

내부자거래규제에 관한 비교법적 고찰*

하삼주**

- I 머리말
- II 우리나라 내부자거래규제의 문제점
- III 미국에서의 내부자거래규제
- IV EU에서의 내부자거래규제
- V 문제점에 대한 각국제도의 비교검토
- VI 우리나라제도의 개선방향

I. 머리말

고전적 의미의 내부자거래(insider trading)란 회사의 이사, 임원이 기밀정보를 이용하여 투자자와 주식을 매매하는 것을 말하지만, 현대 내부자거래규제에서의 내부자는 수임변호사, 증권칼럼니스트, 환자에게서 회사정보를 취득한 의사, 재무서류의 인쇄업자 등도 포함되는 경우도 있어서 그 규제범위는 훨씬 더 넓다.¹⁾ 주지하듯이 내부자거래금지제도는 미국에서 발달하여 각국에 보급되었고, 우리나라 증권거래법에서도 역시 이를 참고로 한 일본법을 본받아 1987년에 도입한 뒤 몇 차례의 개정이 있었다. 개정 때마다 그 내용을 보완해 왔으나 아직도 현행 우리 나라 내부자거래규제제도가 더욱 실효성 있게 개선될 필요성이 있다고 지적되고 있다.²⁾

* 이 논문은 2002년도 건국대학교 학술진흥연구비의 지원에 의하여 연구되었음

** 건국대학교 사회과학대학 교수, 법학박사.

1) Bambridge, Security Law 1, 2 (1999) 내부자거래라는 표현은 잘못된 것으로서 다양한 환경아래에서 회사의 외부자들도 마찬가지로 규제의 대상이며, 더 정확한 표현은 “중요한 미공개 정보를 소유하는 동안의 위법한 거래”를 의미한다고 한다(Loss/ Sehgan, Securities Regulations, §9-B-1 [n1] (3d 1999))

2) 박준우, 내부자거래규제에 관한 미국판례법연구, 연세대석사논문 (1995) 박임출, 내부자거래로 인한 손해배상책임에 관한 연구, 성균관대석사논문 (2001)

미국에서는 그 동안 내부자거래규제에서 중요요건이 되는 내부자와 내부정보의 범위를 결정짓는데 뒷받침이 되는 이론이 정보평등이론에서 시작하여 신임의무이론으로 판례를 통해 발전되어 왔으나, 현실적으로 다양하게 발생하고 있는 내부자거래 유형을 적절히 규제하지 못하고 있다는 비판을 받고 개선방안을 강구해 왔다. 최근 미국에서는 내부자거래규제의 이론에 관한 중대한 전환을 맞이하는 판결이 있었다. 미연방대법원은 1997년 6월 오해이건 사건판결에서 내부자거래의 책임이론으로서 종래의 입장인 신임의무이론에서 탈피하여 부정유용이론을 직접적으로 채택함으로써 신임의무이론은 고전이 되었다.

본고에서는 주로 미국의 내부자거래규제의 변천과 현황을 고찰하고, 유럽연합의 제도를 참조하여, 우리나라 내부자거래규제제도의 합리적인 개선방안을 강구하는데 일조를 하고자 한다.

II. 우리나라 내부자거래규제의 문제점

1. 현행 내부자거래규제의 일반규정

우리나라 증권거래법에서는 일정한 내부자에 해당하는 자로서 상장법인 또는 코스닥상장법인의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자와 이들로부터 당해 정보를 받은 자는 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위를 하지 못한다고(동법 제188조의 2 제1항) 하여 내부자의 미공개 정보이용행위를 금지하고 있는데 이런 행위를 내부자거래라고 부른다.

이 때의 내부자에 해당하는 자란 ① 당해 법인 및 그의 임원 · 직원 · 대리인 ② 당해 법인의 주요주주 ③ 당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가 · 인가 · 지도 · 감독 기타의 권한을 가지는 자 ④ 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자 ⑤ 위의 ②호에서 ④호 각각에 해당하는 자의 대리인 · 사용인 기타 종업원으로 한정하고 있다(②호에서 ④호가 법인인 경우에는 그 임원 · 직원 및 대리인).

여기서 말하는 일반에게 공개되지 아니한 중요한 정보라 함은 소정의 법령에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다(동조 제2항).

2. 우리나라제도의 몇가지 문제점

현행 증권거래법상 내부자거래규제제도는 입법적으로 몇 가지 개선되어야 할 사항이 있다. 본고에는 그러한 입법론적 과제 중, (a) 외부정보에 의한 내부자거래가 규제의 대상으로 되어 있지 아니한 것, 즉 내부정보의 범위의 문제 및 (b) 내부자의 범위가 한정되어 있고, 또한 정보의 제2차수령자가 규제대상으로 되지 아니하는 것,³⁾ 즉 내부자의 범위에 대하여 검토한다.

(a)는 공개매수정보를 제외한 회사외부를 情報源으로 하는 외부정보에 기초하여 이루어진 내부자거래를 현행법은 규제하지 않고 있는 점이다. 외부정보란 ① 거래처에 생긴 파산신청, 면허취소와 같이 외부의 개별기업에 관한 것으로써 당해 기업에도 영향이 있는 정보, ② 규제당국의 규제강화 혹은 규제완화의 결정, 주요 수출거래국의 정변, 정부에 의한 통제수치의 산출, 공금리의 변경과 같이 특정한 업제 혹은 경제전체에 영향이 있는 외부정보, ③ 기관투자자의 증권의 대량매각결정, 증권회사의 대량매매추천과 같이 증권시장에서의 주식의 거래동향에 관한 시장정보(market information) 등이 있다.

이러한 외부정보가 내부자거래의 대상에서 제외된 이유는 반드시 분명한 것은 아니다. 아마 1980년대 당시의 미국법과 일본법을 참고로 하여 내부정보의 범위를 결정하였던 때문일 것이다. 그러나 EC의 내부자거래준칙은 내부정보 및 내부자의 범위를 넓게 잡고 있고, 그것을 국내법화 한 EU회원국의 입법례도⁴⁾ 우리나라와 미국법의 기준과는 상당히 차이가 나고 있다. 또한 1997년의 미국 연방대법원판결은 소위 부정유통이론을 채용하여 외부정보에 의한 내부자거래를 규제하는 길을 열었다.

(b)의 가운데 내부자의 범위에 관하여는⁵⁾ 회사에 있어서 법적지위, 회사와 계약관계 등의 법률개념을 핵심으로 하여 내부자는 한정적으로 열거되어 있다(제188조의2 제1항).

제2차정보수령자를 규제대상에서 제외하고 있는 점에 관하여는 정보의 제2차수령자에 관하여도 금지대상에 포함시키면 처벌대상자의 범위가 불명확하게 되어, 불필요한 사회적 혼란이 발생하는 것을 고려한 것 때문이라고 하겠으나 너무 한정되어 있다.⁶⁾

3) 대법원 2002. 1. 25 선고 2000 도 90 판결: 서울지방법원 1999. 8. 30. 선고, 99고단 5062 판결

4) EU회원국 이외의 유럽각국의 법제에 관하여는 Gaillard(ed.), Insider Trading (1992)이 볼 것이 풍부하다.

5) 우리나라도 내부자의 범위가 확대되어 왔고, 일본도 1998년 개정에서 중요사실에 관한 정보를 알고 있는 회사의 모회사의 임직원 및 회사와 계약체결 교섭을 하고 있는 자가 회사관계자에 포함되어, 내부자의 범위가 확대되었다.

그러나 선진 외국들에서는 반드시 제2차수령자를 규제의 대상에서 제외하고 있지 아니하며, 내부자의 범위를 회사관계자에 한정하고 있는 우리의 법제도에서는 본래 제1차정보수령자로 되어야 할 자를 제2차정보수령자로만 받아들여질 수밖에 없는 사태도 예상된다.

금지되는 행위의 유형에 관하여 보면, 내부자, 제1차정보수령자 둘 다 내부정보가 공표되기까지 당해 증권을 거래하는 것이 금지되지만, 단순한 정보전달이나 혹은 정보의 전달은 하지 않으면서 정보에 토대로 한 특정주식의 거래추천은 금지되지 않는다 다만 내부자에 의한 정보전달은 정보수령자의 내부자거래의 교사 혹은 방조로 될 수 있다.⁷⁾ 주관적 요건으로서는 당해 정보가 공표되지 아니한 중요사실이라는 것을 알고 있는 것으로 충분하지는 않고, 정보를 이용하여 거래를 하는 것이 내부자거래의 요건으로 되어있다. 그것도 외국들의 현행 입법례와 비교해 보면 검토가 필요하다.

내부자거래규제 시행 후 십 수년이 경과한 현재 우리나라에서도 내부자의 범위를 확대할 것인가, 제2차정보수령자를 규제의 대상에 포함시킬 것인가, 외부정보에 의한 내부자거래를 규제할 것인가에 관하여 재검토할 시기에 왔다고 생각한다.

III. 미국에서의 내부자거래규제

1. 내부자거래규제의 정당성 논쟁

1) 미국에서는 내부자거래가 위법한지 여부의 문제에 대하여 회사법상의 어떠한 분야에 비해서도 더 상반되게 격론을 벌여왔다. 고전적인 업적에서 H. Manne은 기본적인 경제적 원리에 입각하여 몇 가지 논거를 들며 내부자거래가 정당한 것이라고 하였다.⁸⁾ 그는 내부자거래가 주식가격변동을 촉진시키고 경영성과를 높이도록 자극시킨다고 주장하였다. 내부자거래와 주식가격변동의 관계는 회사가 종종 중요한 미공개 정보를 보유하고 있지만 조급하게 공개하는 경우에는 회사의 이익에 해로울 수 있기 때문에 그 정보를 신속하게 여러 사람에게 공시할 수 없다는 점에 있다. 예를 들면, 광산회사가 대규모 광물이 매장된 광맥을 발견하였고, 그 회사는 인접토지를 조용히 저렴하게 취

6) 일본의 1998년개정법은 정보수령자가 범인인 경우에 범인내부에서 직무상 중요사실을 전달받은 자를 제1차정보수령자에 추가하여 정보수령자의 범위를 확대하였다 (166조 3항)

7) 정보를 알려주지 않고 거래추천을 한 경우에는 정보수령자에 관하여 내부자거래가 성립하지 않기 때문에 교사방조도 성립하지 않게 될 것이다.

8) Henry Manne, Insider Trading and the Stock Market (1966).

득하기 위하여 수개월동안 광맥발견 사실을 발표하지 않았다. 많은 내부자거래가 그 발견시점과 최종발표 사이의 수개월간에 발생하였다. 이 경우에 그는 그러한 거래는 그 회사의 주가가격을 그 회사의 적절한 시장가격으로 곧바로 이동시키기 때문에 사회적으로 유용하다고 믿었다. 이 논거에 대한 반론은 그 광산회사 내부자에게 주식을 매도한 사람으로부터 나오며 내부자거래를 잘못된 선택으로 보고 내부자에게 그 정보를 공시하거나 거래단념하기를 기대한다. 그 광산회사 주식을 내부자에게 매도한 사람들은 만약 중요한 미공개 정보에 대한 완전한 공시가 있었다면 그 주식에 대하여 그들이 받을 수 있었던 것 보다 훨씬 더 낮은 가격을 받았다.

Manne의 두 번째 논거 즉 내부자거래는 경영자가 회사이익을 위해 열심히 노력하도록 하는 강력한 경제적 자극제를 제공한다고 하는 것은 내부자거래를 마치 스톡옵션과 흡사하게 취급하고 있다. 만약에 자신들의 활동이 회사에 소득을 발생시키면 그들 자신도 실질적인 보상을 받을 수 있다는 것을 알고 있다면, 경영자는 더욱 유용하고 대가가 많은 기업활동에 종사하려고 할 것이다. 그리하여 만약 그 발굴작업이 거대한 발견이라고 하는 자신들의 개인적 지식을 토대로 그 광산회사의 주식을 매입하여 자신들이 실질적인 보상을 받을 수 있다는 것을 알고 있다면, 그 광산회사의 경영자들은 그 광물탐사작업을 더욱 적극적이고 기술적으로 이끌려고 할 것이다. 따라서 내부자거래는 경영자의 노력에 대한 보상수단이라는 것이다. 칼튼(Carlton)과 피셀(Fischel) 교수는 이 논거를 확장하여 경영자의 활동이 성공 보다 실패가 더 많다는 경우에다 적용했다.⁹⁾ 그들은 경영자는 기업가치를 증가시키기도 하고 하락시키기도 하는 사건으로부터 이익을 얻을 수 있어야 한다고 말한다. 경영자에게 나쁜 소식(bad news)으로부터 이익을 얻는 것을 허용하는 것은 위험에 대한 경영자의 혐오감을 극복하는데 필요하다. 다시 말하면 만약 경영자가 모험사업에 실패하더라도 그 실패를 개인적 이익으로 되돌릴 수 있을 것이라는 것을 안다면, 그는 위험한 모험사업을 더욱 기꺼이 감행하려고 할 것이다.¹⁰⁾ 이러한 경영자의 자극제인 “밀저야 본전”이라는 시각에 대한 반론을 보면 내부자거래는 단순히 경영자의 위험선호를 만드는 효과 보다 오히려 위험중립의 효과를 가질 것이며, 경영자의 내부자거래 건이나 혹은 회사의 장기간에 걸친 경제적 이익 중 어느 것이 경영자의 뇌리에 가득 차 있을 것인가 하는 그런 걱정이 생긴다고¹¹⁾ 한다.

9) Carlton/ Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 *Stan. L. Rev.* 857 (1983).

10) *Id.*, at 873-876.

11) James D Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School,"* 1986 *Duke L.J.* 628, 649-653.

2) 내부자거래를 반대하는 논거들은 이를 계속 금지해야 한다고 하고 내부자거래의 허용에 따라 야기될 수 있는 내부자거래의 남용가능성과 부작용에 초점을 맞추고 있다. 내부자거래에 대한 가장 기본적인 비판으로는 어떤 거래자들은 중요한 미공개 정보를 보유하고 또한 다른 거래자들은 그러한 접근권을 가질 수 없다는 것은 불공정하며 특히 그러한 접근권을 가지는 자들이 자신들의 직업 덕택으로 그 미공개 정보를 취득하는 때에는 불공정하다고 한다. 불공정성 논거의 요소는 많이 있다. 첫째는 투자자 각자가 접근권을 가지는 정보에 관하여 투자자간에 평등하여야 한다는 것이다 미연방 대법원은 내부자거래규제가 모든 투자자들이 정보에 동일한 접근권을 가지고 있다는 요청에 전제되어 있는 것이라는 의견과 또한 법이 다른 투자자에게 이용될 수 없는 정보를 토대로 한 일방당사자의 주식매매를 묵인하는 경우가 많이 있다고 하는 의견을 받아들이지 않았다는 점들이 주목되어야 한다 전형적인 예는 적대적 기업인수의 전후관계에서 일어난다. 대상회사의 공격자는 관례적으로 공개시장에서 대상회사의 주식의 상당수 지분을 취득한 다음에 이전의 시장가격 이상으로 더 많은 주식을 취득하기 위하여 공개매수를 발표한다. 법률에서도 대상회사를 취득하려는 의도를 발표해야 하는 것은 그 매수자가 대상회사 주식의 5퍼센트 이상의 소유자로 된 후 10일 이내 하면 되도록 허용하고 있다.¹²⁾ 모든 투자자가 동일한 정보에 접근권을 가져야 한다고 무조건적으로 옹호하는 것은 몇 가지 자극제가 경제적으로 가치가 있는 정보를 만들게 하는 것에 재를 뿌리게 될 것이다. 예를 들면, 만일 매수자가 일체의 매수에 앞서서 시장가격 이상으로 대상회사를 취득하기로 계획을 세웠다는 것을 발표해야 한다면, 이것은 매수인이 취득을 통해 모으고자 기대했던 몇 가지 이득을 제거할 것이고, 결국에는 회사를 취득하려는 유인을 완전히 감소시킨다.¹³⁾ 정교한 공정성논거는 투자자간의 평등성 추구에 초점을 맞추지 아니하고 그 미공개 정보를 산출하지 아니한 자가 그 정보로 거래하는 것을 허용하는 불공정성에 초점을 맞추고 있다. 그리하여 우리는 매수인이 공개매수법상의 발표를 필요로 하는 소유지분 수준을 넘어서기 전에 대상회사의 주식을 매수하기 위하여 시장에 은밀히 들어가는 것을 찬동하거나 최소한 묵인해도 좋으며, 동시에 대상회사에 대해 공개매수를 하려는 고용주의 의도를 은밀히 알고 대상주식을 매수하는 매수자의 변호사, 투자은행가 혹은 피용자들을 제재하고 있다. 두 가지 그룹의 거래자들, 즉 매수자와 그 피용자들간의 차이점은 매수자는 창조자이며, 그리하여 거래가 발생하고 있는 정보에 대한 소유자라는 점이다. 매수자가 대

12) 우리나라에서는 5일 이내에 보고하도록 정하고 있다(증권거래법제200조의2 제1항).

13) Victor Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Law*, 93 Harv L Rev 322 (1979).

상회사에 대한 위의 시장 매수를 시작할 의도로 거래하는 것을 허용하는 것은 정당하다는 것은 만약 Manne의 초기의 논거를 받아들이지 않는 한 인정될 수 없다.

내부자거래를 규제하는 것이 정당하다고 말하는 또 다른 논거는 만약 내부자거래가 적법하다면 회사의 이사, 임원 기타 회사 내부자들이 중요한 미공개 정보의 발표를 연기시킬 강력한 유인사실을 갖게된다는 점이다. 만약 내부자가 중요한 미공개 정보를 토대로 거래를 할 수 있다고 한다면, 그들은 회사정보에 대한 발표를 그들과 그들의 여러 정보수령자가 그 정보에 관한 그들의 특권적인 지식을 완전히 이용할 때까지 미룰 것이다.¹⁴⁾ 나아가 내부자들은 주식가격에 파동을 줄 수 있는 정말로 중요한 사건의 발생을 기다리는데 만족하지 아니할 것이다. 그들은 사건이나 공시를 만들어 내거나, 혹은 자신들의 내부자거래 건에 도움이 되도록 주식가격을 조종할 수도 있다. 그리하여 내부자거래규제는 투자자에게 손해가 되는 더딘 공시 관행이나 시세조종적 행위를 방지하는 중요한 예방책으로서 그 정당성을 인정받고 있다.

내부자거래규제를 찬성하는 가장 광범위한 정당성은, 이는 공정성 논거 보다 더 넓은데, 만약 내부자거래가 적법하다면 자본시장의 건전성이 심각하게 약화될 것이고 투자자들이 주식에 투자하기를 기피하거나 투자에 대해 더 높은 보상을 요구할 것이다. 시장의 건전성이 약화되는 원인은 내부자거래 활동과 기업공시의 정확성과 적시성 사이에 감지되는 연계상태에 있다. 위의 문단에서 검토한 바와 같이 만약 중요한 미공개 정보를 토대로 거래하는 것이 허용되면 경영자들은 진실한 사실에 관한 자신들의 지식을 토대로 내부자거래를 하여 더 많은 보상을 받을 수 있도록 하기 위하여 중요한 정보의 발표를 미룬다거나 발표를 왜곡하게 하는 유혹을 받게 될 수도 있다. 그런 환경에 마주친 투자자들은 시장에서 탈퇴하여 자신들의 여유자금을 국고채에 넣어두거나 침대매트리스에 숨겨두거나 혹은 내부자거래의 가능성 때문에 일어나는 특별한 시장과 부실공시의 위험에 대한 보상으로 상당히 더 높은 대가를 요구한다. 내부자거래의 금지조치뿐 아니라 자본시장에 존재하는 적극적인 탐지시설과 시행장치로 인하여 투자자들은 자본시장에 매력을 느끼고 있고, 그 시장에서 자본을 조달하는 회사의 비용이 감소되었다.¹⁵⁾

이와 같이 내부자거래규제의 타당성에 대하여 상반된 두 주장이 대립하고 있는데 규제를 반대하는 견해는 시장의 효율성에 근거하여 경제학자를 중심으로 주장되어 왔고, 규제를 해야한다는 견해는 내부자거래가 갖는 불공정성 및 투자자의 시장에 대한

14) Cox, *op cit*, at 635-637

15) Cox/ Hazen/ O'Neal, Corporations, 274-275 ASPEN (1997).

신뢰의 상실을 근거로 SEC를 중심으로 주장되고 있다. 증권시장의 기능과 역할에 대한 일반 투자자의 정서를 고려할 때 규제옹호론이 보다 타당하다고 하겠으며, 불공정성은 결국 비효율로 귀결된다는 점에서도 그러하다.

유럽각국, 일본 등 오늘날 대부분의 선진국가는 내부자거래를 규제하고 있으며, 특히 미국은 규제에 가장 적극적인 입장을 보이고 있다. 미국에는 수많은 판례가 쌓여옴에 따라 이론구성도 가장 앞서 있으며 우리 증권거래법은 물론이고 세계 각국은 미국법의 영향을 많이 받고 있다.

우리나라의 증권거래법은 188조의2에서 내부자거래를 금지하고, 이에 위반할 때에는 형사책임과 함께 손해배상책임을 부과하고 있는데 그 규제방침에 대하여 찬반논란은 없고 그러한 거래는 불공정하므로 규제되어야 한다고 일반적으로 인식하고 있다

2 내부자거래규제의 근거규정

(1) 주회사법

SEC Rule 10b-5는 1942년에 채택되었고 이 조문이 내부자거래규제의 근거로서 활용되기 시작한 것은 1960년대부터이다. 연방증권관계법이 내부자거래규제에 대한 근거법이 되기 전에는 주회사법 코먼-로상의 문제였다. 19세기에는 매수자 주의의무의 원칙에서 주의 코먼-로의 판례의 대부분은 이사가 주주에 대하여 충실의무를 부담하지만 직책상 취득한 정보를 이용하여 자기회사 주식을 거래하는 것에 대하여 대체로 간섭하지 않았다. 20세기에 들어와서는 이사가 내부정보를 공개해야할 일반적 의무는 없지만, 다만 중요한 거래나 합병, 회사 전 재산이나 영업의 양도, 대량의 주식을 제3자가 고가로 매입하는 계약, 상례적이 아닌 배당계획 등과 같이 주식가격에 영향을 미치는 “특별한 사실”이나 “특별한 상황”(special facts or special circumstances)이 있는 경우에는 공개의무를 인정하였다.¹⁶⁾ 이 원칙이 연방대법원에서 최초로 인정된 것은 Strong v. Repide 사건판결¹⁷⁾이다. 그후 1930년대에 와서는 Hotchkiss v. Fisher 사건판결¹⁸⁾에서 이사가 상대방과 직접 거래하는 경우에 그러한 공개의무를 인정하게 되었는데, 그러나 거래소를 통한 비대면 거래의 경우에는 Goodwin v. Agassiz 사건판결¹⁹⁾에 서 보듯이 법원은 이사에게 정보공개의무를 부과하지 아니하였다.²⁰⁾

16) Id., at 277.

17) Strong v. Repide 213 U.S. 419 (1909).

18) 16 P.2d 531 (Kan. 1932).

19) 186 N.E. 659 (Mass. 1933).

(2) 연방증권관계법

1) 내부자거래규제의 개요

주지하는 것처럼 미국에 있어서 내부자거래는 연방의 1934년 증권거래소법 (Securities and Exchange Act of 1934)의 증권거래와 관련한 일반적인 사기금지규정인 10(b)조²¹⁾ 및 SEC Rule 10b-5²²⁾에 위반하는 것으로서 취급되며, 내부자거래의 구체적인 요건은 판례법에 의하여 형성되어 왔다

내부자거래를 규제하는 것은 동법의 당초의 목적중의 하나가 아니었으나,²³⁾ 1960년 SEC가 뒤에 설명하는 Cady, Roberts결정에서 내부자거래가 Rule 10b-5에 위반되는 사기에 해당한다는 결정을 내놓은 이후 Rule 10b-5는 내부자거래규제의 핵심에 자리잡게 되었다. SEC Rule 10b-5는 그 문언상 기만행위를 금지할 뿐이다. 따라서 내부자거래를 Rule 10b-5의 위반행위에 포함시키기 위하여는 내부자거래를 기만으로 구성하지 않으면 안된다. 미국에서 기만이 내부자거래의 핵심요소가 되고 있는 것은 바로 이런 연유이다. 그러나 본래 Rule 10b-5의 요소는 부실표시와 같이 투자자를 오도하는 행위에 적합하고, 그것을 내부자거래와 같이 투자자에게 숨긴 행위에 적용하여 혼란을 일으킨다고 하는 지적도 있다.²⁴⁾

20) Cox/ Hazen/ O'Neal, op cit., at 278.

21) 동 규정은 다음과 같다: It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any faculty of any national securities exchange- (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

22) 동 규정은 다음과 같다: It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any faculty of any national securities exchange, (a) To any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operate or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purpose or sale of any security.

23) Bambridge, op. cit., at 24.

24) Cox/ Hillman/ Langervoort, Securities Regulation Cases and Materials 824 (1991).

2) 공개의무와 사기

상대방에게 적극적으로 거짓정보를 제공하는 행위는 당연히 Rule 10b-5의 기만에 해당할 수 있다. 그러나 내부자거래에서는 그러한 적극적인 기만행위는 일반적으로 존재하지 않고, 오히려 내부정보를 공개하지 않은 부작위, 즉 묵비가 문제될 뿐이다. 상대방에게 내부정보를 숨긴 채 증권거래를 하는 것이 기만에 해당하려면 내부자에게 그 정보를 공개해야 할 법적인 의무가 있어야 한다. 그러나 원칙적으로 일반사법상의 거래에서는 자신이 알고 있는 정보를 상대방에게 적극적으로 공시할 의무는 없다(매수인 위험부담원칙). 이 원칙을 증권거래에 그대로 적용한다면 내부자거래는 묵비에 지나지 않으므로 기만이 될 수 없을 것이다. 미국에서 내부자거래규제에 관한 이론적 논의는 내부자거래를 기만으로 구성하기 위하여 필요한 공개의무를 어떻게 이론적으로 인정할 것인가에 집중되고 있다 어떠한 이론을 취하느냐에 따라 내부자거래의 규제범위는 상당히 달라진다.

그러나 우리 증권거래법은 미국법과는 달리 규제대상인 내부자거래의 범위를 구체적으로 열거하고 있기 때문에 우리 증권거래법상의 내부자거래규제를 적용하는데는 구태여 그러한 이론을 들출 필요는 없다. 그러나 미국에서의 논의는 우리 현행규제의 의의와 한계를 올바르게 파악하고 개선책을 검토하는데 크게 도움이 될 수 있다.

3 내부자거래규제에서의 책임이론

내부자거래자가 법적제재를 받는 책임의 근거가 어디에 있는가 하는 것은 판례를 통하여 발전되어왔다.

(1) 정보평등이론(Panty of Information)

① 정보평등이론이란 누구든지 중요한 미공개 정보를 소유한 자는 증권의 매매 시에 상대방에게 그 정보를 공개할 의무를 부담하며, 공개하지 아니한 경우에는 거래를 해서는 안된다는 것이다. 이 이론은 증권거래에 영향을 미치는 중요한 회사정보에 대하여 모든 투자자가 공평하게 접근하고 평등하게 알 수 있어야 하며, 다른 투자자에게 접근이 허용되지 않는 미공개 정보를 이용한 거래는 내재적으로 불공정하다는 데 바탕을 두고 있다.

② 1961년에 SEC는 Cady, Roberts & Co 사건결정에서²⁵⁾ 처음으로 이 이론을 적용

25) In re Cady, Roberts & Co, 40 SEC 907 (1961).

하여 중요한 미공개 정보를 가지는 자는 이를 공시하거나 혹은 공시할 수 없으면 그 정보를 이용한 거래를 해서는 안된다는 “공개 혹은 거래단념”(disclose or abstain)의 원칙을 채택하였다. 이 사건의 개요를 보면 다음과 같다.

증권회사인 Cady, Roberts사의 파트너인 Gintel은 Curtiss-Wright회사의 이사인 Cowdin으로부터 이 회사의 이익배당을 감소한다는 이사회결의 내용을 전해듣고, 이 정보가 공표되기 전에 자기회사의 고객계좌에 있던 Curtiss-Wright회사의 주식을 매도하였다. 배당감소 소식이 알려지기 전에 동 회사의 주식을 일 주당 40달러 선에 팔았으나, 배당결의 소식이 시장에 알려진 후에는 36달러 선으로 하락하였다. SEC는 이러한 거래행위는 Rule 10b-5에 위반한다고 결정하였다.

SEC는 이 원칙이 적용될 수 있는 요건으로서 ① 어느 누구가의 개인적인 이익을 위해서가 아니라 회사의 목적을 위해서만 사용되어야 할 정보에 대해 직접 또는 간접적으로 접근할 수 있는 관계가 존재한다. ② 어떤 거래당사자가 당해 정보를 그 거래 상대방은 이용할 수 없다는 것을 알면서도 그 정보를 이용하는 경우에 내재하고 있는 본질적인 불공정성(*inherent unfairness*)이 존재할 것이라고 하였다.

③ SEC가 증권중개인에게 행정적인 징계제재를 취하면서 채택한 이 원칙이 코먼-로의 원칙으로 확립된 것은 연방제2항소법원이 내린 SEC v. Texas Gulf Sulphur사건판결²⁶⁾에서 이다. 이 사건의 개요를 보면 다음과 같다.

광산회사가 캐나다에서 탐광작업을 하다가 금과 구리가 매장되어 있는 광맥을 발견하였다. 경제성 유무를 계속 알아보는 한편 광업권을 유리하게 교섭하기 위해 회사의 경영자는 이 정보를 절대비밀에 붙일 것을 직원들에게 엄명하였으나 임원이나 현장사용인 등 회사내부자와 이들로부터 비밀정보를 알게된 정보수령자들은(*tippees*) 이 회사의 주식을 매입하였다. 결국 광맥은 매우 엄청나고 경제성이 있는 것으로 판명되었고 이 정보는 시장에 공개되었다. 광맥의 발굴 시 18달러에 있던 회사의 주가는 32달러까지 상승하였고, 이 사실이 발표된 날 종가는 36달러가 되었다가 그후 2년 동안 계속 올라 150달러 선까지 갔다. 이러한 사실에 대해 SEC는 Rule 10b-5의 위반이라고 소송을 제기하였다. 판결은 이와 같은 정보가 중요하고 미공개인 경우에는, 그것을 알고 있는 내부자가 회사의 주식을 매매하거나, 그것을 친지에게 알려주는 행위는 Rule 10b-5에 위반되어 사기에 해당한다고 판단하였다.²⁷⁾

이 사건에서는 Rule 10b-5의 기본취지, 내부정보의 중요성 판단기준 등에 대하여도

26) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) cert denied, 394 U.S. 976 (1969).

27) Hamilton, Corporations 837 WEST (6th 1998)

검토되었지만 이에 대하여는 생략한다.

그러나 정보평등이론에 의할 때에는 규제의 범위가 너무 광범위하여 증권거래의 자유를 제한한다는 단점이 지적되었고, 1980년 연방대법원이 다음에 설명하는 *Chiarella v. U.S.* 사건판결에서 내부자거래의 책임근거로서 이 이론을 배척한 후 이 이론은 사실상 폐기되었다.

(2) 신임의무이론(the Fiduciary Theory)

① 신임의무이론에서는 내부정보의 공개의무나 거래단념의 의무가 단순히 정보를 보유하고 있다는 사실만으로 발생한다고 보지 않고, 거래당사자간의 신뢰관계 (relationship of trust and confidence)로부터 생기는 신임의무(fiduciary duty)를 부담하고 있는 경우에 그 의무가 존재한다는 것이다.

② 이 이론은 연방대법원이 내부자거래의 요건과 관련하여 처음으로 해석을 내린 1980년 치아레라(*Chiarella v. U.S.*) 사건판결²⁸⁾에서 적용한 것이다. 이 형사사건에서 피고인 *Chiarella*는 인쇄업자의 인쇄공으로서 공개매수에 관한 서류의 인쇄업무를 맡았다. 인쇄의뢰인인 매수회사는 공개매수에 관련된 회사의 이름을 숨기기 위하여 인쇄업자에게 알려주지 아니하였다. 그러나 피고는 다른 서류들로부터 매수대상회사의 이름을 알아내어 대상회사의 주식을 매수하고 공개매수의 계획이 공표된 후 곧바로 그 주식을 처분하여 약 3만달러를 벌었다.

피고는 공개매수 대상회사의 내부자도 아니고 내부자로부터 정보를 수령한 것도 아니어서 순수한 외부자인데도 불구하고 내부자거래로 기소되었다. 이 사건에 대하여 연방제2항소법원은 피고인에게 2년 징역형의 유죄판결을 내렸으나, 연방대법원은 피고에게 공시의무가 없다는 이유로 무죄를 선언하였다. 연방대법원의 다수의견에 의하면 “침묵을 사기적인 것으로 만들기 위한 요건, 즉 공시의무는 이 사건에서는 존재하지 아니한다. 피고는 공개매수 대상회사의 주식의 매도인과 거래 기타 계약관계에 있지 아니하며, 그들의 대리인이나 수탁자도 아니고, 신탁 및 신뢰를 받은 사람도 아니었으므로 대상회사의 주식의 매도인과 피고와의 관계에서는 아무런 의무가 발생하지 아니한다.”고 하였다.²⁹⁾

③ 그 후에 나온 1983년의 더크스(*Dirks*) 사건판결은³⁰⁾ 증권 애널리스트인 더크스

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

29) *Hamilton*, op. cit., at 853 *Loss/Seligman*, op. cit., at 3565.

30) *Dirks v. Securities and Exchange Commission* 463 U.S. 646 (1983).

(Dirks)가 회사내부자로부터 취득한 내부정보를 고객에게 전달한 사례이다. 이 사례에 있어서 정보수령자가 공시거래단념의무를 내부자로부터 승계하는 것은 내부자가 정보를 전달하는 것에 의하여 주주에 대한 그의 신임의무에 위반한 경우이고, 또한 정보수령자가 그러한 위반을 알거나 혹은 알 수 있었던 경우에 한정된다고 판결하였다. 본 판결은 신임의무이론에 의거하면서 정보수령자의 의무가 신임의무로부터 파생하는 것으로 구성한 것인데, 결과적으로 정보수령자의 거래가 내부자거래규제의 대상으로 되는 가능성이 감소하고, 이에 따라서 내부자의 정보전달행위가 규제의 대상으로 될 가능성도 축소되어지게 되었다.

(3) SEC Rule 14e-3

신임의무이론에서는 외부정보를 토대로 한 거래에 대하여는 규제대상으로 삼을 수가 없다. 그런데 1980년대의 기업매수가 왕성할 때는 기업매수라는 외부정보에 기초한 내부자거래가 문제로 되었던 사건의 태반을 차지하였다. 이것에 대처하기 위하여 SEC는 Rule 14e-3을 제정하였다. 동조는 공개매수가 일정한 단계에 도달한 후에는 매수자 등으로부터 유래하는 중요한 미공개정보를 가지고 있는 매수자 이외의 자에 의한 대상회사 주식 등의 거래를 그의 신임의무 위반의 유무를 묻지 않고 금지하고, 동시에 그러한 정보의 전달행위도 금지한다. Rule 14e-3은 1980년대의 기업매수에 얽혀 있는 내부자거래 사건에 있어서 Rule 10b-5와 함께 활발하게 사용되어 왔다. 그러나 Rule 14e-3은 신임의무의 위반을 요건으로 하지 아니하는 것 때문에 합법성이 결여되었다는 일부 비판이 있었다.³¹⁾

(4) 부정유통이론

부정유통이론(misappropriation theory)은 어떤 자가 情報源(the source of information), 즉 정보의 소유자에 대하여 부담하는 의무에 위반하여 증권거래의 목적으로 기밀정보를 부정유통한 때에 증권거래에 「관하여」 사기를 행했다는 것으로 보는 사고방식이다.³²⁾ 치아레라 사건을 판결할 당시에 버거(Burger) 대법원장이 반대 의견으로 제시한 견해이며, 이 이론에서는 수임자가 신임관계에 근거한 의무에 위반하여 情報源에 귀속해야 할 정보를 자기를 위하여 이용한 것이 책임의 근거로 된다. 따라서 거래당사자 사이에 충실의무관계가 없다하더라도 정보가 위법하게 유용된 경우

31) 후술 'O'Hagan 사건 판결 요지 Rule 14e-3의 합법성에 관하여' 참조.

32) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 at 239-45

에는 내부자거래가 성립할 수 있으므로 내부자거래의 금지범위를 회사의부정보나 외부자에게까지 넓힐 수 있게 된다. 이 이론은 주로 연방 제2항소법원과 관할 지방법원의 판결에서 인정되어 발전되어 왔다. 전문경제지 월스트리트 저널의 칼럼니스트인 와이넨스(Winans)가 자신의 칼럼에 나올 매매추천회사명의 정보를 신문에 공표하기 전에 증권중개인에게 흘러 사례를 받은 1987년의 카펜터(Carpenter)사건판결에서³³⁾ 연방대법원이 부정유용이론에 관하여 판단하는 기회를 가졌지만, 부정유용이론의 채용에 관하여는 4대4로 의견이 나누어져 이 때에는 채택되지 못하였다.

부정유용이론의 문제점은 情報源에 대한 신임의무의 위반이 왜 투자자와의 관계에서 사기로 되는지가 분명하지 아니한 점에 있었다. 이 문제점은 법해석상은 법10(b)조가 사기가 증권거래에 관련하여 이루어질 것을 요건으로 하고 있는 것, 정보원에 대한 신임의무위반에 의한 거래가 증권거래에 관련한 사기라고 할 수 있는 가라고 하는 문제로 되어 나타나 있고, 부정유용이론을 채용할 것인가 여부에 관하여 연방항소법원의 판례도 갈라져 있었다.³⁴⁾ 그러다가 연방대법원이 1997년의 오헤이건 사건판결에서 이 이론을 정면으로 채택하고 그 적용요건 등을 명확하게 결정하였다

4. 오헤이건(O'Hagan) 사건판결과 규제범위의 확대

1997년에 이르러 연방대법원은 오헤이건 사건판결에서³⁵⁾ Rule 14e-3의 합법성을 인정하였고, 아울러 부정유용이론을 채용하기로 결단을 내렸다. 이하에서 그 사건의 사실과 판결요지를 약술한다.

(1) 사건판결 개요

① 사실개요

런던에 본사가 있는 그랜드 메트(Grand Met)회사는 미니에폴리스의 필스버리(Pillsbury)회사를 매수하기로 계획하고 도르시 앤드 휘트니(Dorsey & Whitney; D&W)

33) Carpenter v United States, 484 U.S. 19 (1987)

34) 연방 제2항소법원, 제3항소법원, 제7항소법원, 제9항소법원은 부정유용이론을 지지하고 있었고, 제4항소법원과 제8항소법원은 신임이론에 그대로 따르고 있었다.

35) United States v O'Hagan, 117 S Ct, 2199 (1997), Hamilton, op cit., at 861, Bloomenthal/ Wolff, Securities and Federal Corporate Law 19 36 (2d WEST 1998); O'Kelly/ Thompson, Corporations and Other Business Associations 1174 (3rd ASPEN 1999).

법률회사를 대리인으로 선임하였는데, 그 법률회사의 파트너인 오헤이건이 D&W에서 당해 대리업무에는 종사하지 않았지만 동료로부터 이 정보를 듣고 필스버리의 주식 및 주식옵션을 대량으로 구입하였다. 그후 그랜드 메트가 필스버리에 대한 공개매수를 공표하여 필스버리의 주가가 급등하자, 오헤이건은 주식과 주식옵션을 매각하여 430만 달러 이상의 이익을 올렸다. 오헤이건은 공개매수에 관한 중요한 미공개정보를 자기를 위하여 부정유용하는 것에 의하여 소속 법률회사인 D&W 및 이의 고액인 그랜드 메트를 속인 것이라고 하여서 증권거래소법10(b)조 및 SEC Rule 10b-5 위반, 동법 14(e)조 및 SEC Rule 14e-3 위반, 연방우편전신사기법 위반, 돈세탁방지법(money laundering statutes)의 위반 등으로 인해 57가지 죄목으로 유죄판정을 받았고, 또 41개월 징역형을 선고받았다.

② 판결요지

i) 부정유용이론의 채택에 관하여 ; 정보를 부정유용한 것은 “증권거래에 관한”(in connection with) “사기적 행위”라는 제정법상의 요건을 충족하므로 법10(b)조의 적용대상으로 된다.

그 이유는 첫째로, 수임자가 본인에 대하여 충실한 척하면서 본인의 정보를 개인적 목적을 위하여 은밀히 이용하는 것은 본인을 속이는 것이기 때문에 부정유용자는 “사기적 행위”를 하였다고 할 수 있다. 정보의 未公示에 의한 사기는 부정유용이론 아래에서의 책임론의 중심인데, 부정유용이론에서는 법10(b)조 위반이 단순히 신임의무의 위반으로는 충분하지 않고 거래조종적 혹은 사기적 책략이 있어야 한다는 대법원의 산타페(Santa Fe) 사건판결과³⁶⁾ 일관한다. 반대로 만일 수임자가 정보원에 대하여 정보에 기초한 거래계획을 공시하였다면 사기적 책략은 없고, 따라서 법10(b)조 위반이 되지 않는다.

둘째로, “증권의 매매에 관하여” 사기가 행해져야 된다고 하는 요건에 관하여 보면, 수임자의 사기는 수임자가 기밀정보를 입수한 때에 완료하는 것이 아니라 본인에게 공시하지 않고 증권 매매에 당해 정보를 이용한 때에 완료하는 것이기 때문에 부정유용이론에 의하여도 이 요건이 충족된다. 부정유용한 중요한 미공개의 정보를 토대로 하여 공시없이 거래를 하는 것은 情報源을 속이는 것일 뿐만 아니라 또한 일반투자자를 해치는 것이기 때문에 부정유용이론은 건전한 시장을 확보하여 투자자의 신뢰를 증진시킨다고 하는 증권거래소법의 목적에 적합한 이론이다.

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

ii) Rule 14e-3의 합법성에 관하여 ; 문제로 되는 거래가 신임의무의 위반을 수반하는 것이라는 사실을 입증할 것을 요구하지 아니하는 Rule 14e-3(a)³⁷⁾를 SEC가 채택한 것은 동법14(e)조 아래에서의 SEC의 규칙제정 권한을 넘어선 것이 아니다. Rule 14e-3(a)는 그것이 공개매수의 사례에 적용되는 경우에 사기적 거래를 방지하기 위하여 합리적으로 고안된 방책이라고 하는 법14(e)조의 요건을 충족하고 있다. 예방적인 방책은 금지되어야 할 핵심적인 행위 보다도 넓은 범위에 미치는 것은 당연하다. 동법 14(e)조 아래에서 SEC는 일정한 금지행위가 사기적인 행위나 관행을 억제하기 위하여 합리적으로 고안된 것이라면 common law 혹은 동법10(b)조 아래에서는 그것 자체가 사기적이 아닌 행위들도 금지할 수 있다. Rule 14e-3(a)규정의 합리성 여부에 관하여 SEC의 판단이 자의적이거나 제정법에 명백히 반하는 것이 아닌 한 법원은 그 판단을 존중하지 않으면 안된다. 본건의 경우 SEC의 판단이 자의적이거나 혹은 제정법에 명백히 반한다고는 인정되지 않는다. 중요한 미공개정보에 기초한 거래는 매수자, 대상 회사 혹은 그들의 대리인에 대하여 비밀유지의무를 위반하는 수가 많다고 가정하는 것은 타당한 것이다. SEC는 능숙한 자는 책임을 면탈할 수 있게 되는 그러한 형태의 입증문제를 인식하고, 신임의무위반에 대한 특별한 입증을 요구하지 않고 「공시 혹은 거래단념」 명령을 Rule 14e-3에서 설치한 것이다. 오헤이건이 문책당하고 있는 것과 같은 형태의 부정유용행위를 억제하는 것에 有用하는 한 본 규칙내용은 동법 14(e)조 아래에의 SEC의 예방권한의 적절한 행사라고 할 수 있다.

37) SEC 규칙14e-3의 a항은 다음과 같다: If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from: The offering person, The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise

④ 반대의견

본 판결에는 스카리아(Scalia) 판사 및 토마스(Thomas) 판사의 반대의견이 붙어 있다. 이 중 토마스 판사는 피고인이 횡령한 정보를 증권거래 이외의 방법으로 가령 신문사에 정보를 돈을 받고 파는 것도 가능하기 때문에 증권거래는 정보의 횡령에 불가결한 요건은 아니며, 따라서 증권의 거래에 관하여 사기가 행하여졌다고는 말할 수 없다고 한다. 또한 허락을 얻어 미공개정보를 이용한 경우나 혹은 정보를 부정유통한 경우나 시장에 대한 영향은 같을 것이다. 따라서 후자에 의하여만 일반투자자가 피해를 입는다고 하는 것은 이상하다고 하며 다수의견을 날카롭게 비판하고 있다. 스카리아 판사의 반대의견은 주로 형벌법규의 엄격한 해석을 요구하는 것이다.

(2) 내부자거래규제 범위의 확대

부정유통이론은 내부정보의 범위를 확대하여 내부자거래규제의 범위를 확대하기 위하여 채택된 것이며, 그와 같이 확대된 부분에 관하여 타당하다고 생각된다. 따라서 현재의 미국의 판례법에 의한 내부자거래의 요건을 이해하는데 있어서는 내부자나 내부정보에 기초하여 신임의무이론과 부정유통이론 중 어느 것이든지 적용되는 것에 주의를 요한다

① 내부정보의 정의 신임의무이론에 의하면 당해 정보를 공시하지 않고 거래하는 것이 거래상대방에 대한 신임의무의 위반이라고 인정되는 그러한 정보가 내부정보로 되기 때문에 증권발행회사에서 유래하는 「내부정보」에 한정된다. 부정유통이론을 채용함에 따라 공개매수 정보와 같이 회사외부에서 발생한 「외부정보」도 내부정보의 정의에 포함되는 것으로 되었고, 그 외의 외부정보나 시장정보도 수임자가 情報源에 대하여 비밀유지의무를 부담하고 있는 한 내부정보에 포함될 수 있다.

② 내부자의 정의 신임의무이론에 의하면 회사의 임원, 이사, 종업원과 그 외에 변호사나 회계사, 고문 등 회사의 일시적인 수임자로 되어 있는 자는 내부자거래의 규제대상으로 된다.³⁸⁾ 그러나 회사의 거래상대방 등 회사와 단순히 계약관계에 있을 뿐 이어서 회사의 수임자(fiduciary)로 되지 아니하는 자에 관하여는 내부자거래의 규제대상으로 되지 아니한다. 또한 신임의무이론에 의할 때는 내부자가 社債權者에 대하여

38) *Dirks v. Securities and Exchange Commission* 463 US 646 at 655 n. 4.

신입의무를 부담하지 않는 이상, 사채의 거래를 하는 자는 내부자로 될 수 없는 것이 아닌가 하는 문제를 발생시킨다.³⁹⁾ 또한 정보수령자가 공사거래단념 의무를 부담하는 것은 내부자가 신입의무를 위반하여 정보를 전달하였고, 또한 정보수령자가 그 위반 사실을 알 수 있는 경우에 한정된다. 따라서 회사내부자에게서 취재를 한 증권 애널리스트는 경우에 따라서는 정보수령자로서 규제되는 수가 있다.

부정유통이론에 의하면 수입자로서 정보원에 대하여 비밀유지의무를 부담하고 있는 한 증권 발행회사의 관계자 이외의 자도 널리 내부자에 포함된다. 다만, 오헤이건 판결이 시사하고 있는 바와 같이 거래자가 정보원에게 거래의 공시를 하거나, 혹은 정보원으로부터 거래의 허락을 받은 경우에는 내부자거래로 규제되지 않는다

③ 금지되는 행위 내부자의 의무가 공사거래단념 의무라는 것은 현재까지의 일관된 판례이다.⁴⁰⁾ 신입의무이론에 의하면 내부자가 정보를 전달하는 행위도 그것이 내부자의 신입의무에 위반하는 것이라면 금지된다. 정보에 근거하여 거래를 추천하는 것이 금지행위에 포함되는가 여부는 명백하지 않다.

부정유통이론도 공사거래단념 의무를 사용하고 있지만, 부정유통이론이 적용되는 경우의 공시의 상대방은 시장(=일반투자자)이 아니고 情報源이다 따라서 외부정보에 관하여는 거래를 하는 것을 정보원에 공시하거나 혹은 정보원의 허락을 받으면 거래를 금지시킬 수는 없다. 여기에서 정보의 전달이나 거래추천에 관하여도 공시 혹은 허락이 있어야 허용된다고 생각된다.

39) Cox/ Hillman/ Langevoort, op cit, at 835 마찬가지로 문제는 옵션거래에 관하여도 발생하고 있었지만, 1984년의 내부자거래제재법 (Insider Trading Sanctions Act)은 파생증권의 거래를 내부자거래에 포함시키는 20조(d)항을 증권거래소법에 추가하여 입법적으로 해결하였다

40) “정보를 보유한 상태에서 거래하였다는 것만으로는 Rule 10b-5 위반이 아니고 그 정보를 이용한 거래라는 점이 필요하지만, 정보의 보유로부터 정보의 이용이 추정된다”고 한 SEC v Adler, 137 F3d 1325(11th Cir, 1998) 판결이 있은 후, SEC가 2000년에 신설한 Rule 10b5-1은 미공개정보에 토대로 한 거래(trading on the basis of nonpublic information)에 “on the basis of”는 정보를 인식한 것(aware of the information)을 의미한다고 규정하여 정보의 이용이 필요하지 않은 것처럼 규정하지만, 이어서 그 정보가 거래에서 중요한 요소가 아니었다는 점을 입증하면 면책된다고 규정하므로 결국 Adler판결과 별 차이가 없다고 한다(김/송, 미국의 증권규제, 369면)

IV. EU에서의 내부자거래규제

(1) 내부정보의 정의

1989년에 제정된 EC의 내부자거래준칙은⁴¹⁾ 내부정보를 하나 혹은 복수의 유가증권의 발행자 또는 하나 혹은 복수의 유가증권에 관한 명확한 성질을 가지는 미공개정보로서 공표되었다고 하면 당해 하나 혹은 복수의 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 우려가 있는 정보라고 정의한다(1조). 내부정보는 발행자 혹은 유가증권에 관한 것이면 충분하고, 그것이 발행자로부터 시작된 정보인 것을 요건으로 하지 아니한다. 또한 특정한 유가증권의 발행자와 특정한 유가증권에 관한 정보가 아니라도 좋다. 따라서 시장정보와 같이 회사외부에서 발생한 정보도 내부정보에 포함되며, 또한 중앙은행에 의한 公金利率의 변경결정과 같이 많은 발행자에게 동시에 영향을 줄 수 있는 정보도 내부정보에 포함된다.⁴²⁾ 이와 같이 EC준칙에 있어서 내부정보의 정의는 매우 넓다.

(2) 내부자의 정의

EC준칙은 내부자를 제1차내부자와 제2차내부자(정보수령자)로 나누어 정의한다. 제1차내부자는 다시 ① 발행자의 관리, 경영 혹은 감시기관의 구성원의 지위 때문에 내부정보를 가지는 자, ② 발행자의 주주의 지위 때문에 내부정보를 가지는 자, ③ 고용, 직무 혹은 의무의 수행을 위해 정보에 접근권한을 가지고 있었기 때문에 내부정보를 가지고 있는 자라고 하는 세 종류의 자로 나누어진다(2조). 제2차내부자란 제1차내부자로부터 직접 혹은 간접으로 시작하고 있는 것을 알고 내부정보를 보유하는 자이다(4조). 제1차내부자로부터 직접적인 정보수령자뿐만 아니라 간접수령자도 포함되어 있어 우리나라법 보다 범위가 넓다.

(3) 금지되는 행위

제1차내부자, 제2차내부자를 불문하고, 내부정보를 알고 당해 유가증권의 매매거래를 하는 것이 금지된다(2조4조).⁴³⁾

41) Council Directive of 13 Nov 1989 coordinating regulations on insider trading (EC Directive) (89/592/EEC).

42) COM (87) 111, final, OJ Eur Comm No C153, at 5

43) EC준칙의 원문에는 제1차내부자가 당해 정보가 관련하는 발행자의 증권을 직접 혹은 간접으로,

이것과 아울러 제1차내부자에 관하여는 정보의 공개 및 투자추천이 금지된다. 즉 제1차내부자는 고용, 직무 혹은 의무의 수행의 통상의 과정에서 공개가 되는 경우를 제외하고 내부정보를 제3자에게 공개하여서는 안된다. 또한 제1차 내부자는 내부정보에 기초하여 상장증권의 취득처분을 제3자에게 추천하여서는 안되고(3조), 이 때 내부정보를 전달하였는지 아닌지를 불문한다. 회원국이 정보공개 혹은 투자추천의 금지를 제2차내부자에도 미치는 것으로 입법하는 것도 허용된다(6조).

V. 문제점에 대한 각국제도의 비교검토

앞에서 본 것처럼 내부자거래규제에 있어서 내부정보 및 내부자의 범위는 각국의 법제에 의하면 매우 차이가 나고 있다. 내부정보의 정의에 관하여 유럽연합에서는 외부정보나 시장정보를 널리 규제의 대상에 포함시키고 있는 것에 대하여 미국우리나라에서는 한정적이다. 내부자의 정의에 관하여 유럽연합에는 제1차내부자 제2차내부자(정보수령자) 둘 다 그의 범위가 넓은 것에 대하여 미국에서는 제2차내부자의 의무는 제1차내부자의 그것에서 파생하는 것이라고 파악되어 있고, 우리나라에서는 최초의 정보수령자까지만 규제의 대상으로 되어 있다.

규제되는 행위에 관하여 유럽연합에는 정보전달이나 거래추천이 규제되는 독립의 행위유형으로 되어 있는 것에 대하여, 미국과 우리나라에서는 원칙적으로 거래만을 금지의 대상으로 하고 있다 또한 거래금지의 요건에 관하여 영국에는 이득목적이 없다는 것이 항변사유로 되어있고, 독일에는 정보의 이용이 주관적 요건으로 추가되어 있는데 우리도 정보의 이용 혹은 타인에게 이용토록 하는 행위로 되어있다. 그런데 일본에는 정보를 알고 있는 것만을 요구하고 있는 차이가 있다.

내부자거래의 규제는 증권시장의 거래법칙을 규정하는 것이다. 증권시장과 같이 일정한 한정된 목적을 위하여 경제적 합리성에 바탕으로 구축되어 있는 제도는 나라에 따라서 크게 차이가 나야 하는 것이 아니라, 그 기능을 유지하기 위한 법칙도 크게 차이가 나지 않는 것이다. 그럼에도 불구하고 내부자거래규제가 법역에 따라서 이와 같이 차이가 나는 이유가 궁금하다.

내부자거래는 (a) 수입자인 회사내부자의 주주에 대한 신임의무 위반이라고 해석하

자기 또는 제3자의 계산으로, 취득 혹은 처분하는 것에 의해, 사실을 속지한 다음에 정보를 이용하는 것이 금지되어 있다. 이것은 특별한 의도 내지 이익을 올릴 의도를 의미하는가 아닌가에 관하여는 논의가 있지만, 실제로는 각국법의 해석에 맡겨져 있는 셈이다.

는 것과, (b) 증권거래의 공정성에 대한 투자자의 신뢰를 파괴한다고 생각하는 것이다. 1980년대 이후의 미국법은 (a)를 중시하고(신임의무이론), (b)를 판단하는 기준으로 하여서 여전히 신임의무의 위반을 사용하는 것으로 하고 있다(부정유용이론). 그 이유는 아마 증권거래의 공정성에 대한 투자자의 신뢰는 매우 애매한 개념이며, 규제의 근거를 설명하기에는 편리하지만 규제의 범위를 구체적으로 정하기에는 적합하지 않기 때문일 것이다. 다만 공개매수의 정보를 내부자거래규제의 대상에 포함시킨 시점에서 이미 (a)의 관점에서는 설명할 수 없게 되었던 것이고, 그것에 대처하기 위해 개발된 부정유용이론을 사용하는 것에 의하여 규제되어야 할 외부정보의 범위를 적절히 확정할 수 있다고도 생각되지 않는다.

이것에 대하여 EU 여러 나라들은 (a)의 문제는 회사법 기타의 사법영역에 맡기고, (b)의 관점에서만 내부자거래의 규제를 시행하고 있다.⁴⁴⁾ 다만 영국이나 독일에서도 투자자의 신뢰의 보호 그것 자체가 법의 목적인 것은 아니고, 투자자의 신뢰의 보호를 통하여 혹은 투자자의 신뢰의 보호와 함께 효율적인 시장의 기능을 유지하는 것이 법의 목적이라고 하는 것이 자각되어 있다.⁴⁵⁾ 따라서 투자자의 신뢰의 보호와 효율적인 시장을 달성한다고 하는 관점에서 내부자거래규제의 구체화를 도모하는 것으로 된다.⁴⁶⁾

VI. 우리나라제도의 개선방향

내부자거래규제에 관한 타당한 법칙을 강구하는 것은 매우 어려운 문제이다. 타당한 법칙의 발견이 곤란하고, 더구나 투자자의 신뢰의 보호라고 하는 애매한 개념에 법칙이 일부 의거하고 있는 것 때문에 그 곤란이 생기고 있는 것을 고려한다면 차선의 방책으로서는 알기 쉽고 또한 국제적으로 통일된 법칙에 따르는 것이 좋다고 생각된다. 그와 같은 법칙이라면 설사 최선의 법칙은 아니라고 하더라도 투자자의 신뢰를 확보하는 것이 가능하다고 생각되기 때문이다. 이 관점에서는 EC준칙을 구체화한 회원

44) EC Directive, op cit., the preamble.

45) 독일의 입법이유서는 내부자거래의 금지이유가 자본시장의 기능성(Funktionsfähigkeit)에 있는 것이며, 투자자의 개인보호에 있는 것이 아니라는 뜻을 명확하게 기술하고 있다(Bundestages · Drucksache, 12/6679, S. 57). 영국에서도 투자자의 신뢰보호는 그것이 이론상 보호할 만한 것인가 아닌가는 차치하더라도 실재상 시장의 유동성과 기능성의 확보를 위하여 필요하다고 하는 설명이 일반적으로 행해지고 있는 방법이다(Hannigan, insider trading 9 (2nd 1994))

46) 영국법과 독일법과의 규제내용의 세목이 차이가 나는 것을 본다면, 타당한 내부자거래규제의 발견이란 확실히 어려운 작업이라는 것을 알 수 있다.

국의 국내법이 유력한 참고자료가 된다.

필자는 본고와 같은 비교법적 관찰만으로 내부자거래의 타당한 법칙에 관하여 설득적인 해답을 끌어내는 것이 가능하지 않다고 생각하고 있지만, (a) 이론적으로는 투자자의 신뢰와 시장의 기능유지를 감안할 것, (b) 알기 쉽고 국제적으로 통일된 법칙이 바람직하다는 것을 고려해 볼 때 다음과 같은 것이 우리법이 나갈 방향이라고 일단 생각한다.

(i) 내부정보(중요사실)는 「유가증권의 발행자 혹은 유가증권에 관한 미공개의 사실로서, 공표된 경우에 당해 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 우려가 있는 사실」이라고 하는 것처럼 일반적인 형식으로 정의할 수 있다.

(ii) 제1차내부자는 거래관계 등의 계약관계를 전제로 하지 않고, 널리 내부정보에의 접근권을 가지고 있는 자를 포함하는 것으로 정의할 수 있다. 다만, 증권 애널리스트 등의 행위에 관하여는 효율적인 시장을 유지하기 위하여는 일정한 적용제외를 설정한다.

(iii) 정보의 입수경로를 문제삼는 것이 아니라, 내부정보를 그것으로 알고 가지고 있는 자를 제2차내부자로서 규제의 대상에 포함시킬 수 있다.

(iv) 제2차내부자의 행위를 규제하지 않는 경우에는 탈법을 방지하기 위하여 제1차 내부자에게 거래를 금지하는 외에 정보전달 및 정보에 기초한 거래권유를 금지해야 한다.

(v) 내부자거래의 규제가 증권투자를 과도하게 위축시키지 아니하도록 제1차내부자, 제2차내부자에 적용되는 거래금지의 요건으로서 정보의 취득과 행위와의 사이의 주관적 인과관계를 요구하는 것이 좋다.



● 하삼주

내부자거래(insider trading) 내부정보(insider information)

미공개정보(non public information)

부정유용이론(misappropriation theory) 오헤이건 (O'Hagan)

[ABSTRACT]

A Comparative Legal Study on Regulating Insider Trading

Ha, Sam-Joo*

Insider trading is prohibited in advanced many countries because it gives ill effects to the stock market and gives damages to the public investors. Though Korean Securities Exchange Act has articles prohibiting insider trading, it is reported that those are ineffective. To improve the regulations in Korea I undertook a comparative legal study on the extent of the insider and non public information (insider information). Because most of regulatory schemes have been derived from the US, I mainly studied regulations in the US and added an interpretation of EU Directive coordinating regulation on insider trading.

Charpter 2 describes some problems on insider trading regulation in Korea. Charpter 3 describes the movement and the trend of legal theories and case law concerning insider trading prohibition in the US. In this charpter the attention focuses mainly on the US federal prohibition under the 1934 Securities Exchange Act 10(b) and SEC Rule 10(b)-5. Charpter 4 describes the EU Directive. Charpter 5 compares and examines the differences of the schemes in US, EU and Korea. Finally charpter 6 offers some solutions to the problems in Korea.

The real meaning of the fact that the misappropriation theory was approved by the US Supreme Court in O'Hagan case is to expand the extent of the insider and non public information. And EU adopted the strict regulation against insider trading. I think it is time to keep up to the international standards in regulating insider trading in Korea.

* Law Professor of KonKuk University, Korea