

내부자거래 관련 주요 판례의 동향 및 자본시장법상 미공개중요정보 이용행위 금지 규정

두 호 철*

목 차

- | | |
|--------------------------|--------------------|
| I. 들어가며 | IV. 국내 판례의 동향 |
| II. 내부자거래의 개념 | 1. 내부자거래 규제의 연혁 |
| 1. 의의 | 2. 신정제지 사건 |
| 2. 규제 목적 | 3. 바르크 사건 |
| 3. 규제에 대한 찬반론 | 4. 신동방 사건 |
| 4. 규제의 이론적 근거 | 5. 화승강업 사건 |
| III. 미국 판례의 동향 | 6. LG카드 사건 |
| 1. 내부자거래 규제의 연혁 | V. 자본시장법상 내부자거래 규제 |
| 2. Texas Gulf Sulphur 사건 | 1. 주요 변화사항 개괄 |
| 3. Chiarella 사건 | 2. 구 증권거래법과의 비교 |
| 4. Dirks 사건 | 3. 향후 개선과제 |
| 5. O'Hagan 사건 | VI. 마치며 |

I. 들어가며

오늘날 자본시장은 공시 규제와 불공정거래 규제의 양대 지주에 의해 지탱이 되고 있다. 이 중에서 다시 불공정거래 규제는 내부자거래 혹은

* 건국대학교 법학전문대학원 법학전문석사과정.

미공개중요정보 이용행위와 시세조종으로 이루어져 있다.

내부자거래 규제는 미국에서 발달하여 각국에 보급이 되었고, 우리나라 구 증권거래법에서도 미국법을 참고로 한 일본법을 본받아 1987년에 도입된 뒤 몇 차례의 개정이 있었다.¹⁾

현 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다.)에서 불공정거래는 내부자거래 등 불공정거래의 제한(제172조 내지 175조), 시세조종행위 등의 금지(제176조 내지 177조), 부정거래행위 등의 금지(178조 내지 180조)를 모두 포함하는 것으로서, 증권의 불공정거래를 이전 증권거래법 제188조의 4(시세조종 등 불공정거래의 금지)에서보다 포괄적인 의미로 기술하고 있다.

이하에서는 미국과 한국의 내부자거래 관련 중요 판례들의 내용을 정리하고 그에 따른 이론적 근거와 내부자거래에 대한 법원의 입장을 정리한 연후에 현 자본시장법상에서의 미공개중요정보 이용 금지 규정의 내용과 비교하여 그간의 판례 동향이 법규정상에서 어떻게 반영되었는가와 추가적인 개선점은 없는지 살펴보도록 하겠다.

II. 내부자거래의 개념

1. 의의

내부자거래(insider trading²⁾)는 일반적으로 이사와 같은 회사의 ‘내부자’가 자신의 지위를 통하여 취득한 미공개의 중대한 정보(‘미공개 정보’)를 이용하여 회사의 증권 또는 이를 기초로 한 금융투자상품을 거래

1) 하삼주, “미국법상 내부자거래 규제론”, 「상사법연구」 제20권 제2호, 한국상사법학회, 2001, 290면.

2) 영국에서는 Insider Dealing이라는 용어가 사용된다.

하는 행위를 말한다.³⁾ 이때, 금융투자상품의 거래자 사이의 비대칭이 내부정보에 근거한 경우에 해당되는 것이다.

미국에서는 ‘내부자거래를 거래상대방이나 일반투자자들이 접근할 수 없는 정보에 접근할 수 있는 자가 하는 증권의 매수 또는 매도’ 혹은 ‘내부자가 회사에 관한 중요하고 미공개된 정보에 기하여 공개시장에서 거래되는 주식을 매수 또는 매도하는 것’이라고 정의되고 있다.⁴⁾

2. 규제 목적

주식투자에 있어서의 위험이라는 것은 투자자가 회사의 실적이나 경제동향에 대한 잘못된 판단을 내림으로써 발생하는 것이 일반적이므로, 타인의 정보를 이용하지 못하거나 그릇된 분석으로 손실을 입는 것은 어쩔 수 없는 일일 것이다. 하지만 투자자의 손실이 회사의 내부자만이 접근할 수 있는 정보에 기인한 것이고 내부자가 그 정보가 일반인에게 알려지지 않은 상태를 이용하여 이득을 취한 것이라면, 이는 윤리적인 측면에서 용납될 수 없는 것이다. 즉, 내부자거래 규제는 불공정한 정보 비대칭으로부터 거래상대방을 보호하고자 하는 것이다.

또한, 내부자거래는 궁극적으로 시장에 대한 일반투자자의 신뢰를 잃게 하여 증권시장의 건전한 발전에도 악영향을 끼치게 되므로 자본시장에 대한 투자자의 신뢰 유지를 위해서도 그 규제가 필요하다 할 것이다. 이 같은 취지는 내부자 거래 여부를 판단함에 있어 해석론적으로 준거가 될 수 있을 것이다.

3) 김건식·정순섭, 「자본시장법」, 두성사, 2009, 272면.

4) 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2010, 710면.

3. 규제에 대한 찬반론

현재 미국은 물론이고 영국, 독일, 일본 등 다수의 선진국들은 내부자 거래를 금지하고 있다. 하지만, 일부 학자들 사이에서는 내부자거래 규제에 대한 반대론이 제기되고 있는 상황이다.

규제 반대론자들은 (1) 미공개정보가 주가에 조기 반영되어 시장의 효율성을 높이고, (2) 내부자가 회사의 업적이 향상될 것이라는 점을 알고 그 정보 공개를 전후하여 해당 회사의 주식을 매수/매도하여 얻는 이익의 내부자에 대한 적절한 보상수단이며, (3) 내부자거래로 인해 손해를 보는 자는 없고, (4) 내부자거래에 의해 정보 공개에 따른 급격한 가격 변동을 완화시키는 효과가 있다고 주장한다.

반면에 규제 찬성론자들은 (1) 내부자는 정보공시에 앞서서 증권을 매매하고자 할 것이어서 정보공시를 늦추게 할 수 있고, (2) 회사의 실적이 나빠진 경우에 내부자가 보유주식을 매도하여 손실을 회피하는 것이 보수로서 정당화되기 어렵고, (3) 내부자거래는 시장에 대한 불신을 초래하며 일반투자자들이 시장을 떠나는 결과를 가져올 수 있다고 한다.

현재 우리나라에서는 대법원⁵⁾과 헌법재판소⁶⁾ 모두 내부자거래 규제의 필요성을 인정하고 있다.

5) ...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 법이 위와 같이 내부자의 거래를 금지하고 있는 것으로 이해된다(대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결(신정제지 사건)).

6) 내부자거래에 대한 규제의 목적은 증권매매에 있어 정보 면에서의 평등성, 즉, 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 증권거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동일한 기능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데에 있는 것이다(헌재 2002. 12. 18. 선고 99헌바105, 2001헌바48(병합) 결정).

4. 규제 의 이론적 근거

내부자거래에 대한 규제가 시작된 미국의 경우 증권감독위원회(SEC)나 의회는 법률이나 규정을 통한 내부자거래의 법률상 정의를 따로 마련하고 있지는 않다. 다만, 연방법 차원의 사기금지규정에 따른 판례법을 중심으로 발전하여 왔다.⁷⁾ 이러한 과정에서 내부자거래를 규제하는 이론적 근거에 관하여 학계는 물론 각 법원들마다 많은 논란이 있었다. 이하에서 그와 관련된 주요 판례들을 소개하면서 관련된 규제 근거에 대해 논의해보고자 한다.

Ⅲ. 미국 판례의 동향

1. 내부자거래 규제의 연혁⁸⁾

영미의 보통법 체제하에서는 정보의 불균형상태에서 거래가 이루어진 경우, 손해를 입은 거래자가 특별히 보호되지는 않았다. 즉, ‘34년법’이 제정되기 이전까지는 미국의 많은 법원들이 불공시가 증권거래에 있어서 어떠한 폐해도 가져온다고 보지 않았다.

1929년 검은 목요일(Black Thursday)이라 불리는 증권시장 붕괴와 그에 이은 대공황에 대한 책임의 상당부분이 증권시장에서의 내부자거래 또는 주가조작 행위에서 비롯되었다는 판단 하에 내부자거래를 규제하기 위한 입법적 노력이 시도되었다. 이에 연방의회는 1933년 증권법과 1934년 증권거래법을 제정하였다. 특히 34년 증권거래법 제16조 (b)항은 내

7) 김광록, “미국법상 내부자거래에 관한 규제 법리와 자본시장법”, 「상사판례연구」 제22호 제2권, 상사판례연구회, 2009, 291면.

8) 김정수, 「현대증권법원론」, 박영사, 2002, 595-602면.

부자의 단기매매차익 반환의무를 규정하였는데, 1942년에 34년법을 개정하여 제10조 (b)항을 신설하였고, 동 규정의 위임에 따라 SEC Rule 10b-5가 제정되었다. 이 Rule 10b-5가 사기적이고 시세조종적인 행위를 규제하기 위하여 고안된 포괄적 사기금지조항으로 미국의 내부자거래를 규제하는 실질적 규정이 되었다.

1980년대 들어서서 내부자거래규제를 위한 강력한 입법의 필요성을 반영하여 1984년 ‘내부자거래규제법(ITSA)’와 1988년 ‘내부자거래 및 증권사기규제법(ITSFE)’을 제정하기에 이르렀다. 이를 통해 SEC에 의한 민사제제금의 부과, 벌금의 상한선 증액, 고용주와 지배자에 대한 책임 부과, 정보제공자에 대한 포상금제도 도입, 형사처벌의 강화 등이 가능해졌다.

2. Texas Gulf Sulphur 사건⁹⁾

가. 사건 개요

1963년 Texas Gulf Sulphur(TGS)는 지질탐사 도중 지하광물을 발견하였으나, 부지 매입을 위해 이 사실을 비밀에 부쳤다. TGS의 이사, 임원 및 일부 직원들이 정보가 일반에 공개되기 이전에 회사 주식을 대량 매입하였고, 매장 사실이 시장에 공개되자 주식을 매각하여 상당한 차익을 실현하였다.

나. 연방항소법원의 판결

내부자거래규제의 근거인 34년법 10(b)는 모든 거래자는 중요한 정보에 동등한 접근이 보장되어야 한다는 증권시장의 정당한 기대를 인정하였다. 따라서 누구라도 사적인 목적을 위하여 거래의 상대방이 접근할 수 없는 정보를 취하기 위해 기업의 비밀정보에 접근하는 것은 허용되지

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

않는다고 판단하였다. SEC Rule 10b-5는 34년법 제10(b)가 규정하고 있는 내부자, 즉 이사, 임원 및 주요주주 등 전형적인 내부자뿐만 아니라 미공개정보를 알고 있는 모든 자에게 적용된다고 판시하였다. 회사와 특별한 관계에 있지 않음에도 불구하고 미공개정보의 소유만으로도 당해 정보의 공시 또는 포기 의무가 존재한다는 것이다.

다. 정보소유이론 (Knowing possession theory)

이 이론은 내부정보의 공시의무를 내부자가 중요한 미공개의 정보를 보유하고 있다는 사실 자체에서 도출한다. 정보가 불균형한 상태에서 거래를 하는 것은 내재적으로 불공정하다는 것이다. 이 견해에서 도출되는 ‘Disclose or Abstain(공시 혹은 회피) 원칙’은 누구든지 중요한 미공개 정보의 정보를 보유한 자는 거래의 상대방에게 그 정보를 공시할 의무를 부담하여 공시를 하지 않으면 거래를 단념해야 한다는 규제 원칙이다.

이 원칙의 적용 요건으로는 ① 누군가의 개인적인 이익을 위한 것이 회사목적만을 위해서만 이용할 정보에 직접 또는 간접으로 접근할 수 있는 ‘관계’의 존재, ② 자신의 거래상대방은 그러한 정보를 알지 못한다는 사실을 알면서 정보를 이용하는 ‘행위의 내재적 불공정성’을 들 수 있다.

다만, 미공개정보인지의 여부만이 중요하고 정보의 취득방법이나 행위자의 내부자여부는 중요치 않다는 점이 문제로 지적된다. 즉, 모든 투자자에게 공시의무를 절대적으로 적용하는 경우에 자신의 노력과 분석 등으로 획득한 정보를 이용하는 경우까지 금지 대상이 되어 주식시장의 침체를 야기할 수 있다는 부정적인 측면이 있다는 것이다.

3. Chiarella 사건¹⁰⁾

가. 사건 개요

Chiarella는 뉴욕 소재 인쇄소 Pandick Press에 근무하는 인쇄공이었다. Chiarella는 기업매수 관련 자료를 인쇄하면서 공란으로 되어 있는 기업명을 문맥을 통해 추측하여 대상기업의 주식을 매입한 후 공개매수가 공표되면 주식을 매도하였다. 이러한 방식으로 총 14개월에 걸쳐 약 \$30,000의 이득을 취하였다. 2심이었던 제2연방항소법원은 정보소유이론을 그대로 적용하여 내부자거래 혐의를 인정하였다.

나. 연방대법원의 판단

연방대법원이 내부자거래에 대해 최초로 판단한 사안으로서, ‘Disclose or Abstain(공시 또는 회피) 의무’를 부담하는 자는 기업 또는 주주에 대해 신인의무를 가지는 내부자에 국한되어야 한다는 원칙 제시하였다. 연방대법원은 Chiarella가 기업의 내부자가 아니며, 대상기업으로부터 미공개정보를 입수한 것도 아니기 때문에 해당 정보에 대한 공시의무가 없다고 판단하여 무죄를 선언하였다. 즉, Chiarella는 기업, 주주 및 거래 상대방 누구에 대해서도 ‘믿음과 신뢰의 관계’를 가지지 않는다는 것이다.

다. 신인의무이론 (Fiduciary duty theory)

포괄적 사기금지 조항은 Rule 10b-5를 해석함에 있어서 미공개 중요 정보를 소유하고 있는 자가 그 정보를 회사와의 신인의무(Fiduciary Duty)관계에서 획득한 경우에만 거래금지 혹은 공시의무를 부담한다는 이

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

론이다. 또한, 외부자의 경우에는 내부자가 신인의무를 위반하여 정보를 제공하는 것을 알면서 내부정보를 수령한 경우에만 처벌이 가능하다.

그러나 증권시장에서의 거래는 서로를 알 수 없는 투자자끼리의 거래이며 여기에는 신인의무관계가 전혀 없다는 점에서 이 이론의 문제점이 발생한다. 또한, 임원이 주주에 대하여 직접 신인의무를 지고 있더라도 현재의 주주에게만 해당되며, 새로이 주주가 되는 매수자에 대해서는 신인의무를 지지 않기 때문에, 임원이 기존주주로부터 주식을 사는 경우는 신인의무가 인정될 수 있지만 매각하는 경우에는 그 의무가 없다는 점도 문제점으로 지적된다.

4. Dirks 사건¹¹⁾

가. 사건 개요

Equity Funding의 전 임원인 Secrist는 뉴욕 증권사의 임원인 Dirks에게 전 직장의 사기 혐의에 대해 정보를 제공하였다. 이에 Dirks는 그 정보를 고객과 투자자들에게 제공하였고, 이들 중 일부는 주식을 매각하였다. 동시에 Dirks가 해당 회사에 대한 조사를 진행하면서 이 같은 정보가 시장에 유포되어 Equity Funding의 주가가 폭락하고 주식은 거래정지 당하였다. 이후, 캘리포니아보험당국이 조사에 착수하여 사기의 증거를 발견하고 Equity Funding사는 법정관리에 들어가게 된 사안이다. 이에 대해 항소법원은 Dirks의 내부자거래 혐의를 인정하였다.

나. 연방대법원의 판단

정보수령자의 공시 의무는 내부자, 즉 정보제공자의 신인의무에서 파

11) Dirks v SEC, 463 U.S. 646(1983).

생된다고 하였다. 정보수령자는 정보제공자의 행위가 신인의무를 위반하여 행해지는 것이라는 점을 알았거나 과실로 알지 못할 경우에만 책임을 진다. 즉, 정보제공자가 개인적인 이득을 위한 경우에만 주주들에 대한 신인의무를 위반한 것이 된다.

그러므로 종업원이 정보를 제공한 것은 개인적인 이익을 위해서가 아니라 회사의 부정을 막기 위한 것으로 신인의무에 위반한 정보제공으로 볼 수 없고, 정보제공자가 신인의무를 위반하지 않았으므로, 정보수령자 또한 공시의무를 위반한 것이 아니라고 판단한 것이다.

다. 시사점

Chiarella 판결의 입장을 재확인하였다. 즉, 내부자거래의 책임은 신인의무위반에 근거해야 하며, 34년법 10(b)나 Rule 10b-5가 미공개중요 정보를 이용한 모든 거래를 금지하는 것은 아니라는 것이다. 정보수령자의 책임은 정보제공자의 책임으로부터 파생하는 것이기 때문에, 정보제공자의 신인의무위반이 있어야 하고, 그 사실을 알았거나 과실로 알지 못하는 경우에만 책임을 지게 된다는 것이다. 또한, Chiarella 판결과 비교하여 특이한 점은 회사와 전혀 관련이 없었던 인쇄공 Chiarella와는 달리 해당 기업의 주식을 거래하는 고객을 상대하는 증권사의 임원일지라도 정보제공자의 신인의무 위반이 없으므로 내부자거래에 해당하지 않았다는 점이다. 이는 해당 판결이 내부자거래의 규제 범위를 축소시키는 일련의 과정에서 의미를 갖는다고 할 것이다.

5. O' Hagan 사건¹²⁾

가. 사건 개요

12) United States v O'Hagan, 521 U.S. 642(1997).

런던에 본사를 둔 Grand Metropolitan은 미국회사 Pillsbury에 대한 공개매수를 시도하고자 법률회사 Dorsey & Whitney 고용하였다. O'Hagan은 D&W의 파트너로 직접 사건에 관여하지는 않았으나, 공개매수정보를 입수한 후 Pillsbury의 주식과 옵션을 취득하였고, 공개매수가 발표된 후 주식과 옵션을 처분하여 \$430만 이상의 이익을 취하였다. 이와 관련, SEC는 조사 이후 57개 죄목으로 기소한 사안이다. 이에 대해 지방법원은 유죄, 항소법원은 무죄판결을 내렸다.

나. 연방대법원의 판단

SEC의 부정유용이론을 받아들여, 항소심을 파기하고 O'Hagan의 내부자거래를 인정하였다. 기업의 '외부자'가 미공개정보를 이용하여 행한 증권거래는 거래상대방에 대한 것이 아니라 정보소스에 대한 신인의무를 위반하는 것이 되어 34년법 10b(b)와 Rule 10b-5에 위반된다는 것이라는 판단이다. 부정유용이론이 처음으로 채택된 판결이다. 다만, 이전 Chiarella 판결에서 Burger 대법원장은 부정유용이론에 기하여 인쇄공인 피고인은 적어도 회사의 재산을 유용한 것으로 보아 유죄로 볼 수 있다는 소수의견을 밝힌 적이 있었다.

다. 부정유용이론(Misappropriation theory)

이 이론은 기존 신인의무이론의 단점을 보완하기 위한 이론으로, 회사의 외부자에 의한 거래에도 적용하기 위한 이론이다. 즉, 미공개 정보에 대한 권리를 가진 자(정보 소스)에 대한 기망에 중점을 두어, 미공개정보를 보유한 자가 거래상대방에 대하여 신인의무를 지지 않더라도 정보소스로부터 정보를 유용한 경우 내부자거래가 성립하게 된다. 이 경우 거래 당사자 사이에 신인관계가 없더라도 자신의 고용주나 고용주의 고객에

대한 신인의무를 위반한 경우에 내부자거래 규제 대상행위로 간주하여 신인의무이론에 의해 축소된 규제범위를 다시 확장하였다.

그러나 정보유용이론은 정보수령자가 미공개정보를 실제로 주식 거래에 이용한 경우나 주식의 거래가 있을 때에 미공개정보를 자신이 단순히 보유하고 있음을 인지하고 있는 때에도 동일하게 Rule 10b-5의 책임을 묻는다는 데에 문제가 있다. 또한, 업무와 관련하여 신인의무가 존재한다고 보기 어려운 가족 간의 정보 제공 문제나 증권분석가에게 관행적으로 한 선택적 공시의 경우에도 신인의무를 위반한 사기로 판단해야 하는 어려움이 존재한다. 이 때문에, SEC는 선택적 공시와 관련하여 Regulation FD와 내부자거래와 관련한 Rule 10b5-1과 Rule 10b5-2를 새롭게 제정하게 되었다.¹³⁾

IV. 국내 판례의 동향

1. 내부자거래 규제의 연혁¹⁴⁾

1962년 증권거래법이 처음 제정될 당시에는 내부자거래에 대한 규제 내용이 없었다. 증권거래법에서 내부자거래를 규제하기 시작한 것은 1976년 회사내부자에 의한 내부자거래를 방지하기 위하여 주요주주 및 임직원의 단기매매차익반환 규정이 신설되면서부터이다. 이후 1982년에 주요주주 및 임원의 소유주식보고의무 규정 및 공매도금지 규정이 추가되었다. 이때에도 내부자거래는 간접적으로만 규제되고 있었다. 미공개중요정보 이용행위에 대한 규제는 1987년에 미국의 34년법 10(b) 및 SEC Rule 10b-5를 받아들여 금지규정을 신설하고 위반행위에 대한 벌칙규정을 마련하였다. 이 때 형사책임과 별도로 손해배상책임에 관한 규정이

13) 김광록, 앞의 논문, 298면.

14) 한국증권법학회, 「자본시장법 주석서I」, 박영사, 2009, 855-856면.

마련되었다. 1991년 전체적인 체계를 손질하면서, 내부자의 범위를 회사 내부자, 준내부자 및 정보수령자로 규정하고 내부정보의 범위를 상장법인의 신고사항으로 구체화하고, 신고사항 중 특히 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로 한정하였다. 1997년 개정에서는 징역형과 벌금형을 병과할 수 있도록 벌칙 규정에 대한 개정이 있었고, 2002년에는 벌칙규정을 개정하여 미공개중요정보 이용행위로 얻은 이익이나 회피한 손실액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역, 50억 원 이상일 때는 무기 또는 5년 이상의 유기징역에 처하도록 벌칙규정을 대폭 강화하였다.

2. 신정제지 사건¹⁵⁾

가. 사건 개요

피고인 1이 신정제지의 최대주주인 공동피고인 2주식회사의 대표이사 및 위 공동피고인 2주식회사가 관리·운영하는 첨단산업투자조합의 업무집행조합원의 지위에서 그의 평소의 직무와 관련하여 신정제지가 극도의 자금난에 시달리고 있다는 사실과 이와 같은 신정제지의 경영 상태에도 불구하고 그 주식이 증권거래소에 상장된 직후 그 시초가가 터무니없게 고가로 조작된 사실 등을 알고 있었음에도, 다른 투자자들이 이러한 사실을 알지 못하는 사이에 이를 이용하여 부당하게 이익을 취하거나 손실을 회피하려는 의도 하에 1992년 2월 1일부터 2월 17일까지 공동피고인 2주식회사 및 첨단산업투자조합 소유의 주식 합계 482,000주를 전부 매도한 사안이다.

15) 대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결.

나. 법원의 판단 (유죄 인정)

(1) ‘투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 수 있는 정보’는 구 증권거래법 제186조 제1항 제1호 내지 제11호에 그 사실 등의 유형이 개별적으로 예시되고 나아가 제12호에 포괄적으로 규정되어 있는 ‘법인경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 사실’들 가운데, 합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교평가 하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를 가리키는 것이라고 해석함이 상당하고, 나아가 그 정보가 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지 필요로 하지는 아니한다.

(2) 또한, 비록 미공개정보를 이용한 유가증권거래행위가 법조항의 위임에 따른 재무부령이 제정되기 전에 이루어진 경우에도 재무부령에 위임하고 있는 사항은 당해 법인이 다수인으로 하여금 알 수 있도록 일반인에게 정보를 공개하는 방법과 그 방법에 따라 그 정보가 공개된 것으로 보게 되는 시점에 관한 것일 뿐이라고 해석되므로, 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보가 어떤 방법으로든지 일반인에게 전혀 공개되지 아니하였다면, 그 정보가 공개되기 전에 그 정보를 이용하여 이루어진 내부자거래는 구법 제188조의 2 제1항의 규정에 위반한 행위로 보아야 한다.

다. 검토

상장 직후에 부도가 나고 그 과정에서 시세조종과 내부자거래가 발생 한 사안으로 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’의 의미에 대하여 판시하였다는 점에서 주목되는 판결이다.

3. 바로크 사건¹⁶⁾

가. 사건 개요

피고인은 상장회사인 바로크가구의 상무이사로 1992년 12월 하순경 증권회사 영업부장으로 있던 친구 공소외인이 매출액과 당기순이익의 추정치에 대해 문자 거의 맞는다고 확인하여 주었고, 공소외인이 이를 자신의 고객들에게 알려주어 일반인에게 공개되지 않은 중요한 정보를 이용하여 해당 회사의 주식을 거래한 사안이다.

나. 법원의 판단 (유죄 인정)

(1) ‘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 말하고, 상장회사의 추정 영업실적이 전년도에 비하여 대폭으로 호전되었다는 사실은 그 회사의 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 것임이 분명하므로, 그에 관한 매출액, 순이익 등의 추정 결산실적 등의 정보는 중요정보에 해당한다.

(2) 어떤 정보가 당해 회사의 의사에 의하여 재무부령이 정하는 바에 따라 공개되기까지는 그 정보는 여전히 내부자거래의 규제 대상이 되는 정보에 속하므로, 회사가 추정 결산결과를 공개한 사실이 없는 이상, 비록 일간신문 등에 그 추정 결산결과와 유사한 내용으로 추측 보도된 사실이 있다고 하더라도, 그러한 사실만으로는 그 회사의 추정 결산실적이

16) 대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결.

일반인에게 공개된 정보라거나 또는 그로 인하여 그 회사가 직접 집계하여 추정한 결산 수치가 중요한 정보로서의 가치를 상실한다고 볼 수 없다.

다. 검토

예측정보인 회사의 추정 결산 실적정보에 대해서도 중요성을 인정하였고, 영업부장이 피고인에게서 추정 결산 정보를 수령하여 이를 고객에게 이용하게 한 시점에서 추측 기사가 있더라도 이는 일반인에게 공개된 사실이 아니라는 점을 판시한 판결이다.

4. 신동방 사건¹⁷⁾

가. 사건 개요

중앙일보 기자인 A는 피고인의 형으로, 1998년 8월 17일 신동방의 홍보이사가 중앙일보사에 취재요청과 함께 모사전송한 보도자료 등을 통하여 상장법인인 신동방에서 그 다음날 무세제 세탁장치를 개발하여 시연회를 한다는 사실을 알게 되자 그 기사가 보도되기 전인 그 날 22:00쯤 피고인에게 전화를 걸어 그 사실을 알려주고 피고인은 그 다음날 신동방의 주식을 매수하였다가 그 후 무세제 세탁장치개발 사실이 언론에 보도되어 주가가 급상승한 후인 그 달 20일부터 그 해 9월 8일까지 매수한 주식을 매도하여 약 4억 6천만 원의 매매차익을 취득함으로써, 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 김진일로부터 받고 신동방이 발행한 주식의 매매와 관련하여 다른 사람으로 하여금 그 정보를 이용하게 하였다.

17) 대법원 2002. 1. 25. 선고 2000도90 판결.

나. 법원의 판단

(1) 1심 및 항소심 (공동정범 인정)

구 증권거래법 제188조의2 제1항 위반의 죄는 ‘내부자 또는 준내부자로서 직무와 관련하여 법인의 미공개정보를 알게 된 자’ 또는 ‘이들로부터 당해 정보를 수령한 자’라는 신분을 구성요건으로 하는 일종의 진정신분범이라고 할 것이지만 형법 제33조에 의하여 법 제188조의2 제1항에서 정한 신분이 없는 자라도 그러한 신분있는 자의 범행에 관하여 공동가공하여 범죄를 실현하려는 의사의 결합이 이루어지면 그와 같은 신분관계가 없다 하더라도 법 제188조의2 제1항 위반죄로 처벌할 수 있다고 보아 피고인에 대한 증권거래법위반죄(공동정범)를 유죄로 인정하였다.

(2) 대법원 (무죄)

구법 제188조의2 제1항은 내부자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제1차 정보수령자가 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위만을 금지하고 있을 뿐 제1차 정보수령자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제2차 정보수령자 이후의 사람이 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위를 금지하지는 아니하므로, 제2차 정보수령자 이후의 사람이 전달받은 당해 정보를 이용하거나 다른 사람에게 이용하게 하는 행위는 그 규정조항에 의해서는 처벌되지 않는다.

제2차 정보수령자의 그와 같은 관여행위에 관하여 이를 처벌하는 규정이 없는 이상 그 입법취지에 비추어 제2차 정보수령자가 제1차 정보수령자로부터 제1차 정보수령 후 미공개 내부정보를 전달받아 이용한 행위가 일반적인 형법 총칙상의 공모, 교사, 방조에 해당된다고 하더라도 제2차 정보수령자를 제1차 정보수령자의 공범으로서 처벌할 수는 없다고 판시한 판결이다.

다. 검토

대법원은 법이 규제하고 있는 정보수령자의 범위에 ‘제2차 정보수령자’는 포함되지 않는다는 점을 분명히 하였다. 이는 내부자와 특별한 관계에 있는 제1차 정보수령자의 이용행위 또는 정보제공행위의 처벌로 충분하며, 정보가 전달되는 과정에서 상당히 변질된 소문 수준의 정보가 되기 마련이어서 제2차 정보수령자의 처벌을 부정하였다.¹⁸⁾

그러나 제2차 정보수령자의 이용행위가 내부자나 제1차 정보수령자와 본질적으로 다르다고 볼 이유가 없다. 미국의 경우도 신인의무이론 단계에서도 제2차 정보수령자에 대한 규제가 법리적으로 문제가 되지 않는다. 이는 현 자본시장법에서도 동일하게 규정되어 있어 향후 입법적 해결이 필요할 것으로 보인다.

5. 화승강업 사건¹⁹⁾

가. 사건 개요

피고인은 화승강업을 인수하기 위해 대주주인 화승R&A와 화승강업 주

18) “미공개 내부정보의 1차 정보수령자가 그 내부정보를 피고인에게 전달하자 피고인이 그 정보를 이용하여 특정 회사의 주식을 매매한 후 그 수익을 분배하자고 제안하였고 1차 정보수령자가 이를 승낙하여 범행을 공모한 후 그에 따라 주식을 매매한 사안에서, 비록 1차 정보수령자가 주식거래를 직접 실행한 바 없다 하더라도 공범인 피고인의 주식거래행위를 이용하여 자신의 범행의사를 실행에 옮긴 것으로 보아야 할 것이고, 여기에 주식매수자금 대부분을 자신이 제공한 점, 주식매매를 통해 얻은 매매차익의 60% 정도가 자신에게 귀속된 점 등의 사정까지 종합해 보면, 피고인과 1차 정보수령자의 위 주식거래는 1차 정보수령자가 1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용한 행위에 해당하고, 피고인은 1차 정보수령자의 위와 같은 행위에 공동 가담한 것으로 보아야 한다.”고 판시하여 1차 정보수령자가 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용하는 행위에 2차 정보수령자가 공동 가담하였다면 그 2차 정보수령자를 1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 수 있다고 하였다(대법원 2009. 12. 10. 선고 2008도6953 판결).

19) 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결.

식 290만주를 인수하는 계약을 체결하고, 이를 기화로 위 회사 주식을 본인과 사위 명의로 주식을 거래하여 직무상 미공개정보를 이용한 사안이다.

나. 법원의 판단

(1) 1심 및 항소심

모두 미공개 정보이용금지 위반 부분은 무죄를 선고하였다.

(2) 대법원 (무죄)

“화승이 위 피고인에게 화승강업 주식 290만 주를 양도하여 화승강업의 경영권을 양도한다.”는 정보는 화승이 그 소유의 주식을 위 피고인에게 처분함으로써 스스로 생산한 정보이지 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니고, 위 피고인은 당해 정보를 화승으로부터 전달받은 자가 아니라 화승과 이 사건 주식 양수계약을 체결한 계약 당사자로서 화승과 공동으로 당해 정보를 생산한 자에 해당한다 할 것이므로, 원심이 위 피고인이 법제188조의2 제1항 제4호의 “당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자” 또는 법제188조의2 제1항 소정의 “당해 정보를 받은 자”에 해당하지 아니한다.

다. 검토

피고인은 내부자인 화승R&A의 대표이사로부터 정보를 받은 것이 아니라, 함께 주요주주의 변동이라는 정보를 생산한 자이므로 정보수령자에 해당되지 않는다는 것이다. 또한, 피고인은 화승R&A의 내부자도 아니고 화승R&A와 계약을 체결하고 있는 자도 아니므로 피고인으로부터 미공개 정보를 전달받아 당해 주식을 거래한 사위 또한 처벌할 수 없게 된다. 다만, 이 같은 문제점에 대해서는 자본시장법에서 제174조 3항의 주식 등의 대량취득·처분에 관한 특칙이 새로 도입되어 처벌이 가능해진 사안이다.

6. LG카드 사건²⁰⁾

가. 사건 개요

LG카드는 2003년 대규모 손실이 예상됨에 따라 4,000억 규모의 자본 확충에 대해 감사위원회, 정기이사회 등을 통해 신중히 검토가 되는 와중에 피고인들은 미공개 정보를 이용하여 보유주식을 매각하여 상당한 금액의 손실을 회피한 사안이다.

나. 법원의 판단

법인 내부에서 생성되는 중요정보란 갑자기 완성되는 것이 아니라 여러 단계를 거치는 과정에서 구체화되는 것으로서, 중요정보의 생성 시기는 반드시 그러한 정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성된 경우를 말하는 것이 아니라, 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것이다.

다. 검토

중요정보의 생성시점이 문제가 된 사안으로, 항소심에서는 확정적으로 자본 확충을 시도하기로 결정하는 내용이 들어가 있는 문건이 작성된 시점을 기준으로 하였으나, 대법원에서는 그보다 앞선 시점이지만 객관적으로 명확하고 확실하게 완성되지 않은 상태라도 중요정보가 될 수 있다고 판단한 것이다. 다만, 이와 같은 기준에서 피고인들의 구체적 정황상 피고인들에게 정보가 전달되었다는 것을 인정할 증거는 없다고 판단하여

20) 대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결.

항소심의 판결은 인정하였다.

V. 자본시장법상 내부자거래 규제

1. 주요 변화사항 개괄

자본시장법으로 달라진 주요한 내용을 살펴보면, 내부자 중 해당 법인의 범위에 공정거래법상 계열회사를 포함하고 대리인이 법인일 경우에는 그 법인의 임직원 및 대리인도 포함하도록 하였다. 해당 법인과 계약 체결을 교섭 중인 자도 준내부자에 해당함을 명확히 하고, ‘특정증권 등’의 개념을 도입하여 해당 법인이 발행한 증권 외에 해당 법인의 증권을 기초 자산으로 타인이 발행한 신종증권 및 법인의 주식과 밀접한 관련성이 있는 예탁증권 및 교환사채권을 그 적용대상증권으로 확대하였다. 또한, 미공개중요정보의 개념을 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 불특정 다수인에게 미공개된 것으로 명확히 하는 한편 공개매수시 당사자는 해당 정보공개 이전에 별도로 주식취득이 필요한 점을 고려하여 규제대상에서 제외하고 주식 등을 장내 외에서 대량취득, 처분하는 경우에도 공개매수와 같이 미공개정보이용금지 규정이 준용되도록 추가하였다. 이하에서는 구 증권거래법과 비교하여 달라진 사항들을 중심으로 주요 개념에 대해 살펴보고자 한다.

2. 구 증권거래법과의 비교

가. 미공개 중요정보

구 증권거래법은 제186조 제1항에서 상장법인 등이 금융감독위원회와 거래소에 신고해야 할 13가지의 사유를 규정하고 있었는데, 판례는

이를 예시적으로 보아 모든 중요정보는 포함되는 것으로 확대 해석하는 입장이었다. 자본시장법에서는 판례의 입장을 수용하여 ‘당해 상장법인의 업무 등과 관련된 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’를 중요한 정보로 명확히 규정하여 예시적이냐 한정적이냐의 논란을 불식시켰다.

나. 대상 증권외의 범위

대상이 되는 증권외의 범위를 기존의 당해 법인이 발행한 증권에서 ‘특정 증권 등’이란 개념을 도입하여 당해 법인이 발행한 증권 외에 당해 법인의 증권을 기초 자산으로 하여 타인이 발행한 신종증권과 당해 법인의 주식과 밀접한 관련성이 있는 예탁증권 및 교환사채권도 규제 대상으로 포함시켜 내부자거래 금지를 광범위하게 적용하게 되었다.

다. 내부자

구 증권거래법에서는 당해 법인 및 법인의 임원·직원·대리인, 주요 주주와 당해 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독 등의 권한을 가지는 자, 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자 등을 내부자로 한정하고 있었다. 자본시장법에서의 이에 더하여 당해 법인의 범위에 공정거래법상의 계열회사를 포함하여 대규모 기업집단 임직원의 정보이용 행위를 포괄적으로 규제하고 되었고, 대리인이 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인도 규제대상에 포함하였다. 또한, 당해 법인과 계약 체결이 완료된 경우뿐만 아니라, 계약 체결을 교섭 중인 자도 포함하게 되어 그 범위를 확대하였다.

라. 정보수령자

자본시장법은 구 증권거래법과 마찬가지로 정보수령자를 내부자거래 규제의 대상으로 포함시키면서 ‘내부자나 준내부자로부터 미공개중요정보를 받은 자’라고 규정함으로써, 정보수령자를 1차 정보수령자에 한정하고 있다.²¹⁾ 만약 정보수령자를 무한히 확대하게 되면 정보수령자의 개념 정의 자체가 불명확해지고 그로 인해 법적 안정성이 저해될 수 있기 때문이다. 이는 ‘신동방 사건’에서의 대법원의 입장과 동일한 것으로 규제 대상을 1차 정보수령자로 한정하는 것에 반대하는 견해가 있다. 하지만 정보통신환경이 날로 발전해 가고, 주식거래가 개인화되어 감에 따라 미공개중요정보를 이용하여 부당이득을 취할 수 있는 가능성이 높아짐에도 불구하고 제2차 이상의 정보수령자를 제재할 수 없는 것은 문제점이라 하겠다.

3. 향후 개선과제

앞서 살핀 바와 같이 구 증권거래법에서 논란이 되었던 부분들에 대해서는 입법적으로 해결된 사항들이 많고, 결과적으로 내부자거래의 규제의 범위가 확대되는 효과를 가져왔다. 하지만, 여전히 개선되어야 할 과제도 함께 지적이 되고 있다. 자본시장법의 미공개중요정보 이용행위 금지규정은 정보의 비대칭성으로부터 거래상대방을 보호하여 자본시장에 대한 투자자의 신뢰를 유지하는 것으로 미루어 시장의 완전성 개념에 기반을 둔 것이지만, 항상 규제의 이론적 근거로 논의가 되는 것은 미국의 판례들에서 논의되는 신인의무에 기반하고 있는 것이 사실이다.²²⁾ 그렇기 때

21) 정준우, “자본시장법상 미공개중요정보의 이용주체”, 「한양법학」 제20권 제4호, 한양법학회, 2009, 246면.

22) 미국의 경우 내부자거래는 증권발행인 혹은 주주에 대한 신인의무를 위반하는 사기적 행위에 해당한다고 보고, 이에 대한 규제는 회사의 재산권 및 충실의무의 확보를 그 목적으로 한다.

문에 우리 증권시장에서 내부자거래 규제에 대해서 생각할 때 단순히 옳지 않은 거래행위라는 점 이외에, 어떤 기준에서 그것이 옳고 그르다는 판단을 해야 하는지에 대해서 일반적인 원칙이 정립되어 있지 않은 것으로 보인다. 이 같은 일반원칙의 정립이 우선될 때 보다 일관되고 명확한 규제 체계가 마련될 수 있을 것이며, 시장참여자들에게도 어떤 행위가 규제의 대상인지를 알려주게 되어 시장의 법적 안정성에도 도움이 될 것으로 생각된다.

자본시장법은 기존의 증권거래법에 비해 규정이 명확해지고, 그 대상 범위가 확대되었으나 여전히 규제의 영향이 미치지 않는 부분이 존재하는 것도 사실이다. 또한, 은밀하게 내부적으로 이루어지는 위법사항을 적발해 내고 처벌을 하는 것은 쉬운 일이 아닐 것이다. 판례에 의해 법규정의 개폐가 가능한 미국과는 달리, 법규정에 의해 그 적용대상이 명확해야 하는 우리의 법제 하에서는 그 적용범위를 넓히는 것이 규제에 효과를 높일 수 있을 것이다. 그러기 위해서는 내부자의 회사관련성을 단절시키는 것이 필요하다. 현재는 당해 회사의 임직원, 주요주주 혹은 법령상·계약상 관계를 가지고 있는 자 등으로 한정되어 있고 이 또한 직무관련성을 요구하고 있는 것이 사실이다. 이 경우 내부자거래 규제의 대상이 축소되는 것을 막을 수 없다. 또한, 정보수령자의 범위를 확대할 필요도 제기되고 있다. 현재처럼 제1차 정보수령자로 한정하는 것은 거래 현실에 비추어 위법행위자들이 규제의 손길을 피해갈 수 있는 여지를 남겨두는 것이기 때문이다.

Ⅵ. 마치며

미국에서 내부자거래에 대한 규제는 증권시장의 대폭락 이후 제정된 연방증권거래법의 사기금지규정에 따른 판례들에 의해 발전되어 오면서, 그 규제의 범위에 대한 이론적 근거로서 정보소유이론, 신인의무이

론을 거쳐 정보유용이론으로 발전되어 왔다.

우리나라에서도 1976년 구 증권거래법에 단기매매차익반환 규정이 신설되면서 내부자거래에 대한 간접적인 규제가 시작되었고, 이후 미국의 34년법과 SEC Rule을 받아들여 미공개 중요정보 이용을 금지하고 처벌하는 규정이 제정되었다. 자본시장법이 제정되면서 미공개중요정보의 의미, 내부자와 대상 증권의 범위 등이 명확하게 규정되면서 그간 판례에서 논의되던 내용들이 반영되게 되었다.

자본시장법 제174조에서는 일정한 자가 상장법인의 미공개중요정보를 특정증권 등의 거래에 이용하거나 타인으로 하여금 이용하게 할 수 없도록 규정하고 있다. 자본시장법이 구 증권거래법과 마찬가지로 내부자 등에 의한 미공개중요정보의 이용행위를 금지하는 것은 투자자를 보호하고 자본시장의 건전성과 공정성을 확보하기 위한 것이다.

하지만, 불공정거래 행위를 함께 구성하는 시세조종에 비해 내부자거래는 적발건수가 그리 많지 않은 것으로 알려져 있다. 이는 내부자거래에 대한 논의가 많지 않은 것과는 연결이 되는 것으로 생각된다. 구 증권거래법에 비해 포괄적인 개념들의 도입으로 규제의 범위가 확대된 것은 사실이나, 여전히 입법적인 보완이 필요한 부분은 존재한다. 그것에 우선하는 것으로 시장참여자들이 쉽게 내부자거래 규제의 대상이 되는지에 대한 판단을 내릴 수 있게 해 주는 내부자거래 규제에 대한 일반 원칙의 정립이 보다 시급하다 할 것이다.

주제어 : 내부자거래, 내부자, 준내부자, 미공개중요정보, 정보수령자, 대상증권, 정보유용이론, 증권거래법, 자본시장법

[Abstract]

**A Study on Case Related Insider Trading and Prohibition
on Use of Material Non-public Information Under Financial
Investment Service and Capital Market Act**

Ho-Chul Doo*

In the United States insider trading is prohibited by Securities Exchange Act(1934) 10(6) and SEC Rule 10b-5, but the actual theoretical basis for regulating insider trading was developed by cases. In 1997 supreme court adopted the misappropriation theory in O'Hagan case.

In Korea Securities Exchange Act began to regulate insider trading in 1976, derived from the U.S. regulatory scheme. Now article 174 of financial investment service and capital market act regulates the prohibition on use of material non-public information.

The purpose of this paper is to examine the theoretical basis of insider trading in U.S. and to organize the contents of important precedents and subsequent rationale for insider trading by studying those leading cases of U.S. and Korea. Thereafter this paper will arrange the major concept of article 174 of financial investment service and capital market act and try to find the additional improvement.

* J.D. Candidate 2012, Konkuk Law School.

Key Words : Insider trading, Insider, Quasi-insider, Material non-public information, Tippee, Specific securities, Misappropriation theory, Financial investment service and capital market act, Securities exchange act