

자본시장법 제178조 제1항 제2호와 죄형법정주의

노수환*

【목 차】

I. 들어가며	1. 일본의 논의
II. 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 입법연혁	2. 미국의 논의
1. 구 증권거래법	IV. 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 해석
2. 시사점	1. 해석의 기본방향
III. 일본과 미국을 중심으로 한 비교법적 검토	2. 개별 요건의 해석
	V. 맺으며

【국 문 요 약】

자본시장에서 나타나는 불공정거래행위를 억지하고자 자본시장법은 ‘중요사항의 거짓 기재 또는 누락’이라고 하는 매우 추상적 개념을 활용하여 제178조 제1항 제2호를 두고 있다. 하지만 그 위반시 자본시장법 벌칙규정 중 가장 무거운 형벌이 뒤따르기 때문에 죄형법정주의의 관점에서 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 요건에 대한 엄격한 해석이 요청된다. 이러한 추상적 개념으로 인하여 자본시장법 위반죄에 대한 처벌이 검사의 기소 여부에 좌우되어서는 안된다.

자본시장법 제178조 제1항 제2호 위반죄의 성립 여부와 관련하여, ‘중요사항’에 해당하는지 여부는 그 성립 여부를 결정짓는 핵심적인 구성요건임에도 불구하고, 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 추상적 개념에 대한 구체화 시도를 하지 않는다면 결국 ‘중요사항의 거짓기재 또는 누

* 성균관대학교 법학전문대학원 교수

락을 하지 않았음'을 피고인이 입증해야 하는 결과에 이르러 형사소송법상 증명책임의 분배원리에도 정면으로 저촉될 것이다.

이와 같은 이유에서 이 글은 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 각 구성요건요소에 대한 구체화를 시도해보았다. 그 핵심적인 사항만을 다시 언급한다.

자본시장법 제178조 제1항 제2호의 보호법익은 기본적으로 '개별 투자자의 보호 및 자본시장의 신뢰'이다. 따라서 개별 요건 역시 이와 같은 보호법익과의 관련성 하에 이해되어야 한다.

우선, 거짓의 기재 또는 누락이 있어야 한다. 이 조항은 공시와 관련된 사항에 대해서 적용되며, 거짓인지, 다시 말해 객관적 진실에 반하는지 여부는 특히 관련 법령에 규정된 일정한 문서의 기재사항의 내용, 그 기재를 요구하는 취지를 살펴 판단되어야 한다.

다음으로, '중요사항'에 대한 거짓의 기재 또는 누락이 있어야 한다. 중요사항은 의결권 있는 발행주식 총수의 5%를 상회하는가 여부의 양적 기준(qualitative test)에 비추어 1차적으로 중요성 여부를 판단할 수 있으나 확정적인 것은 아니다. 어떤 것이 '중요사항'인가 하는 것은 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 보호법익인 '시장의 기능' 등을 왜곡시키는 정도의 행위인가라고 하는 관점에서 평가되어야 하는 것으로, 단순한 양적 기준만으로 획일적으로 결정되기는 어려운 것이기 때문이다. 따라서 양적 기준을 충족하지 못하는 사항이라고 하더라도 '손실을 이득으로 바꾸거나 이득을 손실로 바꾸는 것인지, 경영의 핵심적 요소에 대한 것인지, 규제조건의 충족 여부에 대한 것인지, 대출약정이나 기타 계약조건 준수에 영향을 미치는 것인지, 경영자 보상에 대한 것인지' 등의 특별한 사정이 있는지, 그러한 특별한 사정이 시장의 기능 등을 왜곡시키는 정도인지라고 하는 충분한 평가를 거쳐 중요성을 판단해야 할 것이다. 그렇다면 유상증자와 관련하여 신주 내지 전환사채 인수인의 취득자금 조성경위는 일부 사실과 다른 기재가 있다고 하더라도 시장의 효율성 등 기능의 왜곡을 가져온다고 보기 어렵기 때문에 '중요사항'의 거짓기재 또는 누락이라고 볼 수는 없다.

또한 금융투자상품의 매매 등과 관련성을 가져야 하는데, 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 규제목적과 결부시켜 보면, 금융투자상품 시장

에서 일어나는 모든 기업의 행위가 아니라 금융투자상품의 가격설정이라고 하는 시장의 본질적 기능을 왜곡시키는 행위여야 한다.

마지막으로, 주관적 요건으로서의 고의가 필요하다. 미국 법원의 해석 태도를 참고하면, 고의의 인정을 위해서는 행위자의 ‘동기나 기회’와 관련하여 거짓 기재 또는 누락이 어떤 구체적 이익으로 직접 연결된다는 간접사실 내지 정황사실에 대한 증거가 필요하다.

I. 들어가며

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(2024. 1. 19. 시행, 이하 ‘자본시장법’이라고 한다) 제178조 제1항 제2호는 ‘누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함), 그 밖의 거래와 관련하여 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위를 하여서는 아니된다’고 규정하고 있다.¹⁾ 실무상 ‘사기적’ 부정거래라고도 불리며,²⁾ 이를 위반한 경우 민사손해배상(법 제179조), 과징금부과(법 제429조의2 제1항 제4호), 형사처벌(법 제443조 제1항 제8호)의 대상이 된다. 위 조항은 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제 8635호로 폐지되기 이전의 것) 제188조의4 제4항 제2호의 골격을 거의 그대로 가져온 것인데 명확성 원칙 위반여부 등에 대한 논란이 지속되고 있는 상황이다.³⁾ 그 주된 이유는 자본시장법 제178조 제1항 제2호가 그

1) 자본시장법상 자본시장에 대한 규제는, 법 제3편 제3장에 규정된 제159조 등의 공시규제와 법 제4편에 규정된 불공정거래규제 2가지로 나뉜다. 이 글에서 살펴보려는 자본시장법 제178조 제1항 제2호는 후자에 속한다.

2) 대법원 2011. 7. 28. 선고 2008도5399 판결; 대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결 등 참조. 다만, 엄밀히 말해 이는 자본시장법 제178조 제1항 제2호에 대응하는 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호뿐만 아니라 자본시장법 제178조 제2항에 대응되는 구 증권거래법 제188조의4 제4항 ‘제1호’(고의로 허위의 시세, 사실, 기타 풍설을 유포하거나 위계를 사용하는 행위)도 함께 포괄하여 지칭하던 용어였다.

3) 신상훈, “자본시장법 제178조 ‘부정거래행위’의 유형화와 형벌의 적용범위-한계기업의 자금 조달행위를 중심으로-”, 안암법학 제53호, 2017, 222쪽.

위반시 제재의 수준도 매우 무거운데도 불구하고 그 규정은 “중요사항에 관하여 거짓의 기재”와 같은 모호한 표현을 쓰고 있기 때문이다.⁴⁾ 물론 자본시장에 있어서의 불공정거래행위는 다종다양하여 이를 규제하기 위한 추상적·포괄적 규정의 도입 자체는 불가피한 측면이 있기 때문에,⁵⁾ 위 규정이 죄형법정주의에 저촉되므로 폐지되어야 한다는 입법론으로 나아가기보다는 이에 대한 정밀한 해석기준 마련이 필요하다고 할 것이다.⁶⁾

자본시장법 제178조 제1항 제2호의 핵심은 정보의 ‘중요성’이라고 할 것인데, 이에 대하여 과거 대법원은 자본시장법 제178조 제1항 제2호 중 “중요사항”에 대하여 “해당 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정 증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항”이라고 판시해왔다.⁷⁾ 하지만 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미친다는 것을 어떤 기준에서 파악할 것인지 등에 있어 불명확성이 크기 때문에, 위 판시가 개별 사건의 해결에 있어서 적용될 수 있을 만큼 구체화되었다고 보기 어렵다. 이처럼 위 판시가 들고 있는 추상적 법리만으로 구체적 사안의 해결이 어렵다는 점은 다음의 하급심 사안을 살펴보다도 쉽게 알 수 있다. 한 하급심 사건에서, 검사는 ‘A회사가 신주 내지 전환사채 발행을 함에 있어 인수인의 취득자금 조성경위와 관련하여 일부 금액을 차용금임에도 자기자금으로 적은 것’ 등을 자본시장법 제178조 제1항 제2호

4) 위반행위에 따른 이익 등의 2배에 상당하는 금액 이하의 과징금 부과대상이 되는 한편(자본시장법 제429조의2 제1항 제4호), 1년 이상의 유기징역 또는 위반행위로 인한 이익액 등의 3배 이상 5배 이하의 벌금에 처하며(자본시장법 제443조 제1항 제8호), 이익액 등이 5억원 이상인 경우 가중처벌의 대상이 된다(자본시장법 제443조 제2항). 그리고 위 벌칙규정은 자본시장법 중 가장 법정형이 무겁다.

5) 김건식·정순섭, 자본시장법(제2판), 두성사, 2009, 375쪽; 안수현, “불공정거래행위 규제법제의 새로운 전개 - 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(안)의 불공정거래행위 규제를 중심으로 -”, BFL 제22호, 2007, 58쪽.

6) 같은 취지로, 구길모, “자본시장법상 ‘포괄적 사기금지규정’의 명확성 원칙상 문제점”, 안암법학 제45호, 2014, 24쪽; 박임출, “자본시장법 제178조의 ‘부정거래’에 관한 연구-대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결을 중심으로-”, 증권법연구 제14권 제2호, 2013, 2쪽, 16쪽.

7) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결; 대법원 2016. 8. 29. 선고 2016도6297 판결 등.

위반으로 기소하였다. 하지만 위 사건에서 제1심 법원은 제2심 법원과 완전히 상반된, 잘못된 결론을 내리고 있다.⁸⁾ 위 사안에서 이처럼 1심 법원과 2심 법원의 결론이 상반된 것은 기존의 대법원 판시만으로는 정보의 ‘중요성’과 같은 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 요건에 대한 해석한계 등이 분명하게 도출되기 어려웠던 측면도 있기 때문이라고 생각한다. 학계에서도 종래 불공정거래규제 중 가장 일반적·포괄적 성격을 지닌다고 평가받는 자본시장법 제178조 제1항 ‘제1호’⁹⁾에 대한 해석론이 전개되었을 뿐,¹⁰⁾ 법 제178조 제1항 ‘제2호’에 대한 논의는 자세히 이루어지지 못했던 것으로 보인다.

이에 이 글은 자본시장법 제178조 제1항 제2호에 규정된 ‘중요사항에 관한 거짓의 기재 또는 누락’에 대한 해석기준을 마련하는 것을 목적으로 삼는다. 다만 자본시장법상 법률 문언 자체의 추상성·불확정성 때문에 그 문자적 의미에 집중하기 보다는, 입법연혁을 토대로 입법자의 의사등을 가늠해보고, 또 위 규정의 비교법적 근거가 되었다고 평가받는 미국 연방증권거래법(Securities Exchange Act) 내지 일본 금융상품거래법(金融商品取引法)과 관련한 논의를 바탕으로 해석론상 시사점을 얻는 작업이 필수적이라고 생각된다. 이를 위하여 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 입법연혁을 살펴보고(아래 II.항), 미국과 일본의 논의를 정리한

- 8) 제1심 법원(서울남부지방법원 2018. 10. 26. 선고 2016고합596 등 판결)은 위 행위가 중요사항의 거짓 기재에 해당한다고 보았으나, 제2심 법원(서울고등법원 2019. 8. 22. 선고 2018노3161 판결)은 원심을 파기하고 위 행위가 중요사항의 거짓 기재에 해당하지 않는다고 보았다. 이후 검사의 상고에 따라 위 사건은 현재 대법원에 계류 중인 것으로 확인된다. 필자는 이 사건의 1심 법원 판결을 읽으면서 아직까지도 검사가 공소장 모두사실, 범행동기 등의 기재에 예단을 불러 일으키는 문구를 적고 법원이 만연히 이를 수용하는 것을 알고 깊은 절망감을 느끼지 않을 수 없었다. 공소장일본주의에 반하는 기재이고 실제로 증명되었다고 보기도 어렵기 때문인데 과거에는 국가보안법위반죄의 경우가 특히 그러하였다.
- 9) 자본시장법 제178조(부정거래행위 등의 금지) ① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위
- 10) 구길모, 앞의 논문; 서완석, “자본시장법상 부정거래의 해석 및 적용”, 가천법학 제6권 제3호, 2013; 최중열, “자본시장법상 부정거래행위 금지규정의 적용 확대에 대한 비판론과 적용기준 제안 -미연방대법원 Lorenzo v. SEC 판결(2019)과 국내 판결례 또는 집행사례를 중심으로-”, 인권과정의 제495호, 2021 등.

후 시사점을 도출하며(아래 III.항), ‘중요사항의 거짓 기재 또는 누락’에 관한 해석론을 전개한 다음(아래 IV.항), 맺는다.

II. 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 입법연혁

1. 구 증권거래법

가. 1997년 개정 증권거래법

구 증권거래법(1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정되기 전의 것) 제105조 제4항은 ‘누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 취득’하는 것을 금지하고 이를 위반시 형사처벌의 대상¹¹⁾으로 하였다. 위 조항은 ‘재산상 이익 취득’이라고 하는 구체적 결과를 요구하는 결과범으로 규정되어 있다는 점에 그 특징이 있었는데, 1997년 법개정을 통해 조문의 위치 등을 옮기면서 동시에 불공정거래 처벌강화 등을 위하여 구체적 결과를 요구하지 않는 형태로 변경되었다. 즉, 구 증권거래법(1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정된 것) 제188조의4 제4항 제2호는 ‘누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위를 하지 못한다’고 규정한 것이다.¹²⁾ 그에 따라 범죄의 객관적 성립요건인 ‘구성요건적 결과’ 및 ‘인과관계’는 더 이상 요구되지 않는 것으로 되었다.¹³⁾ 아울러 위 규정에 관한 법정형이 대폭 상향조정되었다.¹⁴⁾

11) 구 증권거래법(1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정되기 전의 것) 제208조 제3호, 제105조에 의하면, 3년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금에 처하였다.

12) 구 증권거래법(1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정된 것) 제188조의4 (시세조종등 불공정거래의 금지) ④누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다. 2. 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위.

13) 대법원 2006. 4. 14. 선고 2003도6759 판결; 대법원 2015. 1. 15. 선고 2014도9691 판결.

위 규정의 입법취지와 관련하여, 1997년 증권거래법 개정 당시 입법자료상으로는 ‘불공정거래 처벌강화’라고 하는 점만 발견할 수 있는데,¹⁵⁾ 대법원은 “증권거래에 관한 사기적 부정거래가 다수인에게 영향을 미치고 증권시장 전체를 불건전하게 할 수 있기 때문에 증권거래에 참가하는 개개의 투자자의 이익을 보호함과 함께 투자자 일반의 증권시장에 대한 신뢰를 보호하여 증권시장이 국민경제의 발전에 기여할 수 있도록” 한다는 것¹⁶⁾이라고 보았다.

나. 구 증권거래법상 “중요한 사항”의 의미

구 증권거래법이 시행되던 당시에도 같은 법 제188조의4 제4항 제2호에 규정된 “중요한 사항”에 대한 별도의 정의규정이 없어 그 정확한 의미에 대해 논란이 있었다. 이와 관련하여 대법원은 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호의 “중요한 사항”을, 미공개정보 이용행위를 규율하는 동법 제188조의2에서 정한 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”와 연결시키는 방법을 취했다. 즉, 대법원은 “위 조항의 ‘중요한 사항’이란 미공개정보 이용행위 금지 조항인 구 증권거래법 제188조의2 제2항에서 정한 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’와 궤를 같이 하는 것으로서 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자 판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다고 할 것이다.”라고 판시한 것이다.¹⁷⁾

이와 같은 대법원의 태도가 일응 효과적일 수 있었던 것은 구 증권거래법 제188조의2가 취하고 있는 미공개정보와 관련한 규율방식에 있었

14) 종래 3년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금에 처하던 것을, ‘10년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금(단, 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액이하의 벌금)’에 처하는 것(구 증권거래법 제207조의2 제1항 제2호)으로 한 것이다.

15) 제15대 국회, 재정경제위원회, 증권거래법 개정안 심사보고서, 1996.12., 56쪽.

16) 대법원 2001. 1. 19. 선고 2000도4444 판결; 대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결; 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결.

17) 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결; 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결; 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결.

다고 보인다. 왜냐하면 동법 제188조의2 제1항은 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”라고 하는 개념을 설정하고, 같은 조 제2항 제1호 내지 제13호 및 구 증권거래법 시행령 제83조 제3항¹⁸⁾을 통해 이에 해당하는 구체적 정보내역을 열거하고 있었기 때문이다.¹⁹⁾

-
- 18) 구 증권거래법 시행령 제83조 제3항 법 제186조제1항제13호에서 “대통령령이 정하는 사실이 발생한 때”라 함은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 때를 말한다. 1. 최대주주, 주요주주 또는 계열회사의 변동이 있을 때, 2. 최대주주, 최대주주의 특수관계인, 주요주주 또는 계열회사와 금융위원회가 정하는 중요한 거래를 한 때, 3. 신물질 또는 신기술에 관한 특허권을 취득한 때, 4. 자기자본의 100분의 10[최근 사업연도말 자산총액이 2조원 이상인 증권상장법인 또는 코스닥상장법인(이하 이 조에서 “대규모법인”이라 한다)의 경우에는 100분의 5]또는 1,000억원이상의 신규시설투자, 시설증설 또는 별도공장의 신설에 관한 이사회 결의가 있을 때, 5. 최근사업연도 매출액의 100분의 10(대규모법인의 경우에는 100분의 5) 또는 1,000억원이상에 해당하는 제품에 대한 수거·파기등을 실시하기로 결정한 때, 6. 삭제 <2008. 1. 18.> 자기자본의 100분의 10(대규모법인의 경우에는 100분의 5) 또는 1,000억원이상의 특별손실 또는 특별이익이 발생한 때, 7. 현금배당에 관한 결정이 있을 때. 이 경우 당해 신고는 다음 각목에 의한 시가배당물에 의하여야 하며 액면배당물은 이를 표시하지 아니한다. 가. 시가배당물은 당해 배당과 관련된 주주총회 소집을 위한 주주명부폐쇄일 2영업일(거래소의 매매거래일을 기준으로 한다) 전부터 과거 1주일간 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 형성된 최종시세가격의 산술평균가격에 대한 주당배당금의 비율을 백분율로 산정할 것, 나. 주당배당금은 보통주 1주당 배당금을 기준으로 하되, 주식의 종류별로 배당금이 다른 경우에는 각각 구분하여 신고할 것, 8. 법 제186조제1항제1호 내지 제12호와 제1호 내지 제7호외에 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 금융위원회가 정하는 사실이 발생한 때
- 19) 구 증권거래법 제188조의2 ① 상장법인 또는 코스닥상장법인은 다음 각호의 1에 해당하는 경우에는 그 사실 또는 이사회 결의내용을 대통령령이 정하는 바에 따라 지체없이 금융위원회와 거래소에 신고하여야 한다. 1. 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 거래가 정지 또는 금지된 때, 2. 영업활동의 일부 또는 전부가 정지된 때, 3. 법률의 규정에 의한 법인의 정리절차개시의 신청이 있거나 사실상 정리를 개시한 때, 4. 사업목적의 변경에 관한 결의가 있을 때, 5. 재해로 인하여 막대한 손해를 입은 때, 6. 상장유가증권 또는 코스닥상장유가증권에 관하여 중대한 영향을 미칠 소송이 제기된 때, 7. 「상법」 제374조·제522조·제527조의2·제527조의3 및 제530조의2에서 규정한 사실이 발생한 때, 8. 법률에 의한 해산사유가 발생한 때, 9. 증자, 감자 또는 주식(외국주식을 포함한다)의 소각에 관한 이사회 결의가 있을 때, 10. 특별한 사유에 의하여 조업을 중단하거나 조업을 계속할 수 없는 때, 11. 거래은행에서 당해 법인의 관리를 개시한 때, 12. 자기주식(자기의 국주식을 포함한다)의 취득 또는 처분에 관한 이사회 결의 또는 대표이사 기타 대통령령이 정하는 자의 결정이 있을 때, 13. 제1호 내지 제12호외에 법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항으로서 대통령령이 정하는 사실이 발생한 때.
- ② 제1항에서 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”라 함은 제186조제1항 각호의 1

2. 시사점

구 증권거래법의 개요를 보았을 때 현행 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 해석과 관련한 유의미한 시사점으로 2가지를 들 수 있다.

첫째, 자본시장법 체제로 변환되면서 구 증권거래법과 비교할 때 형사 처벌의 강도가 대폭 강화되었다는 점이다. 법정형 중 징역형 부분만 보더라도, 앞서 보듯이 구 증권거래법은 1997년 개정 당시 ‘10년 이하의 징역’에 처하는 것으로 한 반면, 현행 자본시장법은 ‘1년 이상의 징역’에 처하고 있다.²⁰⁾ 이와 같은 법정형의 상향조정에 따라, 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 요건 중 핵심을 이루는 “중요한 정보”에 대해서는 엄격한 해석의 필요성이 더욱 중요하게 된 상황이라 할 수 있다.²¹⁾

둘째, 구 증권거래법 당시에는 ‘중요한 정보’와 관련하여 미공개정보 이용행위에 규정된 중요사항과 관련한 자세한 내용들을 참고하는 해석론이 전개되었으나, 자본시장법상 미공개정보 이용행위에 관한 조문의 입법방식이 대폭 변경되면서 더 이상 미공개중요정보에 관한 자세한 내용이 입법되어 있지 않다는 점이다.²²⁾ 현행 자본시장법 제174조 제1항은 “상장법인 … 의 업무 등과 관련한 미공개중요정보” 내지 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”라고만 하고 있을 뿐이다.²³⁾ 이와 같은 입법방식의 변화는, 대법원이 구 증권거래법 제188조의 2에서 등장하는 ‘중요한 정보’에 관한 사항들을 한정·열거가 아니라 예시적 입법이라고 판시한 것과 궤를 같이 하는 것이라 보인다. 즉, 대법원은

에 해당하는 사실 등에 관한 정보중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 총리령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다.

20) 자본시장법 제443조 제1항 제8호, 제178조 제1항 제2호.

21) 이진국, “형법상 법정형중심적 해석에 관한 소고”, 동아법학 제54호, 2012, 293-324쪽은 구성요건을 해석함에 있어 법정형을 고려하여야 하고, 실제 실무도 이러한 법정형을 고려한 해석을 하고 있음을 논하고 있다.

22) 다만, 자본시장법상 공시규제에 관한 제161조, 같은 법 시행령 제171조에서 구 증권거래법상 미공개정보 이용에 관한 ‘중요한 사항’에 대한 규정과 유사한 규정을 두고 있기는 하다.

23) 현행 자본시장법 제174조는 미공개중요정보 이용행위가 금지되는 ‘주체’, 정보의 ‘공개방법’에 대한 상세한 규율만이 있을 뿐이다. 법 제174조 제1항 각호, 같은 법 시행령 제201조 등 참조.

구 증권거래법상 중요한 정보에 관한 규정은, 법령에 명시된 사실들만을 중요한 정보에 해당하는 것으로 제한하고자 하는 취지가 아니라 “중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보를 예시하기 위한 목적”이라고 한 것이다.²⁴⁾ 하지만 중요한 정보에 관하여 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”라고 하는 추상적인 기준만 설정되어 있기 때문에, 실제 법 적용에 있어서는 구 증권거래법상 규정된 내용 등을 참고하는 방법이 일부 필요하다고 생각된다.

Ⅲ. 일본과 미국을 중심으로 한 비교법적 검토

1. 일본의 논의

가. 일본 금융상품거래법 제157조의 개요

현행 자본시장법 제178조 제1항 제2호를 포함한 불공정거래규제' 규제를 위한 실질적 모티브를 제공한 것은 미국 연방증권거래법이지만, 그 구체적인 조문 형태는 일본 금융상품거래법 제157조 내지 제158조를 거의 그대로 받아들인 것이라고 할 수 있다.²⁵⁾ 그에 따라 우리 자본시장법 해석에 있어서는 일본의 금융상품거래법에 관한 논의를 참고할 필요성이 크다.²⁶⁾

일본 금융상품거래법 제157조는 부정거래금지에 관한 일반조항으로, 유가증권의 매매 등 거래에 있어 중요한 사항에 허위의 표시를 하거나

24) 대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결.

25) 우리 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제2호, 제3호는 일본 금융상품거래법 제157조 제1호, 제2호, 제3호의 영향을, 우리 자본시장법 제178조 제2항은 일본 금융상품거래법 제158조의 영향을 받았는데, 일본 금융상품거래법 제157조는 미국 연방증권거래법(SEA) §10(b)의 영향을 받아 입법된 것이고, 일본 금융상품거래법 제158조는 1893년(明治 26년) 법률 제5호로 제정된 <取引所法>이 1914년(大正 3년) 개정되면서 증권업자에 대한 규제로서 신설된 조항(제32조의4로 추가됨)에 기원을 두고 있으며, 미국 SEA §10(b)가 제정되기 이전에 이미 존재하던 조항이다. 자세한 것은 김태진, “자본시장법상 시장질서 교란행위-구성요건의 분석과 주요 위반사례의 검토-”, 경영법률 제29권 제3호, 2019, 28, 29쪽 참조

26) 같은 취지로, 정순섭, “불공정거래법제의 현황과 해석론적 과제”, BFL 제43권, 2010, 11쪽; 임재연, 자본시장법, 박영사, 2016, 983쪽.

그 기재를 누락하는 것을 금지하는 것을 주된 내용으로 한다. 그리고 위 규정은 미국 연방증권거래법 제10조 및 미국 연방증권거래규칙 제10b-5에 유래한다. 엄밀히 말하면, 일본 금융상품거래법의 전신인 쇼와23년(1948년) 증권거래법이 미국 연방증권거래법제의 영향을 받은 것이다.²⁷⁾

우리 자본시장법 제178조 제1항 제2호에 대응되는 조항인 일본 금융상품거래법 제157조 제2호에 의하면, 누구든지 유가증권 매매 기타 거래 내지 파생상품거래 등에 대해, 중요한 사항에 대하여 허위의 표시가 있거나, 오해를 일으킬 여지가 없도록 하기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시가 흠결된 문서 기타 표시를 사용하여 금전 기타 재산을 취득하는 행위를 하여서는 아니되고, 이를 위반한 경우 같은 법 제197조 제5호에 따라 10년 이하의 징역 또는 1천만엔 이하의 벌금에 처한다(병과도 가능).

일본 금융상품거래법 제157조 제2호는 “중요한 사항”에 대한 허위의 표시 내지 표시누락이라고만 규정하고 있는데, 조문의 추상성에도 불구하고 자본시장에서 벌어지는 일체의 사기적 행위를 억지한다는 차원에서 그 필요성 자체는 인정되고 있다. 자본시장에 있어 거래행위는 복잡하고 변화도 극심하여 입법 당시 입법자가 전혀 상정하지 못한 사기적 거래행위가 자주 등장하며, 이러한 거래행위들 전반을 미리 상세하게 열거하는 것은 매우 곤란하기 때문이다.²⁸⁾

나. 일본 금융상품거래법 제157조 제2호의 소극적 적용 현상

하지만 위 규정에 대해서는 규제범위가 너무 추상적이어서 실무상 운용이 어렵다는 점도 지적되어 왔다.²⁹⁾ 즉, 죄형법정주의의 관점에서 ‘중

27) 山下友信·神田秀樹, 金融商品取引法概説, 有斐閣, 2010, 284쪽; 현재 일본 금융상품거래법 제157조와 같은 내용의 규정이 원래는 제58조에 규정되어 있었으나平成4년(1992년) 법률개정에 의해 그 위치가 이동되어 현재의 제157조가 되었다.

28) 神田秀樹·黒沼悦郎·松尾直彦, 金融商品取引法コンメンタル: 不公正取引規制·課徴金·罰則第157条~第227条金融商品の販売等に関する法律, 商事法務, 2011, 6쪽; 神崎克郎·志谷匡史·川口恭弘, 証券取引法, 青林書院, 2006, 855쪽 이하; 近藤光男, “不公正な証券取引規制に関する一考察”, 河本一郎先生古稀祝賀『現代企業と有価証券の法理』, 有斐閣, 1994, 192쪽; 川村正幸, 金融商品取引法(第3版), 中央経済社, 2010, 541쪽.

29) 松尾直彦, “金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題(3)”, 商事法務 1825号, 2008, 24쪽; 山下友信·神田秀樹, 앞의 책, 284쪽; 神田秀樹·黒沼悦郎·松尾直彦, 앞의 책, 6쪽; 近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 金融商品取引法入門(第3版), 商事法務, 2013, 352쪽.

요한 사항'에 대한 허위표시나 그 누락은 매우 추상적이고 막연하기 때문에, 전통적인 형사법 이론에 있어 위 조항을 사용하여 형벌을 과하는 것은 매우 기대하기 어렵다는 것이다.³⁰⁾

나아가 위반시 법정형(10년 이하의 징역 또는 1천만엔 이하의 벌금)이 금융상품거래법 벌칙규정 중 가장 무겁다는 점 또한 일본 금융상품거래법 제157조 제2호가 좀처럼 활용되지 못하는 이유 중 하나로 거론된다.³¹⁾ 일본의 실무 역시 일본 금융상품거래법 제157조 제2호가 아니라, 요건을 보다 자세히 정한 같은 법 제158조³²⁾ 등을 활용하는 경향이 있다고 한다.³³⁾

다. 시사점 검토

일본 금융상품거래법 제157조 제2호는 '재산상 이익취득'의 결과를 요구하고 있다는 점, 법정형이 10년 이하의 징역형에 처하는 점 등의 차이가 있는 것 외에, 우리의 자본시장법 제178조 제1항 제2호와 매우 닮아 있다. 그런데 일본의 경우 '중요한 사항의 허위기재 내지 표시누락'과 관련한 법문의 추상성, 그리고 법정형이 일본 금융상품거래법상 벌칙규정

30) 神田秀樹·黒沼悦郎·松尾直彦, 앞의 책, 12쪽; 近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 앞의 책, 352쪽.

31) 神田秀樹·黒沼悦郎·松尾直彦, 앞의 책, 12쪽; 近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 앞의 책, 352쪽; 앞서 보듯이 우리 자본시장법 제178조 제1항 제2호 위반시 법정형(1년 '이상' 징역 등)에 비하면 훨씬 그 제재의 수준이 약함에도 불구하고, 일본 금융상품거래법 제157조 제2호 위반시 제재가 중하다는 점 때문에 그 적용이 소극적으로 이루어진다고 하는 지적은 시사하는 바가 크다고 보여진다.

32) “누구든지, 유가증권의 모집, 매출 내지 매매 기타 거래 또는 파생상품의 거래 등을 위해, 또는 유가증권등(유가증권 내지 옵션 또는 파생상품 거래에 관련된 금융상품(유가증권을 제외한다) 또는 금융지표를 말한다. 제168조 제1항, 제173조 제1항 및 제197조 제2항 제1호에 있어 같다)의 상장의 변동을 피할 목적으로, 풍설을 유포하거나, 위계를 사용하거나 폭행 또는 협박을 사용해서는 아니된다.”; 위 규정은 우리 자본시장법 제178조 제2항(“누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계(偽計)의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니 된다.”)과 매우 유사하다. 다만 전자의 경우 위반시 10년 이하의 징역 또는 1천만엔 이하의 벌금(병과가능)에 처하는 반면(일본 금융상품거래법 제197조 제5호), 후자의 경우 위반시 1년 이상의 유기징역 또는 그 이익액 등의 3배 이상 5배 이하의 벌금에 처한다(자본시장법 제443조 제1항 제9호).

33) 山下友信·神田秀樹, 앞의 책, 283쪽 참조.

중 가장 높다는 이유 등에서, 학설은 물론 실무가 거의 일치하여 위 규정의 적용에 매우 소극적이라고 하는 점은 우리의 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 적용범위를 최대한 제한할 수 있는 ‘엄격한’ 해석이 필요하다는 관점에서 참고할 사항이라고 생각된다.

2. 미국의 논의

가. 논의의 필요성

미국 연방증권거래법 및 같은 규칙은 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 입법에 실질적 모티브를 제공한 것이기 때문에, 우리 자본시장법상 ‘중요사항의 거짓 기재 또는 누락’의 해석에 있어서 참고할 필요성이 있다.

다만, 미국의 연방증권거래법 및 같은 규칙의 실제 적용은 대부분 민사손해배상의 청구와 관련하여 이루어져 왔고, 이 때문에 일부 논문에서는 이와 같이 ‘민사’적으로 운용되는 미국의 연방증권거래법에 관한 논의가 우리 자본시장법의 해석·적용에 큰 도움이 되지 않는다는 회의적 입장을 표하기도 한다.³⁴⁾ 그러나 민사사건을 중심으로 운용되었다고 하더라도 관련 규정의 추상성·불명확성을 제거하고자 그 구체화를 시도해 온 미국의 학계·실무의 논의는 우리 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 해석에 있어서도 참고는 될 수 있다고 보인다.

나. 미국 연방증권거래법상 규제의 개요

미국은 1929년 대공황을 계기로 증권시장이 붕괴되자 이에 대처하기 위해 연방증권법(Securities Act of 1933, SA), 연방증권거래법(Securities Exchange Act of 1934, SEA) 등을 제정하였다. 이중 우리 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 모태가 된 규정은 미국 연방증권거래법상 포괄적 사기금지조항인 같은 법 §10(b)³⁵⁾ 및 같은 규칙 10b-5이다.

34) 최승재, “자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구”, 금융법연구 제6권 제2호, 한국금융법학회, 2009, 22쪽; 서완석, 앞의 논문, 338쪽.

35) “누구든지 직접 또는 간접으로 주간통상의 방법이나 수단, 우편 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 다음에 열거하는 행위를 하는 것은 위법이다. (중략) (b) [시세조종적이거나 기망적인 수단] 미국 연방증권거래위원회가 공익이나 투자자 보호를 위하여 필요하거나 적절한 것으로서 정하는 규칙과 규정을 위반하여 전국증권거래소의 등록증권, 비등록증권 또는 증권을 기초로 하는 스왑계약의 매수 또는 매도에 관하여 시세조종적이거나

미국 연방증권거래법은 ‘기망적인 수단 또는 책략을 이용’하는 등의 사기적 방법이 위법하다고 할 뿐 구체적인 행위태양을 규정하지 않았는데, 그 위임을 받아 제정된 연방증권거래규칙 10b-5(이하 ‘Rule 10b-5’라고 한다)가 이를 자세히 규정하고 있다. Rule 10b-5 (b)는 “누구든지 증권 의 매수 또는 매도와 관련하여, 직접 또는 간접으로 주간 통상 (interstate commerce)의 방법이나 수단, 우편 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다. (중략) (b) 중요한 사실에 관하여 허위표시를 하거나, 표시가 행하여진 당시의 상황에 비추어 오해를 방지하기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시를 누락하는 것”이라고 규정하고 있다.³⁶⁾ 위 규정은 상장주식뿐만 아니라 장외거래주식에 대해서도 적용되며³⁷⁾ 위 규정에 위반한 경우, (증권집단소송 등에 의한) 손해배상청구, 매매의 취소 및 원상회복과 같은 민사적 제재가 활용되는 경우가 대부분인 한편, 연방증권거래위원회에 의한 행정조치(금지 명령) 및 형사제재도 이루어질 수 있다. 특히 형사제재에 있어 의도적으로 그리고 알면서(willfully and knowingly) 위반한 경우 미국 연방증권거래법 §32(a)에 따라 ‘20년 이하의 징역 또는 500만 달러 이하의 벌금형(법인인 경우 2,500만 달러 이하의 벌금형)’에 처한다.

다. Rule 10b-5의 기본적 취지 : 시장의 효율성 보호

대륙법계에서 보호법익이 그 벌칙에 규정된 각 개념에 대한 해석·이해에 주도적 역할을 한다는 것과 유사하게, 미국 법원도 Rule 10b-5의 기본적인 취지가 무엇인지를 위 조항의 해석·적용에 있어 지침으로 삼아왔다. 당초 증권거래규제의 기본적인 목표는 투자자 보호에 있었다.³⁸⁾ 하

기망적인 수단 또는 책략을 이용하는 것.” 번역문은 임재연, 미국증권법, 박영사, 2009, 302쪽.

36) 번역문은 임재연, 앞의 책, 310쪽.

37) 김병기, “증권거래법 제188조의4에 관한 연구”, 기업법연구 제9집, 2002, 542쪽; 표성수, “자본시장법상 부정거래의 해석 및 적용”, 가천법학 제6권 제3호, 2013, 334쪽.

38) Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 390 (1983); Victor Brudney, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws, 93 HARV. L. REV., 1979, p.336; Alan B. Levenson, The Role of the SEC as a Consumer Protection Agency, 27 BUS. LAW., 1971, pp.61-62.

지만 시간이 흐르면서 증권시장 거래규제의 초점은 개별 투자자 보호에서 ‘시장’보호로 옮겨갔다.³⁹⁾ 그 기본적인 이유는 증권시장 거래규제 등 법적 규제의 이론적 배경으로 재무이론(financial theory)이 결합되었기 때문으로,⁴⁰⁾ Rule 10b-5 역시 기본적으로 시장의 효율성을 촉진시키는 것에 주된 목적을 가지고 있는 것이라고 이해하게 되었다.⁴¹⁾

한편, Rule 10b-5는 기본적으로 사기금지를 위한 조항(antifraud rule)이라고 설명된다.⁴²⁾ 대법관 루이스 포웰(Lewis Powell)은 “Rule 10b-5가 포괄적 규정(cath-all provision)이기는 하나, 이것이 규율하는 것은 사기”라고 하였고,⁴³⁾ 이러한 문구는 다른 다수의 연방대법원 판례에서 인용되었다.⁴⁴⁾

라. 시장의 효율성 보호에 따른 Rule 10b-5의 요건 해석

Rule 10b-5의 요건은 (i) ‘허위기재 혹은 누락’이 있을 것, (ii) 시장 내지 투자자에 있어 ‘중요한 사항’에 관한 것일 것, (iii) 중요한 사항의 허위기재 혹은 누락이 증권거래와의 ‘관련성’을 가질 것이다. 위에서 보듯이 Rule 10b-5는 포괄적 사기금지 조항으로, ‘사기’라고 하는 것이 기본적으로 매우 넓은 범위를 포괄하는 개념임에도 불구하고 미국 연방대법원은 Rule 10b-5의 기본취지를 시장 효율성의 도모에서 찾음에 따라 그 적용범위를 상당히 좁혀왔다.⁴⁵⁾

39) Michael P. Dooley, Enforcement of Insider Trading Restrictions, 66 VA. L.REV., 1980, p.66.

40) James J. Park, Rule 10b-5 and the Rise of the Unjust Enrichment Principle, Duke Law Journal, 2010, p.352.

41) Steven L. Schwarcz, Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, U. ILL. L. REV., 2002, p.10.

42) David S. Ruder, Civil Liability Under Rule 10b-5: Judicial Revision of Legislative Intent?, 57 NW. U. L. REV., 1963, p.665; Steve Thel, The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act, 42 STAN. L. REV., 1990, p.409; 다만 내부자 거래의 경우 이를 사기금지조항으로 이해하기 어려운 측면이 있어 Rule 10b-5의 기본 취지에 관한 논란이 촉발되고 있기도 하다. 내부자거래는 시장에 해악을 미치는 행위라기 보다, 내부정보를 통해 타인으로부터 이익을 착취하는 행위이기 때문이다. 이에 관해서는, James J. Park, 앞의 논문, pp.348-349.

43) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 233 (1980).

44) Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 666(1983) (Rule 10b-5에 해당하는 행위는 ‘사기’라고 판시함) 등.

우선, (i) 허위 기재 혹은 누락이 있어야 한다는 요건과 관련하여, 관련 행위는 회사가 행하는 모든 잘못된 행위가 아니라 공시(disclosure)와 관련된 행위일 것이 요구된다. 과거 미국내에서는 기업이 기업결합을 추진함에 있어 소수주주들에게 불이익한 조건을 삽입함으로써 신인의무(fiduciary duty)를 위반한 것이 문제된 사건에서, 하급심 법원은 Rule 10b-5의 위반을 인정했으나 연방대법원은 선량한 관리자의 주의의무 위반만으로는 ‘허위 기재 누락’ 등이 없다는 이유에서 Rule 10b-5의 위반을 인정하지 않았다.⁴⁶⁾

다음으로, (ii) 시장 내지 투자자에게 ‘중요한 사항’에 관한 허위 기재 혹은 누락이 있어야 한다. 여기서 ‘중요성’의 의미가 문제되는데, 당초 미국 연방제2항소법원(이하 ‘제2항소법원’이라고 한다)은 당해 정보가 사실로 확정될 가능성(probability)과 그 정보가 공개될 경우 주가에 영향을 미칠 중대성이 있다면 중요한 정보라고 보았다.⁴⁷⁾ 반면 미국 연방대법원은, 제2항소법원의 태도는 중요성에 대한 기준을 불필요하게 낮추어 주주들을 정보의 홍수에 몰아넣는 결과를 초래한다고 하면서, 합리적 투자자가 투자판단에 있어 그 정보를 중요하다고 여길만한 ‘실질적 개연성(substantially likelihood)’⁴⁸⁾이 있어야 중요한 정보라고 보았다.⁴⁹⁾ 그리고 미국 연방대법원은 이러한 ‘실질적 개연성’의 구체적 판단에 있어 ‘정보의 전체 맥락(total mix of information)’의 관점을 강조했다. 즉, 관련 사항이 “합리적인 투자자의 관점에서 이용가능한 정보의 전체 맥락이 현저하게(significantly) 변경된 것으로 간주되는 것”이라면 중요한 정보라고 한 것이다.⁵⁰⁾ 결국, 기업이 사소한(trivial) 요소에 관해서는 허위표시

45) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988); James J. Park, 앞의 논문, p.358 참조.

46) Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 476 (1977).

47) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

48) 국내 문헌들은 이를 현저한 개연성(성회활), 상당한 개연성(진상법), 실질적 개연성(임재연) 등으로 번역하고 있는데, 번역상 표현의 차이일 뿐 의미상 실질적인 차이는 없으므로 보인다. 판례는 ‘상당한 개연성’이라는 표현을 사용한다(대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결 등).

49) TSC Industires, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

50) TSC Industires, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976); Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231-32 (1988).

등을 하더라도 이러한 행위가 모두 Rule 10b-5의 규제대상이 되는 것은 아니다. Rule 10b-5가 적용되려면 그러한 허위표시나 기재누락이 시장의 효율적 작동을 저해하는 행위일 것이 요구된다.

마지막으로, 위 (iii) 중요한 사항의 허위기재 혹은 누락이 증권거래와의 ‘관련성’을 가져야 한다는 요건에 대해서는, 증권거래에 있어 일어나는 모든 위법행위가 아니라 증권의 가격설정을 위한 시장의 기능을 방해하는 행위일 것이 요구된다.⁵¹⁾ 중요한 사항의 허위기재나 누락은 구매 또는 판매와 관련하여(in relation to sales and purchase) 처리된 증권에 대해서만 의미가 있으며, 중요한 사항이 일반인의 증권 구매 또는 판매에 상당한 영향을 끼칠 때에만 의미를 갖는다.⁵²⁾

마. 부당이득금지원리(unjust enrichment principle)

1) 개념

그런데 거래상대방이나 투자자들이 접근할 수 없는 정보에 접근할 수 있는 자가 하는 증권의 매수나 매도, 또는 내부자가 회사에 관한 미공개 중요정보에 의하여 공개시장에서 거래되는 주식을 매수·매도하는 것을 말하는 ‘내부자 거래’의 경우, Rule 10b-5의 취지를 포괄적 사기금지조항으로서 시장의 효율성 도모에서 찾는 전통적 이론과는 접점을 찾기가 어려운 문제가 발생했다. 증권시장에서 일어나는 사기적 부정거래와 달리, 내부자 거래의 경우 정확히 누구에게 해악을 가하는지 알기 어려웠기 때문이다.⁵³⁾ 또한 내부자 거래가 발생함에 따라 일반 투자자들이 해당 주식이 가치 있는 것이라고 믿게 되더라도, 그러한 거래는 통상 공개주식시장의 가격에 상당한 영향을 미칠 정도의 규모가 아니라는 점도 지적되었다.⁵⁴⁾ 그에 따라 Rule 10b-5의 기본 취지에 대하여 연방대법원의 워렌 버거(Warren Burger) 대법관은 “타인의 손실로서 자신의 이득을

51) Barbara Black, The Second Circuit’s Approach to the “In Connection With” Requirement of Rule 10b-5, 53 BROOK. L. REV., 1988, p.539.

52) Chadbourne & Parke LLP v. Troice et al., Nos. 12-79, 12-86, 12-88, slip op. (U.S. Feb. 26, 2014)

53) Dennis W. Carlton & Daniel R. Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 STAN. L. REV., 1983, p.868.

54) James D. Cox, 앞의 논문, p.635.

취했다”라는 점을 강조했다.⁵⁵⁾ 이 판결이 있는 후 학계에서는 내부자 거래 금지규정은 ‘부당이득금지원리’에 기초하는 것이라고 하는 평가가 이어졌다.⁵⁶⁾ 이후 연방대법원은 1997년 O’Hagan 사건⁵⁷⁾을 기점으로 Rule 10b-5의 이론적 기초로서 ‘부당이득금지원리’를 명시하고 있다.

2) 부당이득금지원리에 따른 Rule 10b-5의 규제범위 확대

부당이득금지원리가 강조됨에 따라, Rule 10b-5의 규제 범위 역시 종래에 비해 일부 확장되는 결과가 나타났다. 그 대표적인 예시가 바로 Rule 10b-5의 요건 중에서도 핵심이 되는 정보의 ‘중요성’에 대한 판단 기준의 변화이다. 앞서 보듯이 중요성이란 기본적으로 그 관련 사항이 “합리적인 투자자의 관점에서 이용가능한 정보의 전체맥락이 현저하게 변경된 것으로 간주되는 것”을 말한다. 미국 내에서는 당초 위 규정을 ‘시장 효율성’의 관점에서 이해했기 때문에 그 판단기준으로서도 양적 심사(quantitative test)가 주를 이루었다.⁵⁸⁾ 즉, 1999년 이전에는 허위기재 내지 누락에 관한 사실이 해당 기업의 순수익의 5%를 초과하는 경우라면 중요한 정보라고 본 것이다.⁵⁹⁾ 그 결과 순수익 기준 5% 이하의 허위기재 등에 있어서는 시장의 정확한 증권가격설정 기능을 왜곡시키지 않기 때문에 규제대상이 되지 않았다.

그런데 미국 연방증권거래위원회의 1999. 12. Staff Accounting Bulletin No. 99.(이하 ‘SAB No.99.’라고 한다)⁶⁰⁾는 종전의 양적 심사가 아니라 질적 심사(qualitative test)를 강조했다. 그에 따라 순수익 5% 이하의 허위기재 등이라고 할지라도 ‘특별한 사정’이 있는 경우라면 중요한 정보에 해당할 수 있다고 하였다. 나아가 SAB No.99.는 순수익 기준 5%를 초과하는지 여부를 밝히는 것은 중요한 정보인지를 밝히는 초기

55) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 224 (1980).

56) James J. Park, 앞의 논문, p.367 참조.

57) *United States v. O’Hagan*, 521 U.S. 642, 656 (1997).

58) James J. Park, 앞의 논문, p.378.

59) COMM. ON CAPITAL MKTS. REGULATION, INTERIM REPORT OF THE COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION 128 (2006)

60) 이는 미국 연방증권거래위원회(SEC)가 발간하는 미국 연방증권거래법 및 같은 규칙에 관한 유권해석이다.

단계로서 기능할 뿐, 그것이 핵심이 될 수는 없다고 하였다. 앞서 보듯이 연방대법원은 중요성에 대하여 합리적인 투자자의 관점에서 이용가능한 정보의 전체맥락이 현저하게 변경된 것이라고 판시하는데, SAB No.99. 역시 ‘전체맥락’에는 당연하게도 수치적·양적 요소뿐만 아니라 질적 요소도 포함되는 것이라고 본 것이다.

SAB No.99.에 의하면 ‘특별한 사정’의 예시로는, ㉠ 정확한 측정이 가능한 항목인지, ㉡ 수입의 변동을 가리기 위한 것인지, ㉢ 기업에 대한 합리적 기대를 충족시키지 못한다는 점을 숨기려는 것인지, ㉣ 손실을 이득으로 바꾸거나 이득을 손실로 바꾸는 것인지, ㉤ 경영의 핵심적 요소에 대한 것인지, ㉥ 규제조건의 충족여부에 대한 것인지, ㉦ 대출약정이나 기타 계약조건 준수에 영향을 미치는 것인지, ㉧ 경영자 보상에 대한 것인지, ㉨ 불법적 거래의 은폐목적을 위한 것인지가 있다.⁶¹⁾ 이처럼 SAB No.99.가 질적 심사를 강조한 것의 주된 이유로는 Rule 10b-5의 이론적 기초로서 ‘부당이득금지원리’가 등장한 것과 결부되어 있다고 평가할 수 있다.⁶²⁾ 즉, 시장의 효율성에 대한 영향력은 적은 것이라고 하더라도, 특정 개인이 증권거래를 통해 부당이득을 얻는 것을 규제한다는 것이다.

3) 주관적 요건의 강조 : 규제범위의 제한 관점

Rule 10b-5의 이론적 기초로 부당이득금지원리가 강조됨에 따라 위에서 보듯이 ‘중요한 정보’에 관한 범위가 넓어질 수 있게 된 반면, Rule 10b-5의 주관적 요건으로서 “고의(Scienter)”⁶³⁾가 강조됨으로써 그 규제범위가 다시 제한되게 되었다.⁶⁴⁾ 즉, 전통적인 시장의 효율성의 관점에서는 개별 행위자가 어떠한 주관적 태도를 가지고 있는지에 관심을 기울이지 않으나, 부당이득금지원리의 관점에서는 이득을 수취하는 자의

61) SAB No.99. 45, 151.

62) James J. Park, 앞의 논문, p.379.

63) 이는 라틴어 시엔테르(sciënter)에서 유래한 것으로, ‘일부러, 고의로’라는 의미를 가진다. 미국내에서는 과실(negligent)에 대응되는 의미로 사용되고 있다. Scienter를 ‘고의’라고 옮긴 것으로는, 유진호, “미국 연방 증권거래법 Section 10(b)상의 사기 및 시세조정적 행위 금지 규정에 관한 연구”, 한국 법제연구원 최신외국법제정보, 2008, 34쪽.

64) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

주관적 태도가 중요하다고 본 것이다.⁶⁵⁾ 기업으로서는 셀 수 없는 문서의 표시 등을 하게 되는데, 기업의 실수마저도 일일이 Rule 10b-5의 규제대상으로 삼는다면 기업에게 현저한 비용부담을 야기시키고 결국 경영자체를 할 수 없게 만들 수 있다. 이에 고의 요건을 엄격히 요구함으로써 Rule 10b-5의 규제범위를 효과적으로 제한할 수 있게 된다.

미국 법원도 Rule 10b-5의 고의 인정에 관한 평가기준을 마련해왔다. 미국 법원은 Rule 10b-5상 미국 연방 민사소송법 Rule 9(b)⁶⁶⁾와 같은 명시적 규정은 없음에도 불구하고 당사자로 하여금 ‘사기’ 입증을 위한 주관적 요건을 강화된 소답(訴答)기준(heightened pleading standard)으로 진술해야 한다는 점을 요구하였다.⁶⁷⁾ 특히 제2항소법원은 고의 요건과 관련하여, 당사자가 “(a) 상대방이 사기적 행동을 범할 동기와 기회를 가지고 있었다는 사실, (b) 의식적 부정행위 또는 의식적 무모함에 대한 강력한 정황 증거를 구성하는 사실”로서 이를 입증할 수 있다고 판시하였다.⁶⁸⁾ 위 요건 중 특히 ‘사기적 행동을 범할 동기와 기회’가 있었다는 부분이 중요한데, 제2항소법원은 “허위기재 또는 누락 중 어느 하나 이상에 의해 실현될 수 있는 구체적인 이익(concrete benefits)”이 수반되어야 함을 요구하였다.⁶⁹⁾ 즉, 회사가 실적을 더 잘 내고 있는 것처럼 만들고자하는 것 내지 자기 자신의 포괄적인 개인적 이익을 추구한다는 것처럼 일반적 동기가 아니라, ‘구체적 이익’을 위한 명확한 동기를 요구한다는 것이다.⁷⁰⁾ 제2항소법원의 이러한 태도는 미국 증권소송개혁법

65) James J. Park, 앞의 논문, p.387.

66) 연방 민사소송법 Rule 9(b)에 의하면, ‘사기’를 주장하는 당사자는 사기를 구성하는 특정한 상황을 진술해야 하며, 악의, 의도, 지식 기타 사람의 주관적 상황이 일반적으로 주장될 수 있다고 규정하고, 이러한 소답기준을 충족하지 못할 경우 상대방의 신청에 의하여 소각하가 이루어질 가능성이 높아지게 된다.

67) Hillary A. Sale, Heightened Pleading and Discovery Stays: An Analysis of the Effect of the PSLRA’s Internal-Information Standard on ‘33 and ‘34 Act Claims, 76 WASH. U.L.Q., 1998, p.544 이하 참조.

68) Shields v. Citytrust Bancorp, Inc., 25 F.3d 1124, 1128 (2d Cir. 1994); Goldman v. Belden, 754 F.2d 1059, 1070 (2d Cir. 1984).

69) Shields v. Citytrust Bancorp, Inc., 25 F.3d 1124, 1130 (2d Cir. 1994); Ganino v. Citizens Utils. Co., 228 F.3d 154, 170 (2d Cir. 2000)

70) Kalnit v. Eichler, 264 F.3d 131, 139 (2d Cir. 2001); Chill v. Gen. Elec. Co., 101 F.3d 263,

(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)의 내용과도 결부되었다. 즉, 미국 증권소송개혁법은 증권사기소송의 남용을 억제하기 위해서 고의(scienter) 요건과 관련한 강화된 소답기준을 채택하였고, 당사자(원고)가 사기적 의도의 “강한 추정(strong inference)”의 요건을 증명하도록 하였다.⁷¹⁾ 그리고 법원은 이와 같은 “강한 추정”을 판단함에 있어 앞서 본 상대방(피고)이 사기적 행동을 범할 동기와 기회를 가지고 있었다는 사실이 있어야 한다고 보거나, “구체적 이익”이 수반된다는 사실이 있어야 한다고 본 것이다.⁷²⁾

4) 부당이득금지원리의 한계

Rule 10b-5의 이론적 기초로서 부당이득금지원리는 내부자 거래가 시장의 효율성과는 큰 관련성을 가지고 있지 않다는 점에서 등장한 것이기 때문에, 부당이득금지원리만을 일관하게 되면 Rule 10b-5를 오직 내부자 거래에만 국한시킬 우려가 생긴다. 그에 따라 미국의 통설은 부당이득금지원리에도 불구하고 Rule 10b-5의 제1차적 과제는 바로 사기를 억제하여 ‘시장이 효율적으로 기능하도록 하는 것’임을 강조한다.⁷³⁾ 또한 ‘사기’라고 하는 넓은 외연을 가진 개념에 의존하게 되면 Rule 10b-5의 적용범위가 지나치게 넓어진다는 고려하에, 미국 연방항소법원은 시장의 기능을 왜곡시키는 행위인지 여부를 살펴보는 것은 물론, 고의와 관련하여 “구체적 이익”이 수반되는 것인가라고 하는 부당이득금지원리에 터잡은 요건도 강조함으로써 그 적용범위를 적절하게 제한하고 있는 것이다. 물론 미국 연방항소법원이 고의와 관련하여 “구체적 이익”이 수반되는 것인가라고 하는 판단기준을 남소(濫訴) 억제책으로 삼는 것은 적절하지 않다고 하는 강학상 비판도 제기되고 있기도 하다.⁷⁴⁾

268 (2d Cir. 1996).

71) 15 U.S.C. § 78u-4(b)(2)

72) Phillips v. LCI Int'l, Inc., 190 F.3d 609, 621 (4th Cir. 1999); Oran v. Stafford, 226 F.3d 275, 290 (3d Cir. 2000).

73) Lynn A. Stout, Type I Error, Type II Error, and the Private Securities Litigation Reform Act, 38 ARIZ. L. REV., 1996, p.713 참조.

74) James J. Park, 앞의 논문, pp.396-397 참조; 하지만 미국의 Rule 10b-5는 대체로 사기적 증권거래에 의해 손해를 본 주주나 일반투자자가 기업을 대상으로 제기하는 민사소송(손

바. 시사점

위에서 보듯이 미국은 Rule 10b-5의 근본적인 규제목적이 무엇인지를 중심으로 요건을 구체화하고 그 적용범위를 제한하려는 노력을 해왔다. Rule 10b-5를 포괄적 사기금지조항으로 이해하여 요건을 분설하되, 개별 요건의 해석·구체화에 있어서는 시장 효율성의 측면에서 시장의 가격 설정 기능 등에 영향을 미치는 사항에 대해서만 ‘중요한 정보의 허위 기재 또는 누락’이라고 보는 해석론을 전개해왔고, 이후 부당이득금지원리의 등장과 함께 비록 규제범위가 일응 넓어지는 측면도 있었지만 고의(Scienter) 요건을 강조함으로써 그 규제범위를 적절히 제한하려는 시도도 해오고 있다. 이러한 논의는 우리 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 요건을 구체화함에 있어서도 해석의 지침이 될 수 있다고 보인다.

IV. 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 해석

1. 해석의 기본방향

가. 죄형법정주의와 엄격해석의 필요성

형벌권의 자의적 행사로부터 개인의 자유와 권리를 보호하기 위하여 형벌법규는 엄격히 해석되어야 하고 이를 피고인에게 불리한 방향으로 지나치게 확장해석하거나 유추해석하는 것은 죄형법정주의 원칙에 어긋나는 것으로 허용되지 않는다는 점은 아무리 강조해도 지나침이 없다. 이는 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 요건을 해석함에 있어서도 마찬가지이다.⁷⁵⁾ 더구나 자본시장법 제443조 제1항 제8호, 제178조 제1항 제2호는 ‘1년 이상의 징역 또는 이익액 등의 3배 이상 5배 이하의 벌금형’이라는 자본시장법 중 가장 무거운 법정형을 정하고 있기 때문에 그 해석에는 신중을 기해야 한다. 뿐만 아니라 자본시장법 제443조 제1항은 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상 50억원

해배상)에서 문제되는 것으로, 위와 같은 비판은 증명책임의 공평한 분배가 중요한 민사사건의 관점에서라면 타당할 수 있겠으나 우리 자본시장법과 같이 형벌부과를 한다는 형사사건의 관점에서는 반드시 타당한 것이라고 보기는 어렵다고 생각된다.

75) 김순석, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 불공정거래의 규제”, 인권과정의 389호, 2009, 43쪽.

미만인 경우에는 3년 이상의 유기징역형으로, 50억원 이상인 경우에는 무기 또는 5년 이상의 징역형으로 가중처벌하고 있다. 우리와 비교할 때 가벼운 법정형(특히 징역형)을 정하고 있는 일본(10년 이하의 징역, 1천만엔 이하의 벌금)이나 미국(20년 이하의 징역, 500만 달러 이하의 벌금 등)의 경우에도 그 제재의 중대성의 측면에서 ‘중요한 정보의 허위기재 등’에 대한 요건을 엄격하게 해석해야 한다는 것이 해당 국가의 학계·실무의 공통된 입장이었다는 것을 고려해 본다면 우리 법의 해석에 있어서는 두말할 나위가 없다.

나아가 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 ‘중요한 정보의 허위기재 등’을 엄격하게 해석하지 않으면 실무에 있어 입증책임이 피고인에게로 전환되는 결과를 초래한다. 즉, 검사는 일정한 행위를 공소장에 적시하여 기소하면 그 역할을 다한 것이 되고, 오히려 피고인측에서 그 기재 또는 누락된 정보가 중요하지 않음을 입증해야 할 수 있다는 것이다. 하지만 이는 자본시장법상 ‘민사’손해배상의 차원에서 일부 수용되고 있다는 점은 별론으로 하더라도,⁷⁶⁾ 범죄의 구성요건을 이루는 사실이 검사에게 입증책임이 있다고 하는 ‘형사’법의 기본원리에 완전히 저촉된다.

나. 규제의 근본취지 고려

자본시장법 제178조 제1항 제2호의 보호법익은 개별 투자자의 보호 및 자본시장에 대한 신뢰라고 할 것이다.⁷⁷⁾ 즉 자본시장법 제178조 제1

76) 예컨대 공시규제와 관련하여, 증권신고서 내지 정정신고서의 “중요사항”의 허위기재 또는 누락이 있을 경우 증권취득자는 손해배상청구권을 가지는 한편(자본시장법 제125조 제1항), “중요사항”의 허위기재 또는 누락에 의한 손해가 아님을 상대방이 입증한 경우 손해배상책임을 면하는 구조를 띠고 있다(자본시장법 제126조). 공개매수신고서 및 그 첨부서류(자본시장법 제142조 제1, 2, 4항) 혹은 사업보고서, 반기보고서 등(자본시장법 제162조 제1, 2, 4항)의 “중요사항”의 허위기재 또는 누락의 민사책임에 있어서도 마찬가지다.

77) 자본시장법 제1조, 헌법재판소 2020. 12. 23. 선고 2018헌바230 결정; 또한 대법원도 구 증권거래법 제188조의4 제4항에 관하여 ‘투자자의 이익보호 및 시장에 대한 신뢰’를 언급하고 있다. 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결; 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결; 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결; ‘증권시장의 공정한 거래질서 기능과 투자자 보호’를 언급하는 것으로, 최영익·이재우, “증권거래법 제188조의4 제4항의 위계의 적용”, BFL 제25호, 2007, 41쪽; 장영민·조영관, “증권범죄에 관한 연구”, 한국형사정책연구원 연구보고서, 1996, 22-23쪽.

항 제2호의 개별 요건은 ‘시장에 대한 신뢰’ 등에 영향을 미치는 행위인가의 관점에서 해석될 필요가 있다.⁷⁸⁾

다. ‘사기’적 부정거래 행위

다른 한편, 자본시장법 제178조 제1항 제2호에 대한 실무상 명칭인 ‘사기’적 부정거래에서도 보듯이 그 규율대상은 일반적인 불공정거래행위 전반이 아니라 ‘사기’적 행위에 국한되는 것으로 이해하는 것이 타당하다.

자본시장법 제178조 제1항 ‘제2호’는 같은 항 제1호와 달리 보다 요건을 자세히 정한 규정으로서 그 규율범위를 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 행위로 만연히 넓히는 것은 적절하지 않다.

2. 개별 요건의 해석

가. 개관

자본시장법 제178조 제1항 제2호의 요건은, (1) ‘거짓의 기재 또는 누락’이 있을 것, (2) ‘중요사항’일 것, (3) 중요사항의 거짓 기재 또는 누락이 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 ‘관련성’을 가질 것, 즉 허위기재로 인하여 증권 가격설정을 위한 시장기능을 방해하는 행위일 것, (4) 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하였고, 허위기재에 의해 실현될 수 있는 구체적인 이익이 수반될 것으로 분설할 수 있다. 아래에서는 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 개별 요건에 대해 더 자세히 살펴보기로 한다.

나. 거짓의 기재 또는 누락

1) 거짓의 기재 또는 누락이 있을 것

자본시장법 제178조 제1항 제2호가 적용되기 위해서는 회사가 행하는 모든 잘못된 행위가 아니라 정보의 공시와 관련하여 거짓의 기재 또는 누락이 있어야 한다. 따라서 앞서 미국의 사례에서 보듯이 단순한 신인의무 위반만으로는 거짓의 기재 또는 누락이 있다고 볼 수 없다. 그리고

78) 어떤 위반행위를 수단으로 시장질서를 왜곡하는 등의 독자적인 평가가 가능할 때 비로소 자본시장법상 부정거래행위라고 인정할 수 있다는 취지로, 최종열, 앞의 논문, 159쪽.

정보의 공시와 관련하여 거짓의 기재 또는 누락이 있다고 보기 위해서는 기본적으로 특정 정보를 기재한 서류 등의 제출·공시 의무를 부과하는 관계 법령의 규정 등이 있을 것이 요구된다고 할 것이다. 특히나 그 기재의 누락이라고 하는 부작위를 대상으로 형벌을 부과하기 위해서는 어떤 작위의무를 도출시키는 구체적 법령이나 계약상 의무의 존재가 요구된다고 할 것이기 때문이다. 만약, 특정 정보의 기재 의무를 부과하는 관계 법령의 규정 등이 없음에도 불구하고 그 누락 또는 기재만을 문제삼아 형벌을 가하는 것은 죄형법정주의에 반한다.

2) 거짓의 개념 및 판단

‘거짓’이라 함은 객관적 진실에 반하는 것을 의미한다.⁷⁹⁾ 참 또는 거짓의 판단은, 가령 발행주식총수 100분의 5 이상의 주식 인수인이 있음에도 해당자가 없다고 기재한 경우에서와 같이 ‘100분의 5 이상’의 주식 인수인이 있는지 여부라고 하는 양적 평가의 차원에서는 물론, 특정 사항의 의무를 부과한 법령의 정확한 의미를 토대로 그 법령이 요구하는 취지에 벗어나는 것인가라고 하는 규범적 평가의 차원에서도 이루어질 수 있다.

그러나 이 조항에서 말하는 거짓이라고 인정하기 위해서는 그 기재 또는 표시가 단순히 사실과 다르다거나 달리 해석될 여지가 있는 정도만으로는 부족하고, 그 기재 또는 표시가 투자자들로 하여금 잘못된 판단을 하게 하는 중요사항에 대한 것으로서 자본시장에서의 공정한 경쟁을 해치고 금융상품 거래의 공정성에 대한 투자자들의 신뢰를 중대하게 훼손할 위험이 있는 정도의 것이어야 한다.

예컨대, A회사가 제3자 배정방식의 신주발행 등의 이사회 결의를 공시하면서 당시 인수의사를 표명한 제3자를 인수인으로 적었으나 실제 인수대금을 납입한 인수인과 다른 경우에 이를 ‘거짓’의 기재라고 할 수 있는가?

자본시장법 제161조 제1항 제5호, 같은 법 시행령 제171조 제1항 제1호는, 상장법인은 제3자 배정방식의 신주발행에 관한 이사회 결의가 있을 경우 주요사항보고서에 기재하여 제출하도록 규정하는데, “자본 또는 부

79) 서완석, “자본시장법상의 시세조종행위 규제”, 상사관례연구 제22집 제3권, 2009, 30쪽; 대법원 2001. 1. 19. 선고 2000도4444 판결(구 증권거래법 제188조의4 제4항의 ‘허위’의 개념에 대한 판결임) 참조.

채의 변동에 관한 이사회 등의 결정”이 있는 때 그 사실을 기재하도록 규정할 뿐 정확히 어떤 사항을 적어야 하는지에 대해서 명시하고 있지 않다. 제3자 배정방식의 신주발행의 경우, 이사회의 결의(상법 제416조), 신주인수권자의 청약 및 대금납입(상법 제420조, 제421조)의 절차를 거치게 될 것이나 주지하듯이 신주인수권은 그 신주인수권자가 얼마든지 포기할 수 있는 것이다(상법 제419조). 따라서 신주발행에 관한 이사회 결의가 있는 시점에서라면, 신주인수권을 배정받은 제3자로서는 얼마든지 그 신주인수권을 포기할 수 있기 때문에 위 주요사항보고서의 기재에 있어서 설령 신주인수권을 배정받은 제3자를 적었더라도⁸⁰⁾ 이는 단지 잠정적 의미를 가질 뿐이다. 주요사항보고서에서 제3자 배정방식의 신주발행에 있어 그 확정적인 신주인수권자를 기재하도록 하는 것은 기업으로 하여금 불가능한 것을 요구하는 것과 다르지 않다. 만약 신주인수권을 실제 취득하는 제3자가 누구인지를 구체적으로 적는 것이 관계 법령의 주요 고려사항이라고 한다면, 신주발행에 관한 이사회 결의가 있을 때 이를 기재하도록 할 것이 아니라 제3자 배정방식에 의해 신주를 취득하는 자가 대금을 납입한 때 이를 기재하도록 하는 형태를 취해야 했을 것이다. 하지만 자본시장법은 이러한 형태를 취하지 않았다. 결국 ‘자본 등의 변동에 관한 이사회 결정’을 주요사항보고서에 기재하도록 한 자본시장법 등 관계 법령의 취지는 증자 결의가 있다는 사항을 적으라는 것이고, 신주인수권의 중국적인 취득자가 누구인지를 적어야 한다는 것으로 보기는 어렵다. 따라서 신주인수권 발행을 위한 이사회 결의의 시점에서 잠정적으로 예정된 신주인수권자와, 중국적인 신주인수권자가 다르다고 하더라도 이를 들어 ‘거짓의 기재’가 있었다고 볼 수는 없다.⁸¹⁾

다. 중요사항

1) 중요사항의 개념

제178조 제1항 제2호의 적용 한계를 설정하는 핵심은 “중요사항”이

80) 상법은 신주발행시 이사회 결의에 있어 자본충실의 목적상 현물출자를 하는 자의 성명 등을 구체적으로 정할 것을 요구할 뿐(상법 제416조 제4호), 신주인수권자의 개별적인 사항을 확정적으로 적을 것을 요구하고 있지도 않다.

81) 같은 취지로, 서울고등법원 2019. 8. 22. 선고 2018노3161 판결.

무엇인가라고 할 것이다. 기본적으로 중요사항은 앞서 미국 연방대법원이 판시하는 바와 같이 합리적 투자자가 투자판단에 있어 그 정보를 중요하다고 여길만한 단순한 가능성을 넘어 ‘실질적 개연성’이 있을 것이 요구된다고 보아야 한다. 단순한 가능성의 차원에서 중요성을 긍정해 버리면 규제범위가 지나치게 넓어지게 되기 때문이다.

그런데 ‘중요사항’이라는 개념은 자본시장법 제178조 제1항 제2호 외에도 자본시장법의 여러 조항에서 반복적으로 발견된다.⁸²⁾ 종래 자본시장법은 제2편 ‘금융투자업’ 부분 중 제47조 제3항에서 ‘투자자의 합리적인 투자판단 또는 해당 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’을 ‘중요사항’이라고 정의하고 있었다.⁸³⁾ 현재에도 자본시장법은 제3편 ‘증권의 발행 및 유통’ 부분 중 제154조(정당한 위임장 용지 등의 사용)에서 ‘의결권피권유자의 의결권 위임 여부 판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’을 ‘의결권 위임 관련 중요사항’이라고 정의하고 있고, 제4편 ‘불공정거래의 규제’ 부분 중 제174조(미공개중요정보 이용 행위 금지) 제1항에서 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’를 ‘중요정보’라고 정의하고 있으며, 제178조의2(시장질서 교란 행위의 금지) 제1항 제2호에서는 ‘지정 금융투자상품의 매매등 여부 또는 매매등의 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있는 정보’를 ‘중요정보’

82) 첫째, 제2편 ‘금융투자업’ 부분에서는 제115조(신탁재산 회계감사인의 감사보고서 중 ‘중요사항’의 부실표시에 대한 손해배상책임) 등이 있다.

둘째, 제3편 ‘증권의 발행 및 유통’ 부분에서는 제125조(증권신고서와 투자설명서 중 ‘중요사항’의 부실표시에 대한 손해배상책임), 136조, 142조(공개매수신고서 중 ‘중요사항’의 부실표시에 대한 손해배상책임), 제151조(주식등대량보유 보고서 중 ‘중요사항’의 부실표시에 대한 정정명령 등 조치), 제154조(의결권대리행사권유 위임장 중 ‘중요사항’의 부실표시 금지), 제162조(사업보고서 등 중 ‘중요사항’의 부실표시에 대한 손해배상책임), 제170조(사업보고서 등에 첨부된 회계감사인의 감사보고서 중 ‘중요사항’의 부실기재에 대한 손해배상책임), 제241조(집합투자재산 회계감사인의 ‘중요사항’의 부실표시에 대한 손해배상책임) 등이 있다.

셋째, 제8편 ‘감독 및 처분’ 부분에서는 제429조, 430조(신고서 등 ‘중요사항’의 부실표시에 대한 과징금 부과조치) 등 다양한 조항이 있다.

83) 구 자본시장법(2020. 3. 24. 법률 제17112호로 개정되기 전의 것) 제47조 제3항은 2020. 3. 24. 금융소비자 보호에 관한 법률이 제정되면서 삭제되었고, 이에 따라 금융소비자 보호에 관한 법률 제19조 제3항에서 ‘일반금융소비자의 합리적인 판단 또는 금융상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’을 ‘중요한 사항’으로 규정하고 있다.

로 정의하고 있다. 중요성의 개념에 대해, 이들은 모두 단순한 가능성 차원이 아니라 중대한 영향 차원의 가중된 수준으로 입법연혁에 충실한 정의를 입법적으로 규정하고 있는 것이다.⁸⁴⁾

물론 대법원은 공시규제 영역에서 민사상 손해배상책임이나 행정상 제재가 문제된 사안에서, 중요성의 개념에 대해 모두 ‘투자자의 합리적인 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’이라고 하여, 단순한 가능성 차원이 아니라 중대한 영향 차원의 가중된 수준으로 판시하고 있다.⁸⁵⁾ 또한 불공정거래 규제 영역에서도 형사처벌 대상인 미공개중요정보 이용이 문제된 사안이나 과징금 부과대상인 시장질서 교란행위가 문제된 사안에서도, 중요성의 개념에 대해 모두 같은 취지로 판시하고 있다.⁸⁶⁾

84) 중요성의 개념에 대한 이와 같은 정의방식은, 유가증권시장 공시규정(제7조 제1항 제4호, 제42조 제1항, 제51조 제1항 제1호), 기업공시서식 작성기준(제1-1-4조 제3항), 회계감사기준 감사기준서 320(감사의 중요성 원칙) 등에서도 마찬가지로, 모두 동일한 형태로 규정되어 있다.

85) 민사상 손해배상책임과 관련하여, 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결(“제125조의 중요사항이란 ‘투자자의 합리적인 투자판단 또는 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’(자본시장법 제47조 제3항)을 말하는 것으로서, 이는 합리적인 투자자가 금융투자상품과 관련된 투자판단이나 의사결정을 할 때에 중요하게 고려할 상당한 개연성이 있는 사항을 의미한다”) 등이 대표적이다.

행정상 제재와 관련하여, 대법원 2016. 2. 18. 선고 2014두36259 판결(“제429조 제1항 제1호, 제430조 제1항에서 말하는 ‘중요사항’이란 증권의 공정한 거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 합리적인 투자 판단 또는 증권의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다”) 등이 대표적이다.

86) 미공개중요정보 이용과 관련하여, 대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결 (“구 증권거래법 제188조의2 제2항 소정의 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”라 함은, 합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를 가리키는 것이라고 해석함이 상당하다”), 대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결(“증권거래법 제188조의2 제2항 소정의 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”란 합리적인 투자자가 당해 유가증권을 매수 또는 계속 보유할 것인가 아니면 처분할 것인가를 결정하는 데 있어서 중요한 가치가 있는 정보, 바꾸어 말하면 일반투자자들이 일반적으로 안다고 가정할 경우에 당해 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실을 말한다”) 등이 대표적이다.

시장질서 교란행위와 관련하여, 미공개중요정보 이용 관련의 경우 정보의 중요성 판단기준은 미공개중요정보 이용에서 판례가 제시하는 기준과 동일하다.

그런데도 대법원은 제178조 제1항 제2호 소정의 사기적 부정거래와 관련하여서는 그 중요성 개념에 대해, “제178조 제1항 제2호의 ‘중요사항’이란, 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정 증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다”고 판시하고 있다.⁸⁷⁾ 이는 형사처벌의 경계선을 획정하는 신중함이 요구되는 형사사건에서, 다른 민사상 손해배상책임이나 행정상 제재의 경우에 비해 자칫 완화된 기준으로 잘못 해석될 여지를 남기고 있다. 그러나 여기에서 투자판단에 ‘영향을 미친다’라고 하는 것은, 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 모든 사항을 말하는 것이 아니라, ‘투자자의 합리적인 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’ 즉, 그 투자자가 ‘중요하다’고 여길만한 ‘실질적 개연성’이 있는 것에 국한되는 것으로 이해해야 한다. 더 구체적으로는 합리적인 투자자의 관점에서 이용가능한 ‘정보의 전체 맥락이 현저하게 변경’된 것이라고 볼 수 있는가의 차원에서 접근해야 하는 것이다.⁸⁸⁾ 따라서 “제178조 제1항 제2호의 ‘중요사항’이란, 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 ‘중대한’ 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다”라고 해석하는 것이야말로, 법규범의 체계적 구조에도 부합할 뿐만 아니라 입법연혁에도 충실한 해석론이 될 것이다.

이와 궤를 같이하여 대법원 판결은 “중요사항이란 ‘투자자의 합리적인 투자판단 또는 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사

87) 대법원 2011. 12. 22. 선고 2011도12041 판결 등. 이러한 판시의 최초 판결은 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결(미공개)로 보이는바, 위 판결은 구 증권거래법 188조의4 제4항 제2호에 대한 것으로 당시 그 법정형은 ‘10년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금’이었으나(일본 금융상품거래법 제157조 위반죄의 법정형이 10년 이하의 징역 또는 1천만엔 이하의 벌금인 것과 유사하다), 그 후 2007년 제정된 자본시장법 178조 제1항 제2호에 대한 법정형은 ‘3년 이상의 유기징역’으로 높은 하한이 새로이 설정되는 등 대폭 상향되었는데, 그럼에도 불구하고 그 이후에도 종전의 판시가 그대로 답습되고 있다는 점에 주의를 기울일 필요가 있다.

88) TSC Industires, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976); Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231-32 (1988).

항’(자본시장법 제47조 제3항)을 말하는 것으로서, 이는 합리적인 투자자가 금융투자상품과 관련된 투자판단이나 의사결정을 할 때에 중요하게 고려할 상당한 개연성이 있는 사항을 의미한다. 나아가 어떠한 사항이 합리적인 투자자가 중요하게 고려할 상당한 개연성이 있는 사항에 해당하는지는 그 사항이 거짓으로 기재·표시되거나 기재·표시가 누락됨으로써 합리적인 투자자의 관점에서 이용할 수 있는 정보의 전체 맥락을 상당히 변경하는 것으로 볼 수 있는지에 따라 판단하여야 한다.”고 판시한다.⁸⁹⁾ 위 판결은 민사사건에서의 판결이지만 중요한 사항에 관한 개념을 좀더 구체적으로 정의하고 있어 형사사건에서의 해석에도 동일하게 적용될 수 있다.

2) 중요사항의 판단기준

첫째, 중요사항의 판단주체는 누구인가. 대법원은 여기서의 투자자를 ‘합리적인 투자자’로 파악하고 있는데,⁹⁰⁾ 여기서 합리적인 투자를 숙련되지 못한 일반투자자와 숙련된 증권분석전문가 중 누구를 기준으로 판단할 것인지 문제된다. 실질적 개연성 내지 상당한 개연성 기준에 있어 합리적인 투자자를 상정하는 것은, 중요성 판단이 객관적(objective test)임을 말하는 것이며, 규제기관에 제출되는 공시서류 중 상당수가 그러한 공시서류를 이미 알고 있는 정보의 확인용으로 또는 기업에 대한 전체 정보의 맥락을 풍부하게 하기 위한 용도로 이용하는 증권분석전문가에 초점을 맞추고 있는 것으로 평가된다.⁹¹⁾ 대법원도 ‘합리적인 투자자’에 대해 공시서류의 내용을 자세히 분석하여 활용하는 증권분석전문가를 염두에 두고 있는 것으로 보이며,⁹²⁾ 나아가 “중요사항에 해당하는지는 원

89) 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결

90) 대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결 등

91) 진상범, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제162조 제1항에서 정한 ‘중요사항’의 의미 및 중요사항에 관하여 거짓의 기재·표시나 누락이 있는지 판단하는 기준 시기”, 대법원판례해설 제105호(2015년 하), 2016, 457쪽.

92) 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결(증권신고서에 5백억원에 이르는 매출채권의 자산유동화 내역의 기재를 누락한 부분에 대해, 이미 주요계약으로 2건의 유동화 내역을 기재한 이상 추가적인 유동화 가능성을 어렵지 않게 추론할 수 있다는 이유로 중요사항의 기재누락에 해당하지 않는다고 판시한 사례). 미숙련 개인 투자자라면 공시서류를 이

고가 아니라 시장의 합리적인 투자자를 기준으로 한다”라고 실시하면서 해당 사건의 원고를 기준으로 중요성 유무를 판단한 원심을 과기함으로써, 중요성 판단에서 그 주체가 되는 ‘합리적인 투자자’는 증권분석전문가 내지 전문투자자임을 확인한 바 있다.⁹³⁾

둘째, 중요사항인지 여부에 대해 미국 법원에서는 통상적으로 시장의 반응(market reaction)을 보고 판단한다. 즉, 공시되지 않았던 누락사항에 관하여 공시가 이루어진 날 부근으로 주식의 시장가격이 비정상적인 반응을 보이는지 여부를 보고 판단하는데, 공시내용이 가리키는 방향으로 의미 있는 변화가 있으면 중요성을 시사하는 것이고, 변화가 없거나 반대방향으로 변하면 중요하지 않다는 것을 보여준다고 한다.⁹⁴⁾ 참고로, 공시내용이 가리키는 방향으로 주가에 의미 있는 변화가 없거나 반대방향으로 변화한 경우 중요사항에 해당하지 않는다고 판시한 사례,⁹⁵⁾ 회사의 주식가격이나 거래량 등에 별다른 변동이 없었다는 사정 등을 고려하여 중요사항에 해당하지 않는다고 판시한 사례⁹⁶⁾ 등은, 법원의 실무례가 이른바 ‘시장의 반응’ 이론을 수용한 대표적인 사례로 보인다.⁹⁷⁾ 그러나

해하기도 어렵고, 설령 2건의 유동화 내역을 보더라도 추가적인 유동화 가능성을 추론할 수 있을 것인지도 의문이기 때문이다.

- 93) 대법원 2015. 12. 10. 선고 2012다16063 판결 및 그 판례해설인 진상범, 앞의 논문, 466쪽 참조.
- 94) 진상범, 앞의 논문, 459쪽. 물론 이에 대해서는 적절하지 않다는 의견이 있다. 즉, 공시후 주가변화를 중요성 판단기준으로 삼는 것은 일견 강력한 증거로 비쳐지지만, 이를 증거로 삼기에는 주가변화의 측정기간, 측정대상, 중요성의 기준이 되는 주가변화의 폭을 결정하기 어렵고, 주가변화에 미치는 여러 요소 중에서 공시된 그 정보만의 영향을 구분하는 것은 어렵다는 것을 논거로 한다(진상범, 앞의 논문, 460쪽 참조)
- 95) 서울고등법원 2021. 10. 14. 선고 2021노221 판결(갑 회사는 2019. 2. 12. 장 마감 이후인 17:00경 매출액 또는 순익구조 30% 이상 변동을 공시하였는데, 주식은 그 다음날인 2019. 2. 13. 거래시작은 전날 증가(8,190원)보다 120원 높은 8,310원을 시가로 거래가 시작되어, 거래마감은 전날 증가보다 90원 낮은 8,100(-1.11%)을 증가로 거래가 마감된 경우 중요성을 부정한 사례).
- 96) 서울고등법원 2020. 6. 4. 선고 2019노1861 판결(회사의 중국사업계획이나 그 투자 규모 및 생산 계획에 관한 보도내용은 선행의 보도기사 내지 한국거래소 공시를 통해 투자자들에게 이미 널리 알려진 것으로서 회사의 주식가격에 이미 충분히 반영되어 있었고, 실제로 그러한 내용의 2015. 8. 10.자 언론보도가 있었음에도 불구하고, 회사의 주식가격이나 거래량 등에 별다른 변동이 없었다는 등의 사정을 고려하여, 위 언론보도에 담긴 내용은 중요사항에 해당하지 않는다고 한 사례).

주식의 시장가격에 별 변동이 없다면 중요사항이 아니라고 할 수는 있겠으나 반대로 주식의 시장가격이 비정상적인 반응을 보였다 하더라도 이것만으로 중요사항이라고 단정할 수는 없다. 주가에 영향을 미치는 정보는 다양할 뿐 아니라 이러한 공시와 결탁되지 않은 제3의 세력이 의도적으로 별 의미 없는 공시를 이용하여 주가의 등락을 피할 수도 있기 때문이다.

셋째, 중요사항의 구체적인 판단기준 설정에 있어 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치는 사항이 무엇인가에 대해서는 먼저 양적 기준을 생각해 볼 수 있겠다. 자본시장법에 의하면 상장기업의 의결권 있는 주식을 5% 이상 보유하게 된 자는 주식의 대량보유 상황을 공시하도록 하고 있다.⁹⁸⁾ 이는 적대적 M&A 세력 같은 투기 목적의 자금 유입을 방어하고 경영권에 대한 투명성을 확보하며 투자자를 보호할 목적으로 하는 것이지만, 다른 한편으로는 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 수 있는 양이라고 보기 때문이라고 평가할 수 있기 때문이므로,⁹⁹⁾ 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 근본취지가 기본적으로 시장의 효율성이라고 하는 기능 보호에 있는 이상, 이러한 양적 기준을 토대로 하여 시장 기능을 왜곡시킬 수 있는 행위인지 여부를 판정하는 것의 타당성 자체는 수긍할 수 있을 것이다. 따라서 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 ‘중요한’ 사항인지를 판정할 때 이러한 양적 기준을 1차적 심사방법으로 활용할 수 있을 것이다. 하지만 이러한 양적 기준은 중요사항의 판단에 있어서 일응의 필요조건이라고 보아야 하는 것이지 충

97) 그 외에 공시이후 주가가 급락한 사정 등을 고려하여 중요사항에 해당한다고 판시한 사례로는, 서울고등법원 2022. 3. 31. 선고 2020누40923 판결, 서울행정법원 2021. 6. 18. 선고 2020구합60079 판결, 서울행정법원 2019. 1. 10. 선고 2017구합89377 판결, 서울행정법원 2013. 8. 23. 선고 2012구합22041 판결 등이 있다. 이들 하급심의 실무례는 해당 정보가 공시되었을 때 주가의 변동 추이를 재판실무상 중요성 판단에서 상당히 주된 요소로 고려하고 있음을 시사한다.

98) 자본시장법 제147조 제1항.

99) 종래 대법원이 구 증권거래법 제188조의4 제4항에 규정된 중요한 사항의 해석과 관련하여 참고하던, 같은 법 제188조의2 및 같은 법 시행령 제83조 제3항 역시 자기자본 10% 이상 등의 신규시설 투자 등(영 제4호), 매출액 10% 이상의 제품 수거·파기 등(영 제5호), 자기자본 10% 이상의 특별손실 또는 이익(영 제6호)과 같은 양적 기준에 따른 중요사항의 예시를 들고 있기도 했다.

분조건이라고 할 수는 없다. 오히려 일정한 양적 기준을 초과하는지 여부는 중요성에 대한 잠정적 추정의 요소 정도로 이해하는 것이 옳다고 보이며, 설령 이러한 양적 기준을 충족하지 못하는 사항이라고 하더라도 시장의 효율성에 영향을 미치는 ‘특별한 사정’을 검사가 구체적으로 입증한다면 중요한 정보라고 판단될 수도 있고, 반대로 양적 기준을 충족하는 것만으로 중요사항이라고 단정할 수도 없다고 할 것이다.

그렇다면 관건이 되는 것은, 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 중요사항이라고 판단될 수 있게 하는 ‘특별한 사정’이 무엇인가인데, SAB No.99.의 요소¹⁰⁰⁾ 중 일부는 일정 사항을 은폐하고자 하였다는(위 ㉠, ㉡, ㉢) 행위자의 주관적 태도를 중시하고 있고, 또 다른 일부는 단순히 거짓의 기재 또는 누락의 전제조건(위 ㉣)이 되는 사항이라고 보이므로,¹⁰¹⁾ 이를 그대로 받아들일 것은 아니라고 보인다. 결국, SAB No.99.에서 참고할 수 있는 ‘특별한 사정’은, ㉠ 손실을 이득으로 바꾸거나 이득을 손실로 바꾸는 것인지, ㉡ 경영의 핵심적 요소에 대한 것인지, ㉢ 규제조건의 충족 여부에 대한 것인지, ㉣ 대출약정이나 기타 계약조건 준수에 영향을 미치는 것인지, ㉤ 경영자 보상에 대한 것인지’(위 ㉠, ㉡, ㉢, ㉣, ㉤) 정도로 정리해볼 수 있겠다.

다른 한편, 대법원이 종래 ‘중요한 정보’의 해석과 관련하여 쟁점을 같이 하는 것이라고 본 바가 있는, 구 증권거래법 제188조의2 및 같은 법 시행령 제83조 제3항에서 열거하고 있던 ‘중요한 정보’들도 위 ‘특별한 사정’에 대한 일정한 지침을 제공해줄 수 있을 것이다. 구 증권거래법 제188조의2 제1항 및 같은 법 시행령 제83조 제3항이 규정하고 있던 사항을 위 SAB No.99.에서 도출한 관점에서 일응 분류해보면 다음과 같다.

- A. 수입의 변동 또는 손실을 이득으로 바꾸거나 이득을 손실로 바꾸는 것 : 손실이나 이익 등에 관한 변동 : 재해로 인한 막대한 손해(법 제5호), 증자 또는 감자 등의 결의(법 제9호), 조업중단(법 제10호), 자기주식 취득 또는 처분(법 제12호),

100) 각주 61 참조

101) 참 또는 거짓이라고 하는 판단은 관련 사항에 대한 ‘정확한 측정’이 사후적으로나마 가능하다고 하는 것을 필요로 하기 때문이다.

최대주주 등 이해관계인과의 중요한 거래(영 제2호), 신기술 특허취득(영 제3호),¹⁰²⁾ 현금배당 결정(영 제7호)

B. 경영의 핵심적 요소 : 은행과의 거래 정지 또는 금지(법 제1호), 법인 정리절차 신청 또는 개시(법 제3호), 사업목적 변경(법 제4호), 영업양도, 합병 간이합병, 소규모합병, 분할의 사실이 발생한 때(법 제7호), 최대주주 등의 변동(영 제1호)¹⁰³⁾

C. 규제조건의 충족 여부 또는 대출약정 내지 계약조건 영향 : 영업활동의 일부 또는 전부의 정지(법 제2호), 상장증권 등에 관한 중대한 영향을 미칠 소송의 제기(법 제6호), 법인관리 개시(법 제11호), 해산사유 발생(법 제8호)

하지만 위와 같은 사실이 일부 인정된다고 해서 무조건 중요사항이라고 단정해서는 안되고 다른 사정들이 추가, 증명되어야 중요사항이라고 인정할 수 있을 것이다. 즉, 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 규제취지는 시장의 효율성을 왜곡시키는 행위를 억지하고, 또 타인의 손실에 기초하여 부당한 이익을 얻는 것을 막겠다는 것(부당이득금지원리)에 있는 것이므로, 개별 행위가 시장의 효율성을 왜곡하거나 혹은 부당이득을 얻는 행위에 해당해야 하기 때문이다.

3) 구체적 적용

앞서 하급심 사안에서 문제된 행위, “A회사가 신주발행 내지 전환사채

102) 예컨대, 회사 내부자가 주식을 스스로 사들이고 호재성 재료(신사업 진출, 새로운 기술 획득, 대규모 매출계약 체결 등)를 허위로 발표한 경우 위와 같은 사항은 중요사항이라 할 것이다. 정규운, “증권시장의 신종 불공정거래행위”, BFL 제25호, 2007, 10쪽.

103) 대법원 2018. 8. 1. 선고 2015두2994 판결은, 자본시장법 제125조의 증권신고서의 공시규제와 관련하여 최대주주가 소외 2임에도 소외 1인 것처럼 기재한 경우 중요사항에 대한 거짓 기재가 있다고 보아 과징금 처분(법 제429조)을 하는 것이 적법하다고 보았다. 경영권에 영향을 미치는 양의 주식취득을 보고함에 있어 그 목적이 경영참여임에도 단순투자자로 기재하거나 단순투자임에도 경영참여로 기재하는 것도 최대주주의 변동과 관련이 있는 것이므로 중요한 사항의 기재라고 할 수 있다. 한편 적대적 M&A를 시도하는 자가 주식을 추가로 취득하면서 자신이 보유하고 매수하는 주식 전부를 담보로 제공하고 대출받은 돈으로 취득하는 것임에도 주식 담보 사실을 숨기고 다른 자금출처를 공시하는 경우에는 적대적 M&A의 성공 여부에 관한 시장의 합리적인 판단을 왜곡시킬 수 있으므로 중요한 사항이라고 할 수 있겠다.

의 발행을 함에 있어 인수인의 취득자금 조성경위와 관련하여 일부 금액을 ‘차용금’임에도 ‘예적금’으로 적은 것”¹⁰⁴⁾이 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 중요사항의 거짓 기재에 해당할 수 있는지 살펴본다.

첫째, 이 경우 ‘중요’한 정보인지 여부는 1차적으로 양적 기준에 의해 잠정적 평가를 해보아야 할 것이다. 만일 위 상장회사의 발행주식과 비교하여 신주발행 내지 전환사채 발행에 있어 인수인(자연인)의 취득자금 중 일부 금액의 조성경위와 관련하여 사실과 다른 기재가 있다고 하더라도, 예컨대 발행주식의 1% 내외에 불과한 정도의 자금의 조성경위가 사실과 다르게 적혀 있는 정도에 불과하다면 잠정적으로라도 중요사항이라고 보기는 어렵다.

둘째, 다른 한편, 양적 기준에는 미달하는 것이라고 하더라도 자본시장의 효율성에 왜곡을 가져오는 등의 ‘특별한 사정’이 있는지도 살펴야 할 것인데, 이러한 기재만으로는 손실이나 이익 등에 관한 변동을 가져오는 사항이라고 보기도 어렵고, 회사 경영의 핵심적 요소에 대한 사항도 아니며, 공적 규제조건의 충족 여부나 경영자 보상에 관한 사항도 아니다. 신주발행이나 전환사채의 발행으로 인하여 실제로 대금이 납입되었다면 그 납입된 대금이 납입자의 차용금인지 원래부터 소유하고 있던 자금인지는 주주 자신의 문제인 것이지 주식이나 전환사채를 발행하는 회사와는 아무런 관련이 없기 때문이다.¹⁰⁵⁾ 혹자는 납입자의 납입대금이 차용금이나 기존의 예금이냐에 따라 납입자의 신용상태나 당해 회사의 경영에 차이가 있다고 주장할지 모르겠으나, 예컨대 수백억 원의 부동산 자

104) 필자는 주식이나 전환사채의 인수인의 자금출처는 당해 회사와는 관련이 없으므로 깊게 따져볼 필요없이 아무런 의심없이 중요사항이 아니라고 단언하였는바, 그 자금출처의 다름에 아주 비정상적이고 특별한 사정이 있어(예컨대 당해 회사의 부동산을 담보로 제공하고 차용한 돈으로 인수하는 경우, 물론 이 경우에는 배임죄 내지 횡령죄가 문제된다) 당해 회사의 경영 또는 경영권과 관련된 경우가 증명된 경우가 아닌 한 중요사항에 해당할 여지는 없다고 생각한다. 그런데 위 사안의 1심은 자본시장법 시행령에 의하면 주식취득에 필요한 자금의 조성내역을 주식등의대량보유상황보고서에 기재할 사항으로 명시하고 있는 점을 근거로 중요사항이라고 하나, 이는 공시대상의 모든 기재사항을 중요사항으로 간주해버리고 형사처벌 대상으로 삼겠다는 것이어서 부당하다.

105) 이 경우 납입자가 주식회사인 경우에는 주식회사가 자기 자금으로 납입하였느냐 타인으로부터 별도로 차용한 자금으로 납입하였느냐는 그 납입한 회사의 부채비율 등의 경영상태와 관련이 있을 수 있으므로 납입한 회사 자신에게는 중요사항이 될 여지가 있다.

산을 소유하면서 정기적인 차입으로 풍족한 생활을 하고 있는 납입자가 그 부동산 자산에 비하여 소액의 대금 납입을 위하여 부동산 담보대출을 받은 경우와 반대로 아무런 자산도 없이 오로지 소액의 정기예금 자산만을 가지고 있는 납입자가 정기예금을 해지하여 그 돈으로 납입한 경우를 비교해 보면 납입자, 특히 자연인의 납입대금이 차용금이나 기존의 예금이나 기채는 투자자의 입장에서는 아무런 의미가 없다는 것을 알 수 있다. 그러므로 그 납입한 신주대금이나 전환사채 대금의 납입자금의 조성경위에 일부 사실과 상이한 기채가 있다고 하더라도¹⁰⁶⁾ 실제 자금납입이 문제없이 이루어졌다면 발행회사의 자본충실의 차원에서 문제될 것이 없고 그러한 신주 내지 전환사채의 취득이 자본시장의 효율성 등 기능에 왜곡을 가져온다고 볼 수도 없다. 결국, 위 사건에서 문제된 행위는 중요한 사항의 거짓 기채가 있는 경우라고 보기 어렵다.¹⁰⁷⁾

셋째, 중요성 판단의 주체가 되는 ‘합리적인 투자자’는, 판례 입장에 따를 경우 증권분석전문가 내지 전문투자자라는 점은 이미 확인되었다. 이러한 증권분석전문가의 관점에서 보면, 발행주식 총수의 1% 내외에 불과한 자금의 조성경위가 다소 다르게 기재되어 있다는 사정은 ‘합리적인 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’이라고 보기 어렵다.¹⁰⁸⁾ 즉, 이는 합리적인 투자자가 투자판단이나 의사결정을 할 때에 중요하게 고려할 상당한 개연성이 있는 사항이라고 보기 어렵다는 것이다.

넷째, ‘시장의 반응’ 이론에 비추어 보더라도, 실제 사실과 다소 다른 기채가 공시된 직후에도 주가에는 변동이 없었고, 그 후 정정공시 이후

106) 기존의 예금인가 차용금인가의 구별도 불명확할 수 있다. 부동산 자산을 가지고 있는 사람이 일정한 유동성을 확보하기 위하여 1년 전에 은행으로부터 빌려 입출금 통장에 가지고 있던 10억 원은 차용금인가 예금인가, 이 돈을 차용금으로 적든 예금으로 적든 허위라고 볼 수 있는지 조차도 의문이다.

107) 같은 취지로, 서울고등법원 2019. 8. 22. 선고 2018노3161 판결.

108) 신주의 인수인이 유명연예인이라는 사정을 중요한 사항이라고 수사기관이 주장하는 경우가 있다. 그러나 유명연예인이라고 해서 투자의 전문가가 아니기 때문에 합리적인 투자자인 증권분석전문가의 입장에서는 이러한 사정은 전혀 중요사항이라고 볼 수 없다. 다만 신주인수인이 세계적인 투자의 귀재라고 인정받는 조지 소로스나 워런 버핏 같은 사람이라면 이는 합리적 투자자가 볼 때에는 중요사항이라고 볼 수 있을 것이다. 다만 이 경우에도 투자액이 충분히 거액의 투자인 경우여야 할 것이다.

에도 주가의 하락이 없었으며 오히려 주가가 상승한 사정이 확인된다면, 이는 공시내용이 가리키는 방향으로 주가에 의미 있는 변화가 없거나 오히려 반대방향으로 변화한 경우로서, 중요사항에 해당하지 않는다고 볼 강력한 사정으로 볼 수 있다.

라. 금융투자상품의 매매 등과 관련성을 가질 것

거짓 기재 또는 누락된 사항이 ‘중요사항’이라고 하더라도 그것이 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와의 ‘관련성’을 가져야 한다. 이를 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 규제목적과 결부시켜 보면, 금융투자상품 시장에서 일어나는 모든 기업의 행위가 아니라 금융투자상품의 가격 설정이라고 하는 시장의 본질적 기능을 왜곡시키는 행위여야 할 것이다.

마. 주관적 요건

1) 개관

앞서 보듯이 1997년 구 증권거래법의 개정으로 ‘재산상 이익 취득’이라고 하는 부분이 삭제되었고, 자본시장법 역시 이를 그대로 받아들여 ‘금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는’ 행위가 있으면 법 제178조 제1항 제2호의 요건을 충족할 수 있다. 여기서 핵심이 되는 것은 금전 등을 ‘얻고자’ 했다고 하는 점, 즉 행위자의 주관적 태도이다. 그런데 대법원이 구 증권거래법에 관한 사안에서, 단순한 고의를 넘어 초과주관적 구성요건요소인 ‘목적’으로 이해하는 듯한 판시를 했기 때문에 문제된다.¹⁰⁹⁾ 하지만 이러한 재산상 이익 등을 ‘얻고자’하는 의사는 중요사항의 거짓 표시 또는 누락이라는 실행행위 이외의 추가적 불법에 지향되어 있지 않고 그 실행행위에 내재된 행위목적에 지나지 않은 것이므로 이를 ‘고의’로 이해하더라도 충분한 것으로 생각된다.¹¹⁰⁾ 따라서 아래에서 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 주관적 태도는 ‘고의’라고 표현하기로 한다.

109) 대법원 2001. 1. 19. 선고 2000도4444 판결, “피고인에게 부당한 이득이나 재산상의 이익을 얻을 목적이 있었다고 인정하는 데에 아무런 장애가 되지 아니한다고 할 것이므로, 원심이 피고인을 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호, 제2호 소정의 사기적 거래행위로 인한 증권거래법위반죄로 처벌한 조치는 정당(후략)”(강조선 필자)

110) 이상돈, “주가조작의 형사책임”, 저스티스 제89호, 2006, 92쪽.

이와 관련하여 미국 항소법원은 앞서 보듯이 고의(Scienter) 요건을 엄격하게 요구함으로써 위 규정의 적용범위를 효과적으로 제한하였는데, 이러한 태도는 우리 자본시장법의 해석에 있어서도 지침이 될 수 있을 것이다.

2) 판단기준

범죄성립의 주관적 요건인 고의는 실제 행위자의 심리적 태도라고 하기 보다는, 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실을 토대로 한 규범적 평가의 결과물이라고도 할 수 있다.¹¹¹⁾ 이와 관련하여 미국 항소법원은 Rule 10b-5의 주관적 요건인 고의(Scienter)에 대해, “(a) 상대방이 사기적 행동을 범할 동기와 기회를 가지고 있었다는 사실, (b) 의식적 부정 행위 또는 의식적 무모함에 대한 강력한 정황 증거를 구성하는 사실”로서 이를 입증해야 한다고 보고 있다. 나아가 사기적 행동의 ‘동기와 기회’가 있었다는 점에 대해서는 단순히 회사가 수익을 더 잘 내는 것처럼 보이게 하거나, 주가를 유지하고자 하는 동기 정도로는 부족하고, 어떤 행위를 통해 그 행위자 등의 ‘구체적 이익(concrete benefits)’이 수반되었다는 사실이 증명되어야 함을 강조하였다. 결국, 자본시장법 제178조 제1항 제2호에 관한 고의를 인정케 하는 간접사실 내지 정황사실에 있어서도 미국 항소법원이 판시하고 있는 ‘구체적 이익’이 수반되는지 여부가 그 핵심을 이룰 수 있다고 보인다. 거짓의 기재 또는 누락과 관련하여 구체적 이익이 수반된다는 점을 검사가 구체적으로 입증하게 함으로써, 문언상 상당히 넓은 외연을 가진 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 적용범위를 효과적으로 제한할 수 있다고 할 것이다. 대법원도 구 증권거래법 제188조의4 제4항에 관하여 “부당한 이득 또는 경제적 이익의 취득 도모 여부 등은 그 행위자의 지위, 발행회사의 경영상태와 그 주가의 동향, 그 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적으로 고려하여 객관적인 기준에 의하여 판단하여야 한다”는 입장이었는데,¹¹²⁾ 검사가 구체적 이

111) 대법원 2017. 1. 12. 선고 2016도15470 등 다수의 판결 참조.

112) 대법원 2001. 1. 19. 선고 2000도4444 판결; 대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결; 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결(모두 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호 내지 제2호에 관한 판결임).

익의 수반 여부를 입증하도록 보는 것은 위 대법원의 입장과는 일맥상통하는 것이라고 생각된다.

물론, 1997년 개정된 구 증권거래법 이후로 재산상 이익의 취득이라는 구체적 결과를 법문상 요구하고 있지 않기 때문에, 검사가 입증해야 하는 ‘구체적 이익’에 관한 사실이 위반행위자 등이 실제로 어떤 경제적 이익을 수취했다는 것을 의미한다고 보기는 어렵다. 만약, 중요사항의 거짓 기재 또는 누락에 의해 직접적으로 주가상승의 구체적 결과가 나타난 경우라고 한다면, 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 부정거래금지 조항이 적용될 것이 아니라 그에 우선하여 제176조 제2항 제3호의 시세조종 행위 금지조항¹¹³⁾이 적용될 것이다.

하지만 적어도 중요사항의 거짓 기재 또는 누락이 어떤 구체적 이익으로 직접 연결된다는 사실은 주장·증명되어야 한다. 예컨대 대규모 매출계약을 체결했다고 하는 거짓 정보를 기재하는 경우와 같이 구체적 이익으로 직접 연결되는 사실이 밝혀진다면 행위자의 고의 역시 인정될 여지가 크다. 하지만 만약, 단순히 ‘유상증자가 시도된 사실’만 검사가 제시할 경우, 유상증자 자체는 주가를 오히려 하락시킨다는 견해가 일반적이고,¹¹⁴⁾ 설령 반대견해에 의하더라도 단기수익율에 한정했을 때 유상증자와 주가 사이에 양(+)¹¹⁵⁾의 관계가 있다는 견해 정도만이 제시되고 있으므로, 유상증자 자체가 ‘구체적 이익’으로 직접 연결되었다는 점을 곧바로 인정케 할만한 사정은 아니라고 생각된다.

3) 구체적 적용

예컨대, 앞서 하급심 사안에서 문제된 행위와 관련하여(A회사가 신주내지 전환사채의 발행을 함에 있어 인수인의 취득자금 조성경위를 달리 기재한 것), 이 경우 앞서 보듯이 중요사항에 해당되지 않음을 따져 보았

113) 자본시장법 제176조(시세조종행위 등의 금지) ② 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유인할 목적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 3. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어서 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위

114) 이용환, “유상증자의 주가변화”, 재무관리연구 제11권 제2호, 1994, 161쪽 이하.

115) 길재욱, “유상증자의 정보효과에 관한 연구”, 경제연구 제22권, 2001, 264쪽.

으나 설령 ‘중요사항’의 거짓 기재에 해당된다고 하더라도 관련자들의 주관적 요건으로서의 고의가 인정되어야 하고 이를 검사가 엄격한 증명에 의하여 증명하여야 한다. 즉, 제178조 제1항 제2호의 고의를 인정하기 위해서는 사기적 행동의 ‘동기와 기회’가 있다는 점, 더 구체적으로는 어떤 사항의 거짓 기재 등과 관련하여 구체적 이익이 수반된다는 점이 나타나야 하는데, 유상증자가 시도되었다는 사실, 전환사채가 발행되었다는 사실만 가지고서는 행위자들이 사기적인 재산상 이익 등을 ‘얻고자’ 위와 같은 행위에 이르렀다고 단정할 수도 없다.¹¹⁶⁾ 따라서 이와 같은 상황에서 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 ‘고의’를 인정하기 위해서는 주가에 미친 영향, 관련자들의 신주 내지 전환사채 보유 현황 등을 토대로 취득자금의 조성 경위와 관련된 기재가 구체적 이익과 결부되었다는 점이 구체적으로 증명되어야 할 것이며, 검사의 그러한 증명이 없는 한 고의를 인정하기는 곤란하다.¹¹⁷⁾

V. 맺으며

자본시장에서 나타나는 불공정거래행위를 억지하고자 자본시장법은 ‘중요사항의 거짓 기재 또는 누락’이라고 하는 매우 추상적 개념을 활용하여 제178조 제1항 제2호를 두고 있다. 하지만 그 위반시 자본시장법 벌칙규정 중 가장 무거운 형벌이 뒤따르기 때문에 죄형법정주의의 관점에서 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 요건에 대한 엄격한 해석이 요청된다. 이러한 추상적 개념으로 인하여 자본시장법 위반죄에 대한 처벌이 검사의 기소 여부에 좌우되어서는 안된다. 녹비(鹿皮)에 가로왈(曰)이 되어서는 안되는 것이다.¹¹⁸⁾

116) 판결에서 인정된 사실에 의하면 위 상장회사가 취득자금의 조성 경위 중 일부를 정정공시한 이후에도 주가가 변동되지 않았다고 하는데 그렇다면 이는 취득자금에 대한 일부 사실과 상이한 기재가 관련자들의 구체적 이익과 연결되지 않았다는 점을 드러내는 것이라고 하겠다.

117) 같은 취지로, 서울고등법원 2019. 8. 22. 선고 2018노3161 판결.

118) 주식시장에서는 매년 신주발행이나 전환사채의 발행이 수십, 수백 건이 발생한다. 그런데 공시내용에 인수 자금원 등 일부 사실과 다른 기재가 있다는 사정만으로 중요사항의

특히 우리 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 모태가 된 일본이나 미국의 경우 -우리 자본시장법에 비해 가벼운 형사처벌을 규정하고 있음에도 불구하고- 실제 법 적용 자체에 소극적 태도를 보이거나, 혹은 규제의 근본취지를 고려한 제한적 해석의 노력을 기울여왔음은 시사하는 바가 크다. 더구나 불공정거래의 규제와 관련하여 집단소송이나 민사상 손해배상 책임이 주로 문제되는 미국의 경우와 달리, 경미한 위반에 대해서는 행정상 제재인 과징금을 부과하고, 중대한 위반에 대해서는 형사제재를 모색하는 우리의 경우에는, 이러한 실무상 차이를 충분히 감안할 필요가 있다. 또한 자본시장법 제178조 제1항 제2호 위반죄의 성립 여부와 관련하여, '중요사항'에 해당하는지 여부는 그 성립 여부를 결정짓는 핵심적인 구성요건임에도 불구하고, 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 추상적 개념에 대한 구체화 시도를 하지 않는다면 결국 '중요사항의 거짓 기재 또는 누락'을 하지 않았음을 피고인이 입증해야 하는 결과에 이르러 형사소송법상 증명책임의 분배원리에도 정면으로 저촉될 것이다. 형사소송에서는 민사소송이나 행정소송에 비해 그 증명의 정도 또한 훨씬 높은 수준인 고도의 증명이 요구된다는 점도 충분히 유념할 필요가 있다.

이와 같은 이유에서 이 글은 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 각 구성요건요소에 대한 구체화를 시도해보았다. 그 핵심적인 사항만을 다시 언급한다.

자본시장법 제178조 제1항 제2호의 보호법익은 기본적으로 '개별 투자자의 보호 및 자본시장의 효율성이라고 하는 시장의 기능'이다. 따라서 개별 요건 역시 이와 같은 보호법익과의 관련성하에 이해되어야 한다.

우선, 거짓의 기재 또는 누락이 있어야 한다. 이 조항은 공시와 관련된 사항에 대해서 적용되며, 거짓인지, 다시 말해 객관적 진실에 반하는지 여부는 특히 관련 법령에 규정된 일정한 문서의 기재사항의 내용, 그 기재를 요구하는 취지를 살펴 판단되어야 한다.

다음으로, '중요사항'에 대한 거짓의 기재 또는 누락이 있어야 한다. 중

허위기재로 단정하여 형사처벌 대상으로 삼게 된다면 형사처벌 여부는 오로지 검사의 기소 여부에 달려 있게 될 것이다. 중요사항, 허위, 고의 등에 관하여 검사가 적당히 몇 개의 사실만을 증명한 것으로 형사처벌하려고 해서는 안되고 그러한 사정을 합리적 의심 없이 충분히 증명하도록 해야 한다.

요사항은 의결권 있는 발행주식 총수의 5%를 상회하는가 여부의 양적 기준(qualitative test)에 비추어 1차적으로 중요성 여부를 판단할 수 있으나 확정적인 것은 아니다. 어떤 것이 ‘중요사항’인가 하는 것은 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 보호법익인 ‘시장의 기능’ 등을 왜곡시키는 정도의 행위인가라고 하는 관점에서 평가되어야 하는 것으로, 단순한 양적 기준만으로 획일적으로 결정되기는 어려운 것이기 때문이다. 따라서 양적 기준을 충족하지 못하는 사항이라고 하더라도 ‘손실을 이득으로 바꾸거나 이득을 손실로 바꾸는 것인지, 경영의 핵심적 요소에 대한 것인지, 규제조건의 충족 여부에 대한 것인지, 대출약정이나 기타 계약조건 준수에 영향을 미치는 것인지, 경영자 보상에 대한 것인지’ 등의 특별한 사정이 있는지, 그러한 특별한 사정이 시장의 기능 등을 왜곡시키는 정도인지라고 하는 충분한 평가를 거쳐 중요성을 판단해야 할 것이다. 그렇다면 유상증자와 관련하여 신주 내지 전환사채 인수인의 취득자금 조성경위는 일부 사실과 다른 기재가 있다고 하더라도 시장의 효율성 등 기능의 왜곡을 가져온다고 보기 어렵기 때문에 ‘중요사항’의 거짓기재 또는 누락이라고 볼 수는 없다.

또한 금융투자상품의 매매 등과 관련성을 가져야 하는데, 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 규제목적과 결부시켜 보면, 금융투자상품 시장에서 일어나는 모든 기업의 행위가 아니라 금융투자상품의 가격설정이라고 하는 시장의 본질적 기능을 왜곡시키는 행위여야 한다.

마지막으로, 주관적 요건으로서의 고의가 필요하다. 미국 법원의 해석 태도를 참고하면, 고의의 인정을 위해서는 행위자의 ‘동기나 기회’와 관련하여 거짓 기재 또는 누락이 어떤 구체적 이익으로 직접 연결된다는 간접사실 내지 정황사실에 대한 증거가 필요하다.

(논문투고일: 2024.2.26., 심사개시일: 2024.3.5., 게재확정일: 2024.3.27.)



▶ 노수환

자본시장법, 중요사항, 거짓의 기재, 추상적 개념, 엄격한 해석

【참 고 문 헌】

I. 단행본

- 김건식·정순섭, 자본시장법(제2판), 두성사, 2009.
- 임재연, 자본시장법, 박영사, 2016.
- 임재연, 미국증권법, 박영사, 2009.
- 神崎克郎·志谷匡史·川口恭弘, 証券取引法, 青林書院, 2006.
- 神田秀樹·黒沼悦郎·松尾直彦, 金融商品取引法コンメンタール: 不公正取引
規制·課徴金·罰則第157条~第227条金融商品の販売等に関する
法律, 商事法務, 2011.
- 川村正幸, 金融商品取引法(第3版), 中央經濟社, 2010.
- 近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 金融商品取引法入門(第3版), 商事法務, 2013.
- 山下友信·神田秀樹, 金融商品取引法概説, 有斐閣, 2010.

II. 논 문

- 구길모, “자본시장법상 ‘포괄적 사기금지규정’의 명확성 원칙상 문제점”,
안암법학 제45호, 2014.
- 김병기, “증권거래법 제188조의4에 관한 연구”, 기업법연구 제9집, 2002.
- 김성기, “중요성 결정기준에 대한 고찰”, 경영논집 제35권 제4호, 2001.
- 김순석, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 불공정거래의 규제”,
인권과정의 389호, 2009.
- 김태진, “가장납입에 관한 새로운 해석론”, 상사법연구 제32권 제1호, 2013.
- 김태진, “자본시장법상 시장질서 교란행위-구성요건의 분석과 주요 위반
사례의 검토-”, 경영법률 제29권 제3호, 2019.
- 박임출, “자본시장법 제178조의 ‘부정거래’에 관한 연구-대법원 2011.
10. 27. 선고 2011도8109 판결을 중심으로-”, 증권법연구 제14권
제2호, 2013.
- 서완석, “자본시장법상의 시세조종행위 규제”, 상사판례연구 제22집

- 제3권, 2009.
- 서완석, “자본시장법상 부정거래의 해석 및 적용”, 가천법학 제6권 제3호, 2013.
- 신상훈, “자본시장법 제178조 ‘부정거래행위’의 유형화와 형벌의 적용범위 -한계기업의 자금조달행위를 중심으로-”, 안암법학 제53호, 2017.
- 안수현, “불공정거래행위 규제법제의 새로운 전개 - 자본시장 및 금융 투자업에 관한 법률(안)의 불공정거래행위 규제를 중심으로 -”, BFL 제22호, 2007.
- 유진호, “미국 연방 증권거래법 Section 10(b)상의 사기 및 시세조정적 행위 금지 규정에 관한 연구”, 한국 법제연구원 최신외국법제정보, 2008.
- 이상돈, “주가조작의 형사책임”, 저스티스 제89호, 2006.
- 이진국, “형법상 법정형중심적 해석에 관한 소고”, 동아법학 제54호, 2012.
- 정규운, “증권시장의 신종 불공정거래행위”, BFL 제25호, 2007.
- 정순섭, “불공정거래법제의 현황과 해석론적 과제”, BFL 제43권, 2010
- 진상범, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제162조 제1항에서 정한 ‘중요 사항’의 의미 및 중요사항에 관하여 거짓의 기재·표시나 누락이 있는지 판단하는 기준 시기”, 대법원판례해설 제105호(2015년 하), 2016.
- 최승재, “자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구”, 금융법연구 제6권 제2호, 한국금융법학회, 2009.
- 최종열, “자본시장법상 부정거래행위 금지규정의 적용 확대에 대한 비판론과 적용기준 제안 -미연방대법원 *Lorenzo v. SEC* 판결(2019)과 국내 판결례 또는 집행사례를 중심으로-”, 인권과정의 제495호, 2021.
- 표성수, “자본시장법상 부정거래의 해석 및 적용”, 가천법학 제6권 제3호, 2013.
- 近藤光男, “不公正な証券取引規制に関する一考察”, 河本一郎先生古稀祝賀『現代企業と有価証券の法理』, 有斐閣, 1994.
- 松尾直彦, “金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題(3)”, 商事法務 1825号, 2008.
- Alan B. Levenson, *The Role of the SEC as a Consumer Protection Agency*, 27 BUS. LAW., 1971.
- Barbara Black, *The Second Circuit’s Approach to the “In Connection With” Requirement of Rule 10b-5*, 53 BROOK. L. REV., 1988.

- Dennis W. Carlton & Daniel R. Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 STAN. L. REV., 1983.
- Steve Thel, The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act, 42 STAN. L. REV., 1990.
- David S. Ruder, Civil Liability Under Rule 10b-5: Judicial Revision of Legislative Intent?, 57 NW. U. L. REV., 1963.
- Hillary A. Sale, Heightened Pleading and Discovery Stays: An Analysis of the Effect of the PSLRA's Internal-Information Standard on '33 and '34 Act Claims, 76 WASH. U.L.Q., 1998.
- James J. Park, Rule 10b-5 and the Rise of the Unjust Enrichment Principle, Duke Law Journal, 2010.
- Lynn A. Stout, Type I Error, Type II Error, and the Private Securities Litigation Reform Act, 38 ARIZ. L. REV., 1996.
- Michael P. Dooley, Enforcement of Insider Trading Restrictions, 66 VA. L.REV., 1980.
- Steven L. Schwarcz, Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, U. ILL. L. REV., 2002.
- Victor Brudney, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws, 93 HARV. L. REV., 1979.

III. 기 타

장영민·조영관, “증권범죄에 관한 연구”, 한국형사정책연구원 연구보고서, 1996.

Abstract

Article 178 (1) 2 of The Capital Market Act and the principle of legality

Su Hwan, Roh

To suppress unfair trading practices in the capital market, Article 178 (1) 2. of the Capital Market Act uses the very abstract concept of "False description or omission of important matters".

However, since the violation of this provision is punishable by the heaviest penalty among the penalty provisions of the Capital Market Act, Strict interpretation of the requirements of Article 178 (1) 2. of the Capital Market Act is required. Due to this abstract concept, Punishment for crimes of violating the Capital Market Act should not be left to the discretion of the prosecutor's indictment.

Regarding the establishment of a crime of violating Article 178 (1) 2 of the Capital Market Act, whether or not it corresponds to an important matter Is a key element that determines its establishment, if no attempt is made to concretize the abstract concept of Paragraph 2 of Article 178 of the Capital Market Act, The defendant will eventually have to prove that he or she "did not make a false description or omission of an important matter," which will directly conflict with the principle of the distribution of the burden of proof in criminal procedure law.

For this reason, this paper attempts to concretize each constituent element of Paragraph 2 of Article 178 of the Capital Market Act.I will only mention the key points again. The protected legal interest of Article 178 (1)

2 of the Capital Market Act is basically "Protection of individual investors and the efficiency of the capital market as a market function." Therefore, each individual requirement should also be understood in relation to this protected legal interest.

First, there must be a false description or omission. This provision applies to matters related to disclosure, and whether it is false, or in other words, whether it is contrary to objective truth, should be judged by examining the content of the description of a certain document prescribed by the relevant laws and regulations, and the intention of requiring the description.

Next, there must be a false description or omission of an "important matter." The importance of an important matter can be judged primarily by the quantitative criterion (qualitative test) of whether or not it exceeds 5% of the total number of voting shares issued, but it is not definitive. What constitutes an important matter should be evaluated from the perspective of whether it is an act that distorts the "market function", which is the protected legal interest of Paragraph 2 of Article 178 of the Capital Market Act, because it is difficult to uniformly determine it only on a simple quantitative basis.

Therefore, even if it is a matter that does not meet the quantitative criterion, It is necessary to carefully evaluate whether there are any special circumstances, such as "whether it turns losses into gains or gains into losses", "Whether it is about a core element of management," "Whether it is about compliance with regulatory conditions," "Whether it affects compliance with loan agreements or other contract terms," or "whether it is about management compensation," and whether such special circumstances distort the market function, etc.

In that case, even if there is a difference in the description of the fund-raising process of the underwriters of new shares or convertible bonds in relation to the paid-in capital increase, it cannot be considered a "false description or omission of an important matter" because it is difficult to see

that it distorts the function of the market, such as its efficiency. In addition, it must be related to the trading of financial investment products, etc. But when combined with the regulatory purpose of Paragraph 2 of Article 178 of the Capital Market Act, it is not all corporate activities that take place in the financial investment product market, but it must be an act that distorts the essential function of the market, such as the pricing of financial investment products. Finally, subjective intent is required. Referring to the interpretation attitude of the US courts, in order to recognize intent, proof of indirect facts or circumstantial facts is required regarding the specific benefits to which the false description or omission is directly linked, in relation to the "motive or opportunity" of the actor.



Su Hwan, Roh

The Capital Market Act, False description, Important matters,
Abstract concept, Strict interpretation