고 있다고 보아서는 안 된다고 생각한다. 이는 '통상적으로'라는 문언을 통해 예외의 경우도 존재할 수 있다는 가능성을 열어 두고 있는 점까지 더해 보면, 더더욱 그러하다고 생각한다.

게다가 대상판결②는 대상판결①에는 그 기재가 없는 통상적인 방식 이외의 경우인 '그 악재성 정보 공개 직후 시장참여자들이 지나치게 민감하게 반응하여 야기된 주가하락이 존재하는 등으로 구체적인 사안에서 위와 같은 방법으로 결정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 있는 경우'의 추정단가② 결정기준을 명시적·구체적으로 제시했다는 점에서 대상판결①보다 진일보한 판결이라고 볼 수 있다. 이 부분 법리는 대상판결①이 적용되는 사안에도 똑같이 적용될 수 있다고 생각한다.

위 내용을 종합해 보면, 결국 대상판결②의 위 ㉠부분 판시는 위 판결이 추정단가②의 전형적인 한 예로 최초형성최저종가에 따를 수 있음을 예시한 것으로 보는 것이 좀 더 정확한 해석이라 생각한다. 대상판결②를 이해하는 데 이 점을 특히 유의할 필요가 있다고 생각한다.

대상판결②의 법리는 그 이후 악재성 미공개중요정보 이용행위로 인한 회피손실액 산정과 관련한 대법원 2020도8575 판결 및 대법원 2021도2241 판결에도 그대로 인용되어 선례로서의 위치를 잡아 가고 있다고 생각한다.

IX. 토론

1. 다른 불공정거래행위로 인한 미실현이익 산정 시의 기준시점과 차이

판례는, 미공개중요정보 이용행위 이외의 다른 불공정거래행위인 시세조종행위와 사기적 부정거래행위로 인한 미실현이익의 기준시점을 차례로 시세조종행위 종료 시, 불공정거래행위 종료 시로 판시하고 있다.

[시세조종행위 사안] 대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결⁸³⁾

구 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제6695호로 개정되기 전의 것) 제207조의2 단서에서 정하고 있는 '위반행위로 얻은 이익'이라 함은 거기에 함께 규정되어 있는 '손실액'에 반대되는 개념으로서 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이윤 즉 그 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총 비용을 공제한 차액을 말하고, 따라서 현실거래로 인한 시세조종행위로 얻은 이익은 그 시세조종행위와 관련된 유가증권거래의 총 매도금액에서 총 매수금액 외에 그 거래를 위한 매수수료, 매도수수료, 증권거래세(증권거래소의 경우 농어촌특별세를 포함한다) 등의 거래비용도 공제한 나머지 순매매이익을 의미한다고 할 것이고, 그와 같은 이익의 산정은 시세조종행위 개시 후 종료시점까지의 구체적 거래로 인한 이익 및 시세조종행위 종료 시점 당시 보유 중이던 시세조종 대상 주식의 평가이익 등이 모두 포함되어야 한다.

[사기적 부정거래행위 사안] 대법원 2013. 4. 11. 선고 2012도14446 판결⁸⁴⁾(☞시세조종행위와 사기적 부정거래행위가 혼합된 사안)

나아가 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항에서 규정하고 있는 '위반행위로 얻은 이익'은 거기에 함께 규정되어 있는 '손실액'에 반대되는 개념으로서 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이득, 즉 그 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액을 말한다. 따라서 부정거래행위로 얻은 이익은 그 부정거래행위와 관련된 유가증권거래의 총 매도금액에서 총 매수금액 및 그 거래비용을 공제한 나머지 순매매이익을 의미한다 할 것이고, 그와 같은 이익을 산정할 때에는 불공정거래행위 개시 후 종료시점까지의 구체적 거래로 인한 이익 및 불공정거래행위 종료 시점 당시 보유 중이던 불공정거래 대상 주식의 평가이익 등이 모두 포함되어야 한다(대법원 2005. 4. 29. 선고 2003도7192 판결, 대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782 판결 등 참조).

다시 말하면, 미공개중요정보 이용행위로 인한 미실현이익 산정 시 기준시점은 '정보의 공개로 인한 효과가 주가에 전부 반영된 시점'인 반면, 시세조종행위 및 사기적 부정거래행위로

83) 대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결 같은 취지의 대법원 2018도8438 판결, 대법원 2014도16973 판결 등 다수가 있다.

84) 사기적 부정거래행위 사안] 대법원 2013. 4. 11. 선고 2012도14446 판결 같은 취지의 대법원 2012도3782 판결 (☞ 사기적 부정거래행위 사안, 사기적 부정거래종료 시점의 증가를 기준으로 미실현이익을 산정한 원심을 수긍함)이 있다.

인한 미실현이익 산정 기준시점은 ‘범죄행위 종료 시’로 차이가 있다.

2. 추가 연구 필요

불공정거래행위 유형에 따른 미실현이익 산정 시 기준시점 사이의 위와 같은 차이는 근본적으로 미실현이익과 인과관계 있는 위반행위 내용의 차이 등에서 비롯된 것이란 생각이 든다.

즉, 미공개중요정보 이용행위로 인한 미실현이익은 통상적으로 위반행위인 이용행위 외에도 그 이후에 정보 공개가 이루어져 비로소 발생되므로, 미공개중요정보 이용행위에 있어서는 통상적으로 이용행위가 종료된 시점에 미실현이익 자체가 발생할 여지가 없다고 볼 수 있다.

또한 미공개중요정보 이용행위에서의 미실현이익은 위반행위 자체보다는 이후 공개될 정보의 가치 자체에 더 큰 영향을 받는다고 볼 수 있다.

반면 시세조종행위 및 사기적 부정거래행위에서의 미실현이익은 통상적으로 정보 공개라는 별도의 요건이 필요하지 않아 위반행위 그 자체에 더 큰 영향을 받는다고 볼 수 있다.

그래서 이러한 차이에서 비롯되어 미공개중요정보 이용행위인 경우와 시세조종행위·사기적 부정거래행위의 경우 사이에 미실현이익의 산정 기준시점이 다르다고 볼 여지도 충분히 있다는 생각이 들기도 한다. 또한 시세조종행위·사기적 부정거래행위의 위반행위는 보통 수회 내지는 수십 회의 거래를 동반하기에 개별 위반행위로 인한 주가 변동 폭을 개별적으로 파악하기 매우 어려울 것이라 예상된다는 점에서 명료한 기준으로서 ‘위반행위 종료 시’를 제시한 것이 아닌가 하는 생각도 든다.

그러나 앞서 부당이득에 관한 일반론에서 보았듯이, 미실현이익의 상위 개념인 부당이득은 위반행위로 발생한 위험과 인과관계 있는 이익을 의미한다. 그리고 부당이득은 근본적으로 위반행위 이후 그것과 인과관계가 인정되는 범위 내의 주가 변동을 통해 산정된다. 그렇다면 시세조종행위·사기적 부정거래행위라는 위반행위가 종료된 이후에도 그 위반행위와 인과관계 있는 주가 변동이 있다고 인정되는 때에는 그 변동된 주가 차액도 부당이득, 구체적으로는 미실현이익으로 산정하는 것이 좀 더 타당한 것이 아닌가 하는 생각이 든다.

이에 관해서는 좀 더 심도 있는 추가 연구가 필요하다고 생각한다.

참고문헌

1. 교과서 및 주석서

김정수, 내부자거래와 시장질서 교란행위, SFL그룹(2016)

임재연, 자본시장법과 불공정거래, 박영사(2019)

임재연, 자본시장법, 박영사(2021)

편집대표 정찬형, 주식 금융법 (Ⅲ) [자본시장법2], 한국사법행정학회(2013)

한국증권법학회, 자본시장법 주석서1, 한국증권법학회(2015)

2. 논문

김민석, 자본시장법상 불공정거래에 대한 금전제재에 관한 연구(성균관대 박사학위논문), 2020

김영기, 자본시장 불공정거래의 형사책임과 규제에 관한 연구(연세대 박사학위 논문), 2017

김영기, 자본시장 불공정거래범죄의 부당이득 산정기준, 형사법의 신동향(제59호), 대검찰청(2018)

노태약, 최근 판례에 나타난 내부자거래 규제의 법리, BFL(제25호), 서울대 금융법센터(2007)

노혁준, 자본시장법상 불공정거래로 인한 부당이득의 법적 문제, 증권법연구(제19권 제1호), 삼우사(2018)

박순철, 미공개중요정보 이용행위의 규제에 관한 연구(성균관대 박사학위 논문), 2009

박순철, 미공개중요정보의 이용행위의 이해, 박영사(2010)

박임출, 내부자거래 규제에 관한 비교법적 연구(성균관대 박사학위 논문), 2003

안현수, 자본시장법상 시장질서 교란행위 규제에 관한 연구(성균관대 박사학위 논문), 2016

정순섭, 자본시장법상 불공정거래와 보호법익, 상사판례연구(제25집 제1권), 한국상사판례학회(2012)

정순섭, 자본시장법상 부당이득 산정에 관한 비교법적 연구(비교법연구회 발표 자료), 2020

조영석, 증권 불공정거래 범죄의 부당이득에 관한 형법적 문제의 연구(고려대 박사학위 논문), 2021

최문희, 미공개중요정보 이용행위에 대한 형사책임(비교법연구회 발표 자료), 2020

최종열, 자본시장법 제443조에 대한 비판적 소고, 고려법학(제86호), 고려대 법학연구원(2017)

편집대표 정찬형, 주식 금융법 (Ⅲ) [자본시장법2], 한국사법행정학회(2013)

한국증권법학회, 자본시장법상 불공정거래에 따른 부당이득의 산정에 관한 연구(대검찰청 학술연구용역 최종보고서), 2016

한국증권법학회, 시장질서교란행위 과징금 부과 기준 산정에 관한 연구(금융위원회 학술연구용역보고서), 2015

해상운송에서의 제척기간에 관한 대법원 판례의 경향 및 검토

이 상 협*

목 차

I. 서론	51
II. 제척기간과 해상운송	52
1. 제척기간 일반론	52
2. 해상운송계약에서의 제척기간	54
III. 주요 대법원 판례 검토	58
1. 제척기간의 적용 범위	58
2. 제척기간의 기산점	61
3. 제척기간의 단축 및 연장	67
4. 제척기간의 도과의 이익 포기	71
IV. 결론	75
<참고문헌>	77

* 김&장 법률사무소 변호사, 법학박사

I. 서론

상법 해상편 제2장 「운송과 용선」에서는 운송계약 및 용선계약 당사자 사이의 채권·채무는 일정한 기간 내에 재판상 청구가 없으면 소멸하는 것으로 규정하고 있다.¹⁾ 특히 상법은 해상물품운송계약으로 분류되는 개품운송계약과 항해용선계약에 대하여 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날부터 1년(개품운송계약) 또는 2년(항해용선계약) 이내에 재판상 청구가 없으면 운송인 또는 선박소유자의 채권·채무가 소멸하되, 그 기간은 당사자 사이의 합의에 따라 연장할 수 있는 것으로 정하고 있다.²⁾ 그리고 위와 같이 해상운송계약상 운송인 또는 선박소유자의 채권·채무에 적용되는 기간은 제척기간으로 분류하는 것이 통설³⁾ 및 판례⁴⁾의 입장이고, 제척기간 중에서도 법률에서 일정한 기간 내에 소로써 권리를 행사하도록 한 제소기간 또는 출소기간으로 해석된다.⁵⁾

제척기간은 그 성격상 정하여진 기간이 도과하게 되면 당사자의 채권·채무가 소멸하게 되므로, 다른 분야와 마찬가지로 해상운송에서의 제척기간은 매우 중요한 의미를 갖는다. 더욱이 해상운송에서는 제척기간의 기산점이 운송물의 인도 시점을 기준으로 결정되며, 당사자 사이의 합의로 법률에서 정한 제척기간을 연장할 수 있는 특색을 갖고 있으므로, 제척기간의 적용 여부, 기산점, 기간의 연장, 제척기간 경과의 이익을 포기할 수 있는지 여부 등에 관하여 다양한 쟁점이 존재한다. 해운 실무상으로도 제척기간을 놓쳐 권리를 행사하지 못하게 되는 결과에 놓이게 되는 것은 받아들여지기 어려운바,⁶⁾ 해상운송계약에 있어 제척기간이 갖는 중요성은 다언이 필요치 않다.

상법에서의 제척기간은 회사편의 회사 설립, 주식교환·주식이전, 결의취소, 신주발행무효, 감자무효, 합병·분할·분할합병 무효를 위한 제소기간 등⁷⁾을 제외하면 주로 해상편에 치중되어 있다. 특히 국제무역에 있어서는 국제운송이 필연적으로 수반되고, 국제운송이 이루어지는

1) 상법 제814조(개품운송계약), 제826조(해상여객운송계약), 제840조(항해용선계약), 제846조(정기용선계약), 제851조(선체용선계약).

2) 상법 제814조 제1항, 제840조 제1항.

3) 김인현, 「해상법」, 제6판, 법문사, 2020, 274면; 송상현·김현, 「해상법원론」, 제5판, 박영사, 2015, 427면; 정동운 편집대표, 「주식 상법」, 제2판, 한국사법행정학회, 2015, 564면; 최중현, 「해상법상론」, 제2판, 박영사, 2014, 335면 등.

4) 대법원도 상법 제814조에서 정한 1년의 기간을 제척기간으로 일관되게 판시하고 있다. 대법원 1997. 9. 30. 선고 96다54850 판결; 대법원 1999. 10. 26. 선고 99다41329 판결; 대법원 2001. 10. 30. 선고 2000다62490 판결; 대법원 2018. 12. 13. 선고 2018다244761 판결; 대법원 2019. 6. 13. 선고 2019다205947 판결 등 참조.

5) 이균성, 「신해상법대계」, 한국해양수산개발원, 2010, 749면에서는 상법 제814조 및 제840조의 제척기간을 “제소 제한기간(提訴制限其間)”이라고 표현한다.

6) 해상운송계약에서 정한 제척기간 내에 권리 행사를 태만히 함에 따라 담당자가 징계를 받거나 회사가 입은 손실액 중 일부를 변상한 사례도 존재한다. 김종용 기자, “감사원 “가스공사 운임분쟁 140억 손해낸 직원들 10% 변상하라””, 2022. 7. 11.자 조선비즈 기사.

7) 상법 제328조, 제360조의14, 제360조의23, 제376조, 제429조, 제445조 등.

수단 중에서는 해상운송이 압도적인 비중을 차지하고 있는바, 제척기간이 다루어진 국내 판례 중에서도 해상운송계약과 관련하여 제척기간이 문제된 사례가 많다. 특히 2000년 이후로 제척기간에 관한 대법원 판례 중 상당수가 해상운송계약에 관한 판례들이므로 파악되는바,⁸⁾ 해상운송 분야를 통하여 제척기간에 관한 법리가 전개되고 있다고 할 수 있다.

이에 아래에서는 항을 달리 하여 제척기간에 관한 일반론을 간략히 다룬 후 해상운송에서의 제척기간에 관한 주요 대법원 판례의 입장을 살펴보고 어떠한 경향을 갖고 발전하여 왔는지 검토하도록 한다.

II. 제척기간과 해상운송

1. 제척기간 일반론

시효(時效)라 함은 일정한 사실상태가 일정한 기간 동안 계속되는 경우, 그 상태가 진실한 권리관계에 합치하는지를 불문하고 그 사실상태를 존중하여 그에 따른 권리관계를 인정하는 제도이다.⁹⁾ 시효에는 일정한 사실상태의 계속으로 권리의 취득이라는 법률효과를 발생시키는 취득시효와 권리의 소멸이라는 법률효과를 발생시키는 소멸시효가 있다. 우리나라 민법도 소멸시효¹⁰⁾와 취득시효¹¹⁾에 관하여 일반 규정을 두고 있다.

반면, 제척기간은 소멸시효와 달리 민법전에 일반 규정이 존재하지 않는다. 그러나 우리나라도 제척기간이라는 개념을 수용하여 소멸시효와 제척기간을 구별하는 것이 통설이자 판례이다.¹²⁾ 일반적으로 제척기간은 일정한 권리에 관하여 법률이 예정하는 존속기간으로 해석된다.¹³⁾ 이러한 제척기간을 인정하는 이유는 권리자로 하여금 권리를 신속하게 행사하도록 함으로써 그 권리를 중심으로 하는 법률관계를 조속하게 확정하려는 데에 있다.¹⁴⁾

판례는 제척기간을 일반적으로 재판상 또는 재판 외에서 권리를 행사하여야 하는 기간으로 보고 있다.¹⁵⁾ 제척기간에 있어 권리의 행사는 법령에서 달리 정하지 않는 한 특별한 방식을 요

8) 대법원 2009. 8. 20. 선고 2008다58978 판결; 대법원 2018. 12. 13. 선고 2018다244761 판결; 대법원 2019. 4. 23. 선고 2015다60689 판결; 대법원 2019. 6. 13. 선고 2019다205947 판결; 대법원 2019. 7. 10. 선고 2019다213009 판결; 대법원 2022. 6. 9. 선고 2017다247848 판결; 대법원 2022. 12. 1. 선고 2020다280685 판결 등.

9) 박윤직·김재형, 「민법총칙」, 박영사, 2020, 415면.

10) 민법 제162조 내지 제184조 참조.

11) 민법 제245조 내지 제248조 참조.

12) 박윤직·김재형, 전게서, 421면; 양창수·김형석, 「민법3」, 제3판, 박영사, 2018, 147면; 이은영, 「민법총칙」, 제5판, 박영사, 2009, 788면; 지원림, 「민법강의」, 제18판, 법문사, 2021, 385면 등.

13) 박윤직·김재형, 전게서, 419면.

14) 상게서, 419면.

구하지 않고 적절한 방법으로 권리 행사의 뜻을 상대방에게 표시하는 것으로 충분하다.¹⁶⁾ 단, 양도인이 채권의 양도 사실을 채무자에게 알리는 채권양도 통지만으로는 제척기간 준수에 필요한 권리의 재판외 행사가 이루어졌다고 볼 수 없다.¹⁷⁾ 만약 법률에서 일정한 기간을 정하여 그 기간 내에 소로써 권리를 행사하도록 정하고 있는 경우에는 그 기간 내에 소를 제기하여야 하고, 이 경우 제척기간은 제소기간의 의미를 갖는 것으로 해석된다.¹⁸⁾

제척기간이 도과하면 그 기간의 경과만으로 곧 권리 소멸의 효과가 발생하는 것으로 해석된다.¹⁹⁾ 일정한 기간의 경과와 권리의 불행사라는 사정에 따라 권리가 기산일로 소급하여 소멸되는 소멸시효와는 차이가 있다.²⁰⁾²¹⁾ 다만, 제척기간이 경과한 경우에도 제척기간이 지나기 전 상대방의 채권과 상계할 수 있었던 경우에는 민법 제495조를 유추적용하여 제척기간이 경과한 채권을 자동채권으로 해서 상대방의 채권과 상계하는 것은 가능하다는 것이 판례의 입장이다.²²⁾ 한편, 제척기간에 있어서는 기간의 중단 또는 정지는 인정되지 않는다고 보는 것이 일반적이다.²³⁾

제척기간과 소멸시효는 기간의 도과로 권리가 소멸하는 효과가 발생한다는 점에서는 유사하지만 (i) 앞서 살핀 바와 같이 제척기간에 의한 권리의 소멸은 기간이 경과한 때부터 장래에 향하여 소멸할 뿐이나 소멸시효에 의한 권리의 소멸은 기산일로 소급하여 소멸하는 점,²⁴⁾ (ii) 소멸시효의 기산점은 권리를 행사할 수 있는 때임에 반하여,²⁵⁾ 제척기간의 기산점은 원칙적으로 권리가 발생한 때인 점,²⁶⁾ (iii) 제척기간은 소멸시효와 달리 기간의 중단은 인정되지 않는 것으로 해석되는 점, (iv) 소멸시효는 변론주의에 따라 시효이익을 받을 자가 그 이익을 소송에서 주장하여야 하는 반면,²⁷⁾ 제척기간은 당사자의 주장이 없어도 법원이 당연히 직권으로 고려

15) 대법원 1993. 7. 27. 선고 92다52795 판결.

16) 대법원 2003. 6. 27. 선고 2003다20190 판결.

17) 대법원 2012. 3. 22. 선고 2010다28840 판결.

18) 박윤직·김재형, 전거서, 420면.

19) 상계서, 419면; 김인현, 전거서, 276면; 대법원 1995. 11. 10. 선고 94다22682, 22699 판결.

20) 민법 제167조; 대법원 1985. 5. 14. 선고 84누655 판결.

21) 이에 관하여는, 제척기간이 재판상 청구 없이 도과하면 권리가 절대적으로 소멸하는 것이 아니라 권리 자체는 소멸되지 않고 남아 있으나 그 권리에 기한 재판상 청구가 저지되는 것이라고 해석하는 견해도 존재한다. 이정원, 「상법 제814조의 법적성질과 운송물의 인도시점 - 대법원 2019. 6. 13. 선고 2019다205947 판결」, 『영남법학』, 제51호, 2020, 83면 참조.

22) 대법원 2019. 3. 14. 선고 2018다255648 판결.

23) 최종현, 전거서, 335면. 대법원도 같은 입장이다. 대법원 1980. 4. 22. 선고 79다2141 판결; 대법원 1992. 7. 28. 선고 91다44766, 44773 판결; 대판 2003. 1. 10. 선고 2000다26425 판결; 대법원 2004. 7. 22. 선고 2004두2509 판결 등 참조

24) 민법 제167조.

25) 민법 제166조.

26) 대법원 1995. 11. 10. 선고 94다22682, 22699 판결.

27) 대법원 2017. 3. 22. 선고 2016다258124 판결.

하여야 하는 사항인 점,²⁸⁾ (v) 소멸시효는 시효 완성 후 그 이익을 포기할 수 있으나²⁹⁾ 제척기간은 그러한 제도가 없다는 점 등에서 다르다.

2. 해상운송계약에서의 제척기간

1) 개관

상법은 해상운송계약의 당사자 사이의 채권·채무에 관하여 단기의 제척기간을 규정하고 있다(상법 제814조, 제840조).

(1) 개품운송계약(상법 제814조)

운송인의 송하인 또는 수하인에 대한 채권·채무는 그 청구원인의 여하에 불구하고 운송인이 수하인에게 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날부터 1년 이내에 재판상 청구가 없으면 소멸하되, 당사자 사이의 합의로 기간을 연장하는 것이 허용된다(상법 제814조 제1항). 그리고 운송인이 인수한 운송을 다시 제3자에게 위탁한 경우에 송하인 또는 수하인이 위 기간 이내에 운송인과 배상합의를 하거나 운송인에게 재판상 청구를 하였다면, 그 합의 또는 청구가 있는 날부터 3개월이 경과하기 이전에는 그 제3자에 대한 운송인의 채권·채무는 소멸하지 아니한다(상법 제814조 제2항). 이 경우 재판상 청구를 받은 운송인이 그로부터 3개월 이내에 그 제3자에 대하여 소송고지를 하면 위 3개월의 기간은 그 재판이 확정되거나 그 밖에 종료된 때로부터 기산한다(상법 제814조 제3항).

상법 제814조 제1항이 1년의 단기 제척기간을 정한 이유는 해상운송계약의 특성상 관련 당사자가 많고 다국적인 경우도 많아서 해상운송에 관한 법률관계를 조기에 확정할 필요가 있기 때문인 것으로 설명된다.³⁰⁾ 그리고 개품운송계약에서 당사자 사이의 합의에 따른 제척기간 연장을 인정하는 것은 헤이그-비스비 규칙(Hague-Visby Rules) 제3조 제6항과 같은 국제협약의 입장을 수용한 것으로,³¹⁾³²⁾ 운송인의 손해배상책임 부담 여부, 운송물의 손상에 따른 손해액의

28) 대법원 1996. 9. 20. 선고 96다25371 판결; 대법원 2007. 6. 28. 선고 2007다16113 판결.

29) 민법 제184조.

30) 채이식, 상법강의(하), 박영사, 1991, 766면; 최종현, 전계서, 335면; 대법원 1997. 11. 28. 선고 97다28490 판결.

31) 송상현·김현, 전계서, 427면. 헤이그-비스비 규칙 제3조 제6항 제3문, 제4문은 “운송인 및 선박은 운송물이 인도된 날 또는 인도되었어야 할 날부터 1년 내에 소가 제기되지 않는 한 화물에 관한 어떠한 책임도 면한다. 다만, 당사자들은 청구원인이 발생한 후에 합의로써 기간을 연장할 수 있다(원문: Subject to paragraph 6 bis the carrier and the ship shall in any event be discharged from all liability whatsoever in respect of the goods, unless suit is brought within one year of their delivery or of the date when they should have been delivered. This period may, however, be extended if the parties so agree after the cause of action has arisen).”고 규정하고 있다.

32) 해상운송인의 책임기간에 관한 비교법적 연구는 상당 부분 이루어진 것으로 보인다. 최세련, “해상운송에서의 제척

범위 등이 정확하게 밝혀지기까지 오랜 기간이 소요되는 경우가 많은 점을 고려하여 당사자 사이의 제척기간 연장 합의를 통하여 소 제기를 피하고 당사자 사이에 원만하게 분쟁을 해결할 수 있는 기간을 허용하기 위한 것으로 이해된다.³³⁾

그리고 상법 제814조 제2항이 운송인의 제3자에 대한 구상청구에 대해서는 제척기간을 3개월 연장하는 것은 헤이그-비스비 규칙, 함부르크 규칙의 예를 반영하여 송하인 또는 수하인이 운송인에 대하여 1년의 제척기간 완성이 임박한 상황에서 소를 제기하는 경우에 운송인으로서 운송을 다시 위탁한 제3자에 대한 구상권이 제척기간 도과로 소멸될 수 있는 문제를 해결하기 위한 입법으로 파악된다.³⁴⁾ 아울러 상법 제814조 제3항은 운송인이 제3자에 대하여 소를 제기할 경우 인지대 등이 소요되는 점을 고려하여 소 제기 없이 소송고지를 통하여 제척기간을 실질적으로 보장할 수 있도록 한 조항으로 해석된다.³⁵⁾

(2) 항해용선계약(상법 제840조)

상법은 선박소유자의 용선자 또는 수하인에 대한 채권 및 채무는 그 청구원인의 여하에 불구하고 선박소유자가 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날로부터 2년 이내에 재판상 청구가 없으면 소멸하는 것으로 규정하고 있다(상법 제840조 제1항 제1문). 항해용선계약에서는 2년의 제척기간을 인정하고 있다는 점에서 1년의 제척기간을 인정하고 있는 개품운송계약과는 다르다.

나아가 상법은 항해용선계약에 있어서도 개품운송계약과 마찬가지로 당사자의 합의에 따른 제척기간 연장을 인정한다(상법 제840조 제1항 제2문). 반면, 개품운송계약과는 달리 당사자 사이에 제척기간을 단축하는 약정을 운송계약에 명시할 경우에는 제척기간을 단축하는 것도 허용된다(상법 제840조 제2항). 이는 2007년 상법 개정시 선박소유자의 책임에 관하여는 제척기간을 2년으로 연장하였으나, 당사자 사이의 특약으로 이를 단축할 수 있도록 한 것이다.³⁶⁾

2) 법적 성격

과거에는 해상운송계약에서의 권리소멸기간에 대하여는 소멸시효로 보아야 한다는 견해가 있었다.³⁷⁾³⁸⁾ 그러나 통설³⁹⁾은 상법 제814조 및 제840조가 “소멸시효로 인하여” 내지 “시효로

기간”, 상사법연구 제29권 제3호, 한국상사법학회, 2010, 351-370면. 현낙희, “상법 제814조 제소기간에 관한 연구 - 상법 제814조 제소기간 도과의 이익 포기 가부를 중심으로 -”, 「선진상사법률연구」 통권 제95호, 법무부, 2021, 8-21면. 이에 본 논문에서는 국제협약이나 외국법에 대해서는 논의에 필요한 한도 내에서만 설명하기로 한다.

33) 조희대, “상법 제811조의 해석”, 「민사재판의 제문제」, 제10권, 2000, 576면.

34) 최준선, 「보험·해상·항공운송법」, 삼영사, 2015, 475-476면; 최세련, 전계 논문, 378-379면.

35) 김인현, “2007년 개정 상법 해상편의 개정 내용과 의의”, 한국해법학회지 제31권 제1호, 한국해법학회, 2009, 124면; 최준선, 전계서, 476면.

36) 최종현, 전계서, 375-376면.

인하여”라는 표현을 사용하지 않고 “재판상 청구가 없으면 소멸한다”고 규정하고 있으며, 위와 같은 기간을 둔 취지가 해상운송계약과 관련한 다수의 법률관계를 조속히 확정하고자 하는 것임을 이유로 제척기간으로 해석한다.

대법원도 1991년 상법 개정에 따라 재판상 청구가 없으면 운송인의 채권 및 채무가 소멸하는 것으로 규정한 이후로는 상법 제814조 제1항의 기간을 제척기간으로 일관되게 판시하고 있다.⁴⁰⁾ 이에 따라 대법원은 “상법 제814조 제1항의 제척기간 도과여부는 직권조사사항으로 당사자가 제척기간의 도과여부에 관하여 사실심 변론종결 시까지 주장하지 아니하였다고 하더라도 상고심에서 이를 새로이 주장·증명할 수 있다”고 판시하였다.⁴¹⁾ 그리고 직권증거조사의 범위와 관련하여, “법원은 그 기간 준수 여부에 대하여 의심이 있는 경우에는 필요한 정도에 따라 직권으로 증거조사를 할 수 있으나, 법원에 현출된 모든 소송자료를 통하여 살펴보았을 때 그 기간이 도과되었다고 의심할 만한 사정이 발견되지 않는 경우까지 법원이 직권으로 추가적인 증거조사를 하여 기간 준수의 여부를 확인하여야 할 의무는 없다”고 판시하였다.⁴²⁾

3) ‘재판상 청구’의 의미

상법 제814조 및 제840조는 제척기간의 준수를 위한 권리행사방법을 재판상 청구로 제한하고 있다. 여기서 “재판상 청구”에는 소의 제기는 물론 중재의 제기, 지급명령의 신청, 민사조정 신청, 파산선고의 신청, 민사집행법에 의한 배당요구, 소송의 고지, 선주책임제한절차에의 참가 등 본안에 관한 청구 내지 이에 준하는 절차가 모두 포함되는 것으로 해석된다.⁴³⁾ 또한 소송에서 상계의 주장을 하는 것으로도 가능하나, 단순한 응소행위는 해당되지 않는 것으로 해석된다.⁴⁴⁾

해상운송계약과 관련하여 ‘재판상 청구’의 범위를 다룬 대법원 판결은 찾아보기 어렵지만, 하급심 판결 중에서는 상법 제814조 제1항의 ‘재판상 청구’는 좁은 의미의 소송만을 의미하는 것이 아니라 넓은 의미의 재판상 신청 내지 청구까지 포함하는 것으로 해석되므로 ‘채권자의

37) 이주홍, 「해상운송법」, 박영사, 1992, 130-131면.

38) 항해운송계약에 관한 상법 제840조도 기간만 다를 뿐 사실상 동일한 내용으로 규정되어 있어 상법 제814조에 관한 논의가 그대로 적용될 수 있다.

39) 김인현, 전게서, 274면; 이균성, 전게서, 532면; 정동윤 편집대표, 전게서, 564면; 채이식, 전게서, 709면; 최종현, 전게서, 347면 등.

40) 대법원 1997. 9. 30. 선고 96다54850 판결; 대법원 1997. 11. 28. 선고 97다28490 판결; 대법원 1999. 10. 26. 선고 99다41329 판결; 대법원 2001. 9. 7. 선고 99다40944 판결; 대법원 2001. 10. 30. 선고 2000다62490 판결; 대법원 2015. 5. 28. 선고 2013다216389, 216396 판결; 대법원 2022. 6. 9. 선고 2017다247848 판결 등.

41) 대법원 2019. 6. 13. 선고 2019다205947 판결.

42) 대법원 2007. 6. 28. 선고 2007다16113 판결.

43) 김인현, 전게서, 275면; 최종현, 전게서, 335면.

44) 조희대, 전계 논문, 576면.

가압류 신청 및 결정'도 포함된다고 본 판결이 존재한다.⁴⁵⁾ 이에 관하여는 상법 제814조가 단기 제척기간을 둔 취지 및 재판상 청구와 가압류를 구분하고 있는 민법 제168조 및 제170조에 반하는 해석이라는 비판이 존재한다.⁴⁶⁾ 그러나 상법 제814조 및 제840조의 문언상 '재판상 청구'의 범위에 관한 제한이 존재하지 아니하고, 본안에 관한 청구 외에 이에 준하는 민사조정 신청, 배당요구 등도 재판상 청구의 범주에 포함되는 것으로 보는 이상 가압류와 같은 보전처분의 신청에 대해서도 재판상 청구로 인정함이 상당하다. 특히 보전처분을 신청하는 행위는 자신이 갖는 권리를 사전에 보전하기 위하여 취하는 조치로서 이를 통하여 권리 행사의 의사를 명확하게 표시한 것이라고 볼 수 있고, 보전처분의 신청을 재판상 청구로 인정한다고 하여 단기 제척기간을 둔 취지에 반한다고 보기도 어려운 것으로 생각된다.

4) '청구원인 여하에 불구하고'의 해석

상법 제814조 제1항 및 제840조 제1항은 운송인 또는 선박소유자의 채권 및 채무는 그 청구원인의 여하에 불구하고 1년 또는 2년의 제척기간이 적용되는 것으로 규정하고 있다. 이와 관련하여, 대법원은 해상운송계약에 적용되는 제척기간은 청구원인의 여하에 불구하고 적용되므로 채무불이행에 기한 청구이든 불법행위에 기한 청구이든 묻지 않으며, 해상운송인의 악의나 고의 여부 역시 묻지 않고 적용된다고 판시한 바 있다.⁴⁷⁾ 그리고 상법 제814조의 모태가 된 것으로 평가되는 헤이그-비스비 규칙 제4조의2 제1항에서는 청구원인을 계약과 불법행위로 특정하고 있지만, 상법에서는 청구원인을 특정하지 않고 "청구원인 여하에 불구하고"라고 규정하고 있으므로, 그 문언상 헤이그-비스비 규칙 제4조의2 제1항보다 넓게 해석되어야 할 것으로 생각된다. 이에 따라 해상운송계약을 기초로 발생하는 운송인 또는 선박소유자의 채권 및 채무인 이상 그 구체적인 청구원인이 무엇인지 묻지 않고 상법 제814조 제1항 내지 제840조 제1항의 단기 제척기간이 적용될 수 있을 것으로 판단된다.⁴⁸⁾

5) 제척기간의 원용권자

상법 제798조 제2항은 운송물에 관한 손해배상청구가 운송인의 사용자 또는 대리인에게 제기된 경우, 그 손해가 이들의 직무집행에 관하여 생긴 것인 때에는 운송인이 주장할 수 있는

45) 서울고등법원 2012. 4. 3. 선고 2011나37553 판결.

46) 이광후, "상법 제814조 제척기간(서울고법 2012. 4. 3. 선고 2011나37553 판결에 대한 평석 포함)", 월간해양한국 469호(2012. 10. 4.), 160면 이하.

47) 대법원 1997. 9. 30. 선고 96다54850 판결; 대법원 1999. 10. 26. 선고 99다41329 판결.

48) 이상협·김인현, "상법 제814조 제2항 전단의 제1항의 기간의 해석", 「상사판례연구」 제32집 제1권, 한국상사판례학회, 2019, 172면.

항변과 책임제한을 원용할 수 있도록 규정하고 있다. 이에 따라 운송인의 사용인이나 대리인도 제척기간을 원용할 수 있다고 해석된다.⁴⁹⁾ 독립계약자의 경우에는 상법 제798조 제2항에 따른 원용을 할 수 없는 것으로 해석되므로, 히말라야 조항과 같이 독립계약자의 원용을 허용하는 명문의 계약 조항이 있는 경우에 한하여 원용할 수 있을 것이다.⁵⁰⁾ 대법원도 동일한 입장을 취하고 있는 것으로 보인다.⁵¹⁾

Ⅲ. 주요 대법원 판례 검토

1. 제척기간의 적용 범위

1) 제척기간이 적용되는 채권·채무의 범위

상법 제814조 제1항 및 제840조 제1항은 운송인 또는 선박소유자의 채권 및 채무는 그 청구원인의 여하에 불구하고 1년 또는 2년의 제척기간이 적용되는 것으로 규정하고 있다. 즉, ‘운송인(선박소유자)의 채권 및 채무’에 해당하는 이상 그 청구원인 여하에 불구하고 상법에서 정한 단기 제척기간이 적용되는 것이다. 이에 따라 상법 제814조 제1항 및 제840조 제1항은 (i) 해상운송계약에 따른 이행청구, (ii) 해상운송계약 불이행에 따른 손해배상청구, (iii) 운송인의 불법행위에 따른 손해배상청구 등에 적용될 수 있는 것으로 해석된다.⁵²⁾

이와 관련하여, 상법 제814조 내지 제840조의 제척기간의 기산점이 운송물의 인도를 기준으로 하는 점을 고려할 때 운송이 완료되었거나 완료되었을 것으로 예상되는 시점을 기준으로 성립하는 채권·채무에 대해서만 단기 제척기간이 적용되는지가 해석상 다툼이 있을 수 있다. 특히 운송물이 목적항에 도착하여 수하인에게 인도될 준비를 마쳤으나 수하인 측에서 이를 수령하지 않아 발생하는 창고(터미널) 보관료, 컨테이너 초과사용료(container demurrage) 등을 운송인이 화주 측을 상대로 청구하는 경우와 같이 운송물이 인도될 날 이후에 발생하는 채권에 대해서 상법 제814조 제1항 내지 제840조의 제척기간이 적용될 수 있는지가 문제될 수 있다.

이에 관하여는 (i) 운송물에 대한 인도 준비가 완료된 때로부터 1년이 경과하도록 수령 지체가 계속될 경우 1년이 경과된 이후의 채권은 제척기간의 도과로 발생조차 하기 전에 소멸되는 부당한 결과를 초래하는 점, (ii) 운송인의 소 제기를 조기에 강제하게 되어 단기 제척기간

49) 최세련, 전계 논문, 375면.

50) 상계 논문, 375면.

51) 대법원 2004. 2. 13. 선고 2001다75318 판결.

52) 대법원 1999. 10. 26. 선고 99다41329 판결.

을 둔 취지에도 반하는 점, (iii) 상법 제814조 제1항이 헤이그-비스비 규칙 제3조 제6항과 달리 운송인의 채권에 대해서까지 1년의 제척기간을 적용함에 따라 발생한 현상으로 이는 국제적인 기준에도 맞지 않는 점 등을 근거로 상법 제814조 제1항의 적용 범위에서 제외하여야 한다는 견해가 존재한다.⁵³⁾

그러나 (i) 상법 제814조 내지 제840조에서는 운송인의 채권도 단기 제척기간의 적용 대상으로 삼고 있는 점, (ii) 상법에서는 제척기간이 적용될 채권·채무의 성립 시점이나 그 종류를 제한하고 있지 않은 점, (iii) 적어도 국내법 상으로는 하나의 해상운송계약을 기초로 발생하는 채권·채무에 관하여 그 성립 시점을 기준으로 단기 제척기간의 적용 여부를 구분할 법적 근거가 존재하지 않는 점, (iv) 상법 제814조 및 제840조의 법문 상으로도 그 청구원인의 여하를 불문하고 해상운송계약에 따라 부담하는 채권·채무이면 상법이 정한 단기 제척기간이 적용될 수 있다고 해석되는 점, (v) 최근 대법원 판결⁵⁴⁾과 같이 제척기간의 기산점을 권리 발생 시점으로 해석함으로써 운송인과 송하인 측 간의 법률관계를 합리적으로 조율할 수 있는 점 등을 고려하면, 운송 완료 이후에 성립하는 채권에 대해서도 상법 제814조 내지 제840조의 제척기간이 적용된다고 하는 것이 타당하다.⁵⁵⁾⁵⁶⁾ 이 경우 제척기간의 기산점을 언제로 설정할 것인지에 대해서는 아래 2.2.항에서 후술한다.

2) 운송인의 제3자에 대한 구상청구

2007년 개정되기 전 구 상법(법률 제4470호, 1991. 12. 31. 개정) 제811조는 “운송인의 용선자, 송하인 또는 수하인에 대한 채권 및 채무는 그 청구원인의 여하에 불구하고 운송인이 수하인에게 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날부터 1년 내에 재판상 청구가 없으면 소멸한다. 그러나, 이 기간은 당사자의 합의에 의하여 연장할 수 있다.”고 규정하고 있었다. 즉, 상법은 2007년 개정 전에는 개품운송계약과 항해용선계약의 구분 없이 1년의 제척기간을 적용하되 그 기간을 당사자 사이의 합의에 의하여 연장할 수 있다는 점만 규정하고 있었고, 현행 상법 제814조 제2항과 같이 운송인이 제3자에게 운송을 다시 위탁한 경우 그 제3자(재운송인)에 대한

53) 박영재, “컨테이너 초과사용료(container demurrage)의 제척기간 및 인정범위 - 부산고등법원 2015나52893 및 2015나 56700 판결과 영국 MSC Mediterranean Shipping Co SA vs Cottonex Anstalt 판결의 비교분석을 중심으로 -”, 『한국해법학회지』 제41권 제1호, 한국해법학회, 2019, 21-22, 25면 등 참조. 위 논문에서는 컨테이너 초과사용료, 보관료 등의 채권은 5년의 상사소멸시효가 적용되는 채권으로 보아야 한다고 한다.

54) 대법원 2022. 12. 1. 선고 2020다280685 판결.

55) 부산고등법원 2020. 10. 15. 선고 2020나50624 판결에서도 동일한 취지로 판단하였다.

56) 상법 제807조에서 수하인의 의무로 운임, 부수비용, 해당금, 체선료, 공동해손 부담액 등을 지급할 의무를 규정하고 있고, 상법 제814조 제1항에서 그 청구원인의 여하에 불문하고 단기 제척기간을 적용하도록 하고 있으므로 이를 연결지어 해석하면 컨테이너 초과사용료 청구에 대해서도 상법 제814조 제1항이 적용된다는 입론이 가능하다. 박영재, 전제 논문, 23면.

구상청구에 대하여는 별도로 규율하고 있지 않았다. 이에 따라 ‘송하인-계약운송인-실제운송인’의 구조를 가정할 때, 송하인이 운송물의 인도일로부터 1년이 임박한 시점에서 계약운송인에 대하여 손해배상을 청구하는 소를 제기할 경우, 계약운송인으로서 직접 운송을 수행한 실제운송인에 대하여 구상 청구를 하여야 하는데, 송하인과 동일한 제척기간이 적용됨에 따라 단기 제척기간 준수가 어렵게 될 불측의 손해를 입을 가능성이 크다. 이와 같이 운송인은 제3자에 대한 구상 청구에 관하여 귀책사유 없이 제척기간을 준수하지 못하게 될 수 있고, 실제로 운송을 담당한 제3자는 면책되는 부당한 결과를 초래할 수 있었다.⁵⁷⁾

대법원은 2007년 상법 개정 전 계약운송인이 운송물의 손상에 따른 수하인의 손해를 배상한 후 실제운송인에 대하여 손해배상을 청구한 사안에서, 운송인의 청구원인 중에는 재운송인에 대하여 불법행위에 의한 손해배상책임을 구하는 취지뿐만 아니라 운송인이 선하증권 소지인에게 배상한 금액에 관한 구상권 행사의 취지도 포함되어 있다고 보아 구 상법 제811조에서 정한 제소기간이 적용될 수 없다고 판시하여 운송인의 재운송인에 대한 구상 청구에 대해서는 단기 제척기간의 적용을 배제하였다.⁵⁸⁾ 하지만 위 대법원 판결에서는 운송인의 제3자에 대한 구상 청구에 적용될 권리존속기간 내지 권리행사기간이 어떻게 되는지에 대하여는 판시하지 않았다. 그 후 2007년 상법 개정으로 상법 제814조 제2항이 도입되어 운송인이 제3자에게 운송을 다시 위탁한 경우에는 운송인의 제3자에 대한 구상 청구에 대하여 3개월의 제척기간 연장을 인정하게 되었다.

그리고 대법원은 상법 제814조 제2항 전단의 “제1항의 기간”에 관하여 “운송인이 인수한 운송을 다시 제3자에게 위탁한 경우 송하인 또는 수하인이 상법 제814조 제1항에서 정한 기간, 즉 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날부터 1년 또는 당사자의 합의에 의하여 연장한 기간 이내에 운송인과 배상 합의를 하거나 운송인에게 재판상 청구를 하였다면, 그 합의 또는 청구가 있는 날부터 3개월이 경과하기 이전에는 제3자에 대한 운송인의 채권·채무는 소멸하지 않는다”고 판시함으로써,⁵⁹⁾ 운송인의 제3자(재운송인)에 대한 구상 청구의 제척기간은 상법 제814조 제2항에 따라 1년 또는 당사자 사이에 합의된 연장기간에 3개월 더 연장될 수 있다는 법리를 설시하였다. 다만, 위 대법원 판결에서는 운송인이 재운송인에게 자신이 인수한 운송을 다시 위탁한 경우를 전제로 상법 제814조 제2항을 해석하였고, 상법 제814조와 구 상법 제811조의 적용을 배제한 2001년 대법원 판결⁶⁰⁾의 관계에 대하여는 밝히지 않았다.

양 대법원 판결의 관계에 대하여는, 계약운송인이 송하인에 대한 부진정연대채무자의 지위

57) 최종현, “개정 해상법 하에서의 해상운송인의 지위-해상운송인의 손해배상책임제도를 중심으로-”, 「한국해법학회지」 제30권 제1호, 2008, 58면.

58) 대법원 2001. 10. 30. 선고 2000다62490 판결.

59) 대법원 2018. 12. 13. 선고 2018다244761 판결.

60) 대법원 2001. 10. 30. 선고 2000다62490 판결.

에서 실제운송인에 대하여 구상을 청구하는 경우에는 2001년 대법원 판결이 적용되어 상법 제 814조 제2항의 적용이 배제된다는 입장⁶¹⁾과 운송인과 제3자가 운송위수탁 관계가 아닌 경우에는 2001년 대법원 판결이 적용되어 상법 제814조 제2항이 적용되지 않는다는 입장⁶²⁾이 나누어져 있다.

생각건대, 후자의 입장이 타당한 것으로 생각된다. 앞서 살펴본 바와 같이 2001년 대법원 판결이 내려질 당시에는 운송인이 제3자에게 운송을 다시 위탁한 경우에 제척기간을 연장하여 주는 규정이 없었다. 하지만 그 후 운송인이 자신이 인수한 운송을 제3자(재운송인)에게 위탁한 경우에 운송인의 재운송인에 대한 구상채권에 적용될 제척기간을 규율하기 위하여 상법 제 814조 제2항이 도입되었다. 그리고 상법 제814조 제1, 2항의 문언(“운송인이 인수한 운송을 다시 제3자에게 위탁한 경우”) 및 2018년 대법원 판결의 취지를 고려하면 운송인과 재운송인 사이의 채권·채무에 관하여는 상법 제814조 제2항이 적용된다는 점이 명확해졌다고 할 것이다. 나아가 계약운송인이 부진정연대채무자의 지위에서 실제운송인에 대하여 구상을 청구할 경우에 상법 제814조 제2항이 적용되지 않는다고 볼 경우에는 상법 제814조 제2항은 운송인과 그 운송을 위탁한 제3자가 송하인에 대한 관계에서 부진정연대채무를 부담하지 않는 경우에만 적용될 수 있게 되어 그 적용 범위가 지나치게 축소될 염려가 있다. 따라서 운송인이 제3자에게 운송을 다시 위탁한 경우에는 운송인의 구상청구에 대해서는 상법 제814조 제2항에 의하여 제척기간이 결정되어야 할 것으로 판단되며, 운송인과 제3자의 법률관계가 운송위수탁 관계가 아닌 경우에만 2001년 대법원 판결이 적용될 수 있을 것으로 보인다.⁶³⁾

2. 제척기간의 기산점

1) “운송물을 인도한 날 또는 인도할 날”의 해석

소멸시효는 원칙적으로 “권리를 행사할 수 있는 때”로부터 진행한다(민법 제166조 제1항).⁶⁴⁾ 즉, 소멸시효는 객관적으로 권리가 발생하여 그 권리를 행사할 수 있는 때로부터 진행하고 그 권리를 행사할 수 없는 상태에 있는 동안은 진행하지 않는다,⁶⁵⁾ ‘권리를 행사할 수 없는’ 경우라 함은 그 권리 행사에 법률상의 장애사유, 예컨대 기간의 미도래나 조건불성취 등이 있는 경우를 말하는 것이고, 사실상 권리의 존재나 권리행사 가능성을 알지 못하였고 알지 못

61) 최종현, 전게서, 342면; 정영석, “운송인에 대한 청구권의 존속 및 소멸기간에 관한 고찰”, 『한국해법학회지』 제30권 제2호, 한국해법학회, 2008, 148면.

62) 김인현, 전게서, 279-280면.

63) 이상협, 전계 논문, 187-188면.

64) 민법 제166조 제1항.

65) 박윤직, 전게서, 428-429면.

함에 과실이 없다고 하여도 이러한 사유는 법률상 장애사유에 해당하지 않는 것으로 해석된다.⁶⁶⁾

반면 제척기간의 경우 그 기산점은 원칙적으로 권리가 발생한 때이다.⁶⁷⁾ 다만, 개별 법령에서 제척기간의 기산점을 별도로 정한 경우에는 법령에서 정한 기산점이 적용된다. 상법 제814조 제1항 및 제840조 제1항은 개품운송계약 및 항해용선계약에 관하여 제척기간의 기산점을 운송인 또는 선박소유자가 “운송물을 인도한 날 또는 인도할 날”로 규정하고 있는바, 운송물이 일부 멸실, 훼손된 경우에는 “운송물을 인도한 날”이, 운송물이 전부 멸실된 경우에는 “운송물을 인도할 날”이 각각 제척기간의 기산점이 되는 것이 원칙이다.⁶⁸⁾⁶⁹⁾

상법 제814조 제1항 및 제840조 제1항의 “운송물을 인도한 날”은 운송인 또는 선박소유자가 운송물을 현실로 인도하거나 인도한 것으로 간주되는 날을 의미하는 것으로 해석된다. 해상 운송인은 상법 제795조 제1항 내지 제841조에 따라 운송물의 운송의무(수령·선적·적부·보관·운송·양륙 및 인도의무)를 부담하는바, 운송인은 정당한 수하인에게 운송물을 인도함으로써 운송의무의 이행을 완료하게 되고, 이때 운송물의 인도는 운송물에 대한 점유, 즉 사실상의 지배·관리가 운송인으로부터 정당한 수하인에게 이전되는 것을 말한다.⁷⁰⁾ 이에 따라 대법원은 화물을 선적한 선박이 해상운송계약에서 약정한 양하항에 입항하였다거나, 양하항에 입항한 후 선창에서 화물을 반출하여 영업용 보세창고업자에게 인도한 사실만으로는 운송물의 인도가 이루어졌다고 볼 수 없다고 판단한 바 있다.⁷¹⁾ 나아가 운송인은 상법 제803조 제1항, 제2항에 따라 수하인이 운송물의 수령을 게을리한 때, 수하인을 확실히 알 수 없거나 수하인이 운송물의 수령을 거부한 때에는 운송물을 공탁하거나 세관이나 그 밖에 법령으로 정한 관청의 허가를 받은 곳에 인도한 때에 운송물이 인도된 것으로 간주된다.⁷²⁾ 이 경우, 운송인이 운송물을 공탁

66) 대법원 1992. 3. 31. 선고 91다32053 판결; 대법원 2006. 4. 27. 선고 2006다1381 판결; 대법원 2010. 9. 9. 선고 2008다15865 판결 등.

67) 박윤직, 전게서, 420면; 대법원 1995. 11. 10. 선고 94다22682, 22699 판결.

68) 김인현, 전게서, 276면; 최종현, 전게서, 338-339면.

69) 운송물이 연착된 경우에 제척기간의 기산점을 운송물을 인도한 날로 볼 것인지 아니면 운송물을 인도할 날로 볼 것인지에 대하여는 입장이 나누어진다. 이정원, 전계 논문, 73-74면; 이상협·김인현, 전계 논문, 174면 참조.

70) 대법원 2019. 6. 13. 선고 2019다205947 판결. 선하증권이 발행된 경우에는 선하증권의 정당한 소지인에게 인도하여야 하는 것으로 해석된다(상법 제861조, 제132조).

71) 대법원 2019. 6. 13. 선고 2019다205947 판결. 참고로 대법원은 양륙된 운송물이 일반(영업용)보세장치장에 입고되었는지 아니면 자가보세장치장에 입고되었는지에 따라 운송물의 인도시점을 달리 보고 있다. 대법원은 화물이 일반보세장치장에 입고된 경우에는 “화물이 운송인의 지배를 떠난 것이라고 볼 수 없고 이러한 경우 화물의 인도시점은 운송인 등의 화물인도지시서에 의하여 화물이 하역회사의 보세장치장에서 출고된 때”라고 판시하여(대법원 2000. 11. 14. 선고 2000다30950 판결), 일반보세장치장에 입고된 것만으로는 화물이 인도되었다고 볼 수 없다고 하였다. 반면, 자가보세장치장은 실화주가 세관으로부터 허락을 받고 장치하는 창고이므로 자가보세장치장에 입고되면 그 입고 시점에 화물에 대한 현실 인도가 이루어진 것으로 본다(대법원 1988. 9. 27. 선고 84다카1639 판결; 대법원 1990. 2. 13. 선고 88다카23735 판결 등). 다만, 컨테이너 화물의 경우 자가보세장치장으로의 운송을 위하여 운송물이 반출된 때 운송물이 인도된 것으로 해석된다(대법원 1995. 9. 15. 선고 94다61120 판결; 대법원 1996. 3. 12. 선고 94다55057 판결). 상세한 내용은 김인현, 전게서, 357면 이하 참조.

하거나 관청의 허가를 받은 곳에 인도한 시점부터 상법 제814조 제1항의 제척기간이 기산되는 것으로 해석된다.⁷²⁾

한편, 상법 제814조 제1항 및 제840조 제1항의 “운송물을 인도할 날”은 통상 운송계약이 그 내용에 좇아 이행되었으면 인도가 행하여져야 했던 날로 해석된다.⁷⁴⁾ 만약 운송물이 해상운송계약에서 정한 양륙항에 도착하여 인도 준비가 완료된 후 수하인이나 선하증권 소지인에게 통지(공고)한 경우에는 인도준비가 완료된 날이 “운송물을 인도할 날”로 해석된다.⁷⁵⁾ 운송물이 물리적으로 멸실되는 경우뿐만 아니라 운송인이 운송물의 인도를 거절하거나 운송인의 사정으로 운송이 중단되는 등의 사유로 운송물이 인도되지 않은 경우에도 ‘운송물을 인도할 날’을 기준으로 하여 제소기간이 도과하였는지를 판단하여야 한다.⁷⁶⁾ 앞서 설명한 바와 같이, 운송물이 전부 멸실된 경우에는 위 “운송물을 인도할 날”이 단기 제척기간의 기산점이 되는 것으로 해석된다.⁷⁷⁾ 나아가 송하인이 운송을 의뢰한 운송물 중 일부는 수하인에게 인도가 이루어졌지만 나머지 일부는 멸실되어 인도되지 못한 경우에는 단기 제척기간의 기산점을 어떻게 설정하여야 하는지 문제될 수 있다. 이에 대하여는 수하인 등을 보호하기 위하여 인도가 된 운송물과 마찬가지로 멸실된 운송물에 대한 제척기간의 기산점도 (멸실되지 않은) 운송물이 인도된 날을 기준으로 하여야 한다는 견해가 제기된다.⁷⁸⁾ 그러나 이러한 경우에도 상법 제814조 및 제840조의 해석론에 따라 멸실된 운송물은 “인도할 날”을 기준으로 제척기간을 기산하는 것이 원칙이라 봄이 상당하다. 다만, 멸실되지 않은 운송물이 인도된 날이 멸실된 나머지 운송물의 인도할 날이 되는 경우가 대부분일 것이므로 실제로 제척기간 기산점이 차이가 발생하는 경우는 많지 않을 것으로 예상된다.

이와 관련하여, 무역 거래가 신용장 방식으로 이루어지는 경우 은행으로서는 선하증권을 비롯한 신용장에서 요구하는 서류를 심사할 시간을 필요로 하는 관계로 수출지에 소재한 매입은행에서 수입지에 소재한 개설은행에 서류가 송부되어 수하인에게 서류가 전달되기까지 상당한

72) 상법 제803조 제3항에서는 “제1항 및 제2항에 따라 운송물을 공탁하거나 세관이나 그 밖에 법령으로 정한 관청의 허가를 받은 곳에 인도한 때에는 선하증권소지인이나 그 밖의 수하인에게 운송물을 인도한 것으로 본다”고 규정하고 있다.

73) 최종현, 전제서, 338-339면.

74) 대법원 1997. 11. 28. 선고 97다28490 판결; 대법원 2019. 6. 13. 선고 2019다205947 판결 등.

75) 최종현, 전제서, 335면. 이에 대하여는 상법 제802조와 연계하여 해상운송인이 수하인 등에 대하여 운송물 인도 준비 통지, 공고를 한 날을 “운송물을 인도할 날”로 해석하여야 한다는 반론이 존재한다. 정준우, “상법 제814조에 관련된 최근의 판례 검토”, 『상사법연구』 제38권 제4호, 한국상사법학회, 2020, 166면.

76) 대법원 1997. 11. 28. 선고 97다28490 판결; 대법원 2007. 4. 26. 선고 2005다5058 판결; 대법원 2019. 7. 10. 선고 2019다213009 판결.

77) 만약 운송물이 운송 도중에 멸실되었으나, 운송이 정상적으로 계속되어 멸실된 상태로 양륙항에 도착하여 수하인에게 실제 인도가 이루어진 경우라면, 해당 운송물이 인도된 날이 상법 제814조 제1항 또는 제840조 제1항이 정한 단기 제척기간의 기산점이 될 것으로 생각된다.

78) 이정원, 전제 논문, 74면.

기간이 소요될 수 있다. 이에 따라 운송거리가 짧은 경우에는 선하증권 원본이 수하인에게 전달되기 전에 운송물이 목적항에 도착하여 인도될 준비가 완료되는 경우가 많다.⁷⁹⁾ 이 경우, 제척기간의 기산점을 수하인이 선하증권 원본을 수령하여 운송인에게 제시함으로써 운송물을 수령할 수 있었던 날인지 혹은 운송물이 목적항에 도착하여 선하증권 원본을 제시하는 자에게 인도 준비가 완료된 날인지 의문이 있을 수 있다.

이에 대하여는 운송물이 목적항에 도착하여 운송인이 수하인에게 인도할 준비를 완료한 후에는 수하인 측이 운송물의 인도를 받아 가지 않는 것은 수하인 측의 수령 지체가 되므로 운송물을 인도할 날이란 운송인의 인도 준비가 완료되었을 날이라고 보아야 한다는 유력한 견해가 제기된다.⁸⁰⁾ 신용장 방식으로 이루어지는 무역 거래에 있어 선하증권 등 서류의 심사 및 이동은 운송인으로서의 관여할 수 없는 사정에 해당한다. 이에 따라 제척기간의 기산점을 수하인이 선하증권 원본을 수령하여 운송인에게 제시함으로써 운송물을 수령할 수 있었던 날로 보게 되면, 송하인의 매입, 은행의 서류 심사 등 해상운송계약과는 무관한 사정에 따라 제척기간 기산점이 좌우되는 문제가 발생한다. 더욱이 선적서류의 이동이 지체되는 사정에 따른 위험을 운송인에게 전가하는 것도 부당하며, 이는 운송계약 당사자의 법률관계를 조속히 확정하고자 하는 단기 제척기간의 취지에도 반한다.⁸¹⁾ 따라서 운송물이 선하증권 원본보다 목적지에 먼저 도착하는 경우에도 운송인이 정당한 수하인에게 이를 인도할 준비를 완료한 시점을 제척기간의 기산점으로 삼아야 할 것으로 판단된다.⁸²⁾

2) 당사자의 채권·채무가 법령상 기산점 이후에 발생하는 경우

해운 실무상 흔히 문제가 되는 운송물의 멸실, 훼손에 따른 화주의 손해배상채권은 상법 제 814조 제1항 내지 제840조 제1항이 정한 제척기간 기산점인 “운송물을 인도한 날 또는 인도할 날” 무렵 또는 그 이전에 발생하는 것이 일반적이다. 이에 따라 손해배상채권이 성립한 후 제척기간이 기산하게 되므로 기산점과 관련하여서는 특별한 문제가 발생하지 않는다. 그런데 운송물이 양륙항에 도착하여 운송인이 인도 준비를 완료하였음에도 수하인이 이를 수령하지 않는 경우 운송인으로서의 화물에 대한 보관료를 부담함⁸³⁾은 물론 컨테이너 초과사용료(container

79) 운송구간이 짧아 운송물이 선하증권 원본보다 먼저 도착하게 되는 경우 선하증권의 상환증권성으로 인하여 신속한 물품 인수가 저해되고 물품을 전매할 기회를 상실할 위험이 있다. 이러한 현상을 이른바 ‘선하증권의 위기’ 현상이라 부른다. 이에 관하여는 이상협, “선하증권 이면약관에 관한 연구”, 고려대학교 박사학위논문, 2021, 113면 참조.

80) 최종현, 전게서, 339면.

81) 이정원, 전계 논문, 75면.

82) 운송물이 선하증권보다 먼저 도착하여 물품 인수 내지 전매가 지체되는 현상을 방지하기 위한 수단으로는 해상 화물운송장(sea waybill), 서렌더 선하증권(surrendered bill of lading), 전자선하증권 등이 거론된다.

83) 컨테이너 화물의 경우, 선사가 터미널 운영회사와 터미널 이용계약을 체결하고 화물에 대한 보관료를 먼저 지급

demurrage)⁸⁴⁾ 등을 청구할 수 있게 된다.⁸⁵⁾ 이때 운송인이 송하인 등에 대하여 갖는 컨테이너 초과사용료, 터미널 보관료 등을 구하는 손해배상채권에 적용될 제척기간의 기산점이 언제로 보아야 할 것인가가 문제될 수 있다.⁸⁶⁾

특히 터미널 보관료, 컨테이너 초과사용료 등은 그 개념상 제척기간의 법령상 기산점인 “운송물을 인도할 날” 이후에 계속적으로 발생하는 특징을 갖는다. 이에 따라 상법 제814조 제1항, 제840조 제1항을 그대로 적용할 경우, 위와 같은 채권은 “운송물을 인도할 날”로부터 상법상 제척기간을 경과하면 소멸하게 될 뿐 아니라 제척기간을 경과하여서도 화물의 체화 상태가 계속되어 발생하는 터미널 보관료, 컨테이너 초과사용료 등은 운송인의 권리가 성립조차 하기 전에 소멸하는 결과를 발생시킨다.⁸⁷⁾ 따라서 이러한 종류의 해상운송계약상 채권에 대해서까지 제척기간의 기산점을 “운송물을 인도한 날 또는 인도할 날”로 해석할 수 있을지 문제된다.

이에 대하여, 최근 대법원은 수하인이 화물을 수령하지 않아 화물이 운송인의 컨테이너에 적입된 상태로 컨테이너 터미널에 계속 보관됨에 따라 컨테이너 초과사용료 및 터미널 보관료 상당의 손해가 계속 발생한 사안에서, “상법 제814조 제1항 제척기간의 기산점으로서 ‘화물의 인도가 행하여져야 했던 날’을 지나서 발생하는 위 손해배상채권의 제척기간 기산일은 그 채권의 발생일이라고 해석함이 타당하고, 그 날부터 상법 제814조 제1항에 정해진 권리의 존속기간인 1년의 제척기간이 적용된다”고 판시하였다.⁸⁸⁾

대법원은 위와 같이 판단한 근거로 (i) 제척기간은 적어도 권리가 발생하였음을 전제로 하는 것이고 아직 발생하지 않은 권리에까지 그 제척기간에 관한 규정을 적용하여 권리가 소멸

한 후 이를 화주에게 구상하기도 한다.

84) 컨테이너 운송의 경우, 운송인은 화주에게 운송물을 적입할 컨테이너를 제공하여 주고 운송 완료 시에 일정한 기간(free time) 내에 이를 반환하도록 약정하는 것이 일반적이다. 이러한 약정은 선하증권 이면약관 상에 “Return of Container” 조항 등에 반영되어 있는 경우가 많다. 만약 화주가 컨테이너의 반환을 지체하는 경우에는 운송인에 대하여 1일당 정하여진 약정 요율에 따른 초과사용료 내지 지체료를 지급할 책임을 부담하게 되는 바, 이를 ‘컨테이너 초과사용료’, ‘컨테이너 지체료’ 등이라 부른다. 이에 관한 상세한 내용은 박영재, 전계 논문, 10면 이하 참조.

또한 컨테이너 초과사용료의 법적 성질을 어떻게 볼 것인가에 관하여도 논의가 있는바, 이는 컨테이너 반납 지체로 인한 운송인의 손해액 증명 곤란을 피하고 그 법률관계를 간이화하는데 그 목적이 있는 것으로 해석되므로 손해배상액의 예정으로 봄이 상당하다. 영국 판례도 유사하게 보는 것으로 파악된다. 박영재, 전계 논문, 34-35면; 부산고등법원 2017. 1. 19. 선고 2015나56700 판결; MSC Mediterranean Shipping Co SA vs Cottonex Anstalt [2015] EWHC 283 (Comm), MSC Mediterranean Shipping Co SA vs Cottonex Anstalt [2016] EWCA Civ 789 참조.

85) 실무상 해상운송계약과 컨테이너 이용계약 사이의 관계도 문제될 수 있으나, 본 논문에서는 선하증권 이면약관의 내용에 컨테이너 이용에 관한 사항이 포함되어 있는 경우가 많고 그 사용료가 운임에 포함되는 경우가 일반적인 점을 고려하여 해상운송계약의 내용에 포함됨을 전제로 논의한다. 박영재, 전계 논문, 10면 각주 5 참조.

86) 컨테이너 초과사용료, 터미널 보관료 등의 채권이 상법상 단기 제척기간의 적용 대상이 될 수 있는지 여부에 관하여는 위 1.1.항 참조.

87) 박영재, 전계 논문, 18면.

88) 대법원 2022. 12. 1. 선고 2020다280685 판결.

하였다고 볼 수 없는 점, (ii) 컨테이너 초과사용료 및 터미널 보관료 상당의 손해는 날마다 계속 발생하여 새로운 채무불이행에 기한 손해가 발생하는 점, (iii) '인도한 날 또는 인도할 날'로부터 1년이 넘어 발생하는 채권의 경우에는 발생하기도 전에 그 행사기간이 경과하여 소멸한 것이 되어 권리자가 권리를 잃게 되는 결과는 불합리하고 나아가 헌법을 최상위 규범으로 하는 법질서 전체의 이념에도 부합하지 않는 점⁸⁹⁾ 등을 제시하였다.

이러한 대법원의 판단에 대해서는, (i) 제척기간은 권리자로 하여금 당해 권리를 신속하게 행사하도록 함으로써 법률관계를 조속히 확정시키려는 데 그 제도의 취지가 있는 것으로서, 소멸시효가 일정한 기간의 경과와 권리의 불행사라는 사정에 의하여 권리 소멸의 효과를 가져오는 것과는 달리 그 기간의 경과 자체만으로 곧 권리 소멸의 효과를 가져오게 하는 것인 점,⁹⁰⁾ (ii) 해상운송은 관련 당사자가 다수이고 다국적인 경우가 많으므로 이들 사이의 법률관계나 계산관계가 매우 복잡하여 이를 단기간에 확정지어야 할 필요성이 큰 점, (iii) 상법 제814조 제1항은 '운송인의 송하인 또는 수하인에 대한 채권 및 채무는 그 청구원인의 여하에 불구하고 운송인이 수하인에게 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날부터 1년 이내에 재판상 청구가 없으면 소멸한다'고 규정할 뿐 소멸 대상 채권의 발생시기를 제한하고 있지 않는 점 등을 근거로 컨테이너 초과사용료, 터미널 보관료 등에 대해서도 다른 채권·채무와 마찬가지로 상법상 단기 제척기간의 기산점이 "운송물을 인도한 날 또는 인도할 날"이 되어야 한다는 반론이 가능하다.⁹¹⁾

그러나 제척기간은 그 본질상 권리자로 하여금 당해 권리를 신속하게 행사하도록 함으로써 법률관계를 조속히 확정시키는데 그 제도의 취지가 있는 것으로서, 소멸시효가 일정한 기간의 경과와 권리의 불행사라는 사정에 의하여 권리 소멸의 효과를 가져오는 것과는 달리 그 기간의 경과 자체만으로 곧 권리 소멸의 효과를 가져오게 하는 것이므로 그 기간 진행의 기산점은 특별한 사정이 없는 한 원칙적으로 권리가 발생한 때라고 봄이 상당하다.⁹²⁾ 더욱이 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날 이후에 발생하는 컨테이너 초과사용료, 터미널 보관료 등의 채권에 대해서도 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날을 기준으로 제척기간을 계산하게 되면, 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날로부터 1년 내지 2년이 경과한 후에 발생하는 채권은 발생조차 하기 전에 제척기간 도과로 소멸하게 되는 기이한 결론에 이르게 된다. 또한 해상운송계약에 기한 일정한 채권이 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날로부터 1년이 임박한 시점에서 발생하였다

89) 구 관습법 또는 민법상 상속회복청구권의 제척기간에 관한 대법원 2003. 7. 24. 선고 2001다48781 전원합의체 판결; 헌법재판소 2001. 7. 19. 선고 99헌바9 등 전원재판부 결정 참조.

90) 대법원 1995. 11. 10. 선고 94다22682, 22699 판결.

91) 대법원 2022. 12. 1. 선고 2020다280685 판결의 항소심인 부산고등법원 2020. 10. 15. 선고 2020나50624 판결에서 실시한 근거이다. 항소심 판결에서는 터미널 보관료, 컨테이너 초과사용료 등의 채권은 해상운송계약의 채무불이행에 기하여 발생한 손해로서 상법 제814조의 적용 대상이 되고, 위 채권 중 운송물을 인도할 날로부터 1년이 경과한 청구 부분은 제척기간 도과로 부적법하다고 판단하였다.

92) 대법원 1995. 11. 10. 선고 94다22682, 22699 판결.

면 그 채권자로서는 상대방에 대하여 권리를 재판 외로 행사할만한 시간적 여유가 없으므로 부득이 재판상 청구부터 제기하여야 하는 부당한 결론에 이르게 된다. 이는 당사자의 권리를 과도하게 제한하는 해석이라 할 것이며, 제척기간의 연장을 통하여 당사자 사이에 소 제기 없이 원만하게 합의할 수 있는 여지를 열어둔 상법 제814조, 제840조의 취지에도 반하는 것이라 하지 않을 수 없다. 이러한 측면에서 대법원도 “상법 제814조 제1항의 취지를 고려하더라도, ‘인도한 날 또는 인도할 날’로부터 1년이 넘어 발생하는 채권의 경우에는 발생하기도 전에 그 행사기간이 경과하여 소멸한 것이 되어 권리자가 권리를 잃게 되는 결과는 불합리하고 나아가 헌법을 최상위 규범으로 하는 법질서 전체의 이념에도 부합하지 않기 때문”에 상법 제814조 제1항에도 불구하고 권리가 발생한 시점부터 제척기간을 기산하는 것으로 해석한 것으로 보이는바,⁹³⁾ 이와 같은 대법원의 판단은 제척기간의 본질에 부합하는 판단으로 생각되며, 운송인의 송하인에 대한 해상운송계약에 따른 채권의 행사기간을 실질적으로 보장하는 해석이라는 점에서도 타당한 것으로 판단된다.

3. 제척기간의 단축 및 연장

1) 제척기간의 단축

소멸시효는 민법 제184조 제2항에 따라 법률행위으로써 단축, 감경하는 것이 허용되지만, 법령상 정하여진 제척기간은 이를 단축 또는 감경하는 약정이 원칙적으로 허용되지 않는 것으로 해석된다.⁹⁴⁾ 대법원은 “상법 제790조 제1항(필자 주: 현행 상법 제799조 제1항)이 해상운송인의 의무 또는 책임을 경감 또는 면제하는 당사자간의 특약은 효력이 없다고 규정하고 있는 점

93) 구 관습법 또는 민법상 상속회복청구권의 제척기간에 관한 대법원 2003. 7. 24. 선고 2001다48781 전원합의체 판결, 헌법재판소 2001. 7. 19. 선고 99헌바9 등 전원재판부 결정. 위 대법원 판결은 제정민법이 시행되기 전 존재하던 ‘상속회복청구권은 상속이 개시된 날부터 20년이 경과하면 소멸한다.’는 관습이 관습법으로서의 효력이 인정될 수 있는지가 문제된 사안에 관한 것으로서, 대법원의 다수의견은 해당 관습을 적용하게 되면 “20년의 경과 후에 상속권침해가 있을 때에는 침해행위와 동시에 진정상속인은 권리를 잃고 구제를 받을 수 없는 결과가 되므로 소유권은 원래 소멸시효의 적용을 받지 않는다는 권리의 속성에 반할 뿐 아니라 진정상속인으로 하여금 참칭상속인에 의한 재산권침해를 사실상 방어할 수 없게 만드는 결과로 되어 불합리하고, 헌법을 최상위 규범으로 하는 법질서 전체의 이념에도 부합하지 아니하여 정당성이 없으므로, 위 관습에 법적 규범인 관습법으로서의 효력을 인정할 수 없다.”고 판단하였다. 헌법재판소도 민법 제999조 제2항 및 구 민법(1990. 1. 13. 법률 제4199호로 개정되기 전의 것) 제999조에 의하여 준용되는 제982조 제2항 중 상속회복청구권의 행사기간을 상속 개시 일로부터 10년으로 제한한 것이 재산권, 행복추구권, 재판청구권 등을 침해하고 평등원칙에 위배되는지 여부와 관련하여, “상속회복청구권에 대하여 상속 개시일로부터 10년이라는 단기의 행사기간을 규정함으로써 인하여, 위 기간이 경과된 후에는 진정한 상속인은 상속인으로서의 지위와 함께 상속에 의하여 승계한 개개의 권리의무도 총괄적으로 상실하여 참칭상속인을 상대로 재판상 그 권리를 주장할 수 없고, 오히려 그 반사적 효과로서 참칭상속인의 지위는 확정되어 참칭상속인이 상속개시의 시점으로부터 소급하여 상속인으로서의 지위를 취득하게 되므로, 이는 진정상속인의 권리를 심히 제한하여 오히려 참칭상속인을 보호하는 규정으로 기능하고 있는 것이라 할 것이어서, 기본권 제한의 한계를 넘어 헌법상 보장된 상속인의 재산권, 행복추구권, 재판청구권 등을 침해하고 평등원칙에 위배된다.”고 판단하였다.

94) 서울지방법원 1996. 2. 15. 선고 94가합28463 판결 등.

이나 해상운송인의 송하인, 수하인 등에 대한 채무는 그 청구원인의 여하에 불문하고 운송인이 수하인에게 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날부터 1년 내에 재판상 청구가 없으면 소멸하나 이 기간은 당사자의 합의에 의하여 연장할 수 있다고 규정하고 있는 상법 제811조(필자 주: 현행 상법 제814조)의 반대해석 및 법령 개정의 연혁 등에 비추어 보면, 상법 제811조의 제척기간보다 해상운송인의 책임소멸기간을 단축하는 당사자의 특약은 효력이 없다”고 판시한 바 있다.⁹⁵⁾ 이러한 대법원의 입장은 상법 제814조에서는 항해용선계약에 관한 상법 제840조 제2항⁹⁶⁾과는 달리 당사자 사이의 합의로 제척기간을 단축할 수 있는 조항을 두고 있지 않고, 상법 제799조 제1항에서는 개품운송인의 의무 또는 책임을 경감 또는 면제하는 당사자 사이의 특약은 효력이 없는 것으로 규정하고 있다는 점을 그 근거로 하는 것으로 이해된다.

하지만 개품운송계약에 있어 제척기간 단축 약정을 일률적으로 허용하지 않는 대법원의 입장이 타당한지는 다소 의문이다. 우선 상법 제814조에서는 상법 제840조 제2항과 같은 단축 약정에 관한 규정을 별도로 두고 있지 않을 뿐 제척기간의 단축 약정을 명문으로 금지하고 있지 않다. 나아가 상법 제799조 제1항에서는 “상법 제794조부터 제798조에 반하여” 운송인의 의무 또는 책임을 경감 또는 면제하는 당사자 사이의 특약은 효력이 없다고 규정하고 있는바, 제척기간에 관한 상법 제814조는 상법 제799조 제1항의 적용 대상으로 보기 어렵다. 나아가 운송인의 책임에 관한 제척기간을 단축하더라도 이는 운송인의 의무나 책임을 경감 또는 면제하는 것이라기보다는 그 책임의 존속기간을 단축하는 것으로서 양자는 구별되어야 할 것으로 생각된다. 더구나 상법 제814조 제1항 단서에서 당사자의 합의에 따른 제척기간 연장을 인정하고 있는 점에서 개품운송계약에 적용되는 제척기간은 공익적 필요에 의한 것이라기보다는 당사자 사이의 법률관계를 원만하게 조정할 기간을 부여하고자 하는 취지가 더 강한 것으로 이해되는바, 양 당사자가 그 필요에 따라 1년보다 더 짧은 기간으로 제척기간을 단축하는 약정을 하는 것도 금지될 이유가 없다. 이러한 점을 종합하여 보면, 개품운송계약 당사자의 권리 행사를 사실상 무력화시킬 정도로 단기로 제척기간을 감축하는 정도에 이르지 않는 이상 당사자 사이의 합의로써 제척기간을 단축하는 것도 가능하다고 봄이 상당하다.

한편, 대법원은 운송인의 책임소멸기간이 제척기간이 아닌 소멸시효⁹⁷⁾로 해석되는 경우에는 그 기간을 단축하는 약정이 유효하다는 입장으로 해석된다.⁹⁸⁾ 즉, 대법원은 “해상운송의 경우에는 구 상법(2007. 8. 3. 법률 제8581호로 개정되기 전의 것) 제811조에서 운송인의 송하인

95) 대법원 1997. 11. 28. 선고 97다28490 판결; 대법원 2002. 5. 24. 선고 2001다33901 판결 등 참조.

96) 상법 제840조 제2항은 항해용선계약에 관한 2년의 “기간을 단축하는 선박소유자와 용선자의 약정은 이를 운송 계약에 명시적으로 기재하지 아니하면 그 효력이 없다”고 규정하여, 그 반대해석상 양 당사자의 합의로 2년보다 기간을 단축하는 약정을 운송계약에 명시하면 그 효력이 인정될 수 있는 것으로 규정하고 있다.

97) 예컨대, 육상운송에 관하여는 1년의 소멸시효가 적용된다(상법 제147조, 제121조).

98) 대법원 2009. 8. 20. 선고 2008다58978 판결; 김인현, “복합운송증권상 9개월 제소기간 및 지상약관의 효력(대법원 2009. 8. 20. 선고 2008다58978 판결)”, 「인권과 정의」 제405호, 대한변호사협회, 2010, 117면.

또는 수하인에 대한 채무는 운송인이 수하인에게 운송물을 인도한 날 등으로부터 1년 내에 재판상 청구가 없으면 소멸하도록 하고 이를 당사자의 합의에 의하여 연장할 수 있으나 단축할 수는 없도록 규정하고 있는 반면에, 육상운송의 경우에는 상법 제147조, 제121조에 따라 운송인의 책임은 수하인이 운송물을 수령한 날로부터 1년을 경과하면 소멸시효가 완성하고 이는 당사자의 합의에 의하여 연장하거나 단축할 수 있다고 볼 것인 점, 복합운송의 손해발생구간이 육상운송구간임이 명백한 경우에도 해상운송에 관한 규정을 적용하면 복합운송인이 그 구간에 대하여 하수급운송인으로 하여금 운송하게 한 경우에 하수급운송인과 복합운송인 사이에는 육상운송에 관한 법률이 적용되는 것과 균형이 맞지 않게 되는 점 등을 고려하면, 복합운송에서 손해발생구간이 육상운송구간임이 명백한 경우에는 복합운송증권에서 정하고 있는 9개월의 제소기간은 강행법규에 저촉되지 아니하는 것으로서 유효하다.”고 판시하였다.

이와 관련하여, 육상운송인의 책임은 수하인이 운송물을 수령한 날 또는 인도할 날로부터 1년의 소멸시효가 적용된다.⁹⁹⁾ 그리고 민법 제184조 제2항은 소멸시효에 대하여 법률행위에 의하여 이를 배제, 연장 또는 가중할 수 없으나 이를 단축 또는 경감하는 것은 허용하고 있다. 이에 따라 육상운송인의 책임은 당사자 사이의 약정으로 소멸시효 기간을 단축하는 것이 가능한 것으로 해석된다. 복합운송의 경우에도 운송인은 손해가 발생한 운송구간에 적용될 법에 따라 책임을 부담하므로,¹⁰⁰⁾ 운송물의 멸실 또는 훼손이 육상운송구간에서 발생하였다면 복합운송증권에서 9개월의 제소기간을 정한 것은 유효한 소멸시효 단축 약정으로 해석할 수 있다.

나아가 위 대법원 판결에서는 “복합운송에서 손해발생구간이 육상운송구간임이 명백한 경우”에 복합운송증권에서 정하고 있는 9개월의 제소기간이 유효하다고 판시하고 있으나, 이러한 법리는 손해발생구간이 육상운송구간 내임이 명백한 경우뿐 아니라 상법 제816조 제2항에 따라 육상운송에 관한 상법 규정이 적용되는 경우에도 그대로 적용되는 것으로 해석된다. 최근 대법원 판결 중에는 해상운송과 육상운송이 결합된 복합운송 사안에서 문제되는 손해가 해상운송 과정에서 발생한 것으로 단정하기 어렵고 손해가 어느 운송구간에서 발생하였는지 불분명하거나 성질상 특정한 지역으로 한정되지 아니하는 경우 운송거리가 가장 긴 육상운송구간에 적용되는 법에 따라 판단하여야 하므로 해상운송에 관한 상법 제814조 제1항의 단기 제척기간은 적용되지 않는다고 판시한 바 있다.¹⁰¹⁾ 이러한 대법원 판결의 취지대로라면 복합운송에 있어 어느 운송구간에서 손해가 발생하였는지 불분명한 경우 또는 손해의 발생이 성질상 특정한 지역으로 한정되지 아니하는 경우에는 운송인은 운송거리가 가장 긴 구간에 적용되는 법에

99) 상법 제147조, 제121조 제1항, 제2항.

100) 상법 제816조 제1항.

101) 대법원 2019. 7. 10. 선고 2019다213009 판결. 본 대법원 판결에 대한 평석으로는 김인현·백지수, “종합물류계약과 복합운송의 구별 - 대법원 2019. 7. 10. 선고 2019다213009 판결 -”, 상사판례연구 제33권 제3호, 한국상사판례학회, 2020, 47면 이하; 정준우, 전계 논문, 151면 이하 참조.

따라 책임을 지고, 운송거리가 같거나 가장 긴 구간을 정할 수 없는 경우에는 운임이 가장 비싼 구간에 적용되는 법에 따라 책임을 지게 되는데, 운송구간이 가장 긴 구간 또는 운임이 가장 비싼 구간이 육상운송구간이라면 육상운송에 관한 상법 규정에 따라 운송인이 책임을 부담하므로, 그 책임에 대하여 적용되는 기간도 소멸시효로 보아 이를 단축하는 약정이 가능하다고 보아야 할 것이다.

다만, 복합운송증권에서 9개월의 제척기간을 규정한 이유는 계약운송인의 지위에 있는 복합운송인으로 하여금 책임이 있는 실제운송인에게 구상청구를 행사함에 장애가 되지 않도록 하려는 것으로 설명된다.¹⁰²⁾ 그런데 2007년 개정 상법은 제814조 제2항을 신설하여 제척기간을 3개월 연장함으로써 구상권의 행사를 실질적으로 보장하기 위한 제도적 장치를 마련하였으므로, 적어도 우리나라 법이 준거법으로 적용되는 복합운송증권에는 9개월의 제척기간을 인정하여야 할 필요성은 감소한 것으로 보인다.¹⁰³⁾¹⁰⁴⁾

2) 제척기간의 연장

상법 제814조 제1항 단서 및 상법 제840조 제1항에 따르면, 개품운송계약과 항해용선계약에 있어서는 당사자 합의에 의한 제척기간의 연장이 허용된다. 이는 헤이그-비스비규칙 제3조 제6항을 수용한 문언으로 해석된다.¹⁰⁵⁾ 즉, 헤이그-비스비규칙 제3조 제6항은 “운송인 및 선박은 운송물이 인도된 날 또는 인도되었어야 할 날로부터 1년 내에 소가 제기되지 않는 한 화물에 관한 어떠한 책임도 면한다. 다만, 당사자들은 청구원인이 발생한 후에 합의로써 기간을 연장할 수 있다.”고 규정하여,¹⁰⁶⁾ 운송계약 당사자가 합의를 통하여 제척기간을 연장하는 것을 허용한다. 다만, 상법 제814조 제1항 단서와 헤이그-비스비규칙 제3조 제6항의 주된 차이점은 헤이그-비스비규칙 제3조 제6항은 청구원인(예: 화물의 손상)이 발생한 후에 당사자들이 제척기간 연장에 합의할 수 있다고 규정하고 있는 반면, 상법에서는 당사자들의 제척기간 연장 합의의 시기를 특별히 제한하고 있지 않다는 점이다.¹⁰⁷⁾ 이와 같이 당사자 합의에 의한 제척기간의 연장이 인정된다는 점에서 해상운송계약에서의 제척기간은 다른 일반 제척기간과는 구별이 된다.¹⁰⁸⁾

102) 최세련, 전계 논문, 386면.

103) 최세련, 상계 논문, 386면.

104) 복합운송증권에서 9개월의 제소기간을 인정할 필요성이 감소하였음을 이유로 우리나라에서 발행되는 복합운송증권에 있어서는 손해배상구간이 해상인지, 육상인지 불문하고 전체 제척기간을 1년으로 연장되어야 한다고 지적한다. 김인현, “2009년도 해상법 등 중요 판례 평석”, 한국해법학회지 제32권 제2호, 한국해법학회, 2010, 377면; 최세련 전계 논문, 386면.

105) 송상현·김현, 전계서, 427면.

106) 각주 32 참조.

107) 최종현, 전계서, 335면.

나아가 대법원은 운송인이 인수한 운송을 다시 제3자에게 위탁한 경우 송하인 또는 수하인이 상법 제814조 제1항에서 정한 기간, 즉 운송물을 인도한 날 또는 인도할 날부터 1년 또는 당사자의 합의에 의하여 연장한 기간 이내에 운송인과 배상 합의를 하거나 운송인에게 재판상 청구를 하였다면, 그 합의 또는 청구가 있는 날부터 3개월이 경과하기 이전에는 제3자에 대한 운송인의 채권 채무는 소멸하지 않는다고 판시함으로써, 운송인의 제3자(재운송인)에 대한 구상청구의 제척기간은 상법 제814조 제2항에 따라 같은 조 제1항에 의하여 인정되는 제척기간(1년 또는 합의된 연장기간)에 3개월 더 연장될 수 있음을 명확히 하였다.¹⁰⁹⁾ 그러므로 위 대법원 판결에 따라 운송인의 재운송인에 대한 구상청구에 적용될 제척기간은 상법 제814조 제1항 및 제2항에 의하여 결정됨이 분명해졌다 할 것이다.

4. 제척기간의 도과의 이익 포기

소멸시효의 이익은 미리 포기할 수 없으나, 그 반대 해석상 시효완성 후의 시효이익의 포기가 허용되는 것으로 해석된다.¹¹⁰⁾ 대법원은 시효이익의 포기를 “시효의 완성으로 인한 법적인 이익을 받지 않겠다고 하는 효과의사를 필요로 하는 의사표시”라고 설명하고 있다.¹¹¹⁾ 즉, 당사자가 소멸시효 완성을 주장하지 않더라도 소멸시효가 완성된 채무는 소멸시효 기간이 도과함으로써 당연히 소멸하나, 그 당사자가 소멸시효 이익을 받겠다고 뜻을 항변하지 않는 이상 법원으로서 당사자 의사에 반하여 재판할 수 없다고 보는 것이다.¹¹²⁾

반면, 제척기간은 그 기간이 도과한 경우 권리가 절대적으로 소멸하는 것으로 해석하는 것이 일반적이다. 이에 따라 제척기간 도과로 소멸한 권리가 다시 부활하는 것은 상정하기 어려우므로 제척기간 도과의 이익을 포기할 수 없다고 해석하는 것이 다수설¹¹³⁾이나 제척기간의 경우에도 기간 도과의 이익을 포기할 수 있다는 견해도 제기된다.¹¹⁴⁾ 즉, 대법원은 형성권인 제척기간(해제권)에 관하여 그 기간이 도과한 이상 시효이익의 포기의 법리가 적용될 수 없다

108) 최종현, 상계서, 335면.

109) 대법원 2018. 12. 13. 선고 2018다244761 판결. 본 대법원 판결에 대한 평석으로는 이상협·김인현, 전계 논문, 161면 이하, 정준우, 전계 논문, 151면 이하 등 참조.

110) 민법 제184조 제1항.

111) 대법원 2013. 2. 28. 선고 2011다21556 판결; 대법원 2013. 7. 25. 선고 2011다56187, 56194 판결.

112) 대법원 1979. 2. 13. 선고 78다2157 판결.

113) 현낙희, 전계 논문, 24면.

114) 제척기간 도과 이익의 포기를 긍정하는 견해로는, (i) 구체적으로 제척기간의 취지와 목적을 고려하여 개별적, 구체적으로 결정되어야 한다는 견해, (ii) 소멸시효의 경우 절대적 소멸설에 의하더라도 시효이익의 포기가 허용된다면 제척기간 경과 후의 이익 포기가 언제나 불가능하다고 할 수 없고, 제척기간에 당사자의 이익을 포기하는 부수적인 목적도 있다면 이익을 얻는 당사자 스스로 이를 포기하는 것을 부정할 이유가 없다고 설명하는 견해, 법률관계의 조속한 확정의 요청이 강력하지 아니한 상대적 제척기간의 경우에는 사적자치의 원칙에 비추어 제척기간 도과 이익의 포기가 폭넓게 허용된다는 견해 등이 있다. 현낙희, 상계 논문, 24면.

고 판시하여 제척기간 도과에 따른 이익을 포기할 수 없다고 판단하였다.¹¹⁵⁾

그런데 대법원은 운송인이 상법 제814조 제1항이 정한 1년의 제척기간이 도과한 이후에 수하인에 대하여 제척기간 연장에 동의한 사안에서, “상법 제184조 제1항에서 정한 제척기간이 지난 뒤에 그 기간 경과의 이익을 받는 당사자가 기간이 지난 사실을 알면서도 기간 경과로 인한 법적 이익을 받지 않겠다는 의사를 명확히 표시한 경우에는, 소멸시효 완성 후 이익의 포기에 관한 민법 제184조 제1항을 유추적용하여 제척기간 경과로 인한 권리소멸의 이익을 포기하였다고 인정할 수 있다”고 판시하여,¹¹⁶⁾ 상법 제814조 제1항에서 정한 제척기간의 도과에 따른 이익을 받는 당사자가 그 이익을 포기할 수 있다는 법리를 실시하였다.

특히 대법원은 “제척기간을 정한 규정의 취지와 목적, 권리의 종류·성질 등에 비추어, 당사자들이 합의하여 그 기간을 연장할 수 있는 경우와 같이 기간 경과로 인한 이익 포기를 허용해도 특별히 불합리한 결과가 발생하지 않는 경우라면, 시효이익 포기에 관한 민법 제184조 제1항을 유추적용하여 당사자에게 그 기간 경과의 이익을 포기할 수 있도록 하여 법률관계에 관한 구체적인 사정과 형평에 맞는 해결을 가능하게 하는 것이 부당하다”고 할 수 없는 전제에서, “상법 제814조 제1항에서 정한 제척기간은 해상운송과 관련하여 발생하는 채권·채무에 적용되는데 해상운송인을 보호하고 시간의 경과에 따른 증명곤란의 구제를 도모하기 위한 것이지만, 당사자들이 합의하여 제척기간을 연장할 수 있도록 하였다는 점에서 일반적인 제척기간과는 구별되는 특성이 있으므로, 당사자에게 그 기간 경과의 이익을 포기할 수 있도록 하여 법률관계에 관한 구체적인 사정과 형평에 맞는 해결을 가능하게 하더라도 특별히 불합리한 결과가 발생하는 경우라고 볼 수 없다”고 그 이유를 제시하였다.

이러한 대법원의 입장에 대하여는 반대하는 견해와 지지하는 견해로 나누어진다. 우선 대법원 판례의 입장을 반대하는 견해¹¹⁷⁾에서는 우리나라 현행 상법의 해석으로는 제척기간 경과의 이익을 포기하는 것이 허용될 수 없다고 해석한다. 상법 제814조 제1항의 성격을 제척기간으로 보는 이상, 그 기간이 도과하면 권리가 절대적으로 소멸하게 되므로, 당사자가 제척기간 도과의 이익을 포기한다고 하여 이미 소멸한 권리가 부활하게 하는 효과가 생기게 할 수 없다는 점을 주요한 근거로 한다.¹¹⁸⁾ 나아가 상법 제814조 제1항의 제척기간은 제소기간으로서 소송제도 유지에 필요한 공익적 성격을 갖기에 법원이 직권으로 조사하여 참작하도록 하는데,¹¹⁹⁾ 오랜 기간이 지난 후에 운송인이 제척기간 도과의 이익을 비로소 포기한 경우에도 법원은 운

115) 대법원 2014. 6. 26. 선고 2013다63356 판결.

116) 대법원 2022. 6. 9. 선고 2017다247848 판결.

117) 현낙희, 전계 논문, 27면 이하 참조.

118) 현낙희, 상계 논문, 27면.

119) 이시윤, 「신민사소송법」, 제14판, 박영사, 2020, 213-215쪽.

송인에 대한 손해배상청구 소송이 적법하다고 보아 이를 심리하여야 할 것인지 의문이며, 운송인의 제소기간 도과이익 포기를 인정할 경우 운송인의 제3자에 대한 구상 청구와 관련하여서도 복잡한 법률문제가 발생할 수 있다고 비판한다.¹²⁰⁾ 또한 제척기간이 도과하기 이전에 당사자 사이에 분쟁해결을 위한 논의가 진행되고 있는 경우에는 묵시적으로 기간연장의 합의가 있었다고 인정될 여지가 크고, 제척기간 도과 이후에도 당사자가 채무를 부담하기로 약정할 수 있으므로, 운송계약 당사자가 상법 제814조 제1항의 제척기간 도과의 이익을 포기할 수 없다고 보더라도 실무상으로 불합리한 결과를 낳는 것도 아니라고 한다.¹²¹⁾

반면, 대법원 판례를 지지하는 견해¹²²⁾는, 소멸시효에 관한 규정을 제척기간에 유추적용하기 위해서는 제척기간에 관하여 규율의 흠결이 있고, 규율이 없는 제척기간과 규율이 있는 소멸시효 사이에 공통점 또는 유사점이 있어야 하며, 더 나아가 법규범의 체계, 입법의도와 목적 등에 비추어 유추적용이 정당하다고 평가되어야 하여야 한다는 전제에서 출발한다.¹²³⁾ 그리고 (i) 제척기간의 경우 법률에서 별도로 규율하고 있지 않고(규율의 흠결), (ii) 국내 주류적인 판례는 소멸시효 완성의 효과에 대하여 절대적 소멸설에 따라 소멸시효가 완성되면 당사자가 소멸시효 완성을 원용하지 않아도 권리가 소멸하는 것으로 해석하므로,¹²⁴⁾ 기간의 경과에 따라 권리가 소멸된다는 점에서 소멸시효와 제척기간 사이에는 차이가 없으며 양 제도 모두 법적 안정성 내지 채무자의 보호라는 목적을 위한 것으로 차이가 없고(공통점 내지 유사점의 존재), (iii) 상법 제814조 제1항 단서에서 제척기간의 연장을 인정하는 취지가 당사자 사이에 소송 없이 합의에 이르기까지 충분한 시간을 확보할 수 있게 하여 운송인과 송하인(수하인) 모두에게 이익이 되기 때문으로 법적 안정성보다는 당사자의 이익을 중요하게 고려한 조항에 해당하므로 운송인이 제척기간 완성의 이익을 스스로 포기하는 것에 대해서는 소멸시효 완성의 이익을 포기에 관한 민법 제184조 제1항을 유추적용할 수 있다고 해석한다(유추적용의 정당성).¹²⁵⁾

생각건대, 대법원 판례와 같이 상법 제814조 제1항의 제척기간에 대해서는 그 기간 도과의

120) 현낙희, 전계 논문, 29-30면.

121) 현낙희, 상계 논문, 30면.

122) 이연갑, “제척기간 경과로 인한 이익의 포기 - 대법원 2022. 6. 9. 선고 2017다247848 판결 -”, 「일감법학」 제52호, 건국대학교 법학연구소, 2022, 203면 이하 참조.

123) 대법원 2018. 3. 22. 선고 2012다74236 전원합의체 판결 중 김재형 대법관의 보충의견에서는 유추적용이 인정되기 위한 요건을 설시하고 있다. 김재형 대법관은 “유추는 법규범이 법의 공백을 메우기 위하여 그 문언의 통상적인 의미를 벗어나 적용되는 것으로 법률의 흠결 보충이라고 할 수 있다. 이것은 해석을 통하여 문언의 가능한 의미를 찾아내는 법발견이 아니라, 법관이 있어야 한다고 판단하는 법을 다른 법규범을 매개로 만들어 내는 법형성이다. 이러한 유추를 위해서는 먼저 법적 규율이 없는 사안과 법적 규율이 있는 사안 사이에 공통점 또는 유사점이 있어야 한다. 그러나 이것만으로 유추적용을 긍정할 수는 없다. 법규범의 체계, 입법의도와 목적 등에 비추어 유추적용이 정당하다고 평가되는 경우에 비로소 유추적용을 인정할 수 있다.”고 의견을 제시하였다.

124) 양창수 편집대표, 「민법주해(IV)」, 제2판, 박영사, 2022, 427-428면.

125) 이연갑, 전계 논문, 204-210면 참조.

이익을 포기하는 것이 가능하다고 해석함이 타당하다. 소멸시효는 절대적 소멸설에 따르면 그 기간의 완성으로 권리가 절대적으로 소멸하는 것으로 해석됨에도, 소멸시효 완성의 이익을 포기하는 것이 민법 제184조 제1항의 해석상 허용된다. 이에 따라 소멸시효가 완성된 후 그 이익을 포기하면 권리가 소멸하였다가 다시 부활하는 것과 같게 된다. 제척기간 역시 그 기간의 경과로 권리가 소멸하는 것은 마찬가지이므로,¹²⁶⁾ 소멸한 권리의 부활은 상정하기 어렵다는 이유로 유추적용을 인정하지 않는 주장은 받아들이기 어렵다. 나아가 대법원이 지적한 바와 같이 제척기간을 정한 규정의 취지와 목적, 권리의 종류·성질 등에 비추어, 기간 경과로 인한 이익 포기를 허용해도 특별히 불합리한 결과가 발생하지 않는 경우라면, 시효이익 포기에 관한 민법 제184조 제1항을 유추적용을 허용하지 않을 이유가 없다. 특히 상법 제814조 제1항은 다른 제척기간에 관한 규정과 달리 당사자 사이의 합의에 의한 제척기간 연장을 인정하고 있는바, 이는 법적 안정성이라는 공익적 목적보다는 당사자 사이에 해상운송계약을 둘러싼 법률관계를 원만하게 해결하기 위한 취지에서 제척기간이 적용되는 기간을 상호 결정하도록 하는바, 개품 운송계약의 당사자가 제척기간 도과 후 그에 따른 이익을 포기하는 것 역시 민법 제184조 제1항의 유추적용을 통하여 허용될 수 있다고 해석함이 상당하다. 아울러 운송인이 오랜 기간이 지난 후에 비로소 제척기간 완성의 이익을 포기하는 경우는 현실적으로 상정하기 어려울 뿐 아니라 운송인 스스로 제척기간 도과의 이익을 포기한 이상 운송인에 대한 손해배상청구소송을 허용하지 않을 이유가 없다. 더욱이 운송인이 제소기간 도과에 따른 이익을 포기한 후 운송을 다시 위탁 받은 제3자에 대해서 구상 청구를 하더라도, 상법 제814조 제2항에서 말하는 당사자의 합의에 의하여 제척기간 연장된 경우로 해석할 수 없으므로 상법 제814조 제2항은 적용되기 어려울 것으로 보이므로, 제3자로서는 운송인에 대하여 여전히 제척기간 도과를 주장하여 그 책임을 면할 수 있을 것이다. 그러므로 위 대법원 판결을 반대하는 견해에서 우려하는 사항도 실제로는 발생하기 어렵거나 문제되지 않을 가능성이 높아 보인다.

위 대법원 판결과 같이 민법 제184조 제1항을 유추적용하여 상법 제814조 제1항의 제척기간 도과의 이익을 포기하는 것이 가능하다고 해석할 경우, 항해용선계약 또는 해상운송계약 외에 다른 유형의 계약에 대해서도 제척기간 도과의 이익을 포기하는 것이 가능한 것으로 해석할 수 있을지가 문제될 수 있다. 그러나 민법 제184조 제1항이 모든 유형의 제척기간에 일률적으로 적용된다고 보기는 어렵다. 즉, 위 대법원 판결에서 실시한 바와 같이, 제척기간에 유추적용될 수 있는지 여부는 문제되는 제척기간을 정한 취지와 목적, 권리의 성질 등 여러 사정을 고려하여 당사자에게 그 기간 경과의 이익을 포기할 수 있도록 하여 법률관계에 관한 구체적인 사정과 형평에 맞는 해결을 가능하게 하더라도 특별히 불합리한 결과가 발생하는 경우가

126) 제척기간이 도과하면 권리 자체는 소멸되지 않으나 그 재판상 청구가 저지된다고 보는 입장에 따르면, 제척기간 도과 이익에 대한 포기 여부를 불문하고 권리는 그대로 존속한다는 결론에 이르게 될 것이다. 이정원, 전제 논문, 83면 참조.

아닌지에 따라 결정되어야 할 사항인 것으로 판단된다. 이에 따를 때, 항해용선계약의 경우 비록 2년의 제척기간이 적용되지만 상법 제840조 제1항에서는 상법 제814조 제1항 단서를 준용하여 당사자 사이의 합의에 의한 제척기간 연장을 허용하고 있는바, 개품운송계약과 달리 보아야 할 이유를 찾기 어렵다. 이에 따를 때, 항해용선계약에 있어서는 개품운송계약에서와 마찬가지로 민법 제184조 제1항의 유추적용을 긍정하여 제척기간 도과의 이익을 포기하는 것이 가능한 것으로 해석할 수 있을 것이다. 그러나 해상운송계약이 아닌 다른 유형의 계약에 있어서까지 위 대법원 판례를 적용하여 제척기간의 이익 포기를 인정하는 것에 있어서는 신중을 기하여야 할 것으로 생각된다.¹²⁷⁾

IV. 결론

제척기간은 우리나라에서 입법적으로 규율하고 있지 않은 관계로 주로 해석론을 통하여 그 법리가 발전하여 왔다. 특히 해상운송 분야는 다른 종류의 상거래와 비교할 때 다수의 이해관계자들 사이의 법률관계를 조속히 확정할 필요가 크기에 제척기간에 관한 다양한 사건이 대법원에서 다루어졌고, 이를 통하여 상당수의 대법원 판례가 축적될 수 있었다.

대법원은 제척기간과 소멸시효를 준별하는 대전제 하에서도 해상운송의 특성을 고려하여 제척기간에 대한 유연한 해석을 시도하고 있는 것으로 보인다. 특히 대법원 판례 중 제척기간의 기산점은 상법 명문의 규정에도 불구하고 문제되는 권리가 발생하는 시점부터 기산한다고 본 판례는 해상운송 실무상 운송물의 인도 이후에 발생하는 채권·채무가 존재한다는 점을 심분 고려하여 구체적 타당성을 도모한 판례로 생각된다. 나아가 상법 제814조 제1항의 제척기간과 관련하여 민법 제184조 제1항의 유추적용을 통하여 제척기간 도과의 이익을 포기할 수 있다고 해석한 판례는 해상운송계약에서의 제척기간이 다른 제척기간과는 달리 당사자 합의에 따른 제척기간 연장을 인정하는 등 법적 안정성보다는 당사자의 이익을 위한 규정임을 감안한 해석인 것으로 생각된다. 비록 해상운송에 관한 대법원 판례는 아니지만 제척기간이 경과한 경우에도 제척기간이 지나기 전 상대방의 채권과 상계할 수 있었던 경우에는 민법 제495조를 유추적용하여 제척기간이 경과한 채권을 자동채권으로 해서 상대방의 채권과 상계할 수 있다는 판례를 함께 고려하여 보면, 법적 안정성이라는 요소보다 당사자 간의 이익 조정이 보다 중요하게 작용하는 사안이나 쟁점에 있어서는 소멸시효에 근접하여 가는 측면도 존재하는 것으로 보인다.

이와 같이 대법원 판례는 입법상 규율의 흠결이 존재하는 제척기간을 해석·적용함에 있어 제척기간을 정한 취지와 목적, 권리의 성질 등 여러 사정을 고려하여 개별적 구체적으로 접근

127) 同旨: 이승엽, “해상운송인에 대한 채권, 채무의 제척기간 경과 후 이익의 포기”, 월간 해양한국, 2022.

하는 경향을 보이고 있는 것으로 생각된다. 특히 대법원은 법적 안정성에만 치중하기보다는 당사자의 의사를 중시하는 관점에서 해상운송에 관한 법률관계를 풀어가는 것으로 보이는바, 이는 바람직한 해석의 방향인 것으로 판단된다. 다만, 해상운송계약의 한 축을 담당하는 항해용선계약에 있어서도 개품운송계약에서의 제척기간에 관한 법리가 그대로 적용되는지 여부나 해상운송계약에서 발전한 제척기간에 관한 법리가 다른 제척기간에도 적용될 수 있는지 등에 대해서는 아직까지 그 해석론이 정립되기까지는 시일이 필요할 것으로 보인다. 그리고 대법원 판례에서 인정한 민법 제184조 제1항이나 제495조 외에 민법상 소멸시효에 관한 규정이나 법리가 어느 범위 내에서 해상운송계약상 제척기간에 유추적용될 수 있을지도 추가적인 연구가 필요한 부분이라 할 것이다. 이러한 쟁점들에 대해서도 향후 학계의 적극적인 연구와 여러 판례를 통하여 그 해석론이 확립될 수 있기를 기대하여 본다.

<참고문헌>

- 곽윤직·김재형, 「민법총칙」, 박영사, 2020.
- 김인현, 「해상법」, 제6판, 법문사, 2020.
- 송상현·김현, 「해상법원론」, 제5판, 박영사, 2015.
- 양창수·김형석, 「민법3」, 제3판, 박영사, 2018.
- 양창수 편집대표, 「민법주해(IV)」, 제2판, 박영사, 2022.
- 이균성, 「신해상법대계」, 한국해양수산개발원, 2010.
- 이시윤, 「신민사소송법」, 제14판, 박영사, 2020.
- 이은영, 「민법총칙」, 제5판, 박영사, 2009.
- 이주홍, 「해상운송법」, 박영사, 1992.
- 정동윤 편집대표, 「주식 상법」, 제2판, 한국사법행정학회, 2015.
- 지원림, 「민법강의」, 제18판, 법문사, 2021.
- 채이식, 상법강의(하), 박영사, 1991.
- 최종현, 「해상법상론」, 제2판, 박영사, 2014.
- 최준선, 「보험·해상·항공운송법」, 삼영사, 2015.
- 김인현, “2007년 개정 상법 해상편의 개정 내용과 의의”, 한국해법학회지 제31권 제1호, 한국해법학회, 2009.
- _____, “2009년도 해상법 등 중요 판례 평석”, 한국해법학회지 제32권 제2호, 한국해법학회, 2010.
- _____, “복합운송증권상 9개월 제소기간 및 지상약관의 효력(대법원 2009. 8. 20. 선고 2008다58978 판결)”, 「인권과 정의」 제405호, 대한변호사협회, 2010.
- 김인현·백지수, “중합물류계약과 복합운송의 구별 - 대법원 2019. 7. 10. 선고 2019다213009 판결 -”, 상사판례연구 제33권 제3호, 한국상사판례학회, 2020.
- 박영재, “컨테이너 초과사용료(container demurrage)의 제척기간 및 인정범위 - 부산고등법원 2015나52893 및 2015나 56700 판결과 영국 MSC Mediterranean Shipping Co SA vs Cottonex Anstalt 판결의 비교분석을 중심으로 -”, 「한국해법학회지」 제41권 제1호, 한국해법학회, 2019.
- 이광후, “상법 제814조 제척기간(서울고법 2012. 4. 3. 선고 2011나37553 판결에 대한 평석 포함)”, 월간해양한국 469호(2012. 10. 4.).
- 이상협·김인현, “상법 제814조 제2항 전단의 제1항의 기간의 해석”, 「상사판례연구」 제32집 제1권, 한국상사판례학회, 2019.

- 이상협, “선하증권 이면약관에 관한 연구”, 고려대학교 박사학위논문, 2021.
- 이승엽, “해상운송인에 대한 채권, 채무의 제척기간 경과 후 이익의 포기”, 월간 해양한국, 2022.
- 이연갑, “제척기간 경과로 인한 이익의 포기 - 대법원 2022. 6. 9. 선고 2017다247848 판결 -”, 「일감법학」 제52호, 건국대학교 법학연구소, 2022.
- 이정원, “상법 제814조의 법적성질과 운송물의 인도시점 - 대법원 2019. 6. 13. 선고 2019다 205947 판결”, 「영남법학」, 제51호, 2020.
- 정영석, “운송인에 대한 청구권의 존속 및 소멸기간에 관한 고찰”, 「한국해법학회지」 제30권 제2호, 한국해법학회, 2008.
- 정준우, “상법 제814조에 관련된 최근의 판례 검토”, 「상사법연구」 제38권 제4호, 한국상사법학회, 2020.
- 조희대, “상법 제811조의 해석”, 「민사재판의 제문제」, 제10권, 2000.
- 최세련, “해상운송에서의 제척기간”, 상사법연구 제29권 제3호, 한국상사법학회, 2010.
- 최종현, “개정 해상법 하에서의 해상운송인의 지위-해상운송인의 손해배상책임제도를 중심으로-”, 「한국해법학회지」 제30권 제1호, 2008.
- 현낙희, “상법 제814조 제소기간에 관한 연구 - 상법 제814조 제소기간 도과의 이익 포기 가부를 중심으로 -”, 「선진상사법률연구」 통권 제95호, 법무부, 2021.
- 김중용 기자, “감사원 “가스공사 운임분쟁 140억 손해낸 직원들 10% 변상하라””, 2022. 7. 11. 자 조선비즈(2022. 7. 11.자).

자기주식 처분과 신주발행이론
—신주발행유지청구권을 중심으로—

최 민 용*

목 차

I. 시작하는 글	81
II. 자기주식 처분 법리	83
1. 자기주식 취득과 처분의 규제	83
2. 자기주식의 처분과 처분 시 적용 법리	85
3. 자기주식 취득과 처분에 따른 주주권 변동	90
4. 검토-우선인수권 부여와 신주발행절차의 준용	91
III. 자기주식 처분과 신주발행이론	93
1. 신주발행규율	93
2. 자기주식 처분 쟁송과 우선인수권	94
3. 자기주식 처분의 쟁송과 신주발행유지청구	96
V. 결론	105

* 경북대학교 법학전문대학원 교수

I. 시작하는 글

자기주식은 마치 카멜레온과 같다. 다양한 색채와 명암이 공존, 교차하는 이 특성은 우선 자기주식의 ‘주식’으로서의 특징에서 비롯한다. 주주권은 단순한 채권이 아니라 의결권, 소수주주권 등의 공익권과 배당수령권과 같은 자익권을 그 안에 아우른다. 또한 주주는 외적으로 권리의 제한 지점을 경계에 두고 다른 주체들을 마주하고 있는바, 주주권은 다른 주주나 채권자들의 권리를 침해하지 않아야 한다. 통상의 주주가 아닌 ‘발행주체’가 스스로 발행한 주식을 취득하는 자기주식은 그 취득, 보유, 처분의 단계에서 더욱 많은 쟁점을 불러일으킨다.

자기주식 취득의 단계에서는 주주가 다른 주주들 사이에서 그리고 채권자와의 관계에서 준수하여야 하는 원칙은 그 외적 경계를 가른다. 주주는 채권자보다 먼저 출자를 환급받을 수 없고, 모든 주주들은 의결권 수에 따른 차등 이외에는 평등하게 취급되어야 한다. 이 요건을 준수하여 발행주체인 회사가 자기주식을 취득하면 그 안의 많은 권리의 등은 꺼진다. 회사는 주식을 소각하여 이 단계에서 그 등을 영구히 소등할 수 있으나, 소각하지 않고 주식을 처분하면 주식이 회사의 소유를 벗어나 타인의 것이 되는 순간에 주주권은 부활한다.

이 처분으로 인한 주주권 부활은 다시금 다양한 이슈를 제기한다. 자사주 상황 하에서 나머지 주주들은 주주권의 소등으로 인하여 상대적으로 여유롭게 권리를 향유하지만, 자기주식의 처분으로 영향을 받는데, 그 영향은 의결권 부분이 가장 크다. 바로 이러한 이유로 나머지 주주들은 기존에 누리던 기득권으로 그 처분을 제어할 필요를 느낀다. 자기주식 처분은 마치 신주발행과 실질이 같다는 외침이다. 또한 합병이나 분할합병, 주식의 교환과 같은 기업의 재편의 국면에서는 발행회사가 소멸하면서도 기업의 재편이라는 창조적인 작업을 통하여 새로운 기업 안에 여전히 실존하는 특성이 있다. 이에 회사의 소멸 시점에 자기주식의 권리를 모두 소멸시키는 것이 맞는지, 아니면 새로운 기업 안에 존재하는 특성을 반영하여 자기주식에도 일정한 권리를 부여할 것인지의 쟁점이 있다.

이처럼 자기주식의 규제와 제도는 취득, 보유, 처분의 각 단계에서 규율의 필요성, 적합한 규율들이 논의되어야 한다. 그러나 2011년 개정법(이하 “개정법”을 혼용한다)은 자기주식취득을 허용하면서 그 취득요건만을 규정하고 처분 시의 규제에 대하여서는 침묵하고 있다. 이에 이미 개정법 시행 무렵부터 처분 시의 규제 공백의 문제점에 대하여는 많은 우려가 존재하였다.¹⁾ 회사가 자기주식을 취득하여 소각한다면 현행의 제도는 정합성이 있다. 그러나 현실적

1) 권재열, “개정상법상 주식관련 제도의 개선내용과 향후 과제”, 「선진상사법률연구」 통권 제56호(법무부, 2011).: 김순석, “상법개정안상 자기주식 및 자기주식소각 제도의 검토”, 「일감법학」 제18호(건국대학교 법학연구소

으로 보다 많은 기업들은 자기주식을 적절한 처분하여 경영상의 목적 등을 달성하고자 하며, 이러한 재량적 처분은 그 취득의 주요한 이유이기도 하다. 회사들은 ‘주주 환원, 주주가치의 제고’를 자기주식 취득의 명목으로 빈번히 제시하지만, 진정한 의미의 환원으로 볼 수 있는 주식 소각의 비율이 매우 낮다.²⁾

법문의 형식은 적어도 엄격한 취득 시의 심사를 통과하였으니 이후에는 기업이 재량을 누릴 수 있다고 읽힌다. 이는 기업이 취득요건을 준수하여 취득한 자기주식을 어떠한 제어도 없이 활용하는 현실을 초래하여, 시행 즈음의 우려는 현실화되었다. 특히 회사가 경영권을 방어하기 위한 목적으로 주식을 처분할 때 주주들은 이러한 처분이 실질적으로 자신들의 주주권을 침해한다고 주장하고 회사는 상법 제342조에 근거한 이사회결의를 통한 처분은 아무런 법률적 하자가 없다고 맞선다. 자기주식취득을 허용한지 10년 이상이 지난 지금에 이르러서는 이렇게 처분 시 제기되는 쟁점에 대한 숙고와 논의가 필요하다는 생각을 하게 된다.

주지하듯이 이 문제에 관한 논의의 중심은 신주발행이론의 적용이다. 그러나 자기주식 처분에 신주발행이론을 적용하자는 것이 구체적으로 어떤 의미와 내용을 담고 있는지는 보다 면밀한 검토가 필요하다. 그간의 논의들은 기존주주들에게 우선인수권을 인정하여, 제3자 배정 이론을 적용한다는 뜻으로 흐른 경향이 짙다. 때문에 신주발행이론의 다른 부분인 절차적 권리보장이나 문제있는 신주발행을 저지할 수 있는 방법으로서 유지청구권의 중요성이 주목받지 못한 측면이 있다. 이 글은 이러한 문제의식에서 출발하여 이 부분을 중심으로 쟁점들을 검토해 보려한다.

2010).; 김정호, “자기주식의 처분과 경영권 방어”, 『경영법률』 제24권 제3호(한국경영법률학회, 2014).; 김홍식, “방어적 자기주식 취득 및 처분”, 『금융법연구』 제13권 제2호(한국금융법학회, 2016).; 송우열, “개정상법상 자기주식취득과 주식소각”, 『BFL』 제51호(서울대학교 금융법센터, 2012).; 송종준, “상장회사의 자기자본질서의 변화와 법적 과제”, 『상사법연구』 제31권 제2호(한국상사법학회, 2012).; 안성포, “기업재편과 취득한 자기주식의 처분과 소각-수권자본제도의 관점에서”, 『법학연구』 제20권 제4호(인하대학교 법학연구소, 2017).; 염미경, “자기주식의 취득과 처분에 관한 쟁점의 검토”, 『경영법률』 제26권 제1호(한국경영법률학회, 2015).; 이영철, “자기주식의 취득 및 처분과 관련된 몇 가지 쟁점”, 『기업법연구』 제28권 제3호(한국기업법학회, 2014).; 이철송, “불공정한 자기주식거래의 효력-주주평등의 원칙과 관련하여”, 『증권법연구』 제7권 제2호(한국증권법학회, 2012).; 정준우, “자2011년 개정상법상 자기주식의 취득·처분과 그 규제”, 『한양법학』 제23권 제2호(한양법학회, 2012).; 최문희, “자기주식과 경영권 방어에 관한 판례 및 상법 개정안의 검토: 자기주식의 처분, 활용에 관한 법적 쟁점”, 『선진상사법률연구』 통권 제78호(법무부, 2017).; 최준선, “개정상법상 자기주식의 취득과 처분”, 『상사법연구』 제31권 제2호(한국상사법학회, 2012).; 황현영, “불공정한 자기주식거래의 해석상·실무상 쟁점 검토”, 『선진상사법률연구』 통권 제60호(법무부, 2012) 등.

2) 김우진·김지은, “한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증연구”, 『한국증권학회지』 제46권 제1호(한국증권학회, 2017)에 의하면 국내 기업은 활발히 자사주를 취득, 처분하지만 실제 소각으로까지 이어지는 경우는 지금껏 예외적이고, 자사주를 소각하는 기업은 기업지배구조가 우수한 기업인 경향이 발견되었다고 한다. 반면 지배구조가 낙후된 기업에서는 발행주식 총수의 10% 이상 자사주 매각이 발견되어 경영권 방어와 관련성이 있음이 발견되었다 한다.

II. 자기주식 처분 법리

1. 자기주식 취득과 처분의 규제

1) 현행의 규제

2011년 상법 개정 이전에는 합병이나 영업양수, 주식매수청구권의 행사와 같이 자기주식 취득을 의도한 것이 아니라 특정한 행위의 결과로 자기주식을 취득하는 경우에만 그 취득이 허용되었다. 그러나 2011년 개정으로 배당가능한 이익을 재원으로 하고, 취득 방법에 있어 주주평등의 원칙을 지키는 등의 요건 하에(제341조) 자기주식 취득이 가능해졌다. 주주평등의 원칙을 준수하는 방법으로서 거래소에서 취득하거나, 금융자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)상 절차와 방법을 준수하여 시장 외 매수로서 공개매수를 하는 방법 등이 있다. 취득의 의사결정기관은 원칙적으로 주주총회로 취득 주식의 종류와 수, 취득가액 총액의 한도, 1년 이하의 기간으로 주식을 취득할 수 있는 기간 등을 정하여야 한다(상법 341조, 동시행령 제9조, 자본시장법 제165조의 3).

한편, 상장법인의 경우 자본시장법의 전신인 구 증권거래법은 1994년 개정에 의하여 배당가능이익을 한도로 하는 자기주식취득을 허용하였다. 상장법인은 상법이 정하고 있는 거래소 취득, 공개매수의 방법 이외에도 특정금전신탁을 통하여 자기주식을 간접취득할 수 있다(자본시장법 165조의 3 제1항 제2호).

상장법인은 이와 관련하여 일정한 공시의무를 이행하여야 한다. 자기주식 취득이 회사의 중요한 사항일 뿐만 아니라 주식취득과 관련한 내부자 거래의 위험을 방지하기 위한 것이기 때문이다. 자기주식을 취득 또는 처분하거나 신탁계약을 체결 또는 해지하려는 경우 이사회는 일정한 사항을 결의하여야 하고, 이러한 결의일의 익일까지 그 내용을 기재한 주요사항보고서를 금융위원회(이하 “금융위”)에 제출하여야 한다(제161조 1항 제8호). 이사회결의에는 취득의 목적, 주식가격, 취득하고자 하는 기간, 보유예상기간 등을 기재하여야 하고, 주식취득을 완료한 때에는 5일 이내에 결과보고서를 금융위에 제출하여야 한다(증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정, 이하 “공시규정” 5-1조, 5-8조). 회사는 이사회 결의 공시일로부터 3개월 이내에 주식을 취득하여야 한다(자본시장법 시행령 제176조의 2 제3항). 통상 자기주식 취득의 공시는 주가를 상승시키는데, 취득의 공시만 하고 실제로 취득하지 않는 방법으로 주가만 상승시킬 소지를 막기 위한 규정이다. 상장법인의 공시의무는 취득 시에 준하여 처분 시에도 유사하다. 자기주식을 처분할 때에는 처분목적, 예정금액, 주식의 종류와 수, 주식가격, 처분방법 등을 이사회 결의로 정하여야 하고, 결의일의 익일까지 그 내용을 기재한 주요사항보고서를 금융위원회에 제출하여야 한다. 처분기간 역시 이사회 결의일 공시일로부터 3월 이내이다(공시규정 5-9조).

자기주식의 처분에 관한 규제 역시 2011년 상법 개정으로 많은 변화가 있었다. 개정 전에는 자기주식의 보유기간을 엄격히 규제하여 상당한 시기에 이를 처분하도록 하였다. 자기주식 취득을 원칙적으로 금지하는 시각이라면 당연히 그 보유 자체를 바람직하지 않은 상태로 보아 해소를 촉구하였던 것이다. 개정법은 처분의무를 삭제하여 이제는 회사가 그 처분 여부, 시기 등을 선택할 수 있다. 자기주식을 처분할 때에는 취득 시와 달리 이사회 결의로 이를 가능하도록 하고 있다(342조). 따라서 조문의 형식상 처분의 상대방, 가격을 포함하여 이사회가 이를 재량으로 정할 수 있다.

상법은 자기주식은 의결권이 없음을 규정하고(제369조 제2항), 주주총회 의결정족수 산정시 자기주식수를 발행주식총수에서 제외하도록 한다(제371조 제1항). 나머지 주주권에 대하여서는 침묵하고 있다. 그럼에도 소수주주권 등의 공익권, 이익배당청구권, 신주인수권, 잔여재산분배청구권 등의 권리도 모두 인정되지 않는다고 본다.

2) 공시의 강화

많은 기업들이 자기주식 취득의 목적을 주가안정을 통한 ‘주주환원, 기업가치의 제고’로 기재하고 있다.³⁾ 이때 주주의 환원이란 기업을 잘 운용하여 얻은 수익을 주주에게 돌려준다는 의미이고, 그 방법은 배당과 자기주식취득이 있다. 두 방법이 경제적 실질이 동일하고, 주주환원이라는 동일한 목적을 향한 다른 수단으로서 대체 또는 보완의 관계에 있기도 하다. 그러나 자기주식취득이 ‘진정한 주주환원’이 되려면 환원 시 주식의 가치는 최대한 그리고 충분히 제고된 상태이어야 한다. 배당의 경우 주주는 배당을 받고도 여전히 주주로 남지만, 회사에 주식을 매도한 주주는 더 이상 주주가 아니기 때문이다.

우리의 자기주식취득 제도는 취득 자체가 목적이 아닌 경우가 많다. 즉 저평가된 주식의 가치를 최대치로 고양하여 그 값을 주주의 떠나는 손에 올려주는 취득을 통한 환원이 종착역이 아니다. 정녕 그런 것이라면 환원은 소각으로 막을 내려야 한다. 주지하듯이 자기주식의 취득은 유통주식수를 줄여 주당 EPS를 상승시키지만 EPS는 발행주식총수를 그 분모로 하여 계산되기 때문에 발행주식총수가 결정적으로 줄어들었을 때 그 효력이 더욱 분명해진다. 이에 취득 시부터 소각을 목적으로 하는 자기주식취득의 경우와 그렇지 않은 경우를 구분할 필요가 있다. 그리고 이러한 공시 필요성은 해당 사실이 주가에 반영되는 상장법인의 경우에만 국한되지 않는다. 비상장법인의 주주도 회사에게 주식을 팔 것인지 아니면 가치가 상승한 기업의 주주로 남아있을 것인지를 선택하는 데 소각 여부는 중요한 판단 요소이다.

한편, 상장기업의 자기주식 취득 목적과 처분 목적 사이에는 상당한 차이가 있다고 한다. 취

3) 강소현, “국내 상장기업의 자기주식 취득 및 처분 동기와 장기효과”(자본시장연구원, 2023. 2.), 18면.

득 시에는 그 공시 목적이 주가안정과 주주이익 제고로 기재된 비율이 가장 높았고(약 86%), 경영권 강화, 재무구조개선 등의 기업구조조정 목적인 경우는 매우 낮다(1% 미만). 반면 처분 시에는 공시된 목적 중 재무구조 개선이 많았고(21%), 투자 및 운용자금 확보(20%), 기업구조조정 시 활용(약 18%) 순이라고⁴⁾ 한다. 이를 통하여 알 수 있는 것은 기업의 취득 당시의 공시 목적이 처분 시로 이어지지 않는다는 점이다. 주가안정이라는 추상적 목적으로 가장 일반적으로 기재하지만, 취득 당시부터 경영권 방어, 기업재판의 활용의 가능성 혹은 계획을 갖고 있는 경우가 많을 것이고, 향후 있을 수 있는 적대적 M&A나 경영권 다툼 등의 비상상황 시에 이를 막아내고 필요한 경우 지분 배분을 통한 기업지배구조에 조정력을 갖는 실탄을 쌓아두는 목적이 있음을 부인할 수 없다. 재무구조개선이나 운용자금의 확보 역시 자금조달의 필요성이 있는 경우만을 지칭하지 않는 목적으로 보인다. 따라서 공시의 목적을 보다 현실적이고 구체적으로 기재하도록 할 필요가 있다. 취득 당시에 향후 경영권 방어, 강화 등의 기업구조재편 목적 있음 또는 없음으로 기재하도록 하고, 검토한 바와 같이 소각계획이 있다면 이를 분명히 적시하도록 할 것이다.

더불어 회사가 보유하고 있는 자기주식의 총량을 공시하도록 할 필요가 있다. 공시 뿐만 아니라 실질적으로도 회사가 일정한 기간동안 처분할 수 있는 주식의 비율을 정하여 두고 그 한도에서 처분이 이루어지도록 하여 급격한 경영권이나 지배권의 변동이 일어나지 않도록 함이 타당하다.

2. 자기주식의 처분과 처분 시 적용 법리

1) 견해의 대립

(1) 다양한 견해-입법론 & 해석론

취득 시의 요건을 갖춘 자기주식의 처분에 대하여서는 특별한 규제가 마련돼 있지 않다. 2011년 개정 전 상법은 취득한 주식에 대하여 즉시의 실효절차 또는 상당한 처분절차를 거치도록 하였으나(제342조), 2011년 개정으로 동 규정은 삭제되었다. 개정법은 자기주식은 처분 대상 주식, 처분가액, 납입기일, 처분 상대방 등에 대하여 정관의 규정이 없는 것은 이사회가 이를 정하도록 하고 있어(제342조), 회사의 재량을 확장하였다. 그런데 회사는 재량적 자기주식 처분을 통해서 재무관리를 할 뿐만 아니라 기업지배구조를 변모시킬 수 있는 반면 기존주주들은 마치 신주를 제3자에게 배정한 것과 유사한 기존주식의 희석을 겪고, 회사의 지배구조의 변동, 주가가치의 하락 등을 겪는다. 이에 자기주식 취득 시 뿐만 아니라 처분 시에도 적절한 규제가 마련되어야 한다는 견해가 지배적이고, 적절한 규제에 관한 다양한 견해들이 제시되었다. 이들을 면밀히 살펴보면 기존

4) 강소현, 전계 보고서, 18-19면. 본 보고서는 2015년에서 2022년 상반기까지 상장기업의 관련 공시자료를 그 검토 대상으로 하고 있다.

주주의 우선인수권과 신주발행절차 규정, 신주발행무효의 소 규정 준용 각각에 대하여 조금씩 다른 입장들을 취하고 있다.

자기주식 처분 시에 주주에게 이러한 우선권을 주어야 한다는 견해는 권리남용적 처분의 방지 필요성을 그 근거로 제시하면서 제418조 제2항의 조항이 이때에도 준용되어야 한다고 본다.⁵⁾ 신주발행절차를 준용할 경우 회사의 부담이 가중되므로 상법 418조의 신주인수권을 342조의 2항으로 신설하자는 견해⁶⁾는 우선인수권을 주주에게 부여하는 내용을 제외한 나머지 신주발행규율은 적용을 배제하여야 한다는 입장으로 이해된다. 자기주식 처분에도 주주평등의 원칙을 준수하도록 하자는 견해도 제시된 바 있다.⁷⁾ 또한 처분 시에 주주평등의 원칙을 준수하도록 하지만 신주발행이론 적용은 자기주식처분과 다른 효과를 부여하는 조문이므로 그 발행이론을 주식처분에 준용하는 것은 타당하지 않다고 보기도 한다.⁸⁾

부당하거나 불공정한 자기주식처분에 대하여는 유지청구권을 행사하거나 신주발행무효의 소를 유추적용하자는 견해,⁹⁾ 자기주식 처분의 실질이 신주발행과 같다고 보면서도 개정안의 신주인수권 유추규정이 삭제되었으므로 해석론으로 우선인수권을 자사주처분에 유추적용하기 어렵지만, 경영권 분쟁과 같은 상황 하에서의 대량의 주식처분의 사안에서는 신주발행무효의 소를 준용하되 신주인수권 준용은 입법으로 해결할 것이라는 입장,¹⁰⁾ 신주발행관련 규정의 적용 필요성을 부인하지는 않지만 입법을 통한 법률적 근거는 현재로서는 그 준용이 어렵다고 보는 견해¹¹⁾도 있다.

(2) 검토

우선 자사주 처분에 대하여 적용될 법리가 입법론인지 해석론인지를 짚고 넘어갈 필요가 있어 보인다. 위 논의들을 보면 현행의 규정 하에서도 해석의 방법으로 우선인수권이나 신주발행무효의 소 등을 준용하는 것이 가능하다는 입장과 우선권이나 무효의 소 등을 자사주 처분에 적용하기 위해서 입법이 필요하다는 입장이 공존하는 것으로 보인다. 현행 법제 하에서도 우선인수권을 준용하여야 한다는 견해도 있고, 입법으로 이 권리를 들여놓지 않는 한 해석으로

5) 최준선, 전계 논문, 227면.

6) 안성포, 전계 논문, 97면.

7) 권재열, 전계 논문, 23면.; 김순석, 전계 논문, 164면.; 송옥렬, 전계 논문, 122면.; 이철송, 전계 논문, 160면.; 황현영, 전계 논문, 192면.

8) 이철송, 전계 논문, 22면.

9) 송중준, 전계 논문, 160면.

10) 송옥렬, “자기주식의 경제적 실질과 그에 따른 법률관계”, 『법경제학연구』 제11권 제1호(한국법경제학회, 2014), 65면.

11) 황남석, “상법상 배당가능한 이익에 의한 자기주식 취득의 쟁점”, 『상사법연구』 제31권 제3호, (한국상사법학회, 2012).

는 이를 인정하기 어렵다는 입장도 있다. 신주발행무효의 소에 관해서도 마찬가지이다. 입법으로 자사주 처분에 관하여 신주인수권이나 신주발행무효의 소와 같은 쟁송방법을 명확히 둔다면 가장 바람직하고, 논란의 여지가 없게 된다. 현행법의 해석론이건 입법의 방향론이건 모두 구체적 입법화에 따른 명쾌한 운용을 지향하고, 그러한 입법이 될 수 있도록 해안을 제시한다는 측면에서 가치롭다. 다만, 아직 해당 쟁점에 대하여 명확한 대법원 판단이 부재한 상황 하에서는 현재의 입법 하에서도 자사주 처분에 어떠한 법리를 해석으로 유추할 수 있는지의 논의가 매우 중요하다고 생각한다. 때문에 본고에서는 가급적 그러한 방향으로 의견을 제시하고자 한다.

주주에게 어떤 권리를 부여할 것인가에 관해서는 자기주식을 처분할 때 기존주주에게 인수의 기회를 평등하게(주주평등의 원칙에 따라)¹²⁾ 또는 그 지분에 비례하여 우선인수권을 부여하여야 한다는 견해가 지배적이다. 생각건대 이때 주주평등의 원칙은 모든 주주들이 처분 시에 이를 매수할 수 있는 기회를 부여받아야 하는 의미로 이해된다. 즉 주식취득 시의 시장매수, 공개매수의 방법과 같이 주주에게 평등하게 기회를 부여하여야 한다는 취지로 읽힌다. 기존주주의 우선인수권은 지분에 비례하여 인수의 기회를 우선적으로 부여한다는 의미이므로 엄밀히 따지면 동일한 의미는 아니다. 회사가 주주로부터 주식을 취득할 때에는 출자의 환급이 되고, 회사법상 원칙적으로 금지되나 예외적으로 허용되는 출자의 환급 시에 당연히 주주평등의 원칙이 보장되어야 한다.¹³⁾ 그런데 자사주 처분 시에는 공개매수와 같은 방법이 해당사항이 없으므로 주주평등의 원칙을 준수한 처분이란 공개시장에서의 처분이 중심이 된다. 공개시장에서의 처분은 누구도 계약의 성립을 보장할 수 없고, 상대방이나 가격을 당사자들이 아니라 시장의 시스템이 결정하므로 결국 자기주식을 ‘특정’한 주체에게 ‘회사와 상대방이 정한’ 가격으로 처분하는 것이 보장되지 않게 된다. 즉 자사주 처분을 통한 경영권 방어 등은 불가능하게 된다. 이때 시장 시스템에서 주식을 취득하는 주체를 기존 주주에 국한할 수 없는 문제가 있다. 때문에 주주평등의 원칙이란 어떤 의미에서의 평등인지 조금 상설할 필요가 있다고 생각된다. 만약 주주평등의 원칙이 주주의 비분비율에 따른 우선인수권의 보장의 의미라면 기존주주의 우선인수권 보장과 같은 의미가 된다.

한편, 이상의 논의에서 가장 중심적인 부분은 기존주주의 우선인수권과 신주발행무효의 소 적용 문제이다. 많은 견해들이 입법론이건, 해석론이건 기존주주의 우선인수권을 중요하게 생각하고 이 권리가 적용되어야 한다는 입장을 취하고 있다. 다만 논자는 기존의 이러한 입장들

12) 인수의 기회를 공정하게 준다는 것은 주주에게 처분 사실을 알리고 매수를 원하는 주주의 신청을 받는다는 의미일 것인데 이처럼 매수를 원하는 주주에게 그들이 원하는 만큼의 수량을 처분할 수 없는 상황이 발생할 수 있고, 이때에는 어떻게 수량을 정할 것인지에 관한 자세한 논의는 없다.

13) 주식취득 시 주주평등의 원칙 적용에 대하여 상세히는 신현탁, “개정상법에 의한 자기주식취득 제도의 변화”, 『경영법률』 제23권 제4호(한국경영법률학회, 2013), 140-144면.

과는 조금 시각을 달리하여 우선인수권이 전제하는 주주권의 희석이 발생하는지를 살펴보고 자사주 처분 시 반드시 인수권이 부여될 것인지를 다시 한번 고찰해 보고자 한다. 또한 신주발행무효의 소는 쟁송방법으로 기존주주의 권리를 보장함과 동시에 그들의 쟁송을 제약하는 양면성이 내재되어 있음을 지적하고, 오히려 사전적 저지 수단인 신주발행유지청구권과 그 행사요건에 논의를 집중하고자 한다. 이러한 점들을 본격적으로 검토하기 이전에 우리 법원의 판시내용과 자사주 처분 시 주주권의 변동 예시를 간략히 살펴보기로 한다.

2) 법원의 판시

우리 법원은 기존주주의 우선인수권을 부인하는 취지의 판시를 하고 있다. 신주발행이론 적용이나 준용에 대한 언급을 하지 않았지만, 주주가 회사와 제3자 사이의 자기주식 매매계약의 무효확인을 구한 사안에서 자사주 처분 시 영향받는 기존 주주의 이익은 법률상 이익이 아닌 사실상 이익이라고 판단하여 법률상 권리인 주주의 인수권을 부인하는 취지로 판단한 대법원 판례가 있다.¹⁴⁾ 하급심 판단은 그 판단은 엇갈린다. 비교적 최근의 사안인 삼성물산과 제일모직의 합병과정에서 삼성물산이 KCC 자기주식을 처분한 것과 관련하여 주주 엘리엇이 해당 주식에 대한 의결권행사금지 가처분을 신청한 사안에서 기존주주의 인수권을 부정하였다.¹⁵⁾ 즉 자기주식처분은 이미 발행된 주식의 매매로 손익거래의 성격을 가지므로 단체법적 법률행위라고 보기 어렵고, 우리법상 자기주식처분은 이사회결의로 하도록 할 뿐 그 요건, 절차, 무효를 다투는 소 등에 관하여 이를 규정하고 있지 않으며, 자기주식을 보유하는 기간 동안 다른 주주들이 증대된 의결권을 행사할 수 있는 것은 상법 제369조 제2항에서 회사가 가진 자기주식은 의결권이 없다고 규정함에 따른 반사적 이익에 불과하다는 점 등을 근거로 제시하였다.

이 문제에 대한 검토를 하기 이전에 우선 자기주식 처분 시 주주권의 변동을 살피고, 그러한 변동이 주주권의 희석으로 우선인수권으로써 전보하여야 할 것인지를 살펴본다.

3) 자기주식의 본질에 관한 논쟁

자기주식의 본질은 무엇인가의 의문에 관하여 자산설과 미발행주식설로 견해가 나뉜다.¹⁶⁾

14) 대법원 2010. 10. 28. 선고 2010다51413 판결에서는 “주식회사가 자기주식을 피고에게 매도하자 회사의 주주인 원고가 그 매매계약의 무효확인을 구한 사건에서, 자기주식이 제3자에게 처분되어 기존주주들의 회사에 대한 비례적 이익(의결권 등)이 감소되어 주식의 가치가 희석되는 것은 회사가 자기주식을 취득하여 기존주주들의 회사에 대한 비례적 이익이 증가하는 것과 마찬가지로 사실적·경제적 이익에 불과할 뿐이라 할 것이어서, 원고가 제3자인 회사와 피고 사이에 체결된 주식매매계약의 무효확인을 구할 확인의 이익이 없다”고 판단한 바 있다.

15) 서울고등법원 2015. 7. 16.자 결정 2015라20503 결정.

16) 자세한 분석은 황남석, 전계논문 참조

자기주식이 자산이라면 이사회결의로 처분이 가능하므로 이로써 충분하지만 미발행주식이라면 이 처분은 신주의 발행이어서 신주발행이론을 적용하여야 한다는 것이다.

이러한 학설의 대립은 여러 특징이 복합적으로 내재하는 자기주식의 특성에 기인한다. 주주권은 다른 자산과 달리 회사라는 생동하는 주체에 대한 권리의 총체이다. 그러나 자기주식으로 적어도 ‘회사가’ 권리의 주체인 동안은 제반의 권리가 숨을 쉬지 않는 상태가 되므로 이점에서 여타의 자산의 특징을 갖는다. 그러나 자기주식을 처분하는 때에 주주권이 살아나는데, 자산설은 이런 자기주식의 특성과는 동떨어져 있다.

한편, 자기주식의 본질이 미발행주식이라고 하는 미발행주식설은 신주발행의 이론을 적용하여야 한다는 데 명쾌한 설득력을 부여한다. 그러나 이 학설 역시 우리 법제와 아귀가 맞지 않는 부분이 있다. 일련의 소수주주권 요건은 발행주식총수를 기준으로 하고 있는데, 주주총회 정족수 산정시 자기주식은 발행주식총수에서 제외하고, 집중투표제나 주주제안권의 소수주주권 행사 주체로서 의결권없는 주주를 배제하고 있으나 나머지 권리 행사 시 발행주식총수 산정에 관하여서는 침묵을 지키고 있다. 회계학적으로가 아니라 상법적인 관점에서 자기주식의 본질을 미발행주식이라고 본다면 당연히 발행주식총수에서 자기주식을 공제하여야 한다. 이것이 다툼 없는 전제라면 굳이 주총의결 정족수 계산 시에 자기주식을 제외한다는 조문도 필요하지 않게 된다.

이러한 불명확성 때문에 제기되었던 대표적인 이슈가 지배주주의 주식매도청구권 행사의 요건 산정시 자기주식을 어떻게 산정할 것인가의 문제이다. 이에 대하여 우리 대법원은 자기주식을 포함하여 계산한다고 판시하였고 주된 논거 중의 하나는 특별히 자기주식을 배제하는 규정이 없다는 것이었다.¹⁷⁾ 회사가 발행된 주식을 취득한다고 하여 취득주식을 소각하지 않는데 미발행주식이 된다는 점도 설명이 어렵다

상법적 관점에서 자기주식이 미발행주식이라는 통찰은 취득한 자기주식을 회사가 보유하도록 하지 않고 모두 소각하도록 하는 법제에서는 타당하다. 미국의 많은 주의 법제가 그러하다. 그러나 우리의 경우는 취득한 자기주식을 소각하는 경우는 현실적으로 드물고, 자기주식 취득의 허용 논의는 취득 후 소각이 아니라 기업에게 보유 또는 처분의 재량을 허용하여 기업운영의 탄력성을 부여하자는 취지에서 비롯되었다는 점에 비추어 우리의 법제와는 거리감이 있다.

자기주식의 본질에 관한 논쟁은 회사의 처분에 신주발행이론을 적용하는가의 문제에 관한 근거로 인용되면서 부각되었다. 그러나 회계처리나 과세의 관점에서의 시각으로 반드시 회사법 논의의 중심에 둘 필요성도 적고, 이러한 관점들이 제기되는 다양한 쟁점에 대한 일관성있는 답을 제시하지 못한다.¹⁸⁾ 주식처분과 신주발행이론은 기존주주의 이익이 부당하게 침해되지 않

17) 대법원 2017. 7. 14.자 2016마230 결정.

아야 한다는 데에 중심이 있으므로 자기주식이 무엇인가의 문제보다 주주의 이익이 부당하게 침해된 것인지의 문제에 집중하면 된다. 굳이 자기주식이 무엇인가라고 하면 자기주식은 기발행주식이지만, 회사가 취득하는 동안에는 권리가 소등되고 회사가 처분하는 때에 권리가 점등되는 주식이라고 하면 족할 것으로 본다. 자기주식을 취득하여 회사가 이를 소각하면 그 부분은 수권주식 중 미발행주식이 되어 신주발행이 가능하다.

이처럼 중요한 점은 회사가 경영권 방어 등의 목적으로 자사주를 제3자에게 처분할 때 기존 주주들은 어떤 권리의 변동을 경험하는가, 그러한 변동이 부당한 권리의 침해에 해당되는가의 문제이다. 이하에서는 간단한 예시를 통하여 이를 살펴보기로 한다.

3. 자기주식 취득과 처분에 따른 주주권 변동

주식회사 갑(이하 “갑”)의 발행주식총수가 1,000 주이고, 갑의 주주 A는 그 90주를 소유하고 있다. 갑은 적법한 방법과 절차에 따라 100주를 자기주식으로 취득하여 소유하였다.

A의 지분은 9%로 갑의 자기주식 취득 이후로 변함이 없다. 자기주식취득 이후 이를 소각하지 않은 이상 발행주식총수가 줄어들지 않기 때문이다. 갑이 100주를 기존의 주주가 아닌 제3자 B에게 전량 처분하는 경우라면 어떠한가? A는 여전히 9% 주주이다. 그럼에도 자사주 처분으로 인하여 기존 주주인 A의 주식가치가 희석되었고 따라서 그 자사주에 A의 우선인수권을 줌이 마땅하다는 주장은 무엇인가? 자사주가 누구에게 처분되었건 총발행주식수가 변함이 없고 A가 자신의 주식을 양도하지 않은 이상 A의 지분은 그대로 이기에 고개를 갸웃하게 된다.

처분으로 인한 기존 의결권 행사력의 희석은 갑의 자기주식이 의결권이 없기 때문에(369조 2항) 생긴다. 갑의 자기주식취득 전에 A는 주주총회에서 9%의 의결권을 행사할 수 있었지만, 동 취득 이후에는 90/1000-100주가 되어 10%의 의결권을 행사할 수 있게 된다. 즉, 지분의 변동은 없지만 총회에서의 영향력은 커진다.

한편, A의 주주로서의 나머지 권리는 어떠한가? 소수주주권의 경우 집중투표청구권(382조의 2조)과 주주제안권(363조의 2)은 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수를 기준으로 하지만, 주주총회소집청구권, 대표소송청구권 등의 나머지 권리들은 모두 발행주식총수를 기준으로 산정한다. 따라서 자기주식 취득으로 인하여 갑의 권리에겐 변동이 없다.

갑이 100주의 자기주식을 B에게 모두 처분한 경우 A의 지분은 역시 변화가 없지만, B의

18) 미발행주식설을 취하면서도 자기주식의 본질론이 상법 문제의 해석이나 입법을 좌우하는 도그마틱한 도구로 인용될 것을 경계하고 상법 문제에 관해서는 개별 제도의 적정운영과 정합성의 관점에서 접근할 것이라는 견해에 황남석, “자기주식의 본질”, 『경희법학』 제52권 제4호(경희대학교 법학연구소, 2017).

소유로 넘어간 자기주식은 의결권이 부활하여 A가 총회에서 행사할 수 있는 영향력은 10%에서 다시 9%가 된다. 만약 100주의 자사주에 대하여 A의 우선인수권을 인정하여 9주를 배정하면 A의 지분은 9.9%가 되어, 동 처분 전 A가 누리던 총회에서의 실질적 영향력에 준하는 지분을 실제로 보유한다.

4. 검토-우선인수권 부여와 신주발행절차의 준용

요컨대 A의 지분은 자기주식 취득과 처분 전후로 변함없이 9%이다. 그 취득 이후 주주총회에서 10%의 의결권을 행사할 수 있었으나 처분 후에는 9%의 의결권만을 행사할 수 있다.¹⁹⁾ 주식의 처분 시에 A에게 우선인수권을 주고 A가 이를 행사하여 9.9%의 지분이 될 수 있도록 하여야 하는가?

이 문제는 보는 관점에 따라 결론이 다를 수 있다고 생각한다. 앞서 든 예시에서 자기주식 취득으로 인하여 A는 총회에서 실질적으로 10% 의결권을 행사할 수 있게 된다. B에게 주식을 처분하면 9% 지분과 의결권을 갖게 되는데 이를 회석으로 볼 수 있다. 다만 이는 그 기준을 자기주식 취득으로 이후 지분의 상승 시를 기준으로 하고, 형식적 지분이 아닌 실질적 영향력의 상승 역시 보호되어야 할 주주의 ‘법률적’ 권리라는 점이 전제되어야 한다.

다른 한편 자기주식 취득 전 시점에 A는 9% 지분을 가지고 있었고, 회사가 자기주식을 소유하고 있는 시점 동안 주주권이 휴지됨으로 인하여 일시적으로 실질 영향력이 증가하였지만 결국은 원래의 지분대로 돌아간 것이라고 보는 시각도 있을 수 있다. 자기주식은 미(未)발행주식이 아니라 기(期)발행주식이며 기발행주식에 대하여서는 이미 주주의 신주인수권이 한번 행사되었다는 점도 그 근거가 될 수 있다.

자기주식 취득의 목적은 주로 저평가 주식 가치의 상승, 주주환원, 효율적 재무관리로 대표된다. 이 취득은 회사가 주식이 저평가되었다는 시각을 표시하여 줌으로써 그리고 유통주식수를 감소함으로써 주식 가치(EPS)를 상승시킨다. 주주환원이란 배당가능한 이익을 재원으로 하여 이를 주주에게 돌려준다는 의미이다. 이와 같이 자기주식 취득제도의 목적은 주로 주식의 경제적 가치를 회복하고, 재무관리를 하는 것이고 회사에 주식을 팔지 않고 남아 있는 주주의 회사에 대한 영향력이나 의결권을 증대한다는 데 있지는 않다. 이런 맥락에서 자기주식 취득으로 인하여 주주가 갖는 이러한 영향력의 증대를 자기주식 처분 후에도 유지시켜야 할 법률적 권리로 보아야 할 것인지는 다소 의문이 있다.

19) 삼성물산과 제일모직 합병에서 TS 엘리엇이 제기한 가치분 사건에서 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20503 결정에서는 “회사가 자기주식을 가지고 있는 동안 다른 주주들이 일시적으로 실제 보유하는 주식에 비하여 증대된 의결권을 행사할 수 있는 이익은 자기주식에 대한 의결권을 제한하는 상법 제369조 제2항에 규정에 따른 반사적 이익에 불과하다”고 판시하였다.

그러나 다른 한편 자기주식취득 제도가 허용되었다고 회사가 자기주식을 현재의 경영권 방어나 회사가 추구하는 기업재편 시 의결권 확보의 수단으로 사용할 자유가 정당화되었다고 볼 수도 없다. 이 현상은 자기주식 처분에 대하여 규율이 부재하기에 생긴 반사적 이익이라고 볼 수도 있다.

현재로서는 주주에게 처분되는 자기주식에 대한 우선인수권을 주는 것이 당위라고 말하기 어려울 듯하다. 또한 외국의 입법례를 보아도 이러한 우선권 부여에 대하여서는 나라마다 다양한 입장을 취하고 있다.²⁰⁾ 우선인수권 부여는 주주가 이러한 권리를 갖는 것이 마땅하다는 관점이라기 보다는 회사가 경영권을 확보하고 기업재편을 할 수 있는 수단으로 자기주식을 활용하는 것을 견제할 필요가 있다는 관점에서 방법의 제시인 것으로 보인다.

또한 판례의 입장과 같이 이 문제를 자기주식의 본질이 무엇이고, 회계적 관점에서 자기주식 처분의 거래가 어떤 거래로 분류되는가와 반드시 연계할 필요는 없다고 본다. 자기주식 처분으로 인하여 주주가 받는 영향을 살피고 우선인수권의 실체적 권리권 처분과 관련된 절차적 권리권 법률적 관점에서 일정한 권리를 부여할지를 판단하면 된다.

이러한 측면에서 자기주식은 보통의 자산과는 다르고 두 처분 역시 주주나 회사에 미치는 영향을 다르다는 점을 부인할 수 없다. 자기주식은 회사가 보유하는 동안에 의결권이 없어 다른 주주의 의결권의 영향력이 커지지만, 발행주식총수에 여전히 포함됨으로 인하여 그 총수를 기초로 계산되는 소수주주권에 있어서는 자기주식이 없는 경우와 비교할 때 소수주주권을 행사하려는 주주들은 보다 많은 주식을 취득하여야 주주권을 행사할 수 있는 제한을 받는다. 5% 룰에 있어서도 발행주식총수에 자기주식이 포함되어 보고의무 부담 여부에 영향을 끼친다. 회사가 보유하는 자산은 자기주식과 같이 주주들의 권리와 의무에 영향을 미치지 못한다. 주식을 처분하였을 때 양수인이 주주로서의 완전한 권리를 갖는 점은 자산의 취득자가 그 자산에 대한 소유권을 가질 뿐 주주로서 회사에 대하여 아무런 권리를 갖는다는 점과도 극명히 대비된다. 주식 처분 시 가격이 얼마인가에 따라 기존주주의 주식의 경제적 가치는 희석되는 점도 매우 큰 차이점이다. 이처럼 중요한 것은 자기주식의 처분은 주주들에게 어떤 영향을 미치는지, 영향을 받는 주주는 회사가 그와 같은 거래를 수행하려 한다는 점을 인지하고 문제점이 있다고 판단한 경우에 이를 다룰 수 있는 권리를 보장받아야 한다는 점이다.

여기서 유의할 점은 신주발행이론을 준용한다는 것이 곧 기존주주의 우선인수권을 인정한다는 의미가 아니라는 것이다. 기존주주의 우선권은 주식이 새롭게 발행되는 상황에서 기존주

20) 미국은 자기주식을 취득하여 소각하도록 하는 수가 많고, 취득 후 보유 즉 금고주(treasury)를 인정하는 주에서는 주식의 처분에 대해 주주의 우선인수권을 부여하지 않는 경향이다. 일본의 경우는 우선인수권을 인정하지 않지만, 자사주 처분에는 신주발행의 규정을 준용하도록 하는 규정을 두고 있다. 이에 관하여 자세한 내용은 김순석, 전계논문 참조.

주는 원칙적으로 지배권적 권리를 희석당하지 않아야 한다는 명제에서 출발하지만, 검토한 바와 같이 그 인정 여부는 입법 선택의 문제이다. 기존의 논의는 자사주 처분시 신주발행이론의 준용이란 ‘기존주주의 우선권 인정 혹은 그것이 가장 중요한 부분’의 도식으로 되어 온 경향이 있다. 때문에 신주발행이론 중 우선권과 별개로 적용될 필요가 있는 이론들을 검토할 기회가 적었다. 현행의 법제가 주주의 신주인수권을 지나치게 보호하고 제3자 배정을 과도하게 금지하고 있는데, 자기주식도 신주발행과 동일한 규제를 받는다고 하면 지나치게 무거운 규제를 그 처분에 부과하게 되어 자기주식 처분제도의 효율성을 저해한다는 우려²¹⁾도 이러한 전제 위에 있다.

다른 한편, 신주발행이론의 적용이 오직 주주의 이익보장을 위하여서만 작용하지 않는다는 점도 생각할 필요가 있다. 신주발행무효의 소는 형성의 소라는 특성상 제소기간과 제소권자가 제한되어 있고, 승소의 확정판결에 소급효가 없을 뿐만 아니라 특히 우리 법원이 법이 침묵하고 있는 소의 사유를 신주인수권 침해 이외에도 발행가의 불공정성, 지배권 변동, 다른 주체들의 이해관계까지 고려하여 매우 엄격하게 판단하고 있다. 때문에 이 소는 주주의 신주인수권 침해 시의 구제수단이면서 동시에 그러한 주장에 일정한 제약을 걸기도 한다.

요컨대, 신주발행의 규율은 기존주주의 우선인수권을 중심으로 기존 주주의 권리를 보장하기 위한 내용들이 많지만 동시에 회사의 이익을 보호하고, 주주의 권리를 제한하는 측면으로도 작용한다. 이 규율은 우선인수권을 포함하되 더 많은 내용을 담고 있으므로 이 이론의 적용은 좀더 면밀한 접근과 검토가 필요하다.

III. 자기주식 처분과 신주발행이론

1. 신주발행규율

상법은 신주발행에 적용되는 절차적, 내용적 사항들을 정하고 있고, 주주는 여기에 위반한 신주발행의 위법성을 다룰 수 있다. 통상의 신주발행은 이사회가 일정한 발행사항을 결정하도록 하고(제416조), 배정기준일 공고(제418조), 신주인수권자에 대한 최고 등의 공지(제419조), 청약(제420조)과 배정, 납입(제421조) 등의 절차를 거친다. 또한 내용적으로 자본충실의 원칙 등 회사법의 원칙에도 부합하여야 한다.

신주발행에 절차적, 실체적 하자가 있는 때에 주주는 신주발행유지청구권(제424조)을 행사하거나, 신주발행무효의 소(제429조)를 제기하여 그 행위의 효력을 다룰 수 있다. 또한 통모하

21) 안성포, 전계 논문, 14면,

여 현저하게 불공정한 가격으로 신주를 인수한 자에 대하여서는 그 차액을 회사에 반환하도록 할 수도 있고(제424조의 2), 위법한 발행과 관련하여 이사들에게 손해배상책임(제399조, 제401조)을 물을 수 있다. 이중 회사의 자사주 처분과 관련하여 그 행위 자체를 다룰 수 있는 권리로서 신주발행유지청구권과 신주발행무효의 소이다.

2. 자기주식 처분 쟁송과 우선인수권

1) 우선인수권의 보장과 권리의 구제

신주발행의 규율 중 기존주주에게 우선인수권을 부여할 것인가, 신주발행의 규율을 준용할 것인가가 중심적인 이슈이다. 이중 우선인수권의 보장은 주주에게 ‘실체적 우선 인수권’을 부여하고, 그 효력으로서 주주 아닌 자에 대한 신주배정을 지극히 엄격한 요건 하에서만 가능하도록 하는 강력한 방안이다. 그러나 자기주식 처분 시에 이 권리를 부여할 것인가는 정책판단의 문제로, 현재의 자사주 활용의 예들이 얼마나 심각하고, 많은 영향을 끼치는지 등의 현황 파악과 맞물려 결정될 문제로 본다. 또한 오로지 인수권 보장만이 기존주주의 권리를 구제할 유일한 방법은 아니다. 따라서 본고에서는 우선인수권이 부여되는 경우, 주어지지 않는 경우를 개방적으로 열어두고 주주의 쟁송을 살피고자 한다. 인수권의 부여가 실체적으로 강력한 권리만큼 그 권리를 구제하는 절차인 쟁송에 있어서도 권리보장의 기반이 될 것이므로 본격적 검토 이전에 이 권리가 인정되는 경우와 그렇지 않은 경우 권리구제의 차이점을 개관해 보기로 한다. 향을 향하고 있다. 동일한 목적을 공유한 다음에야 무엇이 실질적으로 효과가 있는지의 관점이 중요성을 갖는다.

2) 기존주주의 우선인수권을 부여하는 경우

기존주주에게 자사주 처분과 관련된 ‘실체적’ 권리가 있으므로 주주는 문제있는 자사주 처분을 다룰 탄탄한 기반을 확보한다. 따라서 기존주주의 권리구제를 위한 쟁송의 관점에서는 신주발행이론을 유추할 필요성이 적다. 기존주주는 우선인수권을 피보전권리로 하여 자사주처분 금지가처분을 신청하거나 자사주 처분계약이 무효임을 원인으로 한 의결권행사금지가처분을 신청할 수 있기 때문이다. 물론 회사와 양수인 사이의 매매계약무효를 확인할 ‘법률상’ 이익도 있게 된다. 따라서 회사법상 별도로 마련된 구제수단인 신주발행유지청구나 신주발행무효의 소에 의지할 필요성은 상대적으로 낮다. 신주발행의 효력 전까지 짧은 기간 동안만 가능한 신주발행유지청구권은 준용할 실익이 크지 않을 것이지만, 우선인수권을 준다는 것이 실제로 기존주주에게 배정을 한다는 의미는 아니고, 자사주 처분을 주주가 알지 못한 채 일이 진행될 수

있으므로(특히 자사주 처분을 공시하지 않는 비상장법인에 그러하다) 제3자 배정 시 주주에게 이를 통지할 의무를 준용할 필요가 있다.

한편, 기존주주의 권리구제 측면에서는 유용하지 않지만 신주발행의 무효의 소를 자기주식 처분에 준용하여야 할 다른 필요성은 없는가? 신주발행무효 제도는 위법한 신주발행으로부터 권리를 구제하기 위한 제도이지만 다수의 이해관계인이 존재하는 신주발행 관련 법률관계에서는 오로지 소에 의해서만 무효를 다투어서 승소의 확정판결이 나면 이를 다른 주체들에게도 적용하여 법률관계를 획일적이고 안정적으로 처리한다. 동시에 형성의 소이기 때문에 이 소의 방법에 의하여 쟁송을 한다는 의미는 다른 방법에 의한 쟁송을 불허한다는 의미이기도 하다. 생각건대, 기존주주에게 자기주식 처분과 관련하여 우선인수권을 준다는 것은 신주발행 절차에 준하여 권리를 부여한다는 것이므로 동 절차의 한계 역시 준수하는 것이 옳다고 본다. 따라서 이를 준용하도록 할 것이다.

3) 기존주주의 우선인수권을 부정하는 경우

이 권리를 부정하는 경우는 주주들이 회사의 자기주식 처분을 다룰 법률적 근거가 상대적으로 빈약하다. 그러나 우선인수권이 없다고 하여 회사의 부당한 처분으로 인하여 권리를 침해당하거나 불이익을 당하는 일이 없다고 할 수 없으므로 그 처분을 살피고 문제가 있는 경우 이를 다룰 기회를 부여하여야 한다. 신주발행유지청구권은 이때 유추적용할 존재이유가 크다. 주주는 진행되는 자기주식 처분의 상황을 알 수 있어야 하므로 상법 제418조 제4항을 유추적용하여야 한다. 이때에는 처분되는 주식에 대한 지배권적 우선권이 없으므로 주주로서 이러한 점을 다투기는 어렵고 저가의 처분으로 인한 주식가치의 희석을 다룰 수 있는지가 문제된다. 즉 처분가의 적정성과 관련된 권리의 침해를 다룰 필요가 크다. 따라서 현물출자의 검사(제422), 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자의 책임(424조의 2)은 이와 관련되어 준용되어야 할 규정이다.

신주발행무효의 소 준용 여부는 우선권이라는 실체권이 없는 주주에게 제소권을 부여하는 측면에서는 유용하지만, 동시에 제소기간, 엄격한 제소사유의 면에서는 권리를 제한한다. 신주발행 시 기존주주의 우선인수권이 보장되어 있지만 우리 법원은 우선인수권 침해가 막바로 신주발행무효의 소 사유가 된다고 보지 않는다. 무효 판단에 있어 기존주주의 권리 침해 이외에 다른 사유들도 함께 검토한다는 점에 비추어 우선인수권이 인정되지 않는 경우에 신주발행무효의 소가 인용되기는 매우 어려울 것이다.

3. 자기주식 처분의 쟁송과 신주발행유지청구

1) 자기주식 처분관련 쟁송

자기주식 처분에 신주발행이론을 적용한다면 그 처분 자체를 신주발행유지청구(이하 “유지청구” 또는 “신주유지청구”를 혼용한다)나 신주발행무효의 소(이하 “무효의 소”를 혼용한다)로 다룰 수 있다. 회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 주식을 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 그 주주는 회사에 대하여 그 발행을 유지할 것을 청구할 수 있다(상법 제424조). 유지청구와 신주발행무효의 소(제429조)는 모두 발행행위의 문제를 다루는 방법이나, 전자는 행위의 효력 발생 전에 그 행위를 저지하는 구제방법이고, 후자는 행위의 효력 발생 후 행위의 효력을 부인하려는 것이다. 유지청구는 그 사유가 법정되어 있지만, 신주발행무효의 사유는 판례는 그렇지 아니다. 그 해석과 관련하여 우리 법원은 “유지청구권은 사전적 구제수단임에 반하여 신주발행무효의 소는 사후에 이를 무효로 함으로써 거래의 안전과 법적 안정성을 해칠 위험이 큰 점을 고려할 때, 그 무효원인은 가급적 엄격하게 해석하여야 하고,²²⁾ 따라서 법령이나 정관의 중대한 위반 또는 현저한 불공정이 있어 그것이 주식회사의 본질이나 회사법의 기본원칙에 반하거나 기존 주주들의 이익과 회사의 경영권 내지 지배권에 중대한 영향을 미치는 경우로서 신주와 관련된 거래의 안전, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려하더라도 도저히 묵과할 수 없을 정도라고 평가되는 경우에 한하여 신주의 발행을 무효로 할 수 있다”²³⁾고 판시한다. 신주발행이 효력이 발생하면 신주발행무효의 소로 다룰 수 있는데 이때 사유는 매우 제한적이 된다.

2) 쟁송수단으로의 가처분

경영권 분쟁이 구체화된 경우 회사는 신주발행을 통하여 경영권을 방어하고자 한다. 우호적 세력에게 신주를 배정해 두면 주식이 그들 수중 하에 있는 동안 안정적인 방어가 가능하다. 이러한 상황 하에서 신주발행을 다룰 방법으로 신주발행유지청구권과 신주발행무효의 소가 있는데, 상황적 긴급성 때문에 이들 권리를 본안 소송이 아니라 가처분으로 다루는 경우가 빈번하다.

신주발행의 효력을 기준으로 보면 신주의 효력 발생 전에는 유지청구를 할 수 있고, 가처분으로 다룰 때에 유지청구권을 피보전권리로 하는 신주발행금지 가처분을 신청한다. 납입기일이 지남으로써 신주의 효력이 발생되면 신주발행의 효력은 신주발행무효의 소로써만 다루게

22) 대법원 2010. 4. 29. 선고 2008다65860 판결.

23) 대법원 2015. 12. 10. 선고 2015다202919 판결.

되고, 신주발행무효의 소를 본안으로 하여 의결권행사를 금지하는 가처분을 제기할 수 있다. 그러나 신주발행무효의 소를 본안으로 하는 신주발행효력정지 가처분은 보전처분의 부수성에 반한다고 보아 이를 인정하지 않는 것이 실무의 경향²⁴⁾이라고 한다. 신주발행효력정지가처분은 신주발행무효소송의 판결이 확정되기 전에 본안판결을 통하여 얻고자 하는 내용과 실질적으로 동일한 내용의 권리관계를 형성하는 이른바 만족적 가처분이므로 이러한 가처분은 본안 소송에서 얻을 수 있는 것보다 더 큰 권리의 만족을 주는 것이기 때문이다.

이처럼 유지청구는 신주발행의 효력 발생 전에 이를 저지하는 수단으로 중요한데, 유지청구는 재판상 행사하여야 하는 것은 아니고 재판 외의 방법으로도 행사할 수 있지만, 재판 외에서 의사표시의 방법으로 유지청구를 하였을 때 회사로서는 신주발행의 적절, 적법성을 다시 한번 숙고해 볼 의무를 부담할 뿐 이를 중단하여야 할 의무는 없으므로 실효성이 적다. 따라서 주주는 유지의 목적달성을 위하여 재판상의 방법에 의하여 유지청구를 할 유인을 갖고, 재판상 방법으로 유지청구를 하는 경우에도 신주의 납입기일까지만 행사할 수 있는 시급성 때문에 가처분의 방법으로 그 권리를 행사하는 경우가 대부분이고 본안소송을 하는 경우는 거의 없다.²⁵⁾ 소 제기의 방법에 의할 때 본안의 확정판결 전에 신주가 발행되면 소가 각하되는 것도 문제이기 때문이다.

신주발행유지청구권을 피보전권리로 하는 신주발행금지가처분은 집행법상 임시의 지위를 정하기 위한 가처분이다. 이른바 단행적 가처분이라고 일컫는 이 가처분은 현저한 손해를 피하거나 급박한 위험을 막기 위한 등의 필요가 있는 경우에 그 필요성이 인정되는데(민사집행법 제300조 제2항), 피보전권리의 존재와 보전의 필요성은 별개의 요건으로 독립적으로 심사된다.²⁶⁾ 그러나 실질적으로는 두 요건이 완전히 독립적으로 판단되기보다는 서로 영향을 미친다고 보아야 할 것이다. 보전 필요성 여부 판단에는 인용 여부에 따른 쌍방의 이해득실관계 등의 사정과 함께 ‘본안소송에 있어서 승패의 예상’도 고려 요소인데,²⁷⁾ 승패의 예상을 판단함에 있어 피보전권리 심리가 당연히 필요하기 때문이다. 또한 피보전권리의 존부는 향후 본안 판단에서 오판을 줄이도록 하고, 보전의 필요성은 당사자들의 피해를 최소화하는 데 관련된다는 측면에서 상호보완성이 필요하기도 하다.²⁸⁾ 이와 관련하여 최근의 하급심 판단을 보면 민사집행법상 보전의 필요성을 판단함에 있어 가처분을 인용할 때에 신속한 자금조달의 목적을 이룰 수 없는 점과 사건을 기각하였을 때 채권자는 신주발행무효의 소 등의 본안소송을 통하여 신주발

24) 법원실무제요, 506면.

25) 이종문, “상사가처분 사건의 현황과 실무적 쟁점”, 「BFL」 제54호(서울대학교 금융법센터, 2012), 65면.

26) 대법원 2005. 8. 19.자 2003마482 결정.

27) 대법원 2003. 11. 28.자 2003다30265 결정.

28) 노혁준, “회사가처분에 관한 연구-기본구조와 주요 가처분의 당사자 및 효력을 중심으로”, 「민사재판연구」 제32권(민사판례연구회, 2010), 999면.

행을 충분히 다룰 수 있다는 취지의 판시를 한 선례가 있는데, 신주발행무효의 소의 본안 판단 사유가 매우 엄격하다는 점을 고려하면 이와 같은 보전의 필요성을 이유로 기각된 상황에 대한 형량에 조금 신중할 필요가 있다고 생각된다.²⁹⁾

또한 가처분 중에 본안판결을 통하여 언고자 하는 내용과 실질적으로 동일한 내용의 권리 또는 법률관계를 형성하는 가처분을 만족적 가처분이라고 부르는데,³⁰⁾ 신주발행금지가처분은 만족적 가처분에 해당한다. 그 신청취지가 본안에서의 신청취지와 대체로 동일하여 신청인으로서의 잠정적이지만 본안 확정판결과 동일한 효과를 얻을 수 있기 때문이다. 이 때문에 다른 가처분보다 피보전권리 및 보전의 필요성에 대한 높은 정도의 소명이 요구된다.³¹⁾ 결국 만족적 가처분은 가처분 절차이나 실질적으로 본안에 가깝게 된다. 이러한 만족적 가처분의 특징 때문에 가처분의 본안화가 될 수밖에 없고,³²⁾ 이때의 가처분 심리 절차는 본안심리에 준하여 고도의 소명이 요구된다. 신주발행유지청구권을 피보전권리로 하는 신주발행 처분금지 가처분에 있어서는 유지청구권의 피보전권리와 보전의 필요성에 대한 높은 정도의 소명을 하여야 하는데, 이때 유지청구권의 행사 요건은 무엇인가에 대한 선명한 기준이 필요하다.

3) 법령 위반

유지청구의 사유는 우선 법령위반이다. 자사주 처분에 대하여 신주발행을 준용한다고 할 때 어떤 법령을 준용할 것인지를 살펴보아야 한다. 자사주 처분에 신주발행이론을 적용하면서 기존주주의 우선인수권을 인정하는 경우 동 처분 시에는 제3자 배정의 요건으로서 정관의 근거 규정, 경영상의 필요성 요건을 충족하여야 한다(418조 제2항). 이 요건을 갖추지 못한 때에는 우선인수권을 침해한 것이 되어 자사주 처분은 법령위반이 된다. 그러나 우선권을 인정하지 않는다고 하여도 법령위반으로 인정하여야 할 사유들이 있다. 검토할 만한 중요 쟁점으로서 주주들에 대한 통지의무 위반과 현저한 저가배정을 차례로 살핀다.

(1) 주주가 회사의 신주발행, 자사주 처분을 알 권리-주주에 대한 통지의무 위반

상법 제418조 제4항은 “제1항에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정하는 경우 회사는 신주의 종류와 수, 신주의 발행가액과 납입기일, 신주의 인수방법 등을 그 납입기일의 2주 전까지 주주에게 통지하여야 한다.”고 규정하고 있다. 이때 신주의 인수방법이란 제3자 배정의 경우 신주를 인수할 자, 청약과 배정, 납입일정과 요령 등이다.³³⁾ 2011년 4월 상법 개정 시에 신설

29) 서울고등법원 2020. 8. 5.자 2020라20765 결정.

30) 「법원실무제요(민사집행(V)): 보전처분」(2020, 사법연수원), 10-11면.

31) 서울중앙지방법원 2010. 2. 2.자 2009카합4231 결정, 대법원 2009. 1. 20.자 2006마515 결정.

32) 이종문, 전계 논문, 61면.

된 이 조항의 개정취지는 구체적으로 나와 있지 않다지만, 이 규정은 제3자 배정이 불공정할 경우 다른 주주들이 신주발행의 유지를 청구할 수 있는 기회를 주기 위한 취지³⁴⁾로 이해된다. 이 규정은 주주가 신주를 배정받지 않을 때 적용되는데, 우선권이 없는 주주는 우선권의 침해 를 원인으로 한 신주발행의 위법성을 다룰 수 없지만, 다른 위법 사유로 인한 신주발행의 문제 점은 여전히 다룰 수 있어야 하기 때문이다.

신주발행절차에서 주주가 갖는 절차적 권리의 중요성은 절차적 권리를 위반한 신주발행에 대한 유지청구를 인용하고 있는 법원의 판시를 통해서도 알 수 있다. 최근의 법원 결정³⁵⁾에서도 “주주배정시 배정기준일 2주간 전에 일정한 날을 정하여 그 기준일에 주주명부에 기재된 주주가 신주인수권을 가진다는 뜻과 신주인수권을 양도할 수 있을 경우 그러한 뜻을 공고하도록 한 상법 제418조 3항을 위반한 신주발행에 대하여 법령위반으로 주주에게 불이익이 있다고 판단”하여 그 발행유지청구를 인용하였다. 회사의 주주가 8명에 불과하여 문제된 신주발행 과정에서 주주의 변동가능성이 없으므로 그러한 공고의 누락이 위법하지 않다는 채무자 회사의 주장을 받아들이지 않은 부분에서도 법원이 절차적 권리의 중요성을 크게 인식하고 있음을 알 수 있다. 또한 법원은 “기존주주 배정에서 신주인수권자에 대한 청약기일 등의 통지조항(제419 조)은 신주인수권자인 주주가 청약여부를 결정하고 납입대금을 준비할 최소한의 시간적 여유를 가질 수 있도록 그 신주인수권을 실질적으로 보장하는 조항이므로 통지서에 청약일이 누락되고 이를 보충한 수정안내문이 청약일에 임박하여 도달한 경우 주주의 권리침해가 인정되므로 신주발행금지를 구할 피보전권리가 인정된다.”고 판시한 바 있다.³⁶⁾

자사주의 처분 시에도 기존 주주는 자신이 아닌 다른 주체가 주식을 취득하게 되므로 동 규정을 적용함이 마땅하다. 신주발행유지청구권을 본안으로 하는 자사주처분금지가처분은 짧은 시일 동안만 허여된 권리가기에 특별히 기민한 신청이 필요하고 이때 회사측의 주식처분 움직임의 신속한 인지가 필요하고 적절한 통지를 받을 주주의 권리는 매우 중요하다. 상장법인은 자기주식처분 결의를 한 때 그 익일까지 그 내용을 기재한 주요사항보고서를 금융위에 제출하고, 금융위는 이를 지체없이 거래소에 송부하여야 하므로(자본시장법 제161조 1항 제8호, 제5 항), 공시를 통하여 주주들이 이를 알 수 있는 기회가 있지만, 이사회결의일로부터 대금지급일의 기간이 짧은 경우 유지청구권을 행사할 수 있는 기간 역시 단축된다. 비상장법인의 경우는 이러한 공시의무마저 없어 더욱 문제인데, 신주발행절차 중 제3자 배정 시 신주의 종류와 수, 발행가액과 납입기일, 신주의 인수방법 등을 통지할 의무(상법 제418조 4항)를 준용할 필요가

33) 이철송, 전거서, 874면.

34) 이철송, 「회사법강의」(2017, 박영사), 896면.

35) 서울중앙지방법원 2022. 8. 9.자 2022카합21127 결정.

36) 서울중앙지방법원 2009. 3. 4.자 2009카합718결정.

있다. 기존 주주들이 자기주식 처분을 알 기회가 전혀 없기 때문이다.

이에 대하여 이사회 결의로 자산을 처분하는 경우(상법 제393조)에는 주주에게 이를 통지할 필요가 없듯이 우선 인수권도 인정되지 않는 주주에게 이를 알려줄 의무 역시 없다는 반론이 있을 수 있다. 그러나 자기주식 처분은 단순한 자산의 처분과 달리 주주권의 내용에 영향을 끼치고 저가의 발행은 주주권의 경제적 가치를 떨어뜨릴 수 있으며 처분의 물량이 많은 경우 지배권 변동은 가져와 큰 변화를 초래한다.

또한 제418조 제4항은 해당 통지를 납입기일의 2주 전에 하도록 하여, 납입으로 인하여 권리구제수단으로서 신주발행유지의 문이 닫히기 전에 생송의 기회를 부여하도록 하고 있고, 제3자 배정시 그 기준이 되는 날짜가 납입기일이다. 자기주식 처분의 경우 처분 효력의 기준이 되는 날이 따로 없지만, 통상의 주식양도 시 대금지급일에 양도인이 주주로서의 권리를 잃는 것으로 해석하므로 자기주식 양수인의 대금지급일을 기준으로 할 것이다. 자기주식 처분은 회사와 제3자와의 계약의 방법에 의하므로 대금의 지급기일 또한 당사자 간 약정으로 정한다. 경영권 다툼이 급박하게 전개되는 때에는 실효적 방어를 위하여 회사는 지급기일을 단시일로 정할 가능성이 높는데, 이에 대금의 납부일을 기준으로 하여 주주에게 자사주 처분의 통지가 2주 전에 될 수 있도록 하여야 한다.

4) 제3자에 대한 저가의 배정

(1) 법령 위반: 이사의 선관주의의무 위반은 법령 위반인가?

우선인수권을 인정하면 자기주식 처분이 418조의 제3자 배정의 요건을 충족하지 못한때에 주주의 권리를 침해한 것이 되어 법령위반으로 다룰 수 있다. 그러나 우선권을 부인할 경우 제3자 배정 요건을 갖추지 못하여 법령위반이라는 주장은 할 수 없다. 우선인수권은 회사의 지배권적 측면에서의 권리이므로 이를 인정하지 않는다면 주주는 결국 신주발행으로 인한 주식의 경제적 가치의 하락 부분을 다투게 된다. 회사가 경영권이나 승계와 같은 특정목적에 갖고 신주를 제3자에게 배정하는 경우 이 목적을 이루려면 인수인 자금조달 부담으로부터 자유로워야 하기에 저가배정이 흔하다. 자기주식 처분 역시 경영권 방어, 기업재편 달성과 같은 목적을 두는 경우가 많고, 이때 양수인의 지급부담이 걸림돌이 되지 않도록 저가의 처분과 결합되기 쉽다. 이러한 저가의 발행 자체가 유지청구 사유가 되는가?

이에 대하여 유지청구의 요건으로서 법령 위반은 구체적 규정위반을 의미하지 이사의 선관주의의무와 같은 추상적 규정위반을 뜻하지 않는다고 보아 이를 부정하는 견해가 있다.³⁷⁾ 그러나 위법뿐만 아니라 현저한 불공정을 유지사유로 둔 것은 신주발행에서 주주를 더욱 두텁게

37) 권기범, 「현대회사법론」(2005, 삼지원), 826면; 손주찬, 「주석상법」(2003, 한국사법행정학회), 504면

보호하자는 취지이므로 사유를 좁게 해석할 필요가 없다고 보아 저가발행은 이사의 신인의무 위반으로서 법령위반에 해당한다고 보기도 한다.³⁸⁾

생각건대, 이사는 신주발행 시에도 회사의 이익을 위하여 최선을 다하여야 할 신인의무를 부담하므로,³⁹⁾ 동 의무위반은 법령위반임이 분명하다. 그러나 이사의 손해배상의무와 관련된 선관주의의무 위반에 관한 우리 법원의 판시들은 이러한 해석에 그림자를 드리운다. 이사는 동시에 경영판단의 법칙에 의하여 보호를 받는데, 우리 법원은 영미법상의 경영판단의 법칙을 수용하면서도 다소 다른 법리를 실시한다. 영미의 경영판단의 법칙은 의사결정 과정에서 신중하고 선의가 있는 경우에 이사가 선관주의의무를 다한 것으로 추정하여 이사에 대하여 배상책임을 추궁하는 원고가 그 추정을 번복하는 사실을 주장하고 입증하여야 한다는 것이다. 그러나 우리 판례는 의사결정 내용이 ‘현저히 불합리하지 않고’ 통상의 이사의 의사결정 범위 내의 것일 것을 요구하여 의사결정 과정에서의 신중성 이외에도 ‘내용적’ 심사를 하고 있다. 또한 경영판단법칙의 요건을 충족하면 위임의 재량 범위 안에서 업무를 수행한 것이 되어 ‘의무위반이 없다’고 판시한다.⁴⁰⁾ 이러한 판시에 의하면 저가의 신주발행에서 발행가가 현저히 불합리하지 않으면 신인의무위반은 없게 된다. 이처럼 유지청구의 사유를 이사의 신인의무위반과 연계하는 방법은 판례상의 경영판단의 법칙 중 내용적 판단의 장애물을 넘어야 하는 어려움이 있다.

(2) 현저한 불공정

이처럼 이사의 의무위반과 연계하지 않고 저가발행 자체가 독립적으로 현저하게 불공정한 방법에 해당한다고 볼 수 있는가? 이에 대하여 경영상의 목적이 있어 제3자 배정의 요건을 갖춘 경우에도(그리하여 법령위반이 되지 않는 경우에도) 주된 목적이 경영권 방어 등에 있는 저가 배정의 경우에는 현저한 불공정의 사유로 볼 수 있다는 견해가 있다. 구체적으로 신주발행을 다툼에 있어서는 그 발행이 지배권에 영향을 미치는가가 중요하게 다루어지고, 제3자 배정에 있어서도 비록 제3자 배정의 요건을 갖춘 경우라 할지라도 경영상의 목적보다는 대주주

38) 김건식, 전제서, 660면.

39) 우리 법원 또한 주주배정의 경우에는 저가배정으로 인한 주식가치의 희석과 저가배정으로 인한 이익이 모두 주주에게 귀속되지만, 제3자 배정은 그렇지 아니하고 회사는 주당 공정한 가격과 저가인 발행가의 차액만큼 손해를 입는다고 보고, 따라서 제3자 배정 시 이사는 가급적 높은 가격으로 신주를 발행하여야 할 의무를 부담한다고 본다(대법원 2010. 10. 28. 선고 2009도4949 판결).

40) 합리적으로 이용가능한 범위 내에서 필요한 정보를 충분히 수집, 조사하고 검토하는 절차를 거친 다음 이를 근거로 회사의 최대 이익에 부합한다고 합리적으로 신뢰하고 신의성실에 따라 경영상의 판단을 내렸고 그 내용이 현저히 불합리하지 않은 것으로 통상의 이사를 기준으로 할 때 합리적으로 선택할 수 있는 범위 안의 것이라면, 비록 사후에 회사가 손해를 입게 되는 결과가 발생하였다고 하더라도 그 이사의 행위는 허용되는 경영판단의 재량범위 내에 있는 것이어서 회사에 대하여 손해배상책임을 부담한다고 할 수 없다(대법원 2002. 6. 14. 선고 2001다52407 판결).

의 경영권 방어나 특정인의 이익을 도모하는 것이 주된 목적이고 이로 인해 다른 주주의 손실을 수반한 경우에는 현저한 불공정이 된다는 것이다.⁴¹⁾

한편, 저가배정을 유지청구가 아닌 신주발행무효의 소 사유의 관점을 포함하여 다른 견해들도 있다. 저가발행은 신주발행무효의 소 사유가 아니고, 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자의 책임(제424조의 2), 이사의 손해배상책임 등을 발생시킨다는 견해⁴²⁾도 있는데, 저가배정을 이사의 선관주의의무 위반의 법령위반으로 유지청구가 가능하다는 앞서의 논지와 합하여 보면 결국 저가의 배정은 유지청구의 사유이되 신주발행무효의 소 사유는 아니라는 입장이다.

나아가 그러한 배정은 유지청구 뿐만 아니라 신주발행무효의 소의 대상도 된다는 주장도 제기된다.⁴³⁾ 형법상 배임죄를 구성한다는 것은 이사가 선관주의의무를 위반한 것이 되므로 법령위반으로 유지청구가 가능하고 불 뿐만 아니라 여기에 그치지 않는다. 신주를 무효로 할 사유도 된다는 견해이다. 합병신주의 발행은 소멸회사의 자산을 대가로 한 신주발행이 그 실질이고, 현저한 합병비율의 불공정이 합병무효의 사유가 된다는 통설, 판례의 입장에 비추어보면, 합병무효 법리와 균형을 고려하자는 것이다.⁴⁴⁾

생각건대, 신주발행의 경우 저가배정 만으로 현저하게 불공정한 발행으로 유지청구의 사유가 되는지의 문제는 다른 요소를 함께 고려하여 검토하여야 할 문제이다. 우선 경영상의 필요성과 저가발행은 관련된 경우가 많은데, 저가발행은 경영상의 필요성을 달성하기 위한 수단으로 빈번히 활용된다. 예를 들어 자금조달이 긴급할수록 발행가를 낮추어서라도 펀딩이 되도록 할 필요가 있다. 저가배정 자체만 떼어 판단하여 불공정하므로 유지사유가 된다고 한다면 결론적으로 제3자 배정에서 경영상의 필요성이 인정된 적법영역의 문제를 그 수단의 측면에서 거꾸로 다시 검토하는 문제가 생긴다. 때문에 저가배정 중에서도 기존주식의 경제적 가치의 손실이 큰 경우에 국한할 필요가 있으면서도 동시에 경영상의 필요성을 인정한다는 것이 그 목적이 정당하므로 그 실현수단으로 저가의 배정 역시 정당하다는 의미는 아니므로 적절한 형량이 필요하다.

또한 유지의 대상이 신주발행이 아니라 자사주 처분이기에 고려할 요소도 있다. 유추적용대상인 거래인 신주발행과 같이 우선 다수의 인수인들이 존재하는 거래가 아니라는 점이다. 자기주식 처분은 특정한 주체와의 사이에 양도계약을 통하므로 많은 주체들의 이해관계가 관련되

41) 이철송, 전게서, 906면.

42) 김건식, 전게서, 665면. 노혁준, “신주발행 무효사유에 관한 연구”, 「선진상사법률연구」 통권 제60호(법무부, 2012)에서는 이러한 입장을 취하면서도 지배권이 변동되는 경우 이를 달리 볼 여지를 열어두고 있다.

43) 송옥렬, “신주발행 무효사유에 대한 재검토”, 「증권법연구」 제22권 제3호(한국증권법학회, 2021), 71면.

44) 송옥렬, 전계 논문, 72면.

어 처분행위의 정당성을 가급적이면 흔들지 않아야 한다는 당위가 여기에는 없다. 회사와 이런 목적에 의기투합한 양수인이 취득한 주식을 유통에 놓는 경우도 드물 것이다.

따라서 자사주 처분의 경우는 신주발행의 경우보다 저가의 배정이 신주발행유지의 사유가 될 수 있는 가능성이 크다고 본다. 자사주 처분에서 인정되는 목적이 무엇인가도 살펴야 할 것인데, 자금조달이 그 경영상의 목적이라면 일정 정도의 저가 배정을 감수하고서라도 편당을 할 필요가 있으므로 저가 배정이 정도가 더욱 커야 한다. 처분의 목적이 자금조달 필요성과 같은 경영상의 필요성이 있지만 경영권 방어가 주된 목적이라면 자금조달의 경우와는 달리 보아야 한다. 자금조달은 주주 일반과 회사에게 공히 필요성이 인정되지만, 현 경영진의 경영권 방어가 주주 일반을 위하여서도 이익이 되는지는 그 판단이 매우 어렵기 때문이다. 때문에 경영권 방어 시에는 처분을 유지청구할 정도의 저가배정은 자금조달을 위한 저가배정보다 가격이 낮은 정도가 덜하더라도 유지의 사유가 될 수 있다고 보아야 한다.

(3) 현저한 저가배정에 국한되는가?

현저한 저가배정의 경우에만 유지의 대상이 되는가 의문이 있다. 법이 여백으로 남겨둔 신주발행무효의 소나 합병무효의 소 사유를 판단하면서 우리 법원은 ‘현저한’이라는 표현을 쓴다. 신주발행이나 합병이 초래하는 복잡한 이해관계를 번복함으로써 인하여 또 다른 혼란을 초래할 수 있기 때문이다. 유지청구는 신주발행의 효력이 발생하기 전에 하는 것이므로 이러한 우려가 적다. 때문에 신주발행이나 합병의 사유가 될 정도의 현저한 저가배정에 국한되지 않는다. 앞서 언급한 바와 같이 자사주 처분의 목적이 자금조달의 필요성인 경우에는 저가발행의 정도가 보다 심한 경우로 국한할 필요가 있다.

자기주식처분의 경우 처분의 이사회결의일의 익일까지 주요사항보고서를 금융위원회에 제출하는데(자본시장법 제161조 제1항), 이사회결의에는 처분하고자 하는 주식의 가격이 포함된다(공시규정 5-1조). 자사주 처분의 공시는 통상 주가를 상승시키는 요인으로 작용하는데, 이러한 상승분이 자사주 가격에 반영됨이 타당하다. 신주발행의 경우 상장법인은 신주발행의 제3자 배정시 유가증권의 발행 및 공시규정(이하 “공시규정”)상 청약일전 과거 제3거래일로부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가를 기준주가로 하여 일정한 할인율을 적용하여 산정하는데(5-18조), 자기주식의 처분 시에는 가격에 대한 아무런 규제가 없다. 청약일이라는 것이 없는 자기주식 처분에서는 어떤 날을 기준으로 할 것인지 의문이 있다. 앞서 주주의 유지청구권 보장을 위하여 이사회결의 후 곧바로 주식을 매도할 수 있도록 할 것이 아니라 일정한 기간이 지나서 처분을 하도록 하여야 한다고 보았다. 상장법인의 경우 가격은 이 처분일 무렵의 주가를 기준으로 저가의 불공정성 여부를 판단하여야 한다.

5) 주주의 불이익

유지청구권은 주주의 불이익을 그 요건으로 한다. 그 해석에 관하여 신주유지의 경우에는 회사의 손해가 아니라 주주의 불이익을 요하고 이때의 주주는 전체 주주가 아니라 특정 주주를 가리킨다는 점을 근거로 저가발행의 경우는 이사의 위법행위유지청구권(제402조)의 대상이 될 수 있을 뿐 신주발행유지청구의 대상이 될 수 없다고 보기도 한다.⁴⁵⁾가 있다. 액면미달발행과 같이 신주발행이 위법하여 회사 전체에 손해가 발생하고 주주가 간접적으로 손실을 입는다면 신주유지가 아니라 위법행위유지, 신주발행무효, 이사의 책임추궁의 대상이 된다는 견해⁴⁶⁾도 같은 취지이다. 이에 반하여 회사와 주주의 손해를 엄격히 구분하는 것이 불합리하고, 법문상의 주주가 특정한 주주에 한정된다고 볼 이유가 없을 뿐만 아니라 산주발행과 관련된 위법, 불공정으로부터 주주를 두텁게 보호하기 위하여 위법행위유지청구와 별도로 신주발행유지청구권을 인정할 취지에 비추어 제3자에 대한 저가의 배정은 유지청구의 대상이 된다는 해석⁴⁷⁾ 역시 존재한다.

생각건대, 법문의 ‘주주가 불이익을 입을 우려’의 의미는 일부 주주는 이익을 입고, 다른 주주는 손해를 보는 경우와 같이 주주 간 손해와 이익이 엇갈리는 경우에 국한한다고 볼 필요는 없다고 생각한다. 불공정한 의미는 현저하게 불공정한 가액에 의한 인수 등에서와 같이 관련 주체들 사이에 형평성이 없는 경우만을 적시하여 지칭한다고 볼 수 없다. 이 권리가 공익권이 아니라 자익권이라는 점도 그러하다. 자익권은 권리의 행사효과가 행사 주주에게 미친다는 의미이지 특정 주주의 권리가 침해되었을 때에만 행사할 수 있는 권리라는 의미도 아니다.

이와 관련하여 판례는 저가배정 시에 공정가액과의 차액만큼 ‘회사’에 손해가 있다고 보고, 이처럼 회사가 손해를 입음으로 인하여 주주가 입는 손해를 간접손해로 보는데⁴⁸⁾ 이러한 입장에 의할 때 간접손해를 주주의 불이익으로 볼 것인지의 문제가 생긴다. 판례는 간접손해와 직접손해를 나누는 이유는 주주가 간접손해를 받아간다면 채권자보다 우선하여 주주가 환급을 받게 되어 회사법의 원칙에 반하기 때문이라고 설시하고 있다. 그런데 유지청구권의 행사는 행위를 중지하라는 것이지 주주가 입은 손해액을 지급하라는 것이 아니다. 또한 간접손해라 하더라도 회사가 이를 전보받지 않는다면 주주에게는 손해가 있는 것인데, 회사가 자사주 처분행위를 해제할 이유가 없기 때문에 이때에는 여전히 주주에게 손해가 있으며 주주는 불이익하다. 따라서 간접손해만 입는 지위에 있어 유지청구를 할 수 없다고 보기 어렵다. 간접손해를 입었

45) 임재연, 「회사법II」(2013, 박영사), 623면

46) 송옥렬, 「상법강의」(2022, 홍문사), 1161면.; 이철송, 전계서, 907면; 정찬형, 「상법강의(상)」(2009, 박영사), 962면.

47) 김건식 외 2인, 전계서, 660면.

48) 대법원 1993. 1. 26. 선고 91다36093 판결.

기에 주주의 불이익 요건을 충족하지 못한다고 본다면 결국 제3자에 대한 저가배정 시 주주가 입는 손해는 언제나 간접손해이기 때문에 유지청구를 하여 다룰 수 없다는 결론이 된다는 점도 문제이다.

6) 효과

신주발행금지 가처분 결정이 인용되었음에도 이를 무시하고 발행된 경우 가처분 결정은 당사자인 채권자와 채무자(회사) 사이에서만 효력이 있으므로 제3자가 취득한 신주의 효력에는 영향이 없다는 견해, 원칙적으로 무효이지만 신주를 취득한 제3자가 선의인 경우에 한하여 유효라는 견해 등도 있으나,⁴⁹⁾ 법원의 공권적 판단을 위반한 것으로서 무효라는 견해가 통설이다.⁵⁰⁾

V. 결론

2011년 개정법은 자기주식 취득 시의 요건만을 두고 처분 시에 대하여는 아무런 규율을 두지 않았다. 이에 우리는 그 시행 무렵의 우려대로 회사의 자기주식 처분이 제어없는 재량을 향유하는 현실을 맞이하게 되었다. 자사주 처분은 주주에게 미치는 영향의 관점에서 보면 단순히 이사회가 자산을 처분하는 경우와는 이질적이다. 그러나 신주발행과 비교하면 다소 이질적인 부분이 있지만 주요한 부분에서는 매우 유사하다.

이러한 실질에 비추어 신주발행규율을 적용하여야 한다는 논의가 지배적인바, 본고에서는 기존주주의 우선인수권 부여, 권리구제 방안으로서 신주발행유지청구권을 중심에 두고 검토하였는데, 이 두 문제를 별개의 문제로 보아 분리하여 검토하였다. 우선권은 자사주 처분의 남용을 제어할 필요성이 크다고 판단될 때 정책적으로 부여할 문제로 보았다. 신주발행규정 중 우선인수권이 부여되지 않는 경우라 하더라도 적용할 부분이 있음에 깊은 의미를 부여하였는데, 특히 기존 주주에게 자사주 처분을 알려줄 의무(기존 주주가 이를 알 권리), 문제있는 처분을 사전에 제어할 수 있는 장치로서 신주발행유지청구권 행사 가능성을 중요하게 검토하였다. 유지청구권의 요소 중 저가의 자사주 처분이 유지의 대상이 되는지를 비중을 두어 살펴보았다.

그러한 검토 과정에서 신주발행이론 적용 이외에 자기주식 처분 규율에 필요한 몇 가지 규제 착안점이 부각되었다. 첫째, 우선 자사주 처분으로 인하여 지배권 변동 등이 초래되는 경우

49) 법원실무제요, 민사집행(V)(사법연수원, 2020), 511면.

50) 이종문, 전제 논문, 67면.

에 기존주주에게 미치는 영향이 매우 크다는 점이다. 따라서 일정한 지분의 변동을 초래할 주식의 처분을 기간 단위 그리고 물량 단위로 제한할 필요성이 있다. 예컨대, 1년의 기간 내에 5% 물량의 처분 제한과 같다. 둘째, 우선인수권이 인정되지 않을 때 기존 주주가 호소할 불이익은 저가 처분으로 인한 주식가치의 희석부분이 중심이 되므로 자사주 처분 시에 처분 가격에 대한 일정한 한도 설정이 필요하다는 점이다. 이때 자사주 처분 공시로 인한 주가의 상승분은 이를 포함하여 처분의 기준가가 되어야 할 것이다. 셋째, 자사주 처분을 사전에 효율적으로 저지할 수 있는 유지청구권을 행사할 수 있도록 제도적 고안이 필요한 바, 처분의 공시일로부터 매매대금의 지급일까지 최소한 2주의 기간이 확보되어야 한다. 아울러 글의 초반 부에 제시한 공시 목적의 정확성을 담보하고 회사가 보유하고 활용하는 자기주식의 현황 공시(비상장법인 포함) 또한 자기주식의 자의적 활용으로부터 주주와 투자자를 보호하는데 필요한 규제라고 생각한다.

“기업이 스스로 발행한 자기주식을 취득한다는 것은 논리모순이다”는 설득력이 적고 형식적인 금지의 이유는 역설적으로 자기주식이 가진 잠재적 위험성을 차단하려는 절박한 의지도 느껴졌었다. 수공하기 어려운 논거를 제시하면서까지 금지하였던 자사주 취득이 허용된 것은 또한 그 효용을 인정할 수밖에 없다는 반증이다. 카멜레온과 같이 다양한 국면을 가진 자기주식이 진실을 감쪽같이 숨기는 거짓에 능한 개체가 아니라 적재적소에 효용을 발휘하면서 재능을 칭송받는 그런 존재가 되길 바란다.

지속가능성 관련 기업공시를 둘러싼 규제 동향*
—최근 일본의 기업공시에 관한 개정을 중심으로—

이 효 경**

목 차

I. 들어가며	109
II. 일본의 지속가능성 정보 공시의 최근 개정 동향	112
1. 기업내용 등의 공시에 관한 내각부령 등의 개정	112
2. 지속가능성에 관한 공시	113
1) 지속가능성 정보의 「기재란(欄)」 신설	113
2) 지속가능성 공시에 있어서 유의점	116
3) 다양성을 포함한 인적자본에 관한 공시	119
3. 기업지배구조에 관한 공시	122
1) 이사회, 지명위원회·보수위원회 등의 활동상황	122
2) 감사의 신뢰성확보에 관한 공시	124
3) 정책보유주식 등에 관한 공시	124
4. 소결	125
III. 금융심의회 DWG보고에 있어서 분기별 공시의 재검토	126
1. 분기별 공시제도 재검토	126
2. 분기별공시 재검토의 방향	127
IV. 우리법에의 시사점	128

* 본고는 학회발표문으로 아직 미완성된 원고이므로 인용을 삼가주시기 바랍니다.

** 충남대학교 법학전문대학원 교수.

I. 들어가며

기업의 재무정보의 경우에 상장회사는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하, ‘자본시장법’이라 함)에 따른 정기공시와 수시공시, 사업보고서, 증권신고서, 주요사항보고서, 한국거래소 공시 규정에 따른 각종 공시를 통해 회사의 중요한 재무정보를 공개할 의무를 부담하며, 비재무정보에 대해서도 공시, 인증, 평가로 이어지는 ESG정보의 법제도가 적절하게 구축되는 것이 필요하다.¹⁾ ESG의 개념은 다양하게 정의되고 있으나, 일반적으로 기업의 전략을 실행하고 기업의 가치를 높이기 위한 능력에 영향을 미칠 수 있는 환경(environmental), 사회(social) 및 지배구조(governance)에 관한 요소들을 포괄하는 개념으로 이해되고 있으며, 때로는 ESG라는 표현을 대신하여 “지속가능성(Sustainability)”이라는 표현이 사용되기도 한다.²⁾ ESG투자가 적절하게 실시되기 위한 기본적 인프라로서 비재무정보를 포함한 충실한 공시가 중요한 과제가 되고 있다. 기업정보가 충실하게 공시됨으로써 투자자의 투자판단의 기초가 되는 정보가 적절하게 제공되고, 자본시장에서 효율적인 자원배분의 실현을 기대할 수 있다.

우리나라의 경우 현재 한국거래소 자율공시규정(한국거래소 유가증권시장 공시규정 제28조 및 동 규정 시행세칙 제87조 제7호 마목 참조)이 마련되어 있으며 개별 기업은 공시 부담과 능력을 감안하여 자발적으로 지속가능경영보고서³⁾를 발행하고 있다.⁴⁾ 2021년부터 금융위원회는 기업 공시부담을 경감하고 투자자 보호강화, ESG책임투자 기반 조성 등을 위하여 「기업공시제도 종합 개선방안」을 추진하고 있다.⁵⁾ 또 지속가능요소 중 지배구조에 관해서 2019년부터 자산2조원 이상 유가증권시장 상장사는 ‘기업지배구조보고서’를 의무적으로 공시하도록 하고 2026년부터 전 코스피 상장사로 확대 추진할 예정이지만,⁶⁾ 이외에는 아직 관련 제도의 내용이 구체적으로 나와 있지 않다. 따라서 금융위원회는 ESG책임투자 활성화를 위한 제도적 기반마련을 위해서 ESG정보의 자율공시를 활성화하고 단계적 의무화추진을 통하여 우리나라 ESG공시제도를 글로벌 기준에 맞게 선진화할 계획이다.⁷⁾

1) 정준혁, “ESG와 금융법의 과제”, 「증권법연구」 제23권 제3호, (2022, 한국증권법학회), 252면.

2) 한국거래소, “ESG정보 공개 가이드스”, 2면.

3) 환경 관련 기회·위기로인 및 대응계획, 노사관계·양성평등 등 사회이슈 관련 개선노력 등 지속가능경영 관련 사항을 담은 보고서로서 기존 사업보고서는 재무 투자자가 주된 이해관계자인 반면에 지속가능경영보고서는 공익을 표방하는 민간단체, 일반 소비자, 공공부문 등으로 이해관계자의 범위가 확대되며, 사업보고서에 비해 기업 장기 성장에 대한 보다 포괄적인 내용을 담고, 미래지향적관점에서 관련 이해관계자와 공유 가능한 지속가능 가치 창출 내용에 초점이 맞춰진다. 기존 사업보고서에도 비재무정보가 비교적 다양하게 제공되고 있으나 주로 해당 사업연도 법규 적용과 제재 사항이 주를 이룬다. 이인형·이상호, “지속가능보고 의무공시 이행을 위한 논의방향”, 「조사 보고서」 21-01, (2021.12, 자본시장연구원)3면.

4) 이인형·이상호, 앞의 보고서, 3면.

5) 금융위원회 보도자료, “기업 부담은 줄이고, 투자자 보호를 강화하기 위한 기업공시제도 개선방안을 추진하겠습니다”, 2021.1.14., 1면.

6) 금융위원회 보도자료, “기업 부담은 줄이고, 투자자 보호를 강화하기 위한 기업공시제도 개선방안을 추진하겠습니다”, 2021.1.14., 6면.

지속가능성 공시를 둘러싼 국제적인 동향을 살펴보면 2021년 11월 3일에 국제회계기준(IFRS)재단⁸⁾은 국제지속가능성기준위원회(ISSB)를 설립하고, 국제적으로 통용될 수 있는 지속가능성공시기준을 제정하고 있다.⁹⁾¹⁰⁾ ISSB는 2022년 3월 31일 IFRS S1 일반 공시 요구사항¹¹⁾과 IFRS S2 기후 관련 공시¹²⁾의 공개초안(exposure draft)을 발표하였고, 2023년 상반기 최종 기준을 공표할 예정이다.¹³⁾ IFRS재단의 지속가능성 공시기준 제정이외에 EU, 미국, 일본 등 해외 주요국들도 ESG공시 의무화를 추진하고 공시기준을 제정하는 등 ESG공시 규율을 강화하고 있는 상황이다.¹⁴⁾

EU에서는 2022년 11월에 CSRD¹⁵⁾를 공표하고, EU회원국들은 발효일로부터 18개월 이내에 CSRD(CSRD : Corporate Sustainability Reporting Directive)에 근거한 국내법을 정비해야 한다.¹⁶⁾ CSRD는 2014년에 제정된 비재무정보 공시지침(NFRD)¹⁷⁾ 의해 도입된 비재무정보에

-
- 7) 금융위원회 보도자료, “고승범 금융위원장, 「글로벌 기준에 따른 ESG공시 확산전략」 토론회”, 2021.12.7., 1면.
 - 8) The International Financial Reporting Standards Foundation
 - 9) 금융위원회 보도자료, “유관기관 합동으로 ESG 공시기준을 마련해나가겠습니다-지속가능성기준위원회(KSSB)구성·운영-”, 2022.12.15., 1면.; General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information Prototype(<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/groups/trwg/trwg-general-requirements-prototype.pdf>)(2023.4.16.방문).
 - 10) 사업보고서상의 재무제표는 일반적으로 인정된 회계원칙에 따라서 표준화된 방법으로 작성된다. 각국마다 기업 경영 환경과 관련 법규가 상이하나 일반적으로 인정된 회계원칙을 공통으로 채택하고 있다. 국가 간 자본이동의 중요성이 부각되면서 회계정보의 국가 간 비교 가능성을 가능하게 하기 위해서 국제회계기준위원회(International Accounting Standards Board: IASB)가 제정한 국제회계기준(IFRS)을 사용하고 있다. 그러나 지속가능경영보고서는 회계기준에 준하는 공통된 작성 기준이 존재하고 있지 않아 국내 기업을 포함한 해외 기업들은 기존의 국제 이니셔티브를 개별 기업의 사정에 맞게 절충하여 사용하고 있다. 국제 이니셔티브라 함은 GRI(Global Reporting Initiative)나 SASB(Sustainability Accounting Standard Board)와 같이 지속가능 활동 유형 분류와 해당 항목, 세부 지표를 제시하는 작성 기준 및 IIRC(International Integrated Reporting Council), TCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosure)와 같이 지배구조, 위험관리, 실행과정 등의 원칙을 제시하는 작성 체계 모두를 일컫는다. 이인형·이상호, 앞의 보고서, 3-4면.
 - 11) IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information(<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/korean/korean-issb-s1-exposure-draft.pdf>)(2023.4.16.방문).
 - 12) IFRS S2 Climate-related Disclosure (<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/climate-related-disclosures/korean/korean-issb-s2-exposure-draft.pdf>)(2023.4.16.방문).
 - 13) 이인형·이상호·윤주영, “중요성 기준 지속가능성 정보공개와 주가 정보성”, 「조사보고서」 23-01, (2023.1, 자본시장연구원)3면.; 금융위원회 보도자료, “유관기관 합동으로 ESG 공시기준을 마련해나가겠습니다-지속가능성기준위원회(KSSB)구성·운영-”, 2022.12.15., 1면.
 - 14) 금융위원회 보도자료, “유관기관 합동으로 ESG 공시기준을 마련해나가겠습니다-지속가능성기준위원회(KSSB)구성·운영-”, 2022.12.15., 1면.
 - 15) DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting(Text with EEA relevance)(<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-35-2022-INIT/en/pdf>) (2023.4.15.방문).
 - 16) Council gives final green light to corporate sustainability reporting directive(<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/11/28/council-gives-final-green-light-to-corporate-sustainability-reporting-directive/>)(2023.4.15.방문).
 - 17) Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive

관한 정보공시 범위를 확대한 것으로 2014년 NFRD 제정 이후 진전된 EU ESG 정책과의 연계성 보완 등을 위해 지속가능성 공시정보의 신뢰성, 일관성, 접근성, 비교가능성을 강화하는데 중점을 두어 공시 적용 대상 기업 범위 및 공시항목을 대폭 확대하였다.¹⁸⁾ 미국의 경우 2020년 8월 미국증권거래위원회(SEC : Securities Exchange Commission)는 Regulation S-K를 개정하여 상장기업에 대해서 인적자본에 관한 공시를 의무화하고, 2022년 3월21일 상장기업에 대해서 Form 10-K등의 연차보고서에서 기후관련 정보공시를 의무화하는 내용의 규칙안을 공표하였다.¹⁹⁾

일본의 경우 기업을 둘러싼 경제사회정세 변화를 배경으로 투자자의 투자판단에 필요한 정보를 적시에 알기 쉽게 제공하고 기업과 투자자와의 사이의 건설적인 대화에 기여하는 기업정보 공시의 바람직한 방향에 대해서 2022년 6월에 금융심의회 「디스크로저 워킹그룹」²⁰⁾에서 비재무정보공시의 충실과 공시의 효율화 등에 관한 보고서가 공표되었다(이하, DWG 보고'라 함).²¹⁾ DWG 보고를 바탕으로 2023년 1월 31일에 「기업내용 등의 공시에 관한 내각부령」(이하, '개정공시부령'이라 함)²²⁾이 공포·시행되었다. 또 이와 함께 「기업내용 등의 공시에 관한 유의사항에 대하여(기업내용 등 공시가이드라인)」의 개정(이하, '개정공시가이드라인'이라 함), 「기술(記述)정보의 공시에 관한 원칙(별첨)-지속가능성정보 공시에 대하여-」(이하, '지속가능성 정보공시원칙'이라 함)도 공포·적용하였다.²³⁾

환경·사회과제의 해결을 위한 기업의 기대가 높아지고 있는 가운데 중요한 기반의 하나인 지속가능성에 관련한 대응을 어떻게 실천하고 있는지에 관한 정보공시를 기업에 요구하는 움직임이 가속화되고 있다.²⁴⁾ 앞서 살펴본바와 같이 지속가능성공시에 관한 국제적 논의가 급속하게 진전되고 있는 가운데 일본기업의 지속가능성 공시에 관한 제도적 논의는 우리나라 법에

2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups Text with EEA relevance(<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>) (2023.4.15.방문).

- 18) 법률신문, 'EU CSRD(지속가능성정보 공시지침), 2023년 1월 6일 발표', 2022.12.23.
- 19) SEC proposes rules to enhance and standardize climate-related disclosures for investors(2022. 3. 21).; 미국의 기후관련 공시의무화 방안에 대한 내용을 소개한 것으로 홍지연, "SEC의 상장기업 기후 공시 의무화 방안", 「자본시장포커스」 2022-11호, (2022, 자본시장연구원)1면.; Regulation S-K는 SEC에 등록하여야 하는 기업이 작성하는 연차보고서인 Form10-K를 어떻게 작성하고 어떠한 사항을 공시하여야 하는가를 규정하고 있으며, ESG정보는 바로 이 연차보고서인 Form10-K의 Item 303에서 규정하고 있다. 김광록, "미국 기업의 사회적 책임에 따른 ESG 정보공시", 「상사법연구」 제41권 제4호, (2023, 한국상사법학회)433-434면.
- 20) 金融審議會 ディスクロージャーワーキング・グループ 報告 -中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて-(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613/01.pdf) (2023.4.15.방문).
- 21) 岩原幸雄, "金融関連の制度整備を巡る検討状況", 「NBL」 第1233号, (2023, 商事法務)65頁.
- 22) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案の公表について (<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221107/20221107.html>) (2023.4.15.방문).
- 23) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案の公表について (<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221107/20221107.html>) (2023.4.15.방문).
- 24) 加賀谷 哲之, "サステナビリティ開示の拡充とその影響", 「資本市場」 第450号, (2023, 資本市場研究会)5-6頁.

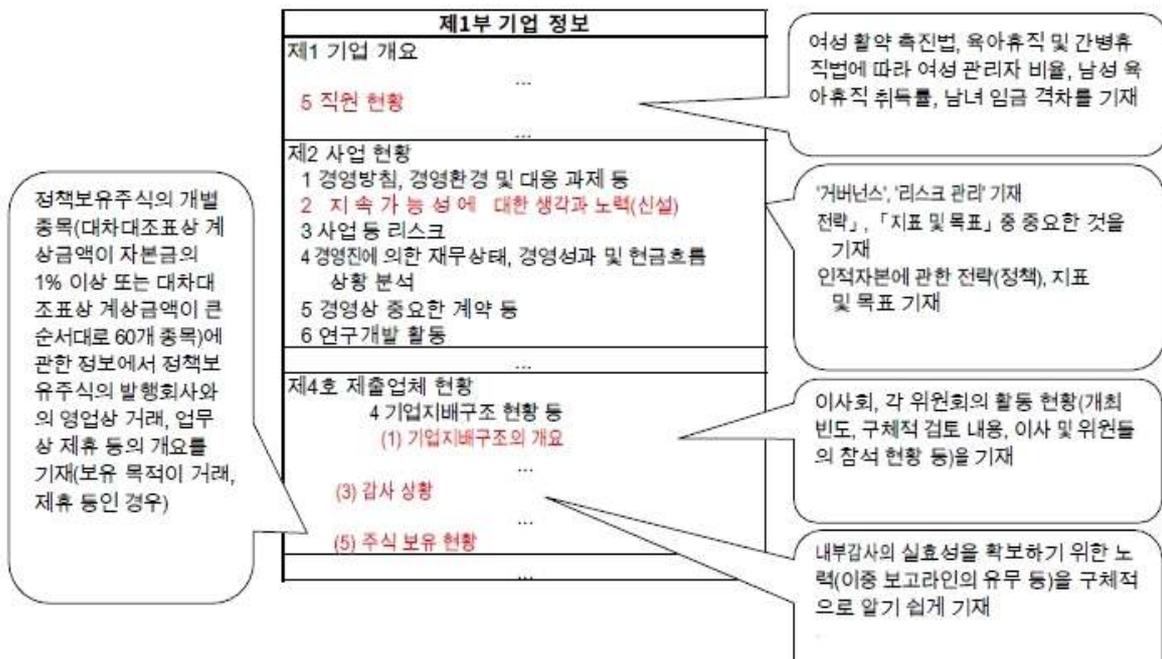
시사점을 줄 것으로 생각된다. 이에 본고에서는 일본의 지속가능성 정보 공시에 관한 최근 개정내용과 과제에 대해서 검토하고 우리 법에 시사점을 얻기로 한다.

II. 일본의 지속가능성 정보 공시의 최근 개정 동향

1. 기업내용 등의 공시에 관한 내각부령 등의 개정²⁵⁾

본 개정에서는(도표1참조) 지속가능성에 관한 공시에 대하여 유가증권보고서에 있어서 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」의 기재란을 신설한 것 이외에 「종업원의 현황」의 기재란에 있어서 여성 관리직비율 등의 다양성 지표에 관한 공시를 요구하는 것으로 하고 있다. 또 기업지배구조에 관한 공시에 대해서는 ① 이사회 등의 활동 상황, ② 감사의 실효성확보를 위한 노력, ③ 정책보유주식의 발행회사와 업무제휴 등을 행하고 있는 경우의 설명을 공시항목으로서 추가하고 있다.

<도표1> DWG 보고를 바탕으로 한 본 개정의 개요²⁶⁾



(주) 여성 활약 촉진법은 '여성의 직업생활에서의 활약 촉진에 관한 법률', 육아·간병휴직법은 '육아휴직, 간병휴직 등 육아 또는 가족돌봄을 하는 근로자의 후생복지에 관한 법률'을 말한다. 이하 같음.

25) 이하 본 개정 내용은 上利悟史·河西和佳子·森岡聖貴, “企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正”, 「商事法務」第2320号, (2023, 商事法務研究会)4頁이하.

26) 上利悟史·河西和佳子·森岡聖貴, 앞의 논문, 5頁.

2. 지속가능성에 관한 공시

1) 지속가능성 정보의 「기재란(欄)」 신설

(1) 배경

일본에서는 2020년 10월 정부가 2050년 탄소중립 실현을 선언하고 지속가능성²⁷⁾에 관한 대응이 기업경영의 중심적인 과제됨과 동시에 그러한 대응에 대한 투자자의 관심이 높아지고 있다. 또 국제적으로도 지속가능성공시의 기준책정이나 그 활용의 움직임이 급속하게 진행되고 있다. 이러한 상황 속에서 일본의 기업정보 공시의 주요항목으로서 지속가능성공시를 자리매김 하고 그 내용에 대해서 계속적인 충실화가 요구되는 점을 감안하여 DWG 보고에서는 유가증권보고서²⁸⁾에서 지속가능성 정보를 통합적으로 제공하는 테두리로서 독립적인 「기재란」의 창설이 제안되었다.

(2) 개정내용

본 개정에서는 유가증권보고서의 「제1부 기업정보」의 「제2 사업의 상황」 안에서 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」의 기재란(이하, ‘지속가능성기재란’이라 함)을 신설하였다. 본 기재란에서는 기업의 중장기적인 지속가능성에 관한 사항에 대해서 경영방침·경영전략 등과의 정합성을 의식하여 설명하게 된다. 그리고 지속가능성 기재란에 있어서는 각 기업에서 지속가능성에 관한 사고방식과 활동 상황에 대해서 국제적인 프레임워크와 정합적인 「지배구조」, 「전략」, 「리스크관리」, 「지표 및 목표」의 4개 구성요소에 근거한 공시를 요구하고 있다.²⁹⁾

구체적으로는 지속가능성 정보 공시는 각 기업에서 자사의 업종과 경영환경, 기업가치에 미치는 영향 등을 고려하여 지속가능성 정보의 중요도를 판단하는 것이 요구된다. 이러한 관점에서 「지배구조」, 「리스크 관리」는 지속가능성 정보 공시를 고려하는 데 있어 필수적이며, 모든 기업에게 공시가 요구되고 있다. 한편, 「전략」, 「지표 및 목표」는 「지배구조」, 「리스크 관리」의 테두리를 통해 중요성 판단을 하여 중요한 것을 기재한다. 중요성

27) 지속가능성의 개념은 다양한 주체에 있어서 그 설명이 이루어지고 있으며, 예를 들면 일본의 기업지배구조코드나 스템드쉽코드에서는 「ESG요소를 포함한 중장기적인 지속가능성」으로 되어 있다. 지속가능성정보에는 국제적인 논의를 근거로 예를 들면, 환경, 사회, 종업원, 인권의 존중, 부패방지, 뇌물방지, 지배구조, 사이버보안, 데이터보안 등에 관한 사항이 포함될 수 있다. 上利悟史·河西和佳子·森岡聖貴, 앞의 논문, 13頁.

28) 일본 금융상품거래법 제24조 제1항의 유가증권보고서는 우리나라 자본시장법상 사업보고서에 해당한다.

29) 공시부령상 지속가능성에 관한 '거버넌스', '전략', '리스크 관리' 및 '지표 및 목표'의 정의에 대해서는 ISSB 공개초안을 참고하여 규정하고 있으며, 다만, ISSB 기준의 최종 확정과 이에 부합하는 일본의 SSBJ에서 수립되는 기준의 내용을 바탕으로 지속적으로 검토해 나갈 예정이다. 「企業内容等の開示に關する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に對するパブリックコメントの概要及びコメントに對する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.127~No.134.

판단 시에는 금융청 「기술(記述)정보 공시에 관한 원칙」(2019년 3월)의 2-2에 있는 ‘기업 가치 및 실적 등에 미치는 영향력을 고려하여 판단하는 것이 바람직하다’를 참고할 것을 권고하고 있다.³⁰⁾

<표1> 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」란에 기재해야할 사항³¹⁾

항목	기재내용	유의점
지배구조	지속가능성 관련 위험 및 기회를 모니터링하고 관리하기 위한 지배구조 프로세스, 통제 및 절차	기업에서 자사의 업종, 경영환경, 기업가치에 미치는 영향 등을 고려하여 지속가능성 정보를 인식하고 그 중요성을 판단할 수 있는 프레임워크가 필요하다는 관점에서 <u>모든</u> 제출 기업에서 공시를 요구하고 있다.
리스크관리	지속가능성 관련 위험과 기회를 식별, 평가 및 관리하기 위한 프로세스	
전략	단기, 중기 및 장기적으로 연결회사의 경영방침, 경영전략 등에 영향을 미칠 수 있는 지속가능성 관련 리스크 및 기회에 대처하기 위한 활동	공시가 바람직하지만, 각 기업이 「지배구조」, 「리스크 관리」의 테두리를 통해 중요하다고 판단하는 경우 공시가 요구된다.
지표 및 목표	지속가능성 관련 위험과 기회에 대한 연결회사의 성과를 장기적으로 평가, 관리 및 모니터링하기 위해 사용되는 정보	중요하다고 판단하여 기재하지 않기로 한 경우에도 해당 판단과 그 근거를 공시할 것으로 예상된다.

예를 들면, 기후변동대응에 대해서 기업에서 「지배구조」, 「리스크관리」의 테두리를 통해서 투자자의 투자판단 관점에서 중요성을 판단하고, 공시여부를 결정하게 된다. 그 밖의 지속가능성 항목의 경우도 마찬가지이다. 다만 중요성 판단에도 불구하고 인적자본에 관하여 인재의 다양성 확보를 포함한 인재육성방침이나 사내환경 정비방침에 대해서는 「전략」에서 해당 방침에 관한 지표의 내용과 해당 지표를 이용한 목표 및 실적에 대해서는 「지표 및 목표」에서 기재가 요구된다.

30) 중요성 판단은 각 기업에서 「지배구조」와 「리스크 관리」의 프레임워크를 통해 판단하게 된다. 중요성 판단에 있어서는 공시원칙 2-2에서 “기술정보 공시의 중요성은 투자자의 투자판단에 중요한지 여부에 따라 판단해야 한다.”라고 규정하고 있으며, 그 중요성은 “그 사항이 기업가치나 실적 등에 미치는 영향력을 고려하여 판단하는 것이 바람직하다.”라고 명시하고 있는 것을 참고할 수 있을 것이다. 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に對するパブリックコメントの概要及びコメントに對する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.99.

31) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案の公表について (<https://www.businesslawyers.jp/articles/1250>)(2023.4.16.방문).

(3) 공시 시 유의사항

지속가능성기재란에 대해서 이번 개정에서는 자세한 기재사항은 규정하지 않고 각 기업의 현재 활동상황에 따른 유연하게 기재할 수 있도록 테두리를 마련하고 있다. 우선 2023년 3월 1분기 유가증권보고서부터 공시가 시작되며, 각 기업의 활동상황에 따라 그 후에 투자자와의 대화를 바탕으로 자사의 지속가능성 관련 활동의 진전과 함께 유가증권보고서 공시를 보다 충실하게 해 나갈 수 있을 것으로 보인다.

지속가능성 정보공시 원칙에서는 지속가능성 정보를 기재할 때, 예를 들어 TCFD(기후 관련 재무정보공시 태스크포스) 또는 이에 준하는 프레임워크에 따라 공시를 한 경우에는 적용하는 공시 프레임워크의 명칭을 기재하는 것을 고려할 수 있다고 되어 있다. 유가증권보고서에서 기후변화에 대해 TCFD 기준에 따른 공시를 하는 경우에는 그 내용을 기재하는 것도 고려할 수 있을 것이다.

기재방법에 대해서는 현시점에서 예를 들면, 「지배구조」, 「전략」, 「리스크관리」, 「지표 및 목표」의 4개 구성요소 각각의 항목별 분류를 하지 않고 통합적으로 기재할 수 있다. 다만 이러한 경우에도 투자자가 이해하기 쉽도록 4개의 구성요소의 어떤 내용인지 알 수 있도록 하는 것도 도움이 된다.³²⁾

유가증권보고서에서 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」에서는 직전의 연결회계연도에 관련한 정보를 기재할 것이 요구되고 있다. 하지만 그 기재에 있어서 정보의 집약·공시가 늦어지는 부분이 있는 경우 등에는 투자자에게 오해를 발생시키지 않도록 그 사실을 메모한 후, 대략적인 수치나 전년도 정보를 기재할 수도 있다. 또 대략적인 수치를 기재한 경우에 있어서 후일 실제 집계결과가 대략적인 수치와 크게 차이가 나는 등 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미치는 경우에는 유가증권보고서의 수정을 할 수 있다.³³⁾

(4) 바람직한 공시를 위한 노력

지속가능성 정보공시 원칙에서는 각 기업이 중요도를 판단하여 「전략」이나 「지표 및 목표」를 기재하지 않는 경우에도 그 판단과 근거를 공시할 것을 기대하고 있다. 판단과 근거의 공시는 예를 들어 '각 기업이 그 사업 환경과 사업 내용을 바탕으로 어떤 검토를 거쳐 중요하

32) 향후 국제적으로 공시 관행이 발전하는 과정에서 공시 방식에 변화가 생길 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다(「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に對するパブリックコメントの概要及びコメントに對する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.83~No.87.

33) 2022년 3월 ISSB에서 발표한 지속가능성 공시기준 공시초안에서는 지속가능성 정보에 대해 재무정보와의 연계성 및 재무제표와 동일한 보고기간을 대상으로 하도록 요구하고 있으며, 향후 ISSB 기준의 확정 및 SSBJ에서 수립될 ISSB 기준과 일치하는 국내 기준의 내용도 고려하여 적절한 정보공시를 위해 검토하는 것이 중요하다(「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に對するパブリックコメントの概要及びコメントに對する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.238~No.241.

지 않다고 판단하게 되었는지, 그 검토 과정과 결론을 구체적으로 기재하는 것'을 들 수 있다.³⁴⁾

또 국내에서 구체적인 내용 설정이 이루어지지 않은 지속가능성 정보를 기재함에 있어, 예를 들어 국제적으로 확립된 공시 프레임워크인 기후 관련 재무정보공시 태스크포스(TCFD) 또는 이에 준하는 프레임워크에 따라 공시를 한 경우, 해당 공시 프레임워크의 명칭을 기재하는 것을 고려할 수 있다.

기후변동대응이 중요하다고 판단하는 경우 「지배구조」, 「전략」, 「리스크관리」, 「지표 및 목표」의 테두리에서 공시해야하며, 온실효과가스(GHG)배출량에 관해서는 각 기업의 업종이나 경영환경 등을 감안한 중요성의 판단을 전제로 하면서, 특히 Scope 1 · Scope 2의 GHG 배출량에 대해서는 적극적인 공시를 행하여야 한다.³⁵⁾

2) 지속가능성 공시에 있어서 유의점

(1) 장래정보의 기재와 허위기재의 책임

① 배경

지속가능성 정보는 기업의 중장기적인 지속가능성에 관한 사항이며 장래정보를 포함하게 된다. 유가증권보고서는 최근 경영방침이나 사업자 리스크 등의 기술(記述)정보의 충실화가 이루어지고 있으며 이 중에서 장래정보의 기재도 보이고 있다. 이를 바탕으로 2019년 내각부령 개정에서 장래정보기재와 허위기재의 관계에 대해서 「일반적으로 합리적이라고 생각되는 범위에서 구체적인 설명이 이루어진 경우 제출 후에 사정이 변화된 것을 가지고 허위기재의 책임을 물을 수 없다고 생각한다」라고 밝혔다.³⁶⁾

또 지속가능성 공시에 대해서 투자자의 투자판단에 있어서 유용한 정보를 제공하는 관점에서 허위사실 기재에 대한 책임을 물을 수 있다는 것을 우려해서 기업의 공시 태도가 위축되

34) 「企業内容等の開示に關する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に對するパブリックコメントの概要及びコメントに對する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.88~No.96.

35) Scope1: 사업자 직접 배출하는 온실가스 직접 배출, Scope2: 타사로부터 공급받는 전기, 열·증기사용에 따른 간접배출, Scope3: Scope 1 · Scope 2 이외의 간접배출(사업자의 활동에 관련한 타사의 배출).

36) 사업 등의 위험에 대한 기재가 허위 기재에 해당하는지 여부는 개별적으로 판단해야 할 것으로 판단되는데, 제출일 현재 경영자가 기업의 경영성과 등 상황에 중요한 영향을 미칠 수 있는 경영자가 기업의 경영성과 등에 중요한 영향을 미칠 가능성이 있다고 인식하고 있는 주요 위험에 대해 일반적으로 합리적이라고 판단할 수 있는 범위 내에서 구체적인 설명이 이루어졌을 경우 제출일 현재 경영자가 인식하고 있는 주요 위험에 대해 일반적으로 합리적으로 판단할 수 있는 범위 내에서 구체적으로 설명한 경우 허위 기재의 책임을 묻는 것은 아닌 것으로 판단된다. 한편, 제출일 현재로 경영자가 기업의 경영성과 등의 상황에 중요한 영향을 미칠 수 있다고 인식하는 경우 중요한 영향을 미칠 수 있다고 인식하고 있는 주요 위험에 대해 감히 기재하지 않은 경우 주요 리스크에 대해 감히 기재하지 않은 경우 허위 기재에 해당할 수 있다 「企業内容等の開示に關する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に對するパブリックコメントの概要及びコメントに對する金融廳の考え方(2019年1月31日)No.16참조.

는 것은 바람직하지 않다. 이것을 감안하여 DWG 보고에서는 전술한 내각부령 개정 시 제시된 사고방식에 대해서 실무에의 침투를 도모함과 동시에 개정공시 가이드라인 등에 있어서 추가적인 명확화 방안을 검토해야한다고 제안하였다.

② 개정내용

이번 개정 공시부령에서는 유가증권보고서의 기재상의 주의에 관한 일반적인 사항으로 「제1부 기업정보」의 「제2 사업현황」의 「I. 경영방침, 경영환경 및 대처해야 할 과제 등」 ~ 「4. 경영자에 의한 재무상태, 경영성과 및 현금흐름 상황의 분석」에 장래에 관한 사항(미래정보)을 기재하는 경우, 장래정보에 대해서는 지속가능성 정보를 비롯한 미래정보의 기재와 관련하여 미래정보에 대한 경영진의 인식 및 그 전제가 되는 사실이나 가정 등에 대해 합리적으로 기재된 경우, 또는 미래정보에 대해 사내에서 합리적인 근거에 의하여 적절한 검토를 거친 후 그 내용이 검토된 사실이나 가정 등과 함께 기재된 경우, 기재된 미래정보와 실제 결과가 다른 경우에도 즉시 허위 기재에 대한 책임이 없음을 분명히 한다. 또 개정공시 가이드라인에서는 「일반적으로 합리적이라고 생각되는 범위 내에서 구체적인 설명이 기재되어 있는 경우」에 대해서 예를 들어, 사내에서 합리적인 근거에 의하여 적절한 검토를 거치고 있는 경우에는 그 검토내용(예를 들면, 전제가 된 사실, 가정 및 추론과정 등)의 개요를 기재할 수 있다는 점을 명확히 하였다.

구체적인 기재 내용에 대해서는 개별 사안별로 실정에 맞게 판단해야 하지만, 예를 들어, 사내(예: 이사회 등 사내 회의체 등)에서 합리적인 근거에 따라 적절한 검토를 한 경우 그 취지와 증권신고서에 기재한 미래정보에 관한 검토 과정으로서 전제로 한 사실, 가정(예: ○년경까지 ●●과 같은 사건이 발생할 것이다 등) 및 이를 바탕으로 미래정보를 도출한 논리적 과정(추론과정)의 개요를 알기 쉽게 기재하는 것을 전제로 하고 있다.³⁷⁾

개정된 공시 가이드라인에서는 일반적으로 합리적이라고 생각되는 범위 내에서 구체적인 설명이 기재되어 있는 경우에는 미래 정보와 실제 발생한 결과가 다른 경우라도 즉시 허위 기재 등의 책임을 지지 않는다는 견해를 제시하고 있으며, 이는 지속가능성 정보 공개 확대 등에 따라 기업이 미래 정보 공개에 대해 위축되지 않도록 배려한 것으로 보인다.

(2) 다른 공표 서류의 참조

① 배경

일본에서는 글로벌 사업을 전개하는 일본기업을 중심으로 통합보고서나 지속가능성보고서

37) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.214~No.217참조.

등의 임의공시서류 등에 있어서 지속가능성 공시가 진전되어 있으며, 각 기업의 노력에 의해 충실한 공시가 이루어지는 등 기업의 자발적인 지속가능성 공시 노력이 진행되고 있다. 또 이사회, 지명위원회·보수위원회의 활동상황 공시에 대해서는 기업지배구조보고서나 임의공시서류에서 일정한 진전이 이루어지고 있다. 이와 같이 유가증권보고서이외의 공표서류에서 공시 진전을 살린다는 관점에서 DWG 보고에서는 이러한 공시를 할 때 상세정보에 대해서는 임의공시서류 등을 참조할 수 있다는 것, 이 때 허위기재의 책임에 대한 사고방식에 대한 정리가 필요하다라는 의견이 제시되었다.

② 개정내용

본 개정에서는 지속가능성 정보나 이사회 등의 활동상황의 기재에 있어서는 유가증권보고서에 기재해야 할 중요한 정보를 공시한 후, 보완적인 세부 정보는 임의로 공시한 다른 서류(임의공시서류)를 참조할 수 있다(개정공시 가이드라인5-16-4). 또 참조한 임의적 공시서류에 오기재 등이 있는 경우, 「참조한 서류에 허위표시 또는 오해를 불러일으킬 수 있는 표시가 있더라도 해당 서류에 명백히 중요한 허위표시 또는 오해를 불러일으킬 수 있는 표시가 있음을 알면서 참조한 경우 등 해당 서류를 참조한다는 취지를 기재한 것 자체가 유가증권신고서³⁸⁾나 유가증권보고서의 허위표시 등이 될 수 있는 경우를 제외하고는 즉시 유가증권신고서나 유가증권보고서에 관련한 허위표시 등의 책임을 지지 않는다」고 개정된 공시지침에서 밝히고 있다(개정공시 가이드라인5-16-4).³⁹⁾

이 경우 참조 대상 서류의 정보는 참조 방식의 유가증권신고서의 참조 서류와 달리 기본적으로 유가증권신고서의 일부를 구성하지 않는다.⁴⁰⁾ 또 투자자가 참고자료의 정보를 쉽게 확인할 수 있도록 참고자료의 문서명, 참고자료의 페이지 등을 명시하여 특정하는 것이 바람직하다.⁴¹⁾

38) 일본 금융상품거래법의 유가증권신고서(有価証券届出書)를 말하며, 우리나라 자본시장법상 증권신고서에 해당한다.

39) 企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)5-16-4 「開示府令第二号様式記載上の注意(30-2)に規定する「サステナビリティに関する考え方及び取組」又は同様式記載上の注意(54) i に規定する「コーポレート・ガバナンスの概要」を記載するに当たっては、同様式記載上の注意(30-2) a から c まで又は同様式記載上の注意(54) i に規定する事項を有価証券届出書に記載した上で、当該記載事項を補完する詳細な情報について、提出会社が公表した他の書類を参照する旨の記載を行うことができる。また、参照先の書類に虚偽の表示又は誤解を生ずるような表示があっても、当該書類に明らかに重要な虚偽の表示又は誤解を生ずるような表示があることを知りながら参照していた場合等当該書類を参照する旨を記載したこと自体が有価証券届出書の虚偽記載等になり得る場合を除き、直ちに有価証券届出書に係る虚偽記載等の責任を負うものではないことに留意する」.

40) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.281참조.

41) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.281참조.

③ 과거 또는 장래공표예정 서류의 참조

유가증권보고서에 기재된 내용을 보완하는 자세한 정보는 전년도 정보가 기재된 서류나 향후 발표 예정인 임의 공시 서류를 참조하는 것도 고려할 수 있다. 다만, 향후 공시 예정 서류를 참조할 때에는 투자자들이 이해하기 쉽도록 공시 예정 시기, 공시 방법, 기재 예정 내용 등을 함께 기재하는 것이 바람직하다.⁴²⁾

④ 웹사이트 참조

참조 대상 서류의 요건(공표 방법)에 대해서는 공람 기간 동안 투자자가 무료로 쉽게 열람할 수 있는 것이 바람직하다고 생각되며,⁴³⁾ 예를 들어 웹사이트를 참조하는 경우에는 갱신될 가능성이 있는 경우 그 취지 및 예정시기를 증권신고서 등에 기재한 후, 갱신한 경우에는 갱신된 부분 및 갱신일자를 웹사이트에 명시한다. 유가증권보고서 등의 공람기간 동안 지속적으로 열람할 수 있도록 하는 등 투자자에게 오해를 불러일으키지 않는 조치를 취하는 것이 바람직하다.⁴⁴⁾

URL 또는 참조한 곳의 정보가 수정된 경우 유가증권보고서 등의 정정 여부는 개별 사안별로 실정에 맞게 판단해야 할 사항이며, 반드시 정정신고서 등의 제출을 요구하는 것은 아니다. 다만, 해당 정보는 유가증권보고서 등에 기재된 내용을 보완하는 정보이므로, 예를 들어, 참조한 곳의 정보가 수정되어 이에 따라 유가증권보고서 등의 필수 기재사항에 변경이 있는 경우에는 정정보고서를 제출해야 한다. 참조한 곳의 URL이 다음 연도 유가증권보고서 제출 전까지 변경된 경우에는 정정보고서 등을 제출하는 것이 바람직하다.⁴⁵⁾

3) 다양성을 포함한 인적자본에 관한 공시

(1) 배경

일본에서는 인적자본, 다양성에 관한 공시에 대해서 지금까지 2021년 6월 기업지배구조 코드(이하, 'CG코드'라 함) 재개정⁴⁶⁾에 의하여 경영전략에 관련한 인적자본에 대한 투자나 다양

42) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.238참조.

43) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.278참조.

44) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメント의概要及비코멘트に対する金融廳의考え方(2023年1月31日)No.257-No.261참조.

45) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメント의概要及비코멘트に対する金融廳의考え方(2023年1月31日)No.263-No.266참조.

46) 2021년 6월에 기업지배구조코드의 개정은 이사회의 감독기능강화나 투명성 확보 및 중장기적인 기업가치향상을 위한 지속가능성 과제에 대한 적극적이고 능동적인 대처와 그 공시와 관련하여 기업의 진화를 촉진하고 있다. 또 2022년에는 CG코드개정에 따라 기업가치를 높이는 경영전략을 수립하고 실행하는 체계나 글로벌 경쟁 속에

성 확보를 위한 방침과 그 실시상황의 공시 도입이 이루어졌다.

그 이외에 여성의 직업생활에 있어서 활약추진에 관한 법률(이하, ‘여성활약추진법’이라 함)에 따른 일반사업주 행동계획 등에 관한 성령(省令) 또는 간병휴직 등 유가 또는 가족간병을 행하는 노동자의 복지에 관한 법률(이하, ‘육아·간병휴직법’이라 함)에 따라 남녀 임금차이 또는 남성 육아휴직 취득률 등의 여성 활약에 관한 정보공시를 의무화하고 있다. 또 인적자본에 관한 정보는 많은 국제적 지속가능성 공시의 프레임워크에서 공시항목으로 되어 있으며 ISSB에 있어서 기후관련에 계속되는 기준개발의 주제 후보로도 나열되고 있다.

DWG보고에서는 일본에 있어서도 투자자의 투자판단에 필요한 정보를 제공하는 관점에서 인적자본이나 다양성에 관한 정보에 대해서 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」란에는 전술한 <표1>에 더해 인적자본(인적 다양성 포함)에 관한 전략과 지표 및 목표를 기재하도록 되어 있다. 관련 전략 및 지표 및 목표에 대해 기재하도록 되어 있으며 구체적인 기재 내용은 <표 2>와 같다. 또 개정된 공시부령은 여성 관리자 비율, 남성 육아휴직 취득률, 남녀 간 임금격차에 대하여 중장기적인 기업가치 판단에 필요한 항목으로서 유가증권보고서의 「종업원 현황」 새롭게 기재하도록 요구하고 있다.

<표2> 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」란에 기재해야할 인적자본에 관한 사항⁴⁷⁾

항목	기재내용
전략	인재의 다양성 확보를 포함한 인재 육성에 관한 정책 및 사내 환경 정비에 관한 정책(예: 인재 채용 및 유지, 직원의 안전 및 보건에 관한 정책 등)
지표 및 목표	「전략」에 기재된 정책 관련 지표의 내용 및 해당 지표를 활용한 목표 및 실적

(2) 개정내용

① 지속가능성기재란에 있어서 공시

인재의 다양성 확보를 포함한 인재 육성에 관한 정책 및 사내 환경 정비에 관한 정책(예: 인재 채용 및 유지, 직원의 안전 및 보건에 관한 정책 등)방침을 지속가능성기재란의 「전략」에

서 성장을 목표로 하는 기업지배구조의 검토결과를 바탕으로 「기업지배구조시스템에 관한 실무지침(이하, ‘CGS 가이드라인’이라 함)」의 개정이 이루어진 것 외에 인적자본을 비롯한 비재무정보에 관련한 구체적인 대응이나 공시를 실천하기 위한 각종지침·가이드라인이 공표되었으며 기업지배구조개혁을 강화하기 위한 정보의 정리도 진전되었다. 伊藤邦雄·茂木美樹·吉田陽祐·山田慶子·藤田大介, “改訂コーポレートガバナンス・コード適用後のガバナンス対応の進展と今後の課題 : ガバナンスサーベイ二〇二二の結果をもとに”, 「商事法務」第2321号, (2023, 商事法務研究会)4頁.

47) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案の公表について (<https://www.businesslawyers.jp/articles/1250>)(2023.4.16.방문).

기재하고, 「전략」에 기재된 정책 관련 지표의 내용 및 해당 지표를 활용한 목표 및 실적에 대해서는 지속가능성기재란의 「지표 및 목표」에 기재한다. 본 항목에 대해서는 전술한 바와 같이 지속가능성기재란에 있어서 「전략」과 「지표 및 목표」에 대해서는 각 기업이 중요성을 판단하여 공시하는 것으로 되어 있지만 기업 활동에 있어서 인적자본의 중요성에 비추어볼 때 원칙적으로 모든 기업에게 공시를 요구하고 있다.

② 「종업원 현황」에 있어서 공시

본 개정에서는 제출회사나 그 연결자회사가 여성활약촉진법 및 육아·간병휴직법에 근거하여 여성관리직 비율, 남성의 육아휴직취득율 및 남녀간 임금차이를 공표하는 경우에는 공표하는 이러한 지표에 대해서 유가증권보고서의 「종업원 현황」에 기재를 요구하도록 하였다. 「종업원 현황」란에는 여성활약촉진법 등에 따라 다음 3가지 지표에 대한 공시가 새롭게 요구되고 있다. 여성활약촉진법 등의 규정에 따라 공표하지 않은 경우에는 기재할 필요가 없다. ① 제출회사 및 그 연결자회사 각각에서 관리직에 종사하는 여성 근로자의 비율, ② 제출회사 및 그 연결자회사 각각의 남성 근로자의 육아휴직 취득률, ③ 제출회사 및 그 연결자회사 각각에서 근로자의 남녀 임금 차이

여성활약촉진법 등에 따라 여성관리직 비율 등의 지표를 공시하는 기업에 대해서는 유가증권보고서 등에도 동 지표의 기재가 의무화되어 있다. 따라서 종업원이 300명 이하인 경우에도 여성활약촉진법 등에 따른 공표의무(노력의무규정에 따른 공표는 포함되지 않음)이 있는 경우에는 여성 관리자 비율 등의 공시가 필요하다.⁴⁸⁾

유가증권보고서제출회사는 여성활약촉진법 등에 의해 여성 관리직비율 등의 공표를 행해야하는 연결자회사 전부에 관한 여성 관리직 비율 등의 공시가 요구되지만, 유가증권보고서의 「종업원 현황」란에는 기업의 판단에 의해 주요 연결자회사만이 관련한 여성 관리직비율 등을 기재하고 그 이외의 연결자회사에 관련한 여성 관리직비율 등은 「그 밖의 참고정보」로 기재하는 것도 가능하다. 또 여성 관리자 비율 등의 계산 방법 및 정의에 대해서는 기업 부담 및 정보 이용자에게 통일된 정보 제공의 관점에서 여성활약촉진법 등의 규정을 따르도록 하고 있다.⁴⁹⁾

(3) 공시에 있어서 유의점

여성 관리직비율 등의 정량적인 지표의 공시에 있어서는 투자자가 적절하게 지표를 이해하는 것이 중요하기 때문에 각 기업에 있어서는 투자자의 이해를 용이하게 하도록 임의의 추가적인

48) 「企業内容等の開示に關する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に對するパブリックコメントの概要及びコメントに對する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.36-No.38참조.

49) 「企業内容等の開示に關する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に對するパブリックコメントの概要及びコメントに對する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.39참조.

정보⁵⁰⁾를 기재하는 것이 가능하다. 또 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」의 기재란에 기재해야 할 사항을 유가증권보고서나 다른 부분에 기재한 경우에는 그 취지를 기재함으로써 해당 다른 부분에 있어서 기재한 사항의 기재를 생략할 수 있다는 것을 명확히 하였다. 예를 들면, 「종업원의 상황」에 기재한 여성 관리직비율, 남성의 육아휴직취득율 및 남녀간 임금격차를 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」 중 「지표 및 목표」에서 언급된 인적자본에 대한 「해당 지표를 이용한 목표 및 실적」으로 사용하는 경우, 그 취지를 기재함으로써 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」에 대한 기재는 생략할 수 있게 된다(개정공시 가이드라인5-16-5).

(4) 바람직한 공시를 위한 노력

여성관리자 비율 등에 대해서는 DWG 보고에서 제안한 바와 같이 투자자의 투자 판단에 도움이 되는 연결 기준의 공시를 위해 노력해야 한다는 의견이 있는 반면, 여성활약촉진법 등에서는 개별 기업의 수치를 요구하고 있기 때문에 개별 기업의 데이터도 유용하다는 의견도 있다. 또한, 연결 기준의 공시를 요구하는 것에 대해서는 해외 자회사가 있는 경우의 기업 부담과 정보의 유용성 측면도 고려해야 할 필요가 있다.⁵¹⁾

이러한 점을 감안하여 본 개정에서는 여성관리자 비율 등에 대해서는 '연결기준'으로 공시하도록 의무화되어 있지 않다. 하지만 DWG 보고에서 언급하고 있고, 투자자의 투자판단에 있어서 유용한 연결기준으로 공시하도록 노력해야 한다. 따라서 연결기준으로 공시하는 경우, 예를 들어 유가증권보고서의 다른 기재사항(경영방침 등)과 마찬가지로 연결재무제표규칙 제2조 5호에 규정된 '연결회사' 기준으로 공시하는 것 외에, 기업에서 투자자에게 유용한 정보를 제공하는 관점에서 제출회사 그룹 중 더 적절한 범위를 공시대상으로 할 수도 있다. 또 기업에서 독자적인 범위를 공시대상으로 하는 경우에는 해당 그룹의 범위를 명시하는 것이 중요하다.⁵²⁾

3. 기업지배구조에 관한 공시

1) 이사회, 지명위원회·보수위원회 등의 활동상황

(1) 배경

지명위원회·보수위원회를 설치하는 기업은 매년 증가하고 있고, 2021년6월 CG코드재개

50) 임의의 추가 정보(여성활약촉진법의 규정에 의한 공표에서 제출회사 또는 그 연결자회사가 임의로 실시하는 추가 정보 공표의 내용을 포함)를 추가할 수 있음을 유의한다(개정공시 가이드라인5-16-3).

51) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.13-No.17참조.

52) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.43-No.50참조.

정⁵³⁾도 있어서 이사회, 지명위원회·보수위원회 등의 기능발휘의 상황에 대한 투자자의 관심이 높아지고 있다. 그러한 이사회 활동상황 공시에 대해서 외국에서는 법정서류에서 상세하게 공시하고 있으며 일본에서는 기업지배구조보고서나 임의공시서류에 있어서도 일정한 진전이 있었다. 이러한 상황을 바탕으로 DWG 보고에서는 이사회 등의 활동상황의 ‘기재란’을 유가증권 보고서에 마련하여 「개최빈도」, 「주된 검토 내용」, 「개별 구성원들의 출석상황」을 기재하도록 되어 있다.

(2) 개정내용

개정공시부령은 유가증권보고서의 「기업지배구조 개요」에서 다음과 같은 정보를 새롭게 기재하도록 요구하고 있다.

당해 사업연도 제출회사의

(가) 이사회

(나) 지명위원회 등 설치 회사의 지명위원회, 보상위원회

(다) 기업지배구조와 관련하여 제출회사가 임의로 설치하는 위원회 기타 이에 준하는 것
(나)에 해당하는 것 이외의 것은 기재 생략 가능)의 활동 상황(개최 빈도, 구체적인 검토 내용, 개별 이사 또는 위원의 참석 현황 등)

구체적으로 ‘기업지배구조와 관련하여 제출회사가 임의로 설치하는 위원회 기타 이에 준하는 것’의 활동 현황을 기재해야 하지만, ‘지명위원회 등 설치회사의 지명위원회 또는 보수위원회에 준하는 임의적 위원회’ 이외에는 기재 생략이 가능하도록 하였다. 다만, 기업마다 다양할 수 있고 개별적으로 판단할 필요가 있다고 생각되지만, 그 활동상황을 기재해야 하는 ‘지명위원회 등 설치회사의 지명위원회 또는 보수위원회에 해당하는 임의적 위원회’ 이외에는, 예를 들어, 경영회의나 지속가능경영위원회에 대해서도 기업에 따라서는 여기에 포함될 수 있을 것이다.⁵⁴⁾ ‘구체적인 검토 내용’으로 이사회 등에서의 모든 안전을 반드시 기재할 필요는 없으며, 증권신고서 이용자인 투자자가 이해하기 쉽도록 요약하여 기재할 수도 있다.⁵⁵⁾

53) 改訂コーポレートガバナンス・コードの公表、日本取引所グループ、2021年6月11日
(<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20210611-01.html>) (2023.4.15.방문).

54) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.289참조.

55) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.298참조.

2) 감사의 신뢰성 확보에 관한 공시

(1) 배경

도쿄증권거래소 「CG코드」 보충원칙 4-13③에서는 '이사회 및 감사위원회의 기능 발휘를 위해 내부감사부서가 이들에 대해서도 적절하게 직접 보고할 수 있는 체계를 구축하는 등'이라는 문구가 추가되었다. 즉, 내부 감사 부문의 듀얼 리포팅 라인이 명시된 것이다.

원래 일본 기업에서는 내부감사부서 설치의 역사적 배경에서 내부감사부서는 사장 직속 집행부 조직으로 인식되어 지배구조 상 내부감사부서의 권한과 책임이 매우 제한적이었다. 그러나 최근 기업 비리가 잇따르면서 내부감사의 기능 부실에 대한 문제점이 부각되었고, 이번 코드 개정에서도 듀얼 리포팅 라인의 구축이 명문화되었다.

(2) 개정내용

본 개정에서는 유가증권보고서의 「감사 현황」란에 있어서 '내부 감사의 실효성을 확보하기 위한 노력(내부 감사 부서가 대표이사뿐만 아니라 이사회 및 감사 및 감사위원회에도 직접 보고하는 구조의 유무(듀얼 리포팅 여부 등)를 포함)'에 대해 구체적이고 알기 쉽게 기재할 것." 이라고 규정되어 있다.

이번 개정으로 추가되는 '내부감사의 실효성 확보를 위한 노력'은 이중보고의 유무 등에 국한되지 않고, 지적된 '전문성 및 독립성 확보를 위한 구조' 등에 대해서도 기업의 노력 상황에 따라 기재하는 등 기업에 있어서 대처상황에 따른 공시를 할 수 있을 것으로 보인다.⁵⁶⁾

3) 정책보유주식 등에 관한 공시

(1) 배경

정책보유주식(보유목적이 순투자 이외의 상장주식)의 공시에 대해서는 투자자가 보는 좋은 사례와 실제 공시와의 괴리가 크다는 지적이 있다. 또 정책보유주식의 존재자체가 일본기업 지배구조상의 문제라는 지적도 있는 바, 투자자와 기업과의 사이에서 정책보유주식 보유의 정당성에 대해서 건설적으로 논의하기 위한 정보제공이 필요하다. DWG 보고에서는 정책보유주식의 발행회사와 업무제휴 등을 하고 있는 경우의 설명에 대하여 유가증권보고서의 공시항목으로 해야 한다고 제안하였다.

56) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.317참조.

(2) 개정내용

본 개정에서는 정책보유주식의 보유목적은 업무제휴 등으로 설정한 경우 그 배경, 제휴내용 등에 대해 투자자와 기업의 대화에 도움이 되는 구체적인 공시를 요구하고 있다. 이러한 취지를 감안하여 보유목적과 관련하여 '영업상의 거래' 또는 '업무제휴'와 같은 정형화된 기재에 그치지 않고, 금번 개정에 따른 기재사항도 활용하여 투자자와 기업의 대화에 도움이 되는 구체적인 공시내용이 될 수 있도록 각 기업에서 적절히 검토해 줄 것으로 기대하고 있다.⁵⁷⁾

'주식보유현황'란에는 정책보유주식의 '보유 목적이 제출회사와 해당 주식의 발행인과의 영업상 거래, 업무상 제휴 기타 이와 유사한 사항을 목적으로 하는 경우 해당 사항의 개요'를 새롭게 기재하도록 하고 있다.

4. 소결

2022년 12월27일 금융심의회는 DWG보고를 공표하였다. DWG보고에서는 지속가능성 공시에 대해서 최종적으로 모든 유가증권보고서 제출회사가 필요한 지속가능성정보를 공시하는 목표를 제시하고 있다. 또 지속가능성기준위원회(SSBJ)가 국내에서 지속가능성 공시기준을 개발하고 이것을 당국이 고시지정을 하는 형태로 기준 정보를 진행하는 방침을 제시하였다.

앞서 살펴본 일본에서의 지속가능성 공시 관련 개정은 지금까지 진전되어 온 기업의 정보 공시 자세를 토대로 하여 투자자들이 중시하는 중장기적 기업가치 제고와 관련된 비재무적 정보 공개를 제도적으로도 활성화하고, 기업과 국내외의 투자자와의 의사소통을 강화하는 것이다.⁵⁸⁾ 또한, 기업의 정보공개와 투자자들과의 대화에 대한 노력이 형식적인 것에 그치지 않고 실질적이어야 한다.⁵⁹⁾ 현재 일본에서 기업의 기후변동, 인적자본 투자 등 지속가능성 공시는 통합보고서 등의 임의 공시가 주류를 이루어 있었으나 금융심의회 DWG 보고에서 유가증권보고서(법정서류)에 '지속가능성 공시 기재란'을 신설할 것을 제안하였으며 향후 일본의 지속가능성 기준위원회(SSBJ)에서 검토한 구체적인 공시 내용을 유가증권보고서의 「지속가능성에 관한 사고방식과 활동」에 반영하는 것을 검토하고 있다. ISSB의 기후 관련 공시에 대해서는 올해 상반기 중 최종 결정이 내려질 예정이다. 이후 ISSB는 기후변화 문제 이외의 생물다양성-생태계, 인적자본, 인권 등의 주제를 다루며 공시기준을 검토하는 방향이다. 이와 같이 법정 공시의 움직임은 2025년 이후에도 계속될 것이지만, 임의적 공시에 대해서는 법정 공시를 선

57) 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融廳の考え方(2023年1月31日)No.318-No.326참조.

58) 上利悟史·河西和佳子·森岡聖貴, 앞의 논문, 13頁

59) 上利悟史·河西和佳子·森岡聖貴, 앞의 논문, 13頁

접하는 형태로 진행될 가능성도 있기 때문에 각 기업들은 법제화를 기다리지 않고 투자자에게 유익한 정보의 효율적인 공개를 위해 선제적으로 노력해야 할 것이 요구되고 있다.

기업의 지속가능성과 사회·환경의 지속가능성을 동기화시키는 지속가능성 경영을 실천하고 있는 일본 기업의 대부분도 도입당초에는 재무와 비재무의 요소를 분리하고 통합적인 경영을 실현할 수 없었지만 경영의 대한 의지와 정보 공시를 통한 정보통합이 지속가능경영을 심화시키는 원동력으로 작용하고 있다고 보고 있다.⁶⁰⁾ 한편 지속가능성공시의 국제적 통합화·수렴화를 계기로 가령 과도한 공시부담이 생긴다면 본래 지속가능성 경영 심화 자체에 투자해야할 시간을 충분히 확보하지 못하는 상황을 초래할 수 있다.⁶¹⁾ 글로벌기준에서 필요최소한의 규정으로 지속가능경영의 실천의 공시, 그리고 이를 계기로 한 투자자와의 대화와 참여 촉진을 통해 지속가능한 기업가치 창출을 실현하는 것이 과제가 되고 있다.

III. 금융심의회 DWG보고에 있어서 분기별 공시의 재검토

1. 분기별 공시제도 재검토

2022년 6월 DWG보고에서는 분기별 공시에 대해서 비용삭감이나 공시의 효율화관점에서 금융상품거래법의 분기공시의무(제1·제3분기)를 폐지하고 거래소규칙에 근거한 분기결산단언에 ‘일체화’하는 방향성을 제시하였다. 지속가능성 정보와 관련해서도 지속가능성기준위원회(SSBJ)⁶²⁾와 그 개발기준을 금융상품거래법령에 지속가능성정보와 관련하여 지속가능성기준위원회(SSBJ)와 그 개발기준을 금융상품거래법령에 위치시키고, 증권신고서에서의 지속가능성 정보증권신고서의 지속가능성 정보 공시와 관련하여 일본에서 통일적으로 적용할 수 있는 공시 기준을 도입할 수 있을 것으로 보인다. 지속가능성 정보 보증에 대한 고려해야 할 사항도 제시되었다. DWG보고는 지속가능성정보의 신뢰성확보를 위해 장래적으로 해당정보에 대한 제3자에 의한 보증을 요구할 것으로 보여진다. 이 보증을 담당하는 자에 대해서 DWG보고는 지속가능성 정보와 재무정보와의 결합성을 확보하는 관점에서 재무제표감사의 업무를 행하고 있는 공인회계사, 감사법인이 담당할 수 있을 것으로 보고 있다. 한편 유럽과 미국에서는 보증업무

60) 加賀谷 哲之, “サステナビリティ開示の擴充とその影響”, 「資本市場」第450号, (2023, 資本市場研究會)13頁.

61) 加賀谷 哲之, 앞의 논문, 13頁.

62) 2022년 7월 FASG(재무보고기준재단)내에 지속가능성기준 제정기구인 SSBJ(일본지속가능성기준위원회)를 설립 하였으며, ISSB의 기준 제정논의에 대응하며, 일본 지속가능성 공시기준을 개발하고 있다. 금융위원회 보도자료, “유관기관 합동으로 ESG 공시기준을 마련해나가겠습니다-지속가능성기준위원회(KSSB)구성-운영-”, 2022.12.15., 8면.

제공자에 대해서 법정감사의 감사법인에는 한정하지 않는 것도 검토되고 있다고 가정하고 보증을 담당하는 자를 널리 확보하는 것도 중요하다는 생각을 병기하고 있다.⁶³⁾ 2023년 정기국회에 분기별 공시 재검토 관련 법안을 제출할 것으로 예상된다.

2. 분기별공시 재검토의 방향

분기공시가 기업이나 투자자의 행동이 단기주의화되거나 기업에 부담이 되고 있다며 이를 검토해야 한다는 논의가 꾸준히 제기되어 왔으며, 2018년에는 금융청의 DWG에서 본격적인 논의가 이루어졌다. 해외 투자자들이 일본이 기업의 정보공개에 소극적이라고 생각하여 주가에 악영향을 미칠 것을 우려하고 있으며, 분기 공시를 폐지해도 그런 리스크가 있는 것은 변함없을 것으로 보고 있다. 분기별 공시가 기업의 단기 지향성에 영향을 미치는 측면이 있다고 하더라도, 이를 폐지한다고 해서 기업의 경영 태도가 장기적 관점에 기반한 것으로 바뀌지는 않을 것이며, ESG 투자 확대 등 금융시장의 힘을 통해 전 세계 기업들은 이미 중장기적 사회적 과제에 대응하기 위해 로 경영 태도를 이미 바꾸고 있다. 일본 정부는 이러한 이해관계자들에 의한 기업지배구조를 통해 기업 경영을 변화시키는 흐름을 존중하는 것이 바람직하며, 정부의 지나친 개입은 자제해야 하는 시각도 존재한다.⁶⁴⁾

<표3> DWG보고에 있어서 분기별 공시의 재검토에 관한 개요

분기별결산보고서의 의무화	<ul style="list-style-type: none"> - 당분간은 <u>분기결산단신을 일률적으로 의무화할 것으로 보인다.</u> - 적시공시 충실의 달성 상황과 공시를 둘러싼 기업의 인식 변화, 증권신고서 공시 시기 상황 등을 고려하여 분기결산단신의 임의화에 대해 폭넓은 관점에서 지속적으로 검토할 수 있을 것으로 보임
적시공시의 충실	<ul style="list-style-type: none"> - 기업의 적극적인 적시공시 촉진을 위해 적시공시 규정의 재검토(세칙주의에서 원칙주의에서 원칙주의로의 재검토, 포괄조항의 경미한 기준의 재검토)에 대하여 거래소에서 지속적으로 검토할 수 있음 - 향후 <u>중요 적시공시사항에 대해 임시보고서 제출을 요구하는 방안을 검토할 수 있다.</u>
공시내용	<p>투자자의 요구가 특히 강한 사항(<u>부문별 정보, 현금 흐름 정보 등</u>)에 대해 분기결산단신의 공시 내용을 추가하는 방향으로 거래소에서 구체적으로 검토를 진행할 수 있을 것으로 보인다.</p>

63) “サステナビリティ開示における保証の担い手”、「商事法務」第2316号, (2023, 商事法務研究會)58頁.

64) 木内 登英, “四半期開示の見直しは必要か”, (<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2022/fis/kiuchi/0203>) (2023.4.15.방문).

<p>감사인에 의한 검토</p>	<p>분기결산단신에 대한 <u>감사인의 검토를 일률적으로 의무화하지 않을 수 있다</u>(다만, 기업이 임의로 검토를 받는 것을 방해하지 않기로 하고, 투자자에 대한 정보제공의 관점에서 검토여부를 분기별 결산보고서에서 공시할 수 있을 것으로 보인다.</p>
<p>허위기재에 대한 처벌</p>	<p>- 거래소에서 보다 적절한 집행이 이루어질 수 있을 것으로 보인다. - 법령상 집행과 관련하여, <u>분기결산단신에 대해서도 허위 기재에 대해 민형사상의 책임이나 과징금 등을 부과하는 것은 현재로서는 불필요하다고 판단된다.</u></p>
<p>분기보고서 중간감사</p>	<p>- 2분기 보고서를 금융상품거래법상 반기보고서로 제출한다. - 상기 반기보고서에 대해서는 현행 2분기 보고서와 동일한 수준의 기재내용과 감사인의 검토를 요구하고, 제출기한을 결산 후 45일 이내로 할 수 있을 것으로 보인다.</p>

분기 공시 재검토에 대해서는 앞으로 국회 심의를 거쳐 금융상품거래법을 포함한 법령 개정이 이뤄지기 때문에 분기보고서 폐지는 2024년 이후가 될 것으로 예상된다. 지속가능성 정보 공개에 대해서는 DWG 보고서(안)과 함께 '일본의 지속가능성 공시 로드맵(안)'⁶⁵⁾이 제시되었다. 로드맵에 따라 지속가능성 정보 공개 기준 개발, 법정 공시에의 편입, 보증 방식에 대한 논의 등이 진행될 것으로 예상된다.

IV. 우리법에의 시사점

65) 我が国におけるサステナビリティ開示のロードマップ (2022年12月公表) (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221227/02.pdf)(2023.4.14.방문).