[UCI]I804:24011-200000233964

2007년 2월

석사학위 논문

내부자거래규제에 관한 연구

조선대학교 대학원

법 학 과

오 상 미

내부자거래규제에 관한 연구

- A Study on the Regulation of Insider Trading -

2007년 2월 23일

조선대학교 대학원

법 학 과

오 상 미

내부자거래규제에 관한 연구

지도교수 김 영 곤

이 논문을 법학 석사학위신청 논문으로 제출함

2006년 10월

조선대학교 대학원

법 학 과

오 상 미

< 목 차 >

ABSTRACT

제 1 장 서 론 1

제 1 절 연구의 목적 1

제 2 절 연구의 방법 및 범위 4

제 2 장 내부자거래규제의 개념 5

제 1 절 내부자거래규제의 의의 5

제 2 절 내부자거래규제의 대상 6

1. 회사내부자 6
2. 준내부자 10
3. 정보수령자 11

제 3 절 내부자거래규제의 근거 12

1. 내부자거래규제 부정론 13
2. 내부자거래규제 찬성론 15
3. 사 견 17

제 3 장 현행법상 내부자거래의 규제 ····· 19

제 1 절 미공개정보 이용행위 금지 ····· 19

1. 미공개정보의 범위 ····· 19

2. 중요성 판단 기준 ····· 21

3. 규제대상 증권 및 행위 ····· 21

제 2 절 회사내부자에 대한 규제 ····· 22

1. 공매도 금지 ····· 23

2. 단기매매차익의 반환의무 ····· 26

3. 주식소유상황변동의 보고의무 ····· 30

제 3 절 증권회사 및 임직원에 대한 규제 ····· 32

제 4 절 내부자거래의 감시 및 조사 ····· 33

1. 감 시 ····· 33

2. 조 사 ····· 35

제 4 장 외국의 규제 ····· 37

제 1 절 영미법계 ····· 37

1. 영 국 ····· 37

2. 미 국 ····· 44

제 2 절 대륙법계 ····· 53

1. 독 일 ····· 53

2. 일 본 ····· 59

제 5 장 내부자거래규제의 문제점과 개선방안 ····· 64

제 1 절 내부자거래규제의 문제점 ····· 64

1. 내부자 범위의 한계 ····· 64
2. 미공개중요정보의 한계 ····· 65
3. 손해배상제도의 미흡 ····· 66
4. 규제기관의 비효율적인 감시 · 조사 ····· 66
5. 불공정거래행위에 대한 제보제도의 불활성화 ····· 67

제 2 절 내부자거래규제의 개선방안 ····· 68

1. 내부자 범위의 확대 ····· 68
2. 미공개 중요정보의 범위확대 ····· 69
3. 손해배상제도의 정비 ····· 70
4. 규제기관의 감시 · 조사체계의 개선 ····· 72
5. 포상금제도의 제고 ····· 72

제 6 장 결 론 ····· 73

< 참고문헌 >

ABSTRACT

A Study on the Regulation of Insider trading

Oh Sang-mi
Advisor : Prof. Kim Young-gon Ph.D.
Department of Law,
Graduate School of Chosun University

Insider trading refers to activities of people in positions easy to obtain internal information of a company including shareholders and employees of stock listed corporations and KOSDAQ listed corporations then using the undisclosed information to the public which can affect the general investors decisions using this internal information directly for stock exchange or transferring the information to another person.

The trade concerned or general investors are obstructed fair access to undisclosed information by above situation. And this is an unlawful act because they obtain internal sightless information of a company for there individual purpose. Therefore regulation of insider trading prevent employees to use internal information of a company. Moreover this system protect general investors and a shareholder and intend to economic growth to create a steadfast securities market and wholesome settlement culture of stock trade.

But currently insider trading occur continuously from year to year. In spite

of the government enforce regulation of insider trading rigidly, it is associated with a large sum of money of criminal trait. In case of success of insider trading, it comes enormous unfair profits and small exposure possibility. And one of not diminished reasons is hard to make inquiries into there offenses in comparison with a crime disclosure. Likewise it is due to insiders' like an official or employee of a securities company moral hazard.

On the other hand, regulation of insider trading is obscurity and apply a rule to variety cases like above problems fundamentally. Although insider trading crime change intellectually and diversely, the Securities and exchange Act have no article meet the conditions of crime.

Consequently the study compare regulation system to the regulation law of the Securities Exchange Act of an advanced nation to solve above issues and intend to improve above issues affirmatively through detect points of difference and problems from our the Securities Exchange Act and securities market.

For improvement of above issues, prohibition of short sale, short term sales gain return system and stock ownership by officers and the major shareholders regulated by article 188 of the Securities Exchange Act. And it bans of using undisclosed information stipulated by article 188-2. But it is not possible to know exactly the object of human restriction applies in light of the above provisions.

Last but not least, this study will the basic concept of insider trading based on the above mentioned rules and regulation, any need for regulation and intend to bring suggestions to point the issues of and improve the present the regulation system of insider trading in Korea.

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

현대의 자본주의 경제체제에 있어서 경제활동의 중요한 기능을 수행하고 있는 것은 주식회사이며, 이러한 주식회사의 주권은 증권시장에서 자유로이 거래됨으로써 이에 참가한 일반 투자자에 많은 영향을 미치게 된다.[1] 즉 증권시장에서는 기업과 일반투자자간에 증권의 자유로운 거래를 바탕으로 기업에게는 안정적인 대규모의 자금조달을, 이 거래에 참여한 일반 투자자에게는 소득재분배를 통한 자산증식의 기회를 제공하여 국가경제의 발전에 큰 영향을 미치고 있다.

그러나 증권시장에서의 증권거래가 위와 같이 긍정적인 측면만 있는 것은 아니다. 유가증권의 발행과 기타의 거래를 함에 있어 기업과 투자자간에 공정함을 기대할 수 없다면 기업은 부당이익을 얻게 되고 투자자는 기업의 불법행위에 의해 손실을 보게 될 것이다. 이러한 면에서 증권을 거래하는 투자자가 보호받지 못하는 부정적인 측면도 간과할 수 없다. 즉 공정하고 정당한 상태의 증권거래가 아닌, 부당한 불법행위에 의해 손실을 본 경우의 문제이다. 이와 같은 불공정거래행위를 해결하고 투자자 보호와 공정하고 건전한 증권거래를 기대 위해서는 증권거래에 대한 규제가 필요하다.

이러한 불공정거래행위는 크게 내부자거래와 시세조종행위로 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 이 중 내부자거래는 내부자갈 증권거래에 관련된 중요한 미공개정보를 이용하여 거래하는 증권거래를 하는 행위이다.

내부자거래는 거래상대방이나 일반투자자들이 접근하기 어려운 미공개의 중요정보를 내부자가 자신의 지위나 직무를 이용하여 비경쟁적으로 쉽게 지득하여 이를 이용하여 미공개정보의 공개 전에 유가증권을 매매 또는 기타 거래 행위를 하여 경제적 이익을 얻는 행위이다. 이는 증권시장제도 자체의 이념인 모든 증권거래 당사자에게 주어지는 투자판단에 전제가 되는 공평한 정보 접근의 기회 제공에 어긋나며 건전한 증권거래문화 조성에 위배되어 증권시장의 신뢰성 상실로 증권거래 위축도 가져올 수 있다.

이와 같은 내부자거래는 거래당사자 사이의 형평과 공정경쟁 원리에 반할 뿐만 아니

1) 고준환, 기업법원론, 교서관, 2000, p.6.

라, 나아가 일반투자자의 증권시장에 대한 신뢰기반을 저해하는 등[2] 증권시장 자체에 대한 심각한 장애요인이 되고 있다. 이에 따라 증권시장을 갖추고 있는 대부분의 국가는 증권거래의 공정성 확보와 증권시장의 건전한 발전을 위하여 내부자거래 규제를 강화하고 있다.[3]

종래 우리나라 증권시장에서는 내부정보에 기한 증권거래를 범죄시하는 관념이 적어 내부자거래를 규제한 것은 그 역사가 길지 않다. 1962년 증권거래법 제정 당시에는 내부자거래에 관한 규정이 전혀 없었으나, 1976년 개정으로 회사내부자의 공매도 금지와 단기매매차익반환 규정이 도입했다. 이어 1982년 증권거래법 개정 당시 미공개정보를 이용한 내부자거래를 일반적으로 금지하는 제105조 제4항 제3호를 신설하였고, 이를 근거로 하여 1988년 증권감독원이 광덕물산 내부자거래사건을 최초로 적발[4] 한 것을 계기로 실질적인 단속이 시작되었다. 1991년 증권거래법 개정 당시 위 제105조 제4항 제3호 대신 제188조의2를 통해 내부자의 범위와 내부정보를 구체화시킨 미공개정보 이용행위의 금지규정을 신설하여 비교적 체계적인 시스템을 갖추게 되었다.[5]

그러나 현행 증권거래법에서 내부자거래규제와 관련된 증권거래법 제188조의2 제1항과 제2항 등은 내부자거래규제가 아니라 "미공개정보이용행위의 금지"라고 표현하고 있어 이것만으로는 규제대상인 내부자의 범위가 어디까지인지와 규제행위인 미공개정보이용행위가 무엇인지 구체적으로 알 수가 없다. 또한 이와 관련하여 법문에 구체적으로 열거되어 있지 않더라도 현실적으로 구속력을 발휘할 수 있는 법원의 판례도 부족한 실정이다.

이처럼 현행법상 내부자거래금지규정이 규정형식상 및 내용상 많은 논란의 여지를 남기고 있는 결과, 내부자거래금지규정에 위반하는 것처럼 보이는 행위가 발생한 경우 행위자와 이해관계인들 사이에 내부자거래행위의 성립여부를 둘러싸고 수많은 해석상 논쟁을 피할 수 없을 것으로 예상된다. 내부자의 범위가 어디까지 인지 명확한 가이드라인을 얻을 수 없으므로 증권거래법 제188조의2 등은 법률이 금지규정에 의하여 얻고자 하는 사전 예방적 효과도 달성하기 어렵게 된다.[6]

---

2) 임홍근, 회사법, 2000, 법문사, p.663.

3) 古瀨村邦夫編, 證券取引法講義, 日本評論社, 1992, p.23.

4) 증권감독원, 증권감독원이십년사, 1997, pp.241-242.

5) 증권감독원, 증권거래법연혁집, 1995, p.3.

따라서 본 논문에서는 우리나라의 증권거래법 제188조, 제188조의2와 제188조의3 등을 중심으로 현행법상 내부자거래규제의 방안들을 알아보고, 영미법계 · 대륙법계로 몇몇 선진국의 법규와 판례를 살펴 요건이나 체계 등을 비교 고찰하였다. 또한 부당한 증권거래를 규제하며 건전하고 바람직한 증권거래문화를 정착시키기 위해 내부자거래로 인한 피해의 사전예방과 사적구제 및 사후규제의 방법 등을 모색하여 그 실효성을 확보하는 데에 그 목적을 둔다.

6) 김세진, “내부자거래규제에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위논문, 2004, p.4.

제 2 절 연구의 방법 및 범위

본 논문에서는 연구의 목적을 달성하기 위하여 국내외의 문헌과 자료를 중심으로 정리 · 분석하는 방법으로 연구하였다. 또한 법조문의 활용과 법원판례의 참조 등을 통하여 실증적 분석을 시도하고자 노력하였고 증권선진국의 규제제도를 비교법학적으로 고찰하였다.

논문의 구성은 다음과 같이 총 6장으로 나누어 연구를 진행하였다.

제1장은 본 논문의 서론부분으로 연구목적과 연구방법 · 범위를 서술하였다.

제2장에서는 내부자거래의 개념을 연구하였다. 이 부분에서는 우리나라 증권거래법을 중심으로 증권시장에서의 내부자거래의 개념을 검토하고 내부자거래규제의 의의와 그 필요성에 대하여 언급하였다. 또한 논란의 여지가 있는 법해석상의 내부자거래규제의 의미를 명확히 하고자 하였다. 한편 내부자거래에 대해서는 규제찬성이 다수의 의견이나 내부자거래규제에 대하여 반대의 의견도 있으므로 찬반으로 나누어 이 부분도 정리하였다.

제3장에서는 우리나라의 현행법상 내부자거래의 규제를 알아보았다. 총4절로 나누어 크게 미공개정보 이용행위금지, 회사내부자에 대한 규제, 내부자거래의 감시 및 조사, 증권회사 및 임직원에 대한 규제 부분으로 나누어 정리하였다.

제4장에서는 선진 각국의 법문과 판례를 연구하였다. 영미법계와 대륙법계로 나누어 영국, 미국, 독일, 일본을 중심으로 내부자거래규제제도를 살펴보았다.

제5장에서는 연구분석의 결과를 중심으로 내부자거래와 관련하여 우리 증권거래법과 기타 제도의 적용상 문제점을 지적하고 이를 효과적으로 예방 · 규제할 수 있는 개선방안을 제시하였다.

마지막으로 제6장에서는 결론으로 지금까지의 연구결과를 종합 · 요약하고 증권거래의 공정성하고 실효성 있는 증권거래를 위해 향후의 방향과 과제를 제시하였다.

제 2 장 내부자거래규제의 개념

제 1 절 내부자거래규제의 의의

내부자거래(insider trading, insiderhandel)란 상장기업의 주주나 임 · 직원 등과 같은 기업의 내부사정에 대한 정보를 지득하기 쉬운 위치에 있는 사람이 아직 일반에게 공개되지 않은, 만일 공개된다면 일반투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보를 직접 증권거래에 이용하거나 다른 사람에게 전달하는 행위에 의해 거래가 이루어지는 것을 말한다.[7] 즉, 증권시세와 관련된 중요정보를 정보에 접근이 쉬운 내부자가 이를 이용하여 자신이 거래를 하거나 다른 사람으로 하여금 그 정보를 이용하도록 하는 것이다. 이는 일반투자자들이 모르는 중요한 미공개 정보를 내부자가 먼저 이용하여 부당이득을 취한다는 점에서 거래의 신뢰성을 떨어뜨리고 정보의 불평등을 가져와 결과적으로 증권거래의 저하를 가져온다. 따라서 이러한 증권거래의 불신을 제거하고 건전한 증권시장의 조성을 위하여 우리의 증권거래법에서는 내부자거래를 금지하는 규정을 두어 규제하고 있다.

1980년대 이전까지만 해도 미국, 프랑스 등의 일부 국가를 제외한 그 밖의 국가에서는 내부자거래에 대한 규제가 전혀 없거나, 증권거래소의 자율적인 규제에 맡기거나 또는 규제 법률이 있으나 실제적인 적용은 이루어지지 않았다.[8] 그러다가 1980년대 이후부터는 대부분의 국가들이 미국을 비롯한 자본대국의 압박에 의하여 또는 외국자본의 투자유치를 위하여 내부자거래를 법적으로 규제하기 시작하거나 기존의 규제를 강화하게 되었다.[9]

---

7) 최영민, “내부자거래규제에 관한 연구”, 연세대학교 석사학위논문, 2004, p.4.

8) 일본은 내부자거래를 규제할 수 있는 포괄적 사기금지규정(현 증권거래법 제157조)을 두고 있었으나, 실제로 거의 적용을 하지 않고 있었고, 독일은 증권거래소협회를 중심으로 여러 관계 단체의 자율규제에 의존하고 있었다. 이종우, “주요국의 내부자거래규제제도”, 주식, 1988.3, pp.40-41.

9) 일본은 현행 증권거래법 제163-167조에 걸쳐 내부자거래를 규제하고 있고, 영국에서는 1993년의 형사정의법(the Criminal Justice Act)에서, 독일에서는 1994년 증권거래법(Werpapierhandelsgestz)로, EU는 회원국 내의 내부자거래를 통일적으로 규제하기 위하여 1989년 채택한 지침(Cuncil Directive of Coordinating Regulation on Insider Dealing89/592/CEE)으로 규제하고 있다. 노태악, “내부자거래 등 관련 행위의 규제”, 증권거래에 관한 제문제, 2001.6, pp.456-458.

한편 우리나라에서는 증권거래법 제정 초기에는 내부자거래에 대하여 규제를 거의 하지 않았으나 시간이 지남에 따라 내부자거래를 금지하며 규제하는 해외증권시장의 분위기와 내부자거래가 거래당사자 사이의 형평과 공정경쟁 원리에 반할 뿐만 아니라, 나아가 일반투자자의 증권시장에 대한 신뢰기반을 저해하는 등의 문제점이 있다는 것을 인식하고 지금은 규제를 강화하고 있다.

제 2 절 내부자거래규제의 대상

1. 회사내부자

우리나라에서는 증권거래법 제188조의2에서 내부자에 대하여 그 범위를 구체적으로 명시하고 있다.

즉, 내부자를 ①당해 법인의 임원, 직원, 대리인, ②당해법인의 주요주주, ③당해법인에 대하여 법령에 의한 허가, 인가, 지도, 감독 기타의 권한을 가지는 자, ④당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자, ⑤주요주주 및 계약체결자의대리인, 사용인 기타 종업인(주요 주주 및 계약 체결자가 법인인 경우에는 그 임원, 직원 및 대리인)으로 규정하고 있다.[10] 이를 다시 분류하여 보면 회사내부자, 준내부자, 원내부자, 정보수령자로 나누어 볼 수 있는데 이 외에도 1차내부자[11] 2차 내부자로 분류하기도 한다.

일반적으로 회사내부자란 회사 내에서 지위 또는 일정한 관계에 의하여 정보와 접근할 수 있는 자들을 말한다.

이에는 발행 회사(법인) 및 공개매수를 하는 자의 임원, 직원, 대리인 및 주요주주

---

10) 일반적으로 내부자를 정보에 대한 접근 정도에 따라 ①회사내부자, ②준내부자, ③원내부자, ④정보수령자로 구분한다. 그런데 증권거래법 제188조의2는 ①-③을 내부자의 범위에 포함시키고 있는 반면 ④의 정보수령자는 규정에서 명시하고 있지 않다. 박삼철, "유가증권불공정거래에 관한 비교법적 고찰 - 내부자거래 · 시세조종행위규제를 중심으로", 증권조사월보, 1994, p.40.

11) 내부자를 1차내부자(primary insider)와 2차내부자(secondary insder)로 분류하기도 하는데, 이는 증권거래법에서 사용되는 용어는 아니지만 미국이나 유럽에서 내부자를 분류하는 강학상의 용어로 일반적으로 사용된다. 1차내부자(secondary insder)는 1차내부자를 통하여 내부정보를 습득하게 되는 자라 할 수 있다. 김세진, 전게논문, p.85.

(10%이상 주주 및 사실상의 지배주주)로서 회사의 비밀정보를 직접 접할 수 있는 자[12]로서 전통적인 내부자의 범주에 속한다. 이러한 자들은 회사와의 일정한 관계에서 비롯되는 자신의 지위로 인해 내부정보에 특별히 접근할 수 있기 때문에, 이들과 나머지 투자자들 간의 정보접근과 관련한 지위상의 차이를 상쇄하는 한편 이들이 정보상의 이점을 이용하거나 남용하는 것을 방지하기 위하여 이들을 내부자거래규제의 대상으로 하는 것이다[13]. 그리고 내부자 범위에 들어가는 법인은 증권거래법 제188조의 2에서 규정하고 있는데로 코스닥상장법인이다.

이때의 상장법인이란 유가증권시장에 상장된 유가증권의 발행인을 의미하며(증권거래법 제2조 제1항 13호), 주권, 사채권을 묻지 않고 증권거래법 제2조 1항에서 규정하고 있는 유가증권 중의 어느 하나라고 유가증권시장에 상장한 법인을 말한다. 코스닥상장법인이란 협회중개시장에서 유가증권을 거래하기 위하여 증권업협회에 등록한 법인을 말한다(증권거래법 제2조 제15조, 제172조의 2). 이들 상장법인과 코스닥상장법인은 반드시 주식회사에 한정되는 것은 아니며 공법인도 포함한다.[14]

1) 임원

우리나라 증권거래법시행령 제2조의4 제3항 제2호에서 임원은 이사, 감사, 기타 사실상 이에 준하는 자로 규정하고 있으므로 이에 따라 임시이사, 임시감사, 임시직무대행자, 감사직무대행자 등이 포함된다고 볼 수 있다.

상법에서는 이사에 대하여 주주총회에서 선임되는 것을 요건으로 하고 있기 때문에 주주총회의 선임여부가 여기에서 말하는 임원여부를 가리는 기준이라 할 수 있다. 따라서 주주총회에서 선임된 이상 상근 · 비상근, 사내 · 사외, 등기유무를 가리지 않는다고 할 수 있다.[15] 실제 임원은 아니면서 상담역이나 고문 등의 이름으로 회사의 중요

---

12) 미국 증권거래법 제16조 (b)항은 "대리인은 본인에 관한 내부정보로 이익을 얻으면 그 이익을 본인에게 반환하여야 한다"고 하는 전통적인 법원리에 입각하여 전통적인 내부자를 규율하고 있음을 설명하고 있다. 신영무, 증권거래법, 서울대학교출판부, 1987, p.451.

13) 신은영, "내부자거래 규제에 관한 연구 - 내부자와 내부정보를 중심으로", 서울대학교 석사학위논문, 2001, p.30.

14) 김세진, 전게논문, p.48.

15) 임재연, "내부자거래 규제에 관한 연구 - 증권거래법 제188조, 제188조의 2에 관한 연구", 법조 통권 제475호, 1996,

한 의사결정에 참여하는 자를 내부정보의 접근이 가능하다는 이유로 임원에 포함시켜야 한다는 견해[16]도 있으나, 이들은 직원, 대리인 또는 준내부자의 범위에 포함시켜 회사내부자로 규제할 수 있기 때문에 임원으로 볼 필요는 없다고 본다.[17]

반대로 임원이란 직함을 가지고 있지만, 실제적으로 전혀 임원의 기능을 수행하지 않는 자에 대해서는 어떻게 해석할 것이냐의 문제도 제기 된다. 미국의 경우 SEC나 법원은 특정인이 공무적으로 임원의 직함을 가지고 있지는 않더라도 그가 실제적으로 임원의 기능을 수행한다면, 그는 임원에 포함시키는 것으로 해석하여 왔다.[18]

2) 주요주주

주요주주에 대하여는 증권거래법 제188조 제1항과 시행령 제83조의 4에서 주요주주란 자기의 계산으로 의결권 있는 주식 또는 출자총액의 10%이상의 주식 또는 출자증권을 소유한 자와 10%이상[19]을 소유하지 않더라도 임원의 임면 등 당해 법인의 주요 경영사항을 대하여 사실상 영향력을 행사하는 주주라고 명시하고 있다.

그리고 10%의 주식을 소유하지 않았더라도 회사의 중요경영이나 회사의 중대사항에 지속적으로 영향력을 행사하는 자가 있는데 이는 사실상 지배주주라 한다.

현실적으로 우리나라에서 계열사를 여러개 지배하고 있는 재벌의 기업구조도 이것을 감안하여 지배주주도 포함하는 것이다.

영향력의 내용 및 범위에 관하여서는 모든 업무에 대하여 결제하거나 지시할 필요는 없고 중대한 사항에 해당하는지에 대해서는, 회사의 규모 등에 비추어 볼 때 회사의 존립 · 운영에 상당한 영향을 미칠 수 있는 사항으로서 사업계획 · 중요한 규칙의 개폐 · 중요한 재산의 취득 혹은 처분 · 임원의 인사 · 중요한 투자 및 융자 등이 이에 해당한다고 본다.[20]

---

16) 박휴상, “내부자거래규제에 관한 연구”, 단국대학교 박사학위논문, 1998, p.102.

17) 박임출, “내부자거래 규제에 관한 비교법적 연구”, 성균관대학교 박사학위논문, 2003, p.118.

18) Feder v. Martin Marietta Corp., 406 F.2d 260(2nd Cir. 1960)

19) 미국 34년법 제16조상 주요주주도 10% 이상 주주로 되어있으나 당초 초안에는 5%이상 주주를 주요주주로 하고 있었다. 이에 대한 반대의견으로 100분의 10의 지분비율을 산정하는 것과 관련하여, 주식은 장래에 전환권행사 또는 신주인수권의 행사 등에 의하여 그 주주가 행사할 수 있게 되는 모든 권리를 합쳐서 계산해야 하는 것은 증권거래법상 명문의 규정이 없는 이상 그러한 해석은 적용대상을 지나치게 확대하게 되어 부당 하다는 견해가 있다. 임재연, 전게논문, p.75.; 고창현, “증권거래법상 단기매매차익반환의무”, 인권과 정의 제277호, 1999, p.67.

3) 직원 및 대리인

직원은 당해 회사의 사용인을 의미하여, 지위나 직무에 의하여 내부정보에 접근할 수 있다고 생각되는 자는 모두 포함된다고 할 것이다. 그러므로 고용관계의 유무, 형식상의 호칭 · 지위를 불문하고 당해 법인의 지휘 · 명령 하에 현실적으로 그 회사의 업무에 종사하는 한, 임시 고용인, 파견사원, 아르바이트 사원 등도 이에 포함된다.[21] 또한 다른 회사에서 파견된 종업원이라도 상장법인 또는 협회등록법인, 또는 공개매수를 하는 법인의 지휘명령 하에 있다면 이에 포함된다. 여기에서의 직원은 상장법인 또는 협회등록법인, 공개매수를 하는 기업의 대리권이 없어도 무방하다.[22]

또한 대리인이란 당해 회사의 소속 임원 또는 직원은 아니나 법령 또는 계약 등으로 당해 법인의 업무에 관한 대리권을 부여받은 자를 말한다. 상법 제11조의 지배인, 기타 업무 등에 관하여 일정한 대리권을 부여받은 변호사 등도 대리권 행사와 관련하여 중요한 정보를 지득한 경우에는 대리인에 해당 된다[23].

여기서 우리 증권거래법 제188조 제2항이 임원과 주요주주 외에 모든 직원을 단기차익매매 규제대상자로 포함시키고 있는 것이 과연 타당한지에 대해서 의문이 생긴다. 증권거래법은 이러한 고전적인 의미의 내부자들 이외에도 법인의 '대리인'도 내부자의 범위에 포함시키고 있다. 법문언상 명확하지는 않지만 임원, 주요주주, 그리고 직원의 대리인도 내부자의 범위에 포함시키는 것으로 보아야 할 것이다. 법인의 대리인뿐만 아니라 임원, 주요 주주 및 직원의 대리인들도 이들을 대리하는 과정에서 이들로부터 지득한 미공개정보를 이용할 개연성은 동일하기 때문이다. 대리인에는 법정대리인과 임의대리인이 있을 수 있는데 이들 모두 포함된다고 볼 수 있다.[24]

---

20) 정승욱, "주식회사가 지배주주의 법적책임에 관한 연구 - 사실상 이사의 법리를 중심으로", 서울대학교 박사학위논문, 1998, p.150.

21) 川村和夫, 注解證券印引法, 有斐閣, 1997, p.1189.; 임재연, 전게논문, p.413.

22) 박임출, 전게논문, p.118.

23) 김정덕, "증권시장에서의 시장내부자거래규제에 관한 연구", 경기대학교 석사학위논문, 2003, p.28.

24) 김세진, 전게논문, pp.52-53.

2. 준내부자

준내부자는 당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가 · 인가 · 지도 · 감독 기타의 권한을 가지는 자와 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자를 의미한다. 이들은 비록 회사 내부자는 아니지만 계약 등의 신임관계와 회사에 대한 법령상의 권리, 권한 등으로 회사와 긴밀히 연결되어 있으므로 법적으로는 회사내부자와 동일한 취급을 하는 것이다. 예를 들어 법인에 대하여 법령에 의한 허가 · 인가 · 지도 · 감독 기타의 권한을 가지는 자로는 회사에 대한 수사권한을 갖는 수사기관, 조사권한을 갖는 국세청, 공정거래위원회와 같은 조사기관, 인 · 허가권한을 갖는 정부부처, 금융감독위원회와 같은 감독관청, 외부감사인, 자회사에 대한 조사권을 갖는 모회사의 감사 등이 있다.[25] 그러므로 법문상으로 볼 때 계약체결 이전의 협상단계에 있는 계약당사자는 내부자가 되지 아니하고, 법령 또는 계약관계 이외의 다른 관계로 인하여 발행회사의 미공개 중요정보에 접근할 수 있는 자들도 규제대상에서 제외된다.[26] 그리고 준내부자에는 엄밀히 내부자는 아니지만 기업의 중요정보에 접근하기 쉬운 일정한 위치에 있으면서 이를 남용할 우려가 있는 자도 포함된다.

또한 당해 법인과 계약을 체결 및 이행과 관련하여 정보를 얻을 수 있는 위치에 있는 자도 이에 포함된다. 예컨대, 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자에는 법률자문계약을 체결하고 있는 세무사, 특허관련 서비스계약을 체결하고 있는 변리사, 각종 금융거래계약을 체결하고 있는 경영컨설턴트 회사, 합병이나 영업양도와 같은 회사의 조직변경과 관련된 계약관계에 있는 회사, 합작계약을 체결하고 있는 회사, 원재료공급계약을 체결하고 있는 회사, 중요정보에 속하는 외국어로 쓰여진 내용을 번역한 번역업자 및 중요정보가 포함된 회의에 참석한 통역내용 등이 포함 된다[27]. 한편 가계약 상태의 경우에 이것도 내부자로 볼 수 있는가 견해가 갈리는데 법령에서는 “계약을 체결하고 있는 자”라고 규정하고 있으므로 체결 진행 중인 자는 내부자로 볼 수 없다. 하지만 계약이 체결되면 이에 관련된 정보는 내부정보로 보는 견해가 있다[28].

---

25) 장정윤, “내부자거래의 법적 규제에 관한 연구”, 고려대학교 석사학위논문, 2002, p.58.

26) 전용훈, “내부자거래 규제의 실효성 제고방안에 관한 연구”, 경희대학교 석사학위논문, 2004, p.97.

27) 박삼철, “증권거래법상의 내부자거래규제에 관한 연구 - 제182조의 2를 중심으로”, 고려대학교 석사학위논문, 1998, p.103.

3. 정보수령자

정보수령자라 함은 회사내부자나 준내부자로부터 당해 법인의 중요정보를 전달받은 자를 말한다. 이러한 정보수령자를 규제하는 취지는 회사내부자나 준내부자가 자신이 직접 거래하여 적발되는 것을 회피하기 위하여 의도적으로 제3자에게 정보를 전달하고 그 제3자로 하여금 거래하는 탈법행위를 방지하기 위함이다.[29] 정보수령자에는 실제로 친구, 친인척, 기자[30] 애널리스트(analyst) 등이 해당될 것이며, 회사내부자나 준내부자도 자신이 스스로 중요정보를 알게 된 경우가 아니고 다른 회사내부자나 준내부자로부터 정보를 받는 경우에는 정보수령자가 된다.[31]

정보수령자는 자신의 직무와 관련하여 내부정보를 알게 된 제1차 내부자로부터 그 정보를 제공받기 때문에 당사자 사이에 직 · 간접적인 연결고리가 존재한다. 따라서 정보수령자는 다음과 같은 조건을 갖추어야 내부자거래의 행위주체가 된다. ① 정보제공자가 회사내부자 · 준내부자일 것, ② 수령한 정보는 회사내부자 · 준내부자가 그 직무 또는 권한행사, 계약의 체결과 관련하여 알게 된 정보일 것, ③ 수령한 정보가 회사의 업무 등에 관한 중요사실일 것, ④ 이들 정보가 공표되어 있지 않을 것, ⑤ 위 4가지 사실을 인식하고 회사내부자 · 준내부자로부터 그 정보를 전달받았어야 한다.[32]

그리고 회사내부자와 준내부자가 정보를 제공하는 경우에는 그 정보가 자신의 직무와 관련 있는 내부정보라고 인식하고 있어야 하며, 정보의 전달은 암호, 구두, 전화 서면 송부 등 그 방법을 가리지 않는다.

우리나라에서는 증권거래법 제 188조와 제188조의 2에서 내부자거래규제와 관련하

---

28) 김건식, 증권거래법, 두성사, 2002, p.270.

29) 神田秀樹, 注解證券取引法, 有斐閣, 1997, p.1202.

30) 기자는 직업상 내부정보에 직접 접근할 가능성이 있으나 우리 증권거래법에 의하면 기자는 '당해법인과 계약관계에 있는 자'가 아니기 때문에 2차 내부자로 본다.

31) 김세진, 전게논문, p.55.

32) 정보수령자가 정보를 전달한 자를 당해 법인의 이사로 인식하였으나, 실제로는 계약체결자의 직원이었던 경우 사실의 착오의 문제이므로 행위자의 인식이 구성요건에 해당되고 실제로 발생한 결과도 구성요건에 해당되는 이상 고의는 인정된다. 한편 중요정보가 들어있는 기사를 독자가 읽은 경우에 그 기사를 작성한 기자가 우연하게도 회사와 어떤 계약을 체결한 자이고 이로 인하여 그 중요정보를 알고 있었더라도 그 독자는 자기가 회사관계자로부터 중요정보를 전달받았다는 인식이 없었기 때문에 처벌되지 아니한다. 박임출, 전게논문, p.126.

여 명시적 표시를 하고 있다. 제 188조의 1에서는 내부자의 단기매매차익 반환등과 관련하여 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임원 · 직원 또는 주요주주(누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식총수 또는 출자총액의 100분의 10 이상의 주식 또는 출자증권을 소유한 자와 대통령령이 정하는 자를 말한다. 이하 같다)는 상장주권 또는 코스닥상장주권(출자증권을 포함한다) · 전환사채권 · 신주인수권부사채권 · 신주인수권을 표시하는 증서 기타 재정경제부령이 정하는 유가증권(이하 "주권등"이라 한다)중 자신이 소유한 것이 아니면 이를 매도하지 못한다고 규정하고 있다.

그리고 제188조의 2의 1[33]에서도 법인 및 그의 임원 · 직원 · 대리인과 주요주주 등과 관련한 미공개정보 이용금지를 규정하고 있는 것이 바로 그것이다. 이것으로 보아 내부자거래의 규제는 법적으로 타당하나 이에 대하여도 반대의 학설이 있는바 이에 관련하여 다음 절에서 살펴보도록 하겠다.

제 3 절 내부자거래규제의 근거

내부자거래란 상장기업의 주주나 임·직원 등과 같은 기업의 내부사정에 대한 정보를 지득하기 쉬운 위치에 있는 사람이 아직 일반에게 공개되지 않은, 만일 공개된다면 일반투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보를 직접 증권거래에 이용하거나 다른 사람에게 전달하는 행위에 의해 거래가 이루어지는 경우를 말한다.[34] 즉 내부자에 의해 증권시세에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보가 공시되지 않은 채 이용되는

---

33) 다음 각호의 1에 해당하는 자(제1호 내지 제5호의 1에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과되지 아니한 자를 포함한다)로서 상장법인 또는 코스닥상장법인(6월내에 상장하는 법인을 포함한다)의 업무등과 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 하지 못한다.

1. 당해 법인 및 그의 임원 · 직원 · 대리인
2. 당해 법인의 주요주주
3. 당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가 · 인가 · 지도 · 지도 · 감독 기타의 권한을 가지는 자
4. 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자
5. 제2호 내지 제4호의 1에 해당하는 자의 대리인 · 사용인 기타 종업원(제2호 내지 제4호의 1에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임원 · 직원 및 대리인)

34) 이상돈 · 임철의, “내부자거래의 시장유해성과 시장의 형법비친화성”, 형사정책연구, 제10권 제4호, p.101.

행위를 의미한다. 현행 증권거래법 제 188조의 2는 내부자거래를 '미공개정보이용행위의 금지'라는 항목으로 규율하고 있다. 미국에서는 내부자거래를 "거래상대방이나 일반투자자들은 접근할 수 없는 정보에 접근할 수 있는 자가 행하는 조건의 매수 또는 매도", 또는 "내부자가 회사에 관한 중요하고 미공개 된 정보에 기하여 공개시장에서 거래되는 주식을 매수 또는 매도하는 것" 이라고 많은 판례를 통하여 정의하고 있다.[35]

이와 같은 내부자거래의 규제에 대하여 1966년 미국의 경제학자 헨리 마인(Manne)이 내부자거래는 순수하게 경제적인 문제로 다루어져야 한다면서, 내부자거래는 무해하고 증권의 가격변동을 촉진시키며, 경영자에게는 장려금 성격의 부상수단이 된다는 등의 논거로 정당한 것이라는 주장을 하면서부터 내부자거래 규제의 당부에 대한 열띤 공방이 벌어지게 되었다.[36] 이러한 논쟁은 궁극적으로 경영자에 대한 보상과 시장의 효율성의 문제에 대한 경제학자들의 논쟁이었다고 할 수 있다.[37] 이후 내부자거래 규제의 타당성에 대하여는 상반된 두 주장이 대립하여 왔고, 이에 대한 논쟁이 시작된 이후 35년이 지난 지금도 미결의 상태에 있다.[38] 아래에서는 내부자거래 규제와 관련하여 찬성하는 입장과 반대하는 입장을 살펴보겠다.

1. 내부자거래규제 부정론

내부자거래규제는 일반투자자들에게는 알려지지 않은 정보를 이용하여 불공정하게 이익을 취하였다는 점과 정보의 불평등성을 주요 근거로 하여 이루어지고 있다. 이러한 내부자거래규제에 대하여 처음으로 이의를 제기한 것은 1966년 경제학자인 헨리 마인(Manne)이었다. 그는 내부자거래는 시장에서 정확한 증권가격이 결정되는 것을 도우며, 내부자거래로 인한 내부자의 이익은 일종의 보수로 볼 수 있다고 주장한다. 이러한 마인(Manne)의 주장을 시발점으로 다음과 같은 논의들이 진행되었다.[39]

---

35) 임재연, 증권거래법, 박영사, 2000, p.3.

36) 이진성, "내부자거래 규제에 대한 연구", 서울대학교 석사학위논문, 1997, p.11.; 규제론과 허용론에 논쟁에 관하여는 William K. S. Wang, Marc I. Steinberg, *Insider Trading*, Aspen Law & Business, 1996, pp.13-39.

37) Ian B. Lee, *Fairness and Insider Trading*, 2002 columbia Business Law Review 119, p.120.

38) Frank H. Easterbrook, *Insider Trading*, Secret Agents, Evidentiary Privileges and the Production of Information. 1981 Sup. Ct. Rev. 309, p.338.

규제반대론자들은 첫째, 내부자거래는 중요한 미공개정보가 시장에 퍼지는 것을 촉진하여 그 정보의 가치를 증권가격에 빨리 반영시킴으로써 효율적인 주가형성을 가능하게 한다[40]고 주장한다. 마인(Manne)의 주장에 따르면 예를 들어 특정기업에 악재성 정보가 발생한 경우, 이 정보가 일반에게 발표되면 당해 기업의 주가는 갑자기 하락할 것이다. 그러나 내부자거래가 허용된다면 이 정보가 발표되기 이전에 내부자의 은밀한 매도로 주가는 서서히 떨어지기 시작할 것이라는 것이다. 따라서 내부정보를 인지한 시간과 당해 정보가 일반에게 공시된 시간 사이에 주식을 매입한 투자자는 내부자거래가 엄격하게 규제되어 공시 이전의 높은 가격에 매입한 투자자보다 덜 피해를 입을 것이라고 주장한다.[41] 그러나 내부자에 의한 거래는 보통 당해 주식의 전체 거래량에 비해 극히 적은 부분에 불과한 것이 일반적이므로 이러한 내부자거래행위로 인하여 주가가 급변하는 것을 완화시킬 수 있다는 주장은 설득력이 없다.[42]

둘째, 내부자가 회사의 업적이 향상될 것이라는 것을 알고 그 정보가 공개되기 전에 당해 회사의 주식을 매수하고 그 정보가 공개된 후 고가로 매도하여 얻은 이익은 회사의 실적향상에 기여한 내부자가 받을 보수액의 일부가 된다.[43] 또한 회사에서는 내부자의 업무와 관련하여 정상적인 보수가 지급되고 있고, 회사내부자 중 일부에 대하여 허용을 하는 것은 공평성에도 부합되지 않기 때문이다.[44]

셋째, 내부자거래는 실질적으로 무해한 거래(victimless crime)이다. 마인(Manne)에 따르면 내부자거래가 유해하다는 것은 근거라 없는 것으로서 실제 증권시장에서 내부자거래가 허용될 경우 피해를 보는 것은 외부의 단기투자자(outside short-term trader)이며 장기투자자(long-term investor)는 내부자거래가 허용되더라도 그로 인한 피해가 없다고 한다. 또 법이 단기투자자를 보호하기 위해서 내부자가 회사정보를 이용하는 것을 금지할 필요가 없다고 주장한다. 그리고 내부자거래로 인해서 피해를 입은 실제 사례는 없다고 한다.[45]

---

39) 김세진, 전게논문, p.13.

40) 전용훈, 전게논문, p.9.

41) 석명철, 미국증권관계법 - 미국의 시장원리와 그 운용, 박영사, 2001, pp.517-518.

42) 김세진, 전게논문, p.14.

43) 전용훈, 전게논문, p.9.

44) Saul Levmore, In Defense of the Regulation of Insider Trading, 11Harvard Journal of Law and Public Policy 101, 1988, p.104.

넷째, 오늘날 증권관련 정보가 전문가 등에 의하여 대량으로 수집 · 분석되고 각종 통신설비에 의하여 신속하게 유통되므로 내부자거래를 금지할 실익이 없다. 또한 이러한 점은 내부자거래로 인한 단기차익의 실현을 용이하게 하여 오히려 내부자거래에 대한 유혹을 더 받게 할 수도 있다.[46]

2. 내부자거래규제 찬성론

위의 내부자거래 규제 반대론의 주장과 달리 규제 찬성론자들은 여러 가지 규제에 관련된 찬성의 여러 이론들을 규제의 근거로 내세우고 있으며 실제적으로 외국의 여러 나라에서도 내부자거래 규제를 더욱 강화해 나가고 있는 추세이다.

내부자거래규제 찬성론의 주된 근거는 형평성(equity) 혹은 공정성(fairness)이다. 이때의 공정성은 정보소유의 평등이 아닌 정보에 접근할 기회의 평등을 의미한다. 즉 일반 투자자가 합법적으로 회사 내부자가 얻을 수 있는 만큼의 정보를 얻을 기회가 보장되지 않는 것이 불공평하거나 불공정하다는 것이다.[47]

이러한 취지에서 미국연방의회는 1984년 "내부자거래제재법"(ITSA)[48]을 제정하면서 "증권시장에 참여하는 모든 투자자들은 증권시장이 정직하고 공정한 시장에 대한 정당한 기대를 가지고 있으며... 만약에 누군가가 정보의 우위를 이용하여 투자한다면 그것은 불공정하고 일반투자자의 증권시장에 대한 정당한 기대와 어긋나는 것"이라고 선언하였다.[49]

---

45) 이진성, 전게논문, pp.12-13.

46) 전용훈, 전게논문, pp.9-10.

47) 이에 대하여 내부자거래규제 반대론자는 내부자거래를 내부자에 대한 보수의 일종으로 보는 한, 공정성에 관한 문제는 발생하지 않는다는 것이다, 즉, 다시 말하면 회사에서 일하고 있는 임원이 보수를 받는 것이고, 일하지 않는 투자자가 보수를 받지 않는 것은 당연한 일이며 불공정한 것이 아니라는 것이다. 석명철, 전게서, pp. 512-522.

48) 내부자거래제제법(the Insider Trading Sanctions Act ; ITSA)
미국에서 내부자거래를 근절시키기 위한 노력으로 의회가 1984년에 제정한 법규를 말한다. 주요 내용은 벌금의 최고액수를 1934년 증권법상에 제정된 1만 달러에서 10만달러로 올리고, 증권관리위원회로 하여금 내부자거래로 인한 불법적 이익금은 전부 반납하고 불법적으로 얻은 이익 혹은 미연에 방지한 손실의 3배까지 과태금을 부과할 수 있는 권한을 부여한 것이다,; http://terms.naver.com/item.php?d1id=5&docid=967

49) 김세진, 전게논문, pp.9-10.

증권시장에 투자하는 일반인들은 모든 다른 투자자들이 평등한 조건에서 행동하는 공정한 증권시장을 기대한다. 따라서 내부자가 미공개 된 중요한 정보를 이용하여 증권거래를 하는 내부자거래는 정보우월성으로 인하여 불공정한 행위에 해당한다. 이러한 내부자거래는 일반투자자들로 하여금 증권시장의 신뢰성에 회의를 가지게 하며, 떨어진 신뢰성은 투자자들을 증권시장으로부터 멀어지게 하여[50] 결국은 시장에서 증권의 발행을 통한 자금조달비용의 증가를 가져오게 된다는 것이다. 즉, 내부자거래를 규제하는 것은 증권시장의 정보 불균형을 제거하고 투자조건을 공평하게 함으로써(level the playing field) 증권시장의 공정성과 건전성을 확보하기 위한 것이 된다.[51]

이에 대하여 규제 반대론자들은 첫째, 내부자거래에 관한 스캔들이 금융가를 뒤흔들었던 1980년대 중반에도 증권시장은 활황이었고, 내부자거래 규제가 없거나 실제로 별로 실효성이 없는 나라에서도 증권시장이 번창하고 있다는 점 등을 이유로 이를 반박하고 있다. 물론 증권시장에서 내부자거래가 행해진다고 해서 투자자들이 모두 증권투자를 외면하지는 않을 것이다. 성장잠재력이 충분히 큰 시장이라면 투자자보호가 다소 미흡하더라도 투자자들이 몰리게 마련이다. 그러나 내부자거래가 정면으로 허용된다면 적어도 내부정보에서 소외된 일반투자자들은 증권시장을 떠날 공산이 크다고 할 것이다.[52]

둘째는 투자자와 발행회사의 보호 측면과 관련된 주장이다.

이는 내부자거래가 투자자에게 재산상의 손해를 입힌다는 것을 근거로 내부자거래규제를 찬성하는 이론이다. 내부자와 직접 거래한 자 혹은 내부자와 같은 시기에 반대방향으로 매매를 한자의 경우에는, 만일 정보가 공개되었더라면 보다 낮은 가격에 매수하거나 좀 더 높은 가격에 매도할 수 있었기 때문에 내부자거래로 인하여 손해를 입었다는 것이다.[53]

---

50) 이에 관하여 시장에서 내부자거래가 행해진다고 하여 모든 투자자들이 증권시장을 떠날 것 같지는 않으나, 내부자거래가 전면허용 되게 되면 내부정보에서 소외된 일반투자자들은 증권시장을 떠날 가능성이 크며, 주가는 내부자거래가 규제되는 경우보다 하락할 것이 분명하다. 김건식. “내부자거래규제의 이론적 기초”, 증권학회지 제28집, 2001., p.5.

51) 그러나 내부자거래 허용자들은 증권거래소시장과 같은 공개시장의 경우 공정성을 규제근거로 제시하는 것은 옳지 않다고 주장한다. Nasser Arshadi & Thomas H. Eyssel, “*The Law and finance of Corporare Insider Trading*”, Theory and Evidence, 1993, pp.130-133.

52) 김건식, 전게논문, p.155.

53) 박삼철, "증권거래법상의 내부자거래규제에 관한 연구" - 제188조의 2를 중심으로, 고려대학교 대학원 석

이렇게 되면 회사 내부자가 미공개 내부정보를 이용하여 주가조작을 할 수도 있고 이로 인하여 개별 투자자들이 손해를 입을 우려가 있다. 만약 개별투자자들이 주식거래 당시 주식매수에 영향을 미치는 내부정보를 알고 있었다면 그 주식은 거래를 하지 않았을 것이 분명하기 때문이다. 그리고 이러한 상황이 일반 주주들에게 알려지면 발행회사는 일반주주의 신뢰를 잃게 되고 이로 인하여 회사의 주가는 떨어지게 될 것이다. 그렇게 되면 경영을 위해 원활한 자금 운용이 불가피할 회사로서는 큰 어려움에 빠질 수도 있을 것이다.

내부자들이 보다 많은 이익을 얻기 위하여 고의로 급격한 주가변동을 일으킬 수 있는 조치를 취할 수 있으며, 내부자거래가 행해진다고 알려진 회사의 주식을 투자자들이 기피하여 발행회사의 명성을 저해하고 재산상의 손해를 입힌다는 것이다.[54]

셋째는 내부정보를 기업의 재산으로 보고 회사내부자가 내부정보를 유출시킨 경우에 이를 기업의 정보재산권을 침해한 것으로 보는 주장이다.

기업의 정보는 기업이 가지는 재산이라 할 수 있는데, 특히 새로운 상품의 개발이나 새로운 광물의 매장지 발견과 같은 정보는 기업의 영업재산권으로 간주 될 수 있다. 따라서 기업의 정보는 기업의 내부자라고 해서 기업의 허락 없이 사적으로 사용할 수 없는 것이다. 이러한 의미에서 회사의 내부정보는 회사가 그 정보의 내용이 되는 사업에 투자를 하였기 때문에 얻어진 회사의 재산으로서, 회사내부자가 자신의 개인적 이익을 얻기 위하여 이를 이용하는 행위는 일종의 절도행위에 해당한다고 할 수 있다는 것이다.[55]

3. 사 견

현재 세계적인 추세는 건전한 증권시장의 조성과 투자자 보호를 위하여 내부자거래를 규제하고 있으며 우리나라도 증권거래법에 이에 대한 규제를 명시하고 있다.

한편 내부자거래 규제 반대론자들은 내부자거래가 미공개 중요정보의 시장 유포를 촉진하여 효율적인 주가형성을 가능하게 하며, 내부자거래를 규제할 경우 피해를 보는

사학위논문, 1998, p.20.

54) 김세진, 전게논문, p.12.

55) 조인호, “내부자거래 규제 여부에 관한 입법정책상의 고찰”, 상장협 제40권, 1999, p.146.

경우는 단기투자자이지 장기투자자는 아니므로 단기투자자 보호를 위해 내부자가 회사 정보를 이용하는 것을 금지할 필요가 없다는 등 내부자거래의 순기능을 주장하고 있다. 하지만 이는 증권시장의 건전성과 일반 불특정 투자자들의 거래에 대한 신뢰감 형성 등을 생각할 때 실익이 없다고 보여 진다.

따라서 모든 투자자에게 공평한 정보 접근 기회를 보장하여 증권거래에 대한 신뢰를 높이고 건전한 증권시장 조성을 위하여 내부자거래를 규제하는 것이 바람직하다고 생각된다.

제 3 장 현행법상 내부자거래의 규제

제 1 절 미공개정보 이용행위 금지

증권거래법상 내부자거래는 일정한 내부자가 미공개 중요정보(nonpublic inside information)를 이용하여 유가증권을 거래하는 것을 말한다. 따라서 내부정보의 개념은 내부자거래의 규제에 있어서 핵심적인 요소이다. 이러한 내부정보는 그 정보원(source of information)을 기준으로 회사내부정보와 회사외부정보로 대별할 수 있다. 내부자거래 규제초기에는 주로 회사의 재산상태나 경영실적과 같은 회사내부정보가 문제되었지만, 최근에는 회사가 발행한 유가증권의 수요공급이나 공개매수관련 정보와 같이 회사외부정보를 이용한 거래를 어떻게 규제할 것인가에 초점이 맞추어져 있다.[56]

1. 미공개정보의 범위

미공개 내부정보는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인(6월내에 상장 또는 코스닥에 상장하는 법인을 포함한다)의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 말한다. 따라서 내부정보는 내부자가 관계있는 "당해 법인"의 업무에 관한 정보이며, 계열회사에 관한 정보는 그 자체만으로는 내부정보가 될 수 없다.[57] 법문에 "업무 등과 관련하여"라고 규정되어 있어 내부정보의 업무관련성이 요구되나, 이는 업무 외에 다른 사정과 관련된 정보도 포함된다고 해석할 경우 지나치게 책임범위가 넓어지게 되어 부당하므로 업무와 직접 관련되는 정보뿐만 아니라 간접적으로 관련되는 정보도 포함된다는 의미 정도로 해석하여야 한다.[58] 따라서 회사의 영업실적이나 재산상태에 영향을 미칠 수 있는 회사정보[59]는 포함될 것이나 시장에서의 당해 법인의 매

56) 박임출, 전게논문, pp.129-130.

57) 김건식, "내부자거래규제의 이론적 기초", 증권학회지 제28집, 2001, p.272.

58) 임재연, 전게서, p.418.

59) 증권시장에서는 증권회사 애널리스트 또는 중요한 기관투자가에 대하여 기업의 고위 간부 또는 IR(Invester Relation) 담당자들이 자사의 분기실적 추정자료, 기타 신기술개발 진행상황 등 주가에 민감하

매와 관련된 시장정보 예컨대, 기관투자가의 당해 법인의 주식에 대한 매매동향, 주가흐름 분석 또는 정보의 환율이나 금리에 관한 결정내용 등은 내부정보가 될 수 없다고 할 것이다.[60] 이러한 정보에 관한 비대칭은 비밀유지의무나 정보제공금지를 규정한 다른 법률에 의하여도 규제된다. 즉, 증권거래소 직원의 정보누설과 도용을 금지하는 규정(법 제83조 제1항), 증권회사 임직원의 주식투자금지 또는 위탁관련정보의 누설을 금지하는 규정(법 제42조, 법 제59조)· 호가정보 등의 이용을 금지하는 규정(법 제52조 제3호, 법시행령 제36조의 3 제5호) 등이 있다. 한편 증권거래법은 시장정보의 일종이라고 할 수 있는 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 정보에 대하여는 내부자거래 규제대상으로 하고 있는 바(법 제188조의2 제3항), 이는 동 정보가 주가에 미치는 영향이 크게 기인한 것으로 보인다.[61]

증권거래법 제188조의2 제2항에서 「제1항에서 "일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보"라 함은 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다」라고 규정하고 있다. 이는 유가증권의 가격변동에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 유가증권을 매각할 것인가 계속 보유하거나 매수할 것인가 등 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이 중요한 사실이 된다는 것을 의미한다. 그러나 증권거래법에서는 중요한 정보에 대해서 구체적인 판단기준을 제시하고 있지 않다. 그렇기 때문에 어떠한 정보가 투자자의 투자판단에 "중대한 영향"을 미치느냐가 문제될 것이다. 이에 우리나라에서는 아직 판례나 학설[62]이 미비한 것이 사실이다.[63]

게 작용할 수 있는 정보를 제공하는 관행이 용인되어 왔었다. 이와 관련하여 미국에서는 애널리스트 등에 대한 선별적 정보제공의 허용여부에 대한 찬·반 의견서가 SEC에 6,000개 이상 접수되면서 뜨거운 논쟁이 있었으며, 2000년 8월 이를 전면적으로 금지하는 Regulation FD(Fair Disclosure)가 채택되어 동년 10월 23일 발효되었다. 우리나라도 2002년 11월 1일부터 공정공시제도를 도입하여 시행하고 있다. 김정수, "기업의 선택적 공시와 내부자거래", 시민과 변호사 7월호, 서울지방변호사회, 2001.

60) 증권거래법상의 내부자거래 규제는 기업의 업무 등과 관련된 사실에 대한 정보의 접근 또는 취득상의 평등을 도모함에 그 목적이 있는 것이지, 구체적인 각 사실에 대한 조사·분석 과정에서의 개인능력 평등까지 보장하는 것은 아니다. 이형기, "증권거래법상의 민사책임에 관한 고찰", 인권과 정의 제277호, 대한변호사협회, 1999.9, pp.57-58.

61) 전용훈, 전게논문, pp.70-71.

62) 중요한 정보를 결정하는 기준에 관한 논의이다. 박삼철, 전게논문, p.126.; 강대섭, "증권시장에서의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관한 연구", 고려대학교 박사학위논문, 1992, pp.67-68.

위와 같이 "공개되지 아니한 중요한 정보"에서 중요한 정보에 대한 구체적 판단기준과 관련된 입법례는 없으며 이에 대한 사항은 사법부가 판단하여야할 문제이다.

2. 중요성 판단 기준

증권거래법은 중요한 정보를 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 법인의 내부정보로 규정하고, 그러한 정보로써 부도 · 합병 · 영업의 양도 등을 예시적으로 열거하고 있다. 이것은 중요한 정보에 해당하는 사실을 입법으로 한정적으로 열거하여 사법판단의 폭을 줄이는 방식과는 달리, 내부자의 법적안정성과 예측가능성을 고려하여 중요한 정보가 될 수 있는 사실의 범주에 대하여 예시적으로 열거하고 이들 중 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 것”을 중요한 정보라고 함으로써 중요성판단의 기준을 추상적으로 제시하고 있다. 따라서 내부정보의 「중요성」의 구체적 판단은 법원의 사법적 판단에 일임되어 있다.[64]

3. 규제대상 증권 및 행위

증권거래법 제188조의2 제3항은 상장법인 또는 협회등록법인이 발행한 유가증권을 공개매수하는 경우에 공개매수인의 내부자 및 이들로부터 정보를 받은 자가 공개매수대상법인이 발행한 유가증권의 매매거래에 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 정보를 이용하는 행위를 규제하기 위한 취지로 규정된 것이다. 제188조의2 제3항이 제1항과 제2항을 준용하고 있지만 규제대상 유가증권은 역시 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 발행한 것으로서 주권, 신주인수권증서, 전환사채권, 신주인수권부 사채권 및 교환사채권에 국한되며(증권거래법 제21조 제1항, 시행령 제10조), 이는 제188조의2 제1항에 의한 회사내부자에 의한 미공개정보 이용행위금지 규정의 대상 유가증권이 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 발행한 유가증권이 모두 포함되는 것과는 다른 점이 있다.[65]

---

63) 김정덕, 전게논문, p.32.

64) 김이수, “내부자거래규제에 관한 연구 - 증권거래법을 중심으로,” 중앙대학교 법학논문집 제20권, 1995, pp.297-298.

규제대상행위는 증권거래법 제188조의2에서 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 이용하지 못하게 규정하고 있다.

여기에는 미공개중요정보를 가진 자나 접근이 가능한 자가 이를 부당하게 이용하는 것을 금지하며 이런 부당이용을 통해 유가증권거래를 하고자 하는 목적·동기 그리고 이로 얻은 이익 등은 상관하지 않는다. 이것은 내부정보이용을 투기의도가 있었다고 보기 보다는 투자자 사이의 정보이용관련 평등성을 보장하여 증권시장의 공정성 확립에 그 취지가 있다.

한편 증권거래법은 외국의 입법례와 달리 내부정보의 단순한 보유 또는 내부자의 매매거래 그 자체를 금지하는 것이 아니라 내부자의 정보이용행위를 금지하고 있다. 즉, 매매 기타 거래와 관련하여 내부정보를 이용하는 행위를 금지하기 때문에 내부정보를 보유한 상태에서 매매 기타 거래를 금지하는 미국, 영국, 일본의 경우와 큰 차이가 있다. 따라서 중요한 내부정보를 보유한 내부자가 유가증권을 매수 또는 매도하거나, 중요한 내부정보를 보유한 내부자가 그 정보를 이용하지 않고 유가증권을 매수 또는 매도하는 행위는 금지되지 않는다.[66] 증권거래정보제공행위는 반드시 대가를 요하는 것은 아니며,[67] 그 타인이 내부정보를 이용하여 거래를 하여야 하므로 거래가 없는 경우에는 그 타인은 물론 정보제공자의 책임도 없다.[68]

제 2 절 회사내부자에 대한 규제

증권거래법 제188조 제1항에서는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임원 · 직원 또는 주요주주는 상장주권 또는 코스닥상장증권 · 전환사채권 · 신주인수권부사채권 ·

65) 최영민, “내부자거래규제에 관한 연구”, 연세대학교 석사학위논문, 2003, p.133.

66) 박임출, 전게논문, p.143.

67) 황정원, “내부자거래의 규제에 관한 연구”, 한국외국어대학교 박사학위논문, 1990, p.162.

68) 곽민섭, “증권거래법상의 내부자거래에 대한 민사책임”, 증권법연구 제1권 제1호, 한국증권법학회, 2000, p.154.

신주인수권을 표시하는 증서 기타 재정경제부령이 정하는 유가증권 중 자신이 소유한 것 아니면 이를 매도하지 못한다고 하여 공매도를 금지하고 있으며 동조 2항에서는 임원 · 직원 또는 주요주주가 그 법인의 주권 등을 매수한 후 6월 이내에 매도하거나 그 법인의 주권 등을 매도한 후 6월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 당해 법인은 그 이익을 그 법인에게 제공할 것을 청구할 수 있다고 규정하고 있다. 또한 제6항에서는 임원 또는 주요주주의 자기계산으로 소유하고 있는 당해 법인의 주식소유상황과 그 변동이 있을 경우 등을 각각 증권선물위원회와 거래소에 보고하도록 하고 있다. 이와 같이 제188조는 회사의 내부정보에 접근이 용이한 회사내부자가 그 지위를 악용하여 내부정보를 이용할 수 있으므로 이를 규제하고자 함이 그 취지이다.

우리나라 증권거래법 제188조는 미국의 1934년 증권거래법 제16조와 매우 유사하게 구성된 것이 특징이다. 다만, 우리법상에는 단기매매차익반환 의무규정 적용대상자의 범위에 직원과 주식의 모집, 매출을 주선, 인수한 증권회사가 추가되고, 공매도에 대한 규제가 상대적으로 약하다는 점에서 다를 뿐이다.[69]

1. 공매도 금지

공매도(short selling)란 "자신이 소유하지 아니한 증권을 매도하거나 소유한 경우라도 매도에 따른 결제를 자기소유의 증권으로 하지 않고 증권을 차입하여 결제하는 것"을 말한다.[70]

한편, 우리 증권거래법은 일반인의 공매도를 금지하는 규정은 두고 있지 않으므로 주권상장법인의 임원과 주요주주 이외의 사람들은 특별한 규제 없이 공매도를 행하게 되는데,[71] 실제로는 고객의 매매거래에 대한 결제책임이 있는 증권회사에 의해 어느 정도 자율적으로 규제가 될 수밖에 없기 때문에 현실적으로는 증권회사에 의한 신용거래의 일종으로 공매도가 행해지는 방법 외에는 공매도가 거의 행해지지 않을 것이다.

69) 장정윤, "내부자거래의 법적규제에 관한 연구", 고려대학교 석사학위논문, 1994, p.41.; 주정환, "증권거래법상의 내부자거래에 관한 연구", 단국대학교 석사학위논문, 1999, p.53.

70) 증권거래소, 주요국의 주식시장제도, 2002, p.159.

71) 우리 시장에서 공매도는 기본적으로 '대주거래' 또는 '대차거래'에 의한 공매도가 허용되고 있다. 따라서 기업의 내부자는 '대주거래' 또는 '대차거래'를 이용한 공매도가 허용되지 않는다고 할 수 있다. 김정수, 전게논문, p.641.

공매도는 중요한 정보에 쉽게 접근할 수 있는 회사내부자에 의하여 장래 회사에 경제적 타격이 되는 사실을 미리 지득하고서 주가하락 이전에 이를 이용하여 손실을 회피하기 위해서 행해질 가능성이 높다. 근래에 공매도와 관련된 일련의 사건[72]을 계기로 증권거래소의 업무규정과 증권업협회의 협회중개시장운영규정이 개정되어 2000년 6월부터 기본적으로 결제불이행위험이 있는 경우의 공매도가 금지되었고, 위탁자가 주식을 소유하고 있거나 차입한 주식으로 결제하고자 매도하는 경우 결제일까지 결제가 가능하다는 확인서가 있을 때에만 제한적으로 허용되는 기관의 공매도가 엄격하게 규제되고 있다.[73]

1) 적용대상자(=규제대상자)

(1) 임원 · 직원

증권거래법 시행령 제2조의4 제3항 제2호에서 임원의 정의를 이사, 감사 또는 사실상 이와 동등한 지위에 있는 자로 설명하고 있다. 따라서 주주총회에서 선임되어 등기된 이사(사외이사도 포함), 감사뿐만 아니라 부사장, 전무, 상무, 이사 등의 명칭을 사용하여 사실상 당해 법인의 이사와 동일한 업무를 수행하는 소위 비등기 이사도 이사에 해당하는 것으로 보는 것이 타당한 것이다.[74]

직원은 당해법인의 사용인을 말하며 기업정보에 접할 수 있는 지위나 직위에 있는 자에 한정하지 않고 회사의 사용인이면 일률적으로 포함시킨다.[75] 그러므로 임원 이외의 모든 피용자를 직원으로 볼 수 있다.

(2) 주요주주

주주는 법인과 자연인을 동시에 포함하며 주요주주는 누구의 명의로 하든 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식 총수 또는 출자총액의 100분의 10이상의 주식 또는 출자증권을 소유한 자와 대통령령에서 인정하는 자이다. 또한 동시행령 제83조의 5에서

72) 2000년 3월 우풍상호신용금고가 협회중개시장에서 성도이엔지 주식에 대한 대량 공매도를 행하였다가 결제일까지 매도물량에 대한 결제를 이행하지 못하여 예금인출사태가 발생하였고, 이로 인한 대량인출사태로 정상적인 영업활동이 불가능해짐에 따라 영업정지 된 사례가 있었다.

73) 최영민, 전게논문, pp.60-61.

74) 최영민, 전게논문, p.61.

75) 주정환, 전게논문, p.55.

는 임원의 임면 등 당해 법인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 주주(사실상의 지배주주)도 포함하고 있다.

사실상의 지배주주, 즉 사실상 영향력을 행사하고 있는 주주의 범위가 법령에 구체적으로 명시되어 있지 않았지만 당해 법인과의 지분관계, 임원선임과 관련한 주주간의 계약, 주주와 당해 법인간의 임직원의 전직이나 겸직 등 인사교류, 주주와 당해 법인과의 자금관계 등을 종합적으로 고려하여 제한적으로 해석하여야 하고, 가급적 법령으로 그 범위를 구체적으로 정하는 것이 바람직하다고 보는 견해가 있다.[76]

2) 금지대상증권

공매도의 규제대상은 상장주권 또는 코스닥상장주권(출자증권을 포함한다), 전환사채권, 신주인수권부사채권, 신주인수권을 표시하는 증서 기타 재정경제부령이 정하는 유가증권이다(증권거래법 제188조 제1항).

3) 금지규정위반효과

증권거래법 제188조 제1항은 임 · 직원 또는 주요주주가 주권 등을 소유하지 않고 매도를 하면 미공개정보의 이용 여부와 관계없이 임원 등은 본 조를 위반한 것이 되는 형식적 규정이다. 미공개정보를 이용하여 이를 행하면 본 법 제188조 제1항뿐 아니라 제188조의2 위반으로도 처벌받게 된다. 한편, 본 법 제188조 제1항을 위반한 행위도 그 거래의 사법적 효력은 유효하다.[77]

구체적으로 미공개정보 이용행위의 금지규정을 위반하였을 경우에는 증권거래법 제207조의2에 의거하여 10년 이하의 징역 또는 2천만원이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액이하의 벌금에 처하게 되며 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 공시 전의 중요정보를 이용한 경우와 시세조종 등 불공정거래를 한 경우에도 이와 같은 처벌을 받는다. 그리고 증권거래법 제188조 제1항의 공매도 금지규정을 위반한 경우에는 2년이하의 징역 또는 1천만원이하의

76) 임재연, 전게서, p.350.

77) 최영민, 전게논문, pp.62-63.

벌금에 처한다.

2. 단기매매차익의 반환의무

1) 의의

증권거래법 제188조 제2항에서는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임원 · 직원 또는 주요주주가 그 법인의 주권 등을 매수한 후 6월 이내에 매도하거나 그 법인의 주권 등을 매도한 후 6월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 당해 법인은 그 이익을 그 법인에게 제공할 것을 청구할 수 있다고 규정하고 있다.

단기매매(short swing, short-term trade)란 임원, 주요주주와 같은 전통적인 회사내부자의 자사 유가증권의 매매가 6월 이내의 단기에 매도와 매수 또는 매도와 매수가 서로 연결되어 발생하는 경우를 말하며 이를 통하여 얻는 이익을 단기매매차익이라 한다. 이 규정은 회사내부자가 단기매매차익을 얻은 경우에 내부정보를 이용하였는지 여부를 문제 삼지 않고 자동적으로 회사에 반환하도록 하고 있다.[78]

한편 단기매매차익 반환제도는 내부자가 속한 법인의 반환청구권을 내용으로 하고 있으나, 제도의 취지는 법인의 이익보호가 아니라 이러한 사전 예방적인 간접적 규제를 통하여 내부자거래의 상대방인 일반투자자를 보호하는데 있다.[79]

2) 규제대상자(=이익반환책임자)

주권상장법인 또는 협회등록법인의 임원 · 직원 또는 주요주주에 대하여만 반환청구권이 인정되므로 준내부자나 정보수령자에 대하여는 반환청구권이 없다. 임원 · 직원 또는 주요주주로서 행한 매도 또는 매수의 성격 기타 사정 등을 감안하여 대통령령이 정한 경우(증권거래법시행령 제83조의6 단기매매차익반환의 예외) 및 주요주주가 매도 · 매수를 한 시기 중 어느 한 시기에 있어서 주요주주가 아닌 경우에는 이를 적용하지 아니한다(동법 제188조 제8항). 임원 · 직원의 경우에는 회사내부자로서의 지위가 매수와 매도의 전 기간에 걸쳐 유지될 필요는 없고 어느 한 시점에만 그 지위에 있

78) 최영민, 전게논문, p.68.

79) 임재연, 전게서, p.378.

으면 충분하다고 해석함이 타당할 것이나, 주요주주는 매수와 매도 양 시기에 모두 주요주주의 지위에 있어야 한다.[80]

주요주주가 아닌 자가 당해 법인의 주식을 매수함으로써 비로소 주요주주가 된 경우 매수시점에 주요주주였다고 할 수 있는지에 관하여 견해가 나뉘어 진다. 단기매매차익반환제도의 취지가 내부자에 의한 정보의 이용 및 그로 인한 단기차익의 실현을 저지하려는데 있는 이상 10% 이상의 주주가 되는 순간부터 정보이용의 기회가 주어지며 이것이 그 후의 매도에 반영된다고 보아야 할 것이므로 매수와 동시에 주요주주가 되는 경우의 매수도 내부자거래에 포함되어야 하고, 매도의 경우도 법정기간인 6개월 내에 행하여지는 한 하나의 처분계획에 의한 단일매도행위로 볼 수 있는 것으로 처분과정에서의 신분상실은 고려할 필요가 없다고 보며, 또 먼저 매도하고 후에 매수하는 경우에 있어서도 그 주요주주가 수회에 걸쳐 매수함으로써 그 중간에 주요주주의 신분을 회복하였을 때에도 그 매도 매수가 6개월 내에 이루어지는 한 모두 단기매매차익반환규정의 적용대상이 된다고 본다.[81]

한편 주식의 매도로 주요주주가 지위를 상실한 경우에는 그로 인한 이익을 회사에 반환할 의무가 있다.

3) 규제대상증권

증권거래법 제188조 제1항과 동법 시행규칙 제35에서는 상장주권 또는 코스닥상장주권, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 신주인수권을 표시하는 증서 및 기타재정경제부령이 정하는 유가증권, 이익참가부사채권을 규제대상증권으로 규정하고 있다.

다만, 공매도 금지규정은 현실적인 규제의 필요성 면에서 증권거래소에 상장되었거나 협회에 등록된 당해 법인의 주권 등만을 적용대상으로 하는 반면, 단기매매차익 반환의무규정은 거래소상장이나 협회등록 여부에 관계없이 주권상장법인 또는 협회등록법인이 발행한 모든 유가증권을 적용대상으로 하므로 상장 또는 등록 되지 아니한 증권도 적용대상이 되어 공매도 금지규정에 비하여 그 범위가 넓다고 할 수 있다. 한편 당해 유가증권을 기초로 한 옵션의 매매도 대상이 되는지에 대하여는 대상증권의 가격변동에 의한 손익이 크게 좌우되어 투기성이 크므로 적용대상이라는 견해[82]와 법 규

80) 전용훈, 전게논문, p.86.

81) 이철송, 회사법강의, 박영사, 2004, p.364.; 고창현, 전게논문, p.68.

정내용을 엄격하게 해석할 경우 적용대상이 될 수 없다는 견해[83]가 있다. 생각건대, "주권 등"의 범위를 명시한 현행법의 해석상으로는 부정론이 타당하나 입법론상으로는 옵션도 포함하여야 할 것이다.[84] 옵션은 취득하더라도 행사할 의무가 있는 것이 아니고 옵션을 취득하였을 때가 아니라 행사하였을 때 대상증권을 매수 혹은 매도한 것으로 보아야 하기 때문이다. 그러나 옵션의 경우 대상증권의 가격상승에 의하여 큰 폭의 이익을 얻을 수 있는 투기적인 거래수단이므로 옵션거래와 같은 비전형거래에 대해서도 단기매매차익 반환규정이 적용되어야 할 것이다.[85]

4) 단기매매차익의 산정기준

증권거래법 제188조 제2항에서는 주권상장법인의 임 · 직원 또는 주요주주가 그 법인의 주권등을 매수한 후 6월 이내에 매도하거나 그 법인의 주권등을 매도한 후 6월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우, 이 이익과 관련하여 이익의 산정기준이나 반환절차 등 필요한 사항을 대통령령으로 정한다고 규정되어 있다.

6월내의 기간 동안 매수와 매도가 여러 번에 걸쳐 자주 행해진 경우에는 매매차익을 산정하는 방법에 따라 차익의 규모가 달라질 뿐 아니라 어떤 경우에는 이익과 손해가 바뀌어지는 경우가 발생한다. 따라서 차익을 반환하여야 할 자의 입장에서 보면 무엇보다도 차익산정기준이 매우 중요한 의미를 갖는 것이다.[86] 이에 대하여는 증권거래법 시행령 제83조의5 제2항부터 제4항에 단기매매차익의 산정기준과 방법이 규정되어 있다.

단기매매차익의 산정기준은 가중평균방식, 선입산출법, 최저가와 최고가의 대비방식 등 여러 가지 입법례가 있으나, 증권거래법은 다소 복잡하지만 기본적으로는 선입산출법을 채택하고 있다고 할 수 있다.[87]

위의 기준에 따른 산정은 ① 당해 매수 또는 매도후 6월 이내에 매도 또는 매수한 경우에는 매도단가에서 매수단가를 뺀 금액에 매매일치수량[88]을 곱하여 산출한 금액

82) 박삼철, 전게논문, pp.76-77.,; 임재연, 전게서, p.359.

83) 고창현, 전게논문, p.70.

84) 임재연, 전게서, p.384.

85) 박삼철, 전게논문, pp.76-77.; 주정환, 전게논문, p.59.; 임재연, 전게서, p.359.

86) 김정덕, 전게논문, p.56.

87) 전용훈, 전게논문, p.88-89.

에서 당해 매매일치수량분에 관한 매매거래수수료와 증권거래세액을 공제한 금액을 이익으로 산정하는 가중평균법, ② 당해 매수 또는 매도후 6월 이내에 2회이상 매도 또는 매수한 경우에는 가장 시기가 빠른 매수분과 가장 시기가 빠른 매도분을 대응하여 제①의 방법으로 계산한 금액을 이익으로 산정하고, 그 다음의 매수분 및 매도분에 대하여는 대응할 매도분 또는 매수분이 없어질 때까지 같은 방법으로 대응하여 제①의 방법으로 계산한 금액을 이익으로 산정하는 선입산출법, ③ 같은 날에 2회 이상의 매수 또는 2회이상의 매도가 행하여진 경우에는 매수에 관하여는 단가가 가장 낮은 순서대로 매수한 것으로 보고, 매도에 관하여는 단가가 가장 높은 순서대로 매도한 것으로 보아 제2호의 방법으로 계산한 금액을 이익으로 산정하는 매수최저가와 매도최고가 대비방법 등이 있다. 그리고 이러한 방법으로 이익을 산정함에 있어서 매수주권등과 매도주권등이 종류는 같으나 종목이 다른 경우 매수후 매도하여 이익을 얻은 때에는 매도한 날의 매수주권등의 종가를 매도주권등의 매도가격으로 보며, 매도후 매수하여 이익을 얻은 때에는 매수한 날의 매도주권등의 종가를 매수주권등의 매수가격으로 본다. 한편 이와 같은 경우 매수 또는 매도후 주권등의 권리락 · 배당락 또는 이자락 그 밖에 이에 준하는 사유로서 증권선물위원회가 정하는 사유가 있는 때에는 이를 감안하여 환산한 가격 및 수량을 기준으로 이익을 산정한다(증권거래법 시행령 제83조의5 제2항~제4항).

이외에 구체적인 계산기준 · 방법 등 필요한 세부사항은 증권선물위원회가 정한 바에 의한다(증권거래법 시행령 제83조의5 제5항).

5) 효과

회사는 내부자에 대하여 이익의 반환을 청구할 수 있는데 반환청구권은 회사가 갖는다. 그 청구권의 행사에 의하여 반환의무가 생긴다고 볼 수 있기 때문에 이 권리는 형성권이다. 따라서 회사의 일방적인 행사에 의하여 반환의무가 생겨난다.[89]

단기매매차익의 반환청구권자는 당해 법인이지만(제188조 제2항), 당해 법인이 이를 게을리 하는 경우에 대비하여 대위청구권자로 당해 법인의 주주 및 증권선물위원회를 규정하고 있다. 즉 증권거래법 제188조 제3항은 당해 법인의 주주 및 증권선물위원회

88) 매수수량과 매도수량중 적은 수량을 말한다.

89) 이태로 · 이철송, 회사법강의, 박영사, 1999, p.365.

는 그 법인에 대하여 청구를 하도록 요구할 수 있으며, 당해 법인이 그 요구를 받은 날로부터 2개월 내에 그 청구를 하지 않는 경우에는 그 주주 또는 증권선물위원회는 당해 법인을 대위하여 청구를 할 수 있다고 규정하고 있다. 미국은 당해 법인이 발행한 증권의 소유자에게 대위청구권을 부여하고 있으며,[90][91] 일본은 당해 법인의 주주에게 대위청구권을 부여하고 있다(일본 증권거래법 제164조 제2항). 그러나 우리나라 증권감독당국은 대위청구권을 가지고 있지 않다.

그리고 소를 제기한 주주 또는 증권선물위원회가 승소한 때에는 그 주주 또는 증권선물위원회는 회사에 대하여 소송비용과 소송수행에 필요로 한 실비액을 청구할 수 있다고 증권거래법 제188조 제4항이 규정하고 있다. 반환청구권을 가지는 주주의 자격에 대해서는 별다른 규정이 없으므로 단 1주만을 가진 주주라도 가능할 것이나, 그 거래가 이루어진 후에 주주가 된 자도 반환청구를 할 수 있는가가 문제되는데, 이에 대해 주주가 된 시점과 상관없이 주주는 지분비율에 따라 불이익을 부담하게 되므로 반환청구를 할 수 있다고 본다.[92]

이 반환청구권은 증권거래법 제188조 제5항에 의거하여 이익의 취득이 있은 날로부터 2년 내에 행사하지 않으면 소멸하며 이 기간은 제척기간이다.

3. 주식소유상황변동의 보고의무

증권거래법 제188조 제6항에서는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임원 또는 주요주주는 임원 또는 주요주주가 된 날로부터 10일 이내에 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 소유하고 있는 당해 법인의 주식소유상황을, 그 소유주식수에 변동이 있는 때에는 그 변동이 있는 날이 속하는 달의 다음달 10일까지 그 내용을 대통령령

---

90) 1934년법 제16(b), Thomas Lee Hazen, "*owner of any securities of the issuer*", The Law of Securities Regulation(3rd de.), West Publishing Co.(1996), p.719.

91) 그런데 미국의 경우 이러한 단기매매차익의 반환을 청구한 결과 얻어지는 이익은 모두 회사에게 귀속되므로 주주에게 그다지 큰 이익이 없음에도 소송이 빈번한 이유는 승소한 경우 변호사 보수를 받을 수 있으므로 변호사가 회사에 대하여 관심이 없는 명목상의 주주를 내세워 소송을 제기하는 예가 많기 때문이라고 한다. 임재연, 전게서, p. 363, 주32.; 그런데 이에 대하여 미국법원은 부적절한 동기와 비직업적인 행위에서 비롯된 소송이라 하더라도 그 구제를 막을 수는 없다는 입장이라고 한다. David L., Ratner, *Securities Regulation*, 6th ed, West Publishing Co, 1998, p.121.

92) 신영무, 전게서, p.466.; 이철송, 전게논문, p.147.

이 정하는 바에 따라 각각 증권선물위원회와 증권거래소 또는 협회에 보고하여야 한다고 규정하고 있다.

1) 보고내용

임원 또는 주요주주가 최초로 된 경우에는 의결권 있는 주식은 물론 의결권 없는 주식을 포함하여 당시 실질적으로 자신이 소유하고 있는 현황을 보고하여야 한다. 이후에는 단 1주의 주식수라도 증가하거나 감소하는 경우에는 그 변동내역을 보고하여야 한다. 따라서 통상적인 매매에 의하여 주식수가 변동된 경우가 아닌 유상이나 무상 증자, 상속이나 증여, 주식배당, 분할이나 합병 등에 의한 주식의 취득의 경우에도 보고하여야 한다. 그러나 유상증자시 실권이나 제3자 배정에 의한 유상증자, 전환사채 등의 주식전환 등으로 원래의 소유주식수는 변동하지 않고 그 소유비율만 증감하는 경우에는 보고의무가 없다. 또한 보고대상 유가증권이 주식으로 한정되어 있으므로 전환사채 등 주식관련사채를 보유하고 있다하더라도 주식으로 전환될 때까지는 보고대상에서 제외된다.[93]

2) 보고시기, 보고서의 비치

이와 같은 주요주주 · 임원의 소유주식보고의무는 미국의 1934년 증권거래법 제16조(a)항과 일본 증권거래법 제163조와 마찬가지로 주요주주와 임원의 주식소유현황 및 변동내역을 투자자에게 공시하게 함으로써 이들의 내부자거래를 억제하는 기능을 하는 동시에, 단기매매차익의 반환규정의 실효성을 보완하는 역할을 한다.[94] 위와 같은 사항을 위반하였을 경우에는 증권거래법 제210조에 의하여 1년 이하의 징역 또는 5백만원 이하의 벌금에 처하게 된다.

또한 임원 · 주요주주의 주식소유상황보고및단기매매차익반환에관한규정 제4조에 따르면 증권선물위원회는 당해 임원 또는 주요주주에 대하여 ① 고발 또는 수사기관에의 통보, ② 경고 또는 주의, ③ 각서청구의 조치를 할 수 있다고 규정하고 있다.[95]

---

93) 김정덕, 전게논문, p.58.

94) 박임출, 전게논문, p.33.

95) 최영민, 전게논문, p.66.

제 3 절 증권회사 및 임직원에 대한 규제

증권회사 및 그 임직원은 고객이 미공개정보 이용행위의 금지규정에 위반되는 매매 기타 거래를 하고자 함을 알고서 당해 매매 기타 거래를 위탁받는 행위를 할 수 없다(증권거래법 제52조 제3호, 증권거래법시행령 제36조의 3 제5호). 이는 오늘날 대부분의 증권거래가 증권회사를 통해서 이루어지는 상황에서 증권회사 또는 그 임직원에 대하여 고객이 내부자거래를 한다는 사실을 알게 된 경우에는 그 매매의 위탁을 거부하도록 함으로써 내부자거래를 차단하기 위한 것이다.[96] 이와 관련하여 증권거래법 시행령 제36조의3에서는 증권회사 등의 금지행위를 여러 항목으로 나누어 열거하고 있다.[97]

증권회사 또는 그 임 · 직원은 증권거래법 제52조에 의해 ① 유가증권의 매매에 있어서 고객에 대하여 당해 거래에서 발생하는 손실의 전부 또는 일부를 부담할 것을 약속하고 권유하는 행위 ② 유가증권의 발행업무와 관련하여 고객을 유치하기 위하여 고객에 대하여 직접 또는 간접으로 재산상의 이익을 제공하거나 자기의 거래상의 지위를 부당하게 이용하여 고객의 사업활동을 제한하는 행위 ③ 제1호 및 제2호의 행위 이외에 유가증권의 발행 또는 매매 기타 거래와 관련하여 투자자의 보호 또는 거래의 공정을 저해하거나 증권업의 신용을 추락시키는 것으로서 대통령령이 정하는 행위를 한 경우에는 금융감독위원회가 그 위법성을 평가하여 행정조치를 할 수 있다.

증권거래법 제52조의 규정에 위반한 증권회사 또는 그 임직원에 대해서는 금융감독위원회가 그 행위의 위법성정도 등을 고려하여 일정한 행정조치를 하게 된다. 조치의 내용은 증권법의 허가취소, 영업의 전부 또는 일부의 정지명령, 임원의 해임요구, 지점 기타 영업소의 폐쇄 또는 그 영업의 전부 또는 일부의 정지명령, 기관경고 또는 기관

---

96) 박임출, 전게논문, p.113.

97) 유가증권의 인수업무와 관련하여 인수계약을 체결한 발행인이 유가증권신고서와 사업설명서(예비사업설명서 및 간이사업설명서를 포함한다)에 허위의 기재 또는 표시를 하거나 중요한 사항의 기재 또는 표시를 누락하는 것을 방지하는데 필요한 적절한 주의를 기울이지 아니하는 행위, 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 고객에게 특정 유가증권의 가격의 상승 또는 하락에 대하여 단정적이거나 합리적인 근거가 없는 판단을 제공하여 매매 기타 거래를 권유하는 행위, 고객에게 금융감독위원회가 정하는 한도를 초과하여 직접 또는 간접적인 재산상의 이익을 제공하는 행위 또는 정당한 사유없이 당해 거래에서 발생한 손실의 전부 또는 일부를 보전하여 주는 행위, 고객의 매매주문동향 등 직무와 관련하여 알게 된 정보를 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 이용하는 행위, 유가증권의 가치에 중대한 영향을 미치는 사항을 사전에 알고 있으면서 이를 고객에게 알리지 아니하고 당해 유가증권의 매수 또는 매도를 권유하여 당해 유가증권을 매도 또는 매수하는 행위 등이 있다. 증권거래법 시행령 제36조의3 제1호~제15호 참조.

주의, 임원에 대한 직무정지 · 경고 또는 주의요구, 직원의 면직 · 정직 · 감봉 · 견책 · 경고 또는 주의요구, 경영 또는 업무방법의 개선요구 또는 권고, 변상 또는 시정요구, 위법내용의 공포요구, 각서청구, 법 위반의 경우 고발 또는 수사기관에의 통보, 기타 금융감독위원회가 법 및 기타 관련법령에 의하여 취할 수 있는 조치가 해당된다. 이와 같은 행정조치 이외에 별도의 형사처벌은 규정하고 있지 않다. 그런데 증권회사의 임직원이 자신의 고객이 내부정보에 의하여 거래한다는 사실을 알면서도 주문을 받아 이를 집행한 경우에 내부정보를 이용하여 거래하는 고객에 대한 교사의 방조자로 증권거래법 제188조의2 제1항 또는 제3항의 위반자로 형사처벌을 받을 수 있는 경우도 있다는 견해가 있다.[98]

제 4 절 내부자거래의 감시 및 조사

1. 감 시

내부자거래를 효율적이고 능동적으로 규제하기 위해서는 내부자거래가 언제 어디서 발생하는지 감시하고 조사하는 일이 요구된다. 그러나 지금과 같은 다양하고 복잡한 증권시장현황 아래서 모든 거래와 거래자를 감시 조사하는 일은 한계점이 있을 수밖에 없다. 그래서 소극적으로나마 내부자들로 하여금 자기들의 거래실적을 보고하게 함으로써 최소한 그 거래의 사실을 인지할 수 있도록 하며, 다른 한편으로는 내부자의 관심을 유발시켜 내부자의 부당한 거래를 억제하는 효과를 도모할 필요성이 요구되는 것이다. 이에 증권거래법에서는 그 감시장치로 소유주식변동보고의무와 대량주식보유공시의무 및 주요정보의 공시의무 등을 규정하고 있다.[99]

현행 증권거래법에 의하면 증권시장의 내부거래에 대한 감시와 조사는 자율규제기관(self-regulatory organization)[100]과 정부규제기관의 이중체계(dual system)로 이루

98) 박삼철, 전게논문, p.89.

99) 김정덕, 전게논문, p.59.

100) 자기의 회원들에 대한 영업활동을 감독하고 법령 또는 자율규제를 위반한 경우 제재를 하는 기관이다. 정부규제의 한계를 보완하고 지원하는 역할을 한다. 과거와 같이 정부의 통제를 받지 않고 자율적 차원에서

어지고 있다. 즉, 자율규제기관은 시장을 개설하고 운영하는 자로서 시장참가자의 내부자거래를 1차적으로 감시하고, 정부규제기관은 자율규제기관의 권한을 벗어나는 사안에 대하여 법적 권한과 수단으로 조사를 하고 필요한 조치를 한다. 이에 따라 내부자가래에 대한 자율규제에 의한 감시는 시장개설자인 각 증권거래소가 주로 담당하고 있고, 제정법에 의한 조사 및 조치는 법적 조사기관이 담당하고 있다.[101] 이러한 자율규제기관으로는 한국증권거래소와 한국증권업협회가 있으며, 정부규제기관으로는 증권감독원, 증권선물위원회, 금융감독위원회가 있다.

1) 자율규제기관

일반적으로 자율규제기관은 한국증권거래소와 한국증권업협회를 말하며 이상매매종목 적출과 적출종목에 대한 매매심리 및 회원사에 대한 회원감리 등을 통하여 위법혐의 사실을 조사한다.

2) 정부규제기관

정부규제기관에는 금융감독위원회, 증권선물위원회, 증권감독원 등이 있다. 금융감독위원회는 금융감독기구의설치등에관한법률 제17조 및 제18조에 의거하여 금융감독과 금융감독원에 대한 지시 · 감독업무 등을 맡고 있다. 증권선물위원회는 증권거래법 제206조의3 제1항에 의해 명령이나 금융감독위원회의 규정 또는 명령에 위반된 사항이 있거나 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 관계자에 대하여 참고가 될 보고 또는 자료의 제출을 명하거나 금융감독원장으로 하여금 장부 · 서류 기타의 물건을 조사하게 할 수 있다. 증권감독원은 증권선물위원회의 지시를 받아 금융기관에 대한 검사·감독업무 등을 수행하기 위해 설치되었으며 금융감독원에 검사가 위탁된 대상기관에 대하여 업무수행상 필요하다고 인정하는 때 그에 기관에 대하여 업무 또는 재산에 관한 보고, 자료의 제출, 관계자의 출석 및 진술의 요구 등을 할 수 있다(금융감독기구의설치등에관한법률 제24조, 제41조).

한편, 검찰은 증권선물위원회의 고발 등의 인지를 통하여 내부자거래에 대한 수사와

규제가 이루어지는 순수한 자율규제는 존재하지 않으며, 법령의 테두리 내에서 자율규제가 이루어지는 소위 위임된 자율규제가 대부분이다. 김정수, 현대증권법원론, 박영사, 2002, p.784.

101) 박임출, 전게논문, p.30.

기소를 담당하고 있다.[102]

2. 조 사

1) 자율규제기관

한국증권거래소와 한국증권업협회에서는 증권시장에서 이루어지는 모든 거래에 대해 주가감시를 통하여 이상매매를 적발한다. 이 주가감시는 시장주가감시와 기간주가감시가 있으며 감리절차는 다음과 같다.

① 이상거래의 징후로 보이는 가격 및 거래량의 동향포착, 이상매매에 관한 풍문이나 제보의 접수
- 시장주가감시 : 매매 시간중의 이상매매상황 조사, 분석
- 기간주가감시 : 일정기간의 이상매매상황 조사, 분석

② 불공정거래의 개연성 조사
③ 해당회원의 대한 거래관련 자료제공 요청
④ 매매심리
⑤ 위반사항 발견시 회원 및 관련 임직원 조치
⑥ 회원이 아닌 내부자나 일반투자자의 불공정거래사실은 증권 감독원 통보[103]

이와 같이 증권거래소와 증권업협회는 각각 거래소시장과 협회중개시장을 대상으로 주가와 거래량의 변동상황을 상시적으로 감시하고, 그 결과 이상매매의 의심이 있는 매매거래에 대하여 내부자거래의 협의가 있는가의 여부를 가리기 위하여 구체적인 매매내역을 조사할 수 있다.[104] 이를 위해서는 증권회사에 서면으로 관련자료 제출을 요구할 수 있다. 그리고 회원의 이상매매 등과 관련된 보고, 자료의 제출, 관계자의 출석 및 출석 및 진술을 요청할 수 있다.

---

102) 박임출, 전게논문, p.31.

103) 이진성, 내부자거래 규제에 대한 연구, 서울대학교 대학원 석사학위논문, 1997, p.30.

104) 박임출, 전게논문, p.32.

2) 정부규제기관

증권선물위원회는 자체 조사전담조직[105]을 활용하고, 금융감독원장은 조사국 직원을 활용하여 증권거래소 및 협회중개시장 기타 장외시장의 거래상황을 주가감시시스템 등을 통하여 상시적으로 감시하고 있다. 또한 금융감독위원회에 공시 또는 제출되는 각종 보고서 · 신고서 등의 검토와 신문, 방송, 간행물, 기타 사이버 공간의 검색, 그리고 각종 민원 또는 제보를 통하여 내부자거래의 발생여부를 입체적·종합적으로 감시하고 있다. 이러한 감시과정에서 내부자거래에 대한 단서를 확보한 경우에는 자율규제기관에 심리를 의뢰하거나 조사에 필요한 증거를 직접 수집하여 조사의 필요성이 인정되는 경우 공식적인 조사절차를 진행한다.[106]

105) 2002년에 조사기획과를 신설하였고, 검찰총장으로부터 조사공무원으로 지명 받은 자를 충원하였다.

106) 박임출, 전게논문, pp.31-32.

제 4 장 외국의 규제

제 1 절 영미법계

1. 영 국

1) 법제

영국은 오래전부터 내부자거래 규제의 필요성을 인정하였으나, 1980년에 이르러 비로소 제정법에 의한 규제를 시작하였고,[107] 그 후 내부자거래 규제에 관하여 1985년 Company Securities(Insider Dealing) Act가 제정되었고, 동법은 1986년 Financial Services Act에 의해 개정되었으며, 1989년 Companies Act를 개정하여 내부자거래 금지규정을 위반한 자에 대한 형사벌칙을 2년 이하의 징역에서 7년 이하의 징역으로 대폭 강화하였다. 또한 EC지침을 수용하여[108] 현재는 Criminal Justice Act of 1993 (이하 "CJA"라 한다) 제5장 제52조 내지 제60조에서 내부자거래 규제에 관한 내용을 규정하고 있다.[109]

2000년에는 금융서비스시장법(Financial Service and Market Act of 2000 : 이하 "FSMA"라 한다)[110]을 제정하고 내부자거래를 "시장남용(market abuse)행위"[111]로

---

107) Emmanuel Gaillard, *Insider Trading. The Laws of Europe, the United States and Japan*, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1992, p.171.; Gerhard Wegen and Heinz-Dieter Assmann, *Insider Trading in Western Europe:* Current Status, Graham & Trotman, 1994, p.33.

108) Gil Brazier, *Insider Dealing: Law & Regulation*, Cavendish Publishing Limited, 1996, pp.104-105.

109) 박임출, 전게논문, p.67.

110) 동법은 1986년 Big Bang 이후 증권시장의 규제를 담당했던 Financial Service and Market Act of 1986, 보험시장의 규제를 담당했던 Insurance Companies Act of 1982, 예금시장의 규제를 담당했던 Banking Act of 1987 등을 통합한 단일 금융감독법으로서 은행 · 증권 · 보험 · 자산운용 등 금융산업과 증권시장, 상품시장 등 금융시장 전체를 규제한다. 전용훈, 전게논문, p.46, 각주125.

111) "시장남용"은 지정시장에서 거래되는 지정투자에 관하여 정보오용 · 오인유발 · 시장왜곡의 가능성이 있고 그 행위가 영국 또는 영국의 관할권 범위 내에서 발생한 행위로서 문제된 시장의 정기이용자가 볼 때 그 시장에서 그 지위에 있는 자에게 기대되는 행위기준을 준수하지 않았다고 판단될 가능성이 있는 단독 또는 타인과 연대한 행위를 말한다(FSMA s.118(1),(2),(5)).

간주하여 규제하는 방식을 도입하여 형벌적 규제체계와는 다른 구성요건을 갖는 독립된 민사적 · 행정적 규제체계를 확립하였다. 그리하여 기존의 규제체계 하에서는 형법적 규제대상이 아닌 경우에는 금융서비스청(Financial Services Authority : 이하 "FSA"라 한다)의 인가자 혹은 공인투자거래소의 회원에 국한되었던 규제대상이 시장에 참여하는 경우에는 인가자 · 회원 여부의 구분 없이 모두 행정적 · 민사적 규제가 가능하게 되어[112] 각각의 구성요건에 해당하는 경우 민사적 원상회복금 또는 행정적 과징금 및 형벌의 부과가 병행적으로 이루어질 수 있게 되었다.[113] 또한 시장행위준칙(The code of Market Conduct)[114]을 제정하여 시장남용을 직접적으로 통합감독하고 있다.

2) 규제

증권시장에 대한 규제는 전반적 규제권한을 보유한 FSA에 의하여 공적규제가 이루어지고 있으며, 공인투자거래소와 공인자율규제기관인 증권선물규제기구(Securities and Futures Authority : SFA), 투자관리규제기구(Investment Management Regulatory Organization : IMRO), 개인투자규제기구(Personal Investment Authority : PIA)[115] 및 기타 자율규제기관으로서의 법률가협회 · 공인회계사협회 등의 공인전문가단체(Recognized Professional Bodies : RPB), 공인결제기구(Recognized Clearing Houses : RCH) 등이 자율규제를 담당하고 있다.[116]

---

112) 민사적 · 행정적 규제의 추가적 도입은 기존의 형벌적 규제체제로는 적절히 대응하기 어려운 시장남용행위 유형을 규제대상으로 하기 위한 것이라고 할 수 있다. 전용훈, 전게논문, p.46, 각주127.

113) 이중기, "영국의 시장남용 규제체계", 증권법연구 제1권 제1호, 한국증권법학회, 2000, pp.308-310.

114) 시장행위준칙에 대한 자세한 내용은 이중기, 전게논문, pp.319-348.

115) 1994년 종전의 보험회사, 공제조합, 단위형 투자신탁의 관리자에 대한 규제업무를 수행하던 생명보험 및 투자신탁회사의 규제기구와 소규모 증권업자, 투자관리회사, 투자자문업자, 생명보험, 기타 집합투자계획 관련 중개업자들을 규제하던 금융중개업 관리자 및 브로커 규제기구가 통합되어 만들어진 기관이다. 전용훈, 전게논문, p.47, 각주130.

116) 전용훈, 전게논문, pp.46-47.

3) 규제내용

(1) 내부자

① 제1차 내부자

내부자는 (a) 그 정보가 내부정보이고, 그 정보가 내부정보라는 것을 알고 있는 자, (b) 내부정보원으로부터 유래하는 정보를 소유하고 있고, 내부정보원으로부터 유래하는 정보를 소유하고 있는 것을 알고 있는 자이며(1993년 형법 제57조 제1항), 내부정보원으로부터 유래하는 정보를 소유하고 있으면서 유가증권 발행인의 이사 · 종업원 · 주주이거나 고용 · 업무 · 직업에 의하여 당해 정보에 대한 접근수단을 소유하고 있는 때에 제1차 내부자가 된다(동조 제2항).[117] 그러므로 제1차 내부자는 유가증권 발행인의 이사 · 종업원 · 주주이면 되고 반드시 내부정보에 의하여 가격이 영향을 받는 유가증권의 발행인일 필요는 없다.[118]

이러한 내부자들은 내부정보와 관련된 회사와 관계를 가질 필요가 없다. 따라서 자기의 고용주가 경쟁회사의 중요한 계약을 체결한 사실을 아는 종업원은 그 정보가 내부정보인 경우에 경쟁회사의 유가증권을 거래하는 것이 금지된다.[119]

내부자를 구체적으로 정의하면 유가증권발행회사의 이사, 종업원, 또는 주주를 의미한다. 유가증권발행회사의 이사라는 지위로 인하여 정보를 얻는 경우가 가장 전형적인 내부자이다. 그러나 이사라고 하더라도 예외적으로 그 지위와 관계없이 정보를 얻은 경우라면 내부자에 해당되지 않을 수 있다.[120]

회사의 종업원에 대해서는 「미공개 가격반응정보(price-sensitive information)에

---

117) s. 56(1) an individual has information as an insider if and only if : (a) the information is, and he or she knows that it is, inside information, and (b) he or she has the information, and knows that he or she has it, from an inside source.

(2) a person has information from an inside source if and only if : (a) he or she has it through : (i) ing a director, employee or shareholder of an issuer of securities ; or (ii) having access to the information by virtue of his or her employment, office or profession, and (b) the direct or indirect source of his or her information is a person within paragraph (a). 전용훈, 전게논문, p.50, 각주136.

118) Stephen Mayson, Derek French and Christopher Ryan, *Company Law*, Nineteenth Edition 2002-2003, OXFORD UNIVERSITY Press, p.376.

119) Gerhard Wegen and Heinz-Dieter Assmann, *Insider Trading in Western Europe*: Current Status, Graham & Trotman, 1994, p.43.

120) 박임출, 전게논문, p.68.

대한 접근가능성이 합리적으로 예상되는 지위를 차지하고 있어야 한다」는 제한이 삭제되었다. 왜냐하면 종업원으로서는 접근이 불가능한 내부정보에 특별히 접근할 수 있는 지위에 있는 자가 정보의 비대칭을 이용하는 것은 부당하다고 생각하였기 때문이다.[121]

또한 내부정보와 관련이 있는 회사와 관계를 가져야 하는 것은 아니며, 타사에 관한 정보이더라도 그 정보가 내부정보인 경우에는 해당될 수 있다. 고용 · 업무 · 직업에 의하여 당해 정보에 대한 접근수단을 소유하고 있는 자는 유가증권의 발행인으로부터 직접 알게 되는 것이 아니라 그 업무 등의 수행과정에서 내부정보를 알게 되는 경우를 말한다. 예컨대, 변호사 · 회계사 · 은행직원 · 경영컨설턴트 · 애널리스트 등이 이에 해당된다. 각종 규제기관의 직원도 직무상 내부정보에 접근수단을 소유한 자에 해당된다. 그러나 내부정보를 소유하는 자는 문제의 정보가 내부정보이고 그 내부정보를 소유하고 있다는 점을 알고 있어야 하므로 법인이 아닌 자연인에 한정된다.[122]

② 제2차 내부자

직 · 간접적인 정보원이 제1차 내부자이고 당해 정보가 내부정보라는 점을 알고 당해 정보를 소유하는 자도 내부자가 된다.[123] 직접 제1차 내부자로부터 내부정보를 얻은 자가 아닌 경우에도 제2차 내부자에 해당될 수는 있으나 내부정보가 계속하여 전전 유통되는 경우에는 처음 입수한 정보가 내부정보인가의 여부를 알기 어려워 원래의 정보원이 내부자라는 사실의 입증이 용이하지 않은 관계로 내부자가 될 가능성은 줄게 된다. 일단 제1차 내부자가 정보를 공개한 경우 그 정보는 내부정보가 아니므로 그 정보의 수령인도 제2차 내부자로 되지 않는다.[124]

---

121) 1985년법에서는 내부자는 회사에 관여하고 있을 것을 요하고, 여기에는 이사, 임원·피용자, 회사와 직업적 또는 사업상관계를 가지는 자가 포함되었다. 그리고 이들에게는 미공개 가격반응 정보에 대하여 접근할 수 있는 지위를 차지하고 있어야 한다는 제한이 있었다. 그러나 CJA에서는 이 요건을 삭제하였다. 박임출, 전게논문, p.68, 각주194.

122) Gil Brazier, op. cit., p.111.

123) 제57조 제2항 (b) the direct or indirect source of his information in a person within paragraph (a).

124) Stephen Mayson, Derek French and Christopher Ryan, op. cit., p.376.

(2) 내부정보

CJA(Criminal Justice Act of 1993) 제56조 제1항은 내부정보를 「(a) 특정 유가증권 또는 특정 유가증권발행회사 및 발행인들에 관한 정보로서 유가증권 일반 또는 유가증권발행회사들 일반에 관한 것이 아니라, (b) 특정한 또는 정확한 것으로서, (c) 공개되어 있지 않고, (d) 공개되는 경우 당해 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것」으로 정의하고 있다.[125]

따라서 내부정보는 특정 유가증권 또는 유가증권발행회사와 관계되는 정보이어야 한다. 규제대상 유가증권은 CJA Schedule 2에 열거되어 있고, 재무부령(the treasury order)에서 정하는 요건을 충족하여야 한다. 즉, 회사증권과 정부증권 중 증권거래소에 상장된 것으로 이러한 유가증권을 발행하는 발행인은 법인격의 유무나 그 목적의 공공 · 사적여하를 불문한다.[126]

유가증권 일반이나 유가증권발행회사 일반과 관계되는 정보는 내부정보에 해당되지 않는다. 다만, 특정한 발행인뿐만 아니라 발행인들과 관계되는 정보가 포함되기 때문에 특정 산업부문에 관한 정보는 내부정보가 될 수 있다.[127]

특정한 유가증권이나 유가증권발행회사와 관계되는 정보에는 발행인 내부에서 유래하는 것과 외부에서 유래하는 것이 있다. 따라서 유가증권에 대한 공개매수와 같은 시장정보도 당해 발행인과 관계되는 정보가 된다. 또한, 발행인이나 유가증권과 관계되는 경우 당연히 당해 발행인 외부의 사정에 의한 것도 포함된다. 유가증권 일반이나 유가증권발행회사와 관계되는 것이면 충분하다.[128]

한편 내부정보가 일반에 공개된 것으로 간주되는 것으로 볼 수 있는 것은 (a) 투자

---

125) 56. (1) For the purposes of this section and section 57, "inside information" means information which
(a) relates to particular securities or to a particular issuer of securities or to particular issuer of securities and not to securities generally or to issuers of securities generally;
(b) is specific or precise;
(c) has not been made public; and
(d) if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of any securities.
박임출, 전게논문, p.70, 각주201.

126) 박임출, 전게논문, p.71.

127) 川口恭弘 · 前田雅弘 · 川濱 昇 · 洲崎博史 · 山田純子 · 黑沼悅郎, “インイダ一 取引規制の比較法研究”, 民商法雜誌(第125卷 第4 · 5号), 2002.2.15., p.451.

128) 박임출, 전게논문, p.71.

자 및 전문적 조언자에게 제공할 목적으로 규제시장의 규칙에 따라 공개한 경우, (b) 법령이 정하는 바에 의하여 공중에 열람되는 기록에 정보를 기재한 경우, (c) 정보와 관련된 유가증권 또는 정보와 관련된 유가증권 발행인의 유가증권을 거래하고자 하는 자들이 쉽게 그 정보를 입수 할 수 있는 경우, (d) 이미 공개된 정보로부터 유래한 정보의 경우를 말한다.[129] 또한 (a) 전문적인 주의나 능력을 행사해야 입수가 가능하게 될 수 있는 경우, (b) 일부의 대중에만 전달되고 전체 대중에게 전달되지 않은 경우, (c) 관찰에 의하여만 입수가 가능할 수 있는 경우, (d) 대가를 지불해야 전달받을 수 있는 경우, (e) 영국 외에서만 공개된 경우 등도 공개된 것으로 볼 수 있다.[130]

내부정보란 공개되는 경우 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보이어야 한다. 여기에서 가격은 가치(value)를 포함하는 개념이다(CJA 제56조 제3항). 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보에 대한 법적 정의는 명시되어 있지 않으나, 공개매수, 실전전망, 배당발표 등과 같이 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미치는 정보에만 내부자거래 금지규정에 적용되고, 유가증권의 가격에 거의 영향을 미치지 않는 사소한 정보에는 적용을 제외하기 위함이다.[131]

(3) 규제대상 증권 및 행위

규제대상 유가증권은 회사증권과 정부증권 중 거래소에 상장된 것으로 이러한 유가증권을 발행하는 발행인의 법인격 유무나 공적 · 사적 여하를 불문한다. 규제대상행위에는 세 가지가 있는 바, 첫째, 내부자로서 유가증권의 가격에 영향을 미치는 정보를 소유하는 자가 그 정보에 기하여 유가증권을 거래하는 행위(1993년 형법 제52조 제1항), 둘째, 그와 같은 증권거래를 타인에게 추천하는 행위(동법 제52조 제2항 (a)), 셋

129) 동법 제58조 제2항 ; information is made public if : (a) it is published in accordance with the rules of a regulated market for the purpose of informing investors and their professional advisers ; (d) it is contained in records which by virtue of any enactment are open to inspection by the public ; (c) it can be readily acquired by those likely to deal in any securities-(i) to which the information relates, or (ii) of an issuer to which the information relates ; or (d) it is derived from information which has been made public. 전용훈, 전게논문, pp.52-53, 각주143.

130) 동법 제58조 제3항 ; information may be treated as made public even though : (a) it can be acquired only by persons exercising diligence or expertise ; (b) it is communicated to a section of the public and not to the public at large ; (c) it can be acquired only by observation ; (d) it is communicated only on payment of a fee ; or (e) it is published only outside the United /kingdom. 전용훈, 전게논문, p.53, 각주144.

131) Gil Brazer, *op. cit.*, p.110.

째, 타인에게 그러한 정보를 제공하는 행위(동법 제52조 제2항 (b))이다.[132]

첫 번째 거래행위로는 내부자가 본인이나 대리인을 통 하거나 아니면 직 · 간접으로 타인을 통하여 유가증권을 취득 · 처분하게 하는 행위이다. 두 번째 추천행위는 내부정보를 가진 자가 내부정보를 가지지 못한 자에게 추천하는 행위로 타인을 통해 거래유도나 거래 부추김 등의 행위를 의미한다. 세 번째는 정보제공행위로 제52조 제2항 (b)[133]에 의해 자신의 고용, 업무, 직업의 부적절한 수행 등의 방법으로 정보를 타인에게 제공하는 행위를 말한다. 이러한 정보제공은 문서나 구두를 상관하지 않는다.

한편 CJA는 내부자거래 금지유형을 형식적으로 규정하고 있는데 이에는 일반항변과 특별항변이 있다.

즉, 금지행위를 행한 경우에도 (a) 거래 당시에 당해 유가증권의 가격에 영향을 미치는 정보에 기인하는 이익을 결과한다고 예상하지 않은 경우, (b) 거래 당시에 당해 유가증권을 거래하는 자가 그 정보 없이 거래하더라도 손해를 입지 않았을 정도로 당해 정보가 널리 알려져 있다고 신뢰한 경우, (c) 비록 정보를 가지고 있지 않았더라도 현실적으로 거래를 하였을 경우 등의 사실을 입증하면 면책된다. 추천행위에도 거의 동일한 항변이 인정되고 있다. 또한 정보제공의 위반행위에 대하여는 정보제공으로 아무도 문제될 수 있는 거래를 하지 않았을 경우와 내부정보에 의하여 이익을 얻는 것을 예상하지 않았을 경우를 일반항변 사유로 인정하고 있다(동법 제53조 제1항 내지 제3항).[134]

CJA Schedule 1은 형식적으로 내부자거래 금지규정을 적용하면 원활한 업무수행이 방해되는 경우에 대한 특별항변(special defence)을 규정하고 있다. 즉, ① 시장조성자(market maker)가 업무의 수행과정에서 성실하게 행동한 사실, ② 소유하고 있는 정보가 시장정보(market information)인 경우에는 거래 당시에 당해 정보를 소유하고 있지 않았더라도 그와 같이 행동하는 것이 합리적이었다는 사실, ③ 적법하게 안정조작(price stabilization)을 한 사실을 입증하면, 유가증권을 거래하거나 타인으로 하여금 유가증권의 거래를 하도록 권유하더라도 내부자거래의 위반이 되지 않는다.[135]

---

132) 전용훈, 전게논문, p.53.

133) 1985년 회사증권법에서는 상대방이 정보를 이용하는 것을 알았거나 알 수 있었음에도 정보를 제공한 경우만을 금지하고 있었으나, 거래의 금지가 정보의 이용을 요건으로 하지 않았기 때문에 이와 형평을 맞추기 위하여 단순히 정보를 제공하는 행위를 금지하도록 개정하였다. 다만, 정보를 제공할 당시 금지된 거래를 예상하고 있지 않았던 사실이 항변사유로 인정되고 있으므로, 1985년법과 차이를 입증책임의 전환으로 보는 것도 가능하다. 川口恭弘 외 5人, 전게논문, p.518.

134) 전용훈, 전게논문, p.54.

그리고 상기 금지행위에 위반한 개인은 내부자거래 범죄의 중대성에 대한 인식이 높아진 점을 반영하여 종래 2년의 자유형에서 7년 이하의 징역 또는 벌금(무제한)에 처한다(CJA 제61조 제1항). 다만, 배심에 의하지 아니한 약식 절차에 의한 유죄선고의 경우에는 6개월 이하의 징역 또는 5000파운드 이하의 벌금에 처한다. 모두 징역과 벌금을 병과 할 수 있다.[136]

2. 미 국

1) 법제

미국은 내부자거래 규제에 관한 가장 오랜 전통을 가지고 있다. 1934년 증권거래법[137] 제정 당시 제16조에서 주요주주 및 임원에 대하여 소유주식보고의무(a항), 단기차익반환의무(d항), 공매도 금지(c항) 등의 규정을 통하여 내부자거래를 규제하였다. 그러나 위 조항이나 보통법상의 사기행위로 준내부자나 정보수령자 등의 내부자거래를 규제할 수 없게 되자 1942년 SEC는 동법 제10조 (b)항을 근거로 Rule 10b-5를 제정하여 미공개정보를 이용한 내부자거래에 대한 형사처벌의 근거로 삼았다. 1970년대 후반 공개매수 사례가 증가하면서 공개매수관련 정보를 이용한 내부자거래의 효과적인 규제를 위하여 1980년 SEC는 Rule 14e-3을 제정하였다.[138]

이후에 의회는 1984년 The Insider Trading Sanctions Act of 1984(TISA)를 제정하였고, 추가로 1988년에는 The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988(ITSFEA)를 제정하였다. 이 법에는 연방법원에 민사제재금부과 소송을 제기할 수 있게 하였으며(제21조 (a)(1)), 동시거래자(contemporaneous trader)의 손해배상청구권도 인정하였다(제20A조). 또한 형사처벌도 강화하여 징역형을 기존의 5년을 두배 늘려 10년으로 상향조정하고 벌금도 개인은 100만 달러, 법인은 250만 달러로 조정하였고 이와 관련하여 부정한 내부자거래를 제보한 자에게는 포상금도 수여하는 등의 방안을 새로 추가하였다(제21A조 (e)).

---

135) 박임출, 전게논문, p.79.

136) 박임출, 전게논문, pp.80-81.

137) The Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881; 15 U.S. Code

138) William K. S. Wang, Marc I. Steinberg, *Insider trading* , Aspen Law & Business, 1996, p.688.

2) 규제

미국 증권시장의 규제체계는 독립적인 연방정부 규제기관인 SEC가 불공정거래 등 위법행위에 대한 광범위한 관할권과 권한을 가지고 공적규제를 담당하고 있으며, 1934년 증권거래법에 의하여 자율규제기관(Self Regulation Organization : SRO)으로 등록한 전국증권거래소, 등록증권업협회, 등록증권결제기관 및 지방채증권규칙제정위원회 등 자율규제기관이 자율규제를 담당하는 체계로 이루어져 있다.[139] SEC는 1934년 증권거래법 등 연방증권 제법의 집행과 해석, 규칙의 제정,[140] 자율규제기관의 규정승인 · 폐지 · 변경, 자율규제기관과 증권업자에 대한 검사권 및 조치권, 자율규제기관의 규제 관할권 조정 등의 권한을 행사한다.[141]

미국의 증권규제는 처음에는 증권거래소를 주축으로 한 자율규제단체에 의해 회원간 또는 업자간의 합의에 근거하여 행해졌으나, 이러한 규제가 회원의 이익보호를 위한 합의적 성격을 띠게 되어 회원간 이해가 상반되는 규칙은 잘 지켜지지 않았고 위반자에 대한 처분도 관대히 처리되는 경향이 있었다. 그러나 1929년 대공황 이후 제정된 1934년 증권거래법 및 이를 수정한 1938년 멀로니법(Maloney Act)에 의하여 종래의 사적 자율규제단체가 제정법에 근거한 의무와 책임을 부담하는 자율규제기관으로 자리잡게 되었다.[142] 자율규제기관은 1934년 증권거래법에 근거하여 SEC가 연방법으로부터 부여받은 권한으로 규제를 위임 받았다.

현재 SEC에는 전미증권업협회(NASD), 뉴욕증권거래소(NYSE), 아메리칸증권거래소(AMEX), 시카고옵션거래소(CBOE) 등 8개가 등록되어 있으며 불공정거래 등에 대한 규제형태는 유사하다. 이 중 전미증권업협회의 자율규제를 살펴보겠다.

전미증권업협회는 1934년 증권거래법에 의거 SEC에 등록된 유일한 등록증권업협회이다. 장외시장으로서 존재하여오다 1971년 이후 거래소시장에 해당하는 거래집중시

---

139) 증권거래소 내부자료, “주요국 감리제도”, 2002.3, p.1.

140) 증권시장에 대한 SEC의 영향력은 주로 규칙 제정권한에서 비롯된다고 할 수 있다. 그 외 비록 법률적 구속력은 없으나 현실적으로 중요한 의미를 갖는 것으로는 연방증권법상의 구체적인 문제에 대한 SEC의 방침이나 해석을 담은 “고시(release)”와 특정거래의 합법성에 대한 개별적 문의에 대하여 SEC 해당 부서의 직원이 작성한 “답신(no action letter)” 등이 있다. 전용훈, 전게논문, p.20, 각주60.

141) SEC의 설립, 조직, 업무 등에 관한 자세한 내용은 http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org(2003.8.23) 참조.

142) 증권거래소 노동조합, 증권시장 규제체계의 선진화 방안, 1998, pp.64-65.

설이 생기면서 NASDAQ시장의 이용 및 운영을 규제하고 전미증권업협회의 회원 중 증권거래소의 회원이 아닌 회원의 내부운영을 규제하는 역할을 하고 있다. 주요기능으로는 공정관습규칙 등의 제정 및 집행, NASDAQ시장의 운영관리, NASDAQ시장을 포함한 장외거래시장의 불공정거래감시, 회원에 대한 검사 및 징계조치 등을 들 수 있다. 매매심리나 회원감리의 과정 및 그에 따른 결과조치 등은 뉴욕증권거래소와 유사하며, 1996년에는 NASDAQ시장의 규제 및 감독강화를 위해 NASD Regulation[143]을 신설하였다.[144]

3) 규제내용

(1) 내부자

미국은 내부자의 범위에 대하여 SEC Rule 10b-5에 「누구든지(any person)」라고 규정되어 있으며, 1934년 증권거래법 제21A에는 「누구든지 미공개 중요정보를 가지고 유가증권을 거래함으로써 이 규정을 위반한 자」라고 규정되어 있다. 이는 포괄주의 입법형식으로 구체적인 내부자의 범위와 내용은 판례에 의하여 구체화 되어왔다.

SEC는 정보소유이론[145]을 근거로 1961년 Cady, Roberts 사건[146]으로 회사내부자

---

143) NASD Regulation, Inc는 NASD가 증권시장의 운영업무와 규제업무를 분리하기 위해 1996년 설립한 독립적인 자회사로 NASD가 책임지고 있는 전분야에 대한 규제 및 감독의 실무적인 업무를 담당하고 있다. NASD Overview, NASD Press, 2002.6.

144) 증권거래소 노동조합, 전게서, pp.72-73.

145) 정보소유이론은 1961년 Cady, Roberts 사건과 Texas Gulf Sulphur 사건 등의 판례를 통해 확립된 미국 연방법원의 규제이론이다. 이러한 이론에는 정보소유이론 외에도 Chiarella 사건의 신임의무이론과 O'Hagan 사건의 부정유용이론 등이 있다.

① 정보소유이론 : 증권거래에 영향을 미칠 수 있는 중요한 회사정보는 모든 투자자에게 공평하게 접근 가능하여야 하며 이러한 중요정보를 가지고 있는 자는 거래시에 공시하여야 하며 공시하지 못할 경우 그 정보를 알지 못하는 상대방과는 거래하여서는 안 된다는 이론. In re Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907(1961).

② 신임의무이론 : 중요정보를 가진 자는 중요정보를 가지지 못한 거래상대방과 신임관계에 있는 경우에만 공시의무를 부담한다고 하여 내부자거래의 책임범위를 제한한 이론. Chialla v. United States, 445 U.S. 222(1980).

③ 부정유용이론 : 신임의무이론의 단점을 보완한 것으로 거래당사자 사이에 신임의무관계가 없더라도 정보제공자의 동의 없이 그 정보를 부정하게 이용한 경우에는 내부자거래가 성립한다는 이론. United States v.O'Hagan, 117 S. Ct. 2199(1997).

146) 1961년 Cady, Roberts & Co 사건

Curtiss-Wright사의 이사로 있는 Cowdin은 회사의 이익배당을 삭감한다는 중요정보를 미리 알고 Cady, Roberts사의 파트너인 Gintel에게 전화로 이 사실을 알려주었다. 그러자 Gintel은 그 정보가 공개되기 전에 가지고 있던 Curtiss-Wright사의 주식을 매도하였다. 그 후 동사의 주가는 40달러에서 36달러로 하락하였

공시 또는 거래단념을 채택하였고, 연방법원은 1968년 Texas Gulf Sulphur 사건[147]으로 내부자범위에 정보수령자도 포함시켰다. 그러나 연방대법원은 신임의무이론을 근거로 그동안 너무 확장되었던 규제범위를 1980년 Chiarella 사건[148]을 통해 매매거래시 당사자간에 신임의무가 있는 경우에만 공시의무가 있다고 하여 내부자의 범위가 제한되었다. 이로 인하여 신임의무를 부담하는 자가 회사와 주주의 승인을 얻지 못하는 경우에는 내부정보를 이용하여 유가증권 거래를 할 수 없게 되었다.

이와 같은 신임의무이론에 의하면 첫째, 회사내부자라고 할 수 있는 이사 · 임원 및 지배주주는 주주와 신임관계가 있으므로 소위 전통적인 내부자에 해당된다. 이러한 회사내부자는 당연히 내부정보의 접근이 허용되는 수임자이므로 정보가 공시되지 않는 동안 이를 이용해서는 안 되는 신임의무를 부담한다.[149] 이사와 임원은 성격상 회사와 주주에 대하여 신임관계에 있으므로 신임의무를 부담하는 것은 당연하다. 지배주주는 회사의 해산 · 합병결의나 지배권의 양도시에 다른 주주들에게 신임의무를 부담한다고 하였으나, 1969년 Jones v. H. F. Ahmanson & Co 사건[150]에서 캘리포니아주 대법원이 지배주주는 소수주주에게 신임의무를 부담한다고 판시한 이래 지배권을 양도하는 경우뿐만 아니라 회사의 지배를 중요내용으로 하는 모든 거래에서 지배주주는 소수주주에게 신임의무를 포괄적으로 부담한다는 원칙이 확립되었다.[151]

둘째, 준내부자인 증권회사 · 은행 · 회계사 · 변호사와 같은 외부자도 신임의무가 있다. 이들은 단순히 공개되지 않은 회사내부정보를 알게 되었기 때문에 신임의무를 부

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

147) 1968년 Texas Gulf Sulphur 사건
광물개발회사인 Texas Gulf Sulphur사는 캐나다에서 중요한 광물이 많이 매장되어 있는 광맥을 발견하였다. 그 후 사장은 발견직원들에게 이 사실을 비밀로 하라고 지시한 뒤 토지매입을 하였다. 그러던 중 이 사실을 알고 있던 몇몇 임직원들은 이 정보를 타인에게 제공하였고, 이들과 함께 Texas Gulf Sulphur사의 주식과 주식매수옵션을 취득하였다. 그 후 동사의 주가는 17.5달러에서 58달러로 치솟았다. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833(2d Cir. 1968).

148) 1980년 Chialla 사건
기업의 재무관련 문서를 인쇄하는 Pandic Press사의 직원인 Chiarella는 인쇄를 하던 중에 인쇄원고에서 5건의 공개매수 발표 원고를 입수하였다. 그 후 다른 서류들에서 정확한 공개매수 대상회사를 추정하여 그 회사의 주식을 매수하고 공시 후에 그 주식을 고가에 매도하였다. Chialla v. United States, 445 U.S. 222(1980).

149) United States v. Chiarella, 445 U.S. 222(1980); Dirks v. SEC, 463 U.S. 656(1983).

150) 469 F.2d 464, 472 (Cal. 1969).

151) 박휴상, 전게논문, p.90.

담하는 것이 아니라 회사업무와 관련하여 특수한 신뢰관계를 맺고 있으며, 또한 회사 목적을 위해서만 내부정보의 접근이 허용되기 때문에 신임의무를 부담한다.[152] Chiarella 판례에서는 대리인 · 수임자 기타 회사와 신탁 또는 신뢰의 관계를 가진 사람들을 내부자에 포함시키고 있다. 또한 회계사 · 증권회사 · 법률고문 등과 같이 회사를 위하여 종사하는 자들도 회사정보에 적법하게 접근할 수 있는 경우에는 내부자로 취급된다. 이들을 보통 일시적 내부자라고 하며, 주주의 수임자로 본다. 따라서 일시적 내부자가 주주에 대한 신임의무를 위반하여 내부정보를 외부자에게 전달하면 정보제공자로서 책임을 진다.[153]

또한 SEC는 Rule 10b5-2를 제정하여 내부자거래 규제대상의 범위를 영업상 관계 외에도 가족관계와 같은 비영업적 관계까지 확대하였다. 이로 인하여 영업상 미공개정보를 전달하는 경우에는 일반적으로 신임의무가 발생하며 어떤 자가 정보의 비밀유지를 약속했거나 어떤 자가 타인에게 정보를 전달하면서 비밀을 유지할 것이라고 합리적으로 기대한 경우와 배우자, 자녀, 형제 등의 가족으로부터 정보를 전달받은 경우에도 신임의무가 발생한다. 이것으로 정보수령자의 범위는 보다 명확해졌다.[154]

나아가 SEC Rule 10b5-1을 채택하여 내부자거래에 있어 거래자가 내부정보를 보유하고 있는 사실과 거래와의 사이에 어느 정도의 인과관계가 있느냐에 관한 법원의 입장차이[155]를 해소하고자 원고에게 매매한 내부자가 내부정보를 보유하고 있었다는 사실만을 입증하도록 입증책임을 완화하여 개인이든 법인이든 내부정보를 알고 거래한 자는 당연히 당해 정보를 이용한 것으로 하였다. 다만, 거래자가 내부정보를 알기 이전에 당해 유가증권을 구입 또는 매각하는 구속력 있는 계약을 체결하고 있거나, 당해 유가증권을 자기의 계산으로 타인에게 구입 또는 매각을 지시하여 행한 경우 및 유가증권을 거래하기 위한 계획이 서면으로 명시되어 있고 이에 따라 거래가 실행된 경우에는 적극적 항변을 인정하고 있다.[156]

---

152) Dirks v. SEC, 463 U.S. 656(1983).

153) 박임출, 전게논문, pp.41-42.

154) SEC Release No. 34-43154 ; Steven Amchen, Jessica Cordova and Paul Cicero, "*Securities Fraud*", 39 American Criminal Law Review 1037, Spring, 2002, p.1054.

155) 내부자거래의 구성요건과 관련한 연방고등법원의 판결은 입증을 용이하게 하고 투자자를 보호하기 위하여 거래성립 전에 내부정보를 알고 거래를 하였다면 내부자거래에 해당한다는 견해(내부정보소유설)와 사기적인 고의(scienter)가 없고 인과관계의 입증이 어려운 점을 감안하여 내부정보를 이용하여 거래를 한 것이 아니라면 내부자거래로 볼 수 없다는 견해(내부정보이용설)가 있었다. 전용훈, 전게논문, p.27, 각주79.

(2) 내부정보

SEC Rule 10b-5에 관한 판례에 의하면 유가증권에 관한 중요한 미공개정보를 규제대상 내부정보로 간주하고 있을 뿐이다. 다만, SEC Rule 14e-3에서는 내부정보를 공개매수에 관한 중요한 미공개정보로 명시하고 있다.[157]

신임의무이론에 의하면 당해 정보를 공시하지 않고 거래하는 것이 거래상대방에 대한 신임의무의 위반이라고 인정되는 정보가 내부정보로 되기 때문에 증권발행회사에서 유래하는 정보로 한정되었으나 정보유용이론의 채용에 의하여 공개매수와 같은 회사외부에서 생긴 외부정보도 내부정보에 포함되게 되었다.[158] 그 외의 외부정보나 시장정보도 행위자가 정보원에 대하여 비밀유지의무를 부담하고 있으면 내부정보에 해당한다. 한편 SEC Rule 14e-3은 공개매수에 관한 정보를 내부정보로 규정하여 규제하고 있다.[159]

연방제2항소법원은 Texas Gulf Sulphur 판례에서 확정되지 아니한 광맥개발 사실이 투자판단에 영향을 줄 가능성이 있는 중요한 정보인가에 대하여 판단하면서 개연성과 중대성 기준(probability and magnitude test)을 제시하였다.[160]

Texas Gulf Sulphur 판례의 주된 쟁점은 확정되지 아니한 개발사실이 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 중요한 정보인가의 여부에 관한 것이었다. 이 판례는 중요성의 판단에 있어서 표준화된 기준을 바라는 일반적 경향을 배척하고 구체적 사실에 의한 실체발견을 중시한 것이다. 그러나 여기에서 제시한 개연성과 중대성 기준은 중요하다고 판단되는 사실의 범위를 지나치게 확대시킬 위험이 적지 않다.[161] 그래서 동 기준이 중요성 판단의 일반적 기준에 불과하고 중요하다고 판단되는 사실의 범위가 지나치게 확대될 우려가 있으므로 연방대법원은 “합리적인 투자자라면 자신의 행동방침을 결정함에 있어 부실표시 또는 누락된 사실에 중요성을 부여할 것이라는 상당한

156) 전용훈, 전게논문, p.27.

157) 박임출, 전게논문, p.46.

158) 하삼주, “미국법상 내부자거래 규제론”, 상사법연구 제20권 제2호, 2001, pp.299-300.

159) 판례에서 인정된 내부정보 사례로는 배당감축사실(Cady, Roberts 사건), 유망광맥의 발견(Texas Gulf Sulphur 사건), 회사자산의 부당과다계상(Dirks 사건), 공개매수 대상기업(Chiarella 사건)에 관한 정보 등이 있다. 전용훈, 전게논문, p.28, 각주81.

160) Gerstle v. Gamble-Skogmo, inc., 478 F. 2d 1281(2d Cir. 1973).

161) 박임출, 전게논문, p.48.

개연성이 있을 때에 중요한 정보가 된다"하여 상당한 개연성 기준(would and likelihood test)을 채택하였다.[162] 이 판례에서 합리적인 투자자가 의사결정을 할 때 누락된 사실이 실질적 의의가 있어야 이와 관련하여 상당한 개연성이 있다고 판단되어 중요성이 인정된다.

그 후 공개매수와 관련된 Basic Inc, v. Levinson 사건[163]에서 연방대법원이 위 중요성 기준을 적용함으로써 상당한 개연성 기준이 내부자거래의 중요성 판단에 관한 일반적 기준임을 확인하였다.[164]

한편 내부정보의 공개시점과 관련하여 대기기간(waiting period)[165]은 정보의 중요도와 이용하는 보도매체에 따라 차이가 있으나, 판례는 사안별로 1일부터 20일까지의 대기기간을 인정하고 있다.[166] 이와 관련하여 뉴욕증권거래소는 "회사의 이사 또는 임원은 정보가 기재된 연차보고서, 반기보고서 기타 사업보고서 등이 주주 등에게 광범위하게 배포된 후 매매하는 것이 적당하다는 것"과 같은 내부자가 거래를 개시할 수 있는 경우를 열거하고 있다. 또한 아메리칸증권거래소는 내부자가 전국적 규모의 매체를 통한 공시가 있은 후 24시간, 전국적 규모가 아닌 매체의 경우에는 48시간의 대기기간이 경과한 후에 거래를 하도록 권고하고 있다.[167] 한편 Texas Gulf Sulphur 사건에서 제2항소법원은 내부자가 증권을 거래하기 위하여 기다려야 할 정보의 공시시기에 관하여 "형식적인 공시로는 부족하고 그 정보가 일반인에게 실질적으로 전파되어야 한다"고 판시하였다.[168]

(3) 규제대상 증권 및 행위

내부자거래 규제대상이 되는 증권은 상장 · 비상장증권을 포함한 모든 거래 가능한 증권이며, 옵션도 규제대상에 포함된다.[169] 규제대상행위는 증권의 매수 또는 매도와

162) Gerstle v. Gamble-Skogmo, inc., 478 F. 2d 1281(2d Cir. 1973).

163) 742 F.2d 751, 757 (3d Cir. 1984).

164) Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Litttle, Brown and Company, 1986, p.328.

165) 내부정보가 언론매체 등을 통하여 공개된 후 주가에 반영되어 일반투자자가 거래를 할 수 있도록 내부자가 기다려야 할 시간을 말한다. 전용훈, 전게논문, p.29, 각주85.

166) 임재연, 전게서, p.421.

167) Listing Standard, Policies and Requirement, Part 4. Disclosure Policies 402(f).

168) 전용훈, 전게논문, p.29.

관련하여 시세조종적 · 사기적 수단 또는 책략을 행사하거나 이용하는 행위, 중요한 사실에 관하여 허위기재를 하거나 또는 표시가 행하여진 당시의 상황에 비추어 오해가 유발되지 않도록 하는데 필요한 중요한 사실의 기재를 누락하는 행위, 타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 거래방법에 종사하는 것 등이다(SEA 제10조(b), SEC Rule 10b-5).

연방증권법의 내부자거래 관련규정에 의하면, 내부자와 정보수령자는 미공개 중요정보를 보유한 상태에서 그 정보와 관련된 유가증권을 거래할 수 없고, 제3자로 하여금 유가증권을 거래하게 하거나 제3자에게 미공개 중요정보를 전달해서는 안 된다.[170]

SEC Rule 10b-5 또는 14e에 고의로 위반시에는 형사적 제재로서 자연인은 10년 이하의 징역 또는 100만달러 이하의 벌금[171]에 처하거나 양자를 병과 할 수 있고, 법인에게는 250만달러 이하의 벌금에 처한다(1934년 증권거래법 제32조(a)). 민사적 제재로서 SEC는 불공정거래에 대한 기한부 또는 무기한의 거래금지(cease and desist order)를 법원에 신청할 수 있고, 법원은 금지명령(injunction)과 함께 부당이득 반환명령(disgorgement)을 할 수 있다(동법 제21조(d)(1)).[172] 또한 사기관련조항 위반에 한정하여 임원 또는 이사로서의 직무행위 금지를 법원에 청구할 수 있으며(동법 제21조(d)(2)), 위반자 또는 위반자를 지배하는 자에 대하여 법원에 민사제재금(civil penalty) 부과를 구하는 소송을 제기할 수 있다. 법원은 위반행위로 얻어진 이익 또는 회피한 손실액의 3배를 초과하지 않는 범위 내에서 민사제재금을 부과할 수 있고(동법 제21A조), 내부자거래에 관한 정보제공자에 대하여는 민사제재금의 10%이내에서 포상금(bounty)을 지급할 수 있다(동법 제21조(e)).[173]

---

169) Chiarella v. United States. 445 U.S. 222(1980) 사건판결에서 주식매수옵션도 고위경영진만이 당해 정보를 알고 있었고, 주식매수옵션위원회는 이를 전혀 모르는 상황에서 받았다면 내부자거래의 유형에 해당한다고 판시하였다. 전용훈, 전게논문, p.29, 각주88.

170) Emmanuel Gaillard, *op. cit.*, p.291.

171) 1988년 내부자거래와증권사기규제법(ITSFEA)에서는 개인벌금한도를 최고 110만달러로 상향하였다. 전용훈, 전게논문, p.30, 각주90.

172) 1990년 이전까지 SEC는 연방증권법 위반행위에 대한 제재에 제한적이었으나, 1990년 증권규제개선및저가주개혁법(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act)을 제정함에 따라 연방증권법규의 위반에 정지명령이나 부당이득의 반환 등의 제재를 할 수 있게 되었다. Steven Amchen, Jessica Cordova and Paul Cicero, op. cit., p.1086.

173) SEC의 설립, 조직, 업무 등에 관한 자세한 내용은 http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org(2003.8.23) 참조.

한편, SEC Rule 10b-5 위반에 대해서는 사인에 의한 손해배상청구가 판례상 인정되어 사인에 의한 민사소송이 널리 이루어지고 있다. 그러나 SEC Rule 10b-5 위반에 해당되더라도 내부자거래를 한 자에 대해서는 당사자 관계 또는 인과관계가 없음을 이유로 손해배상청구가 되지 않은 경우가 있고[174], 손해배상청구소송이 인정되더라도 손해배상액의 입증이라는 곤란한 문제가 있다. 그런데, 1934년법 제20A조는 중요한 미공개 정보를 보유하면서 증권을 거래하거나 중요한 미공개정보를 전달함으로써 제10조 (b)항을 위반한 자는 동일한 시기에 그 위반자와 대응되는 거래를 한 자에 대한 내부자거래로 얻은 이익 또는 회피한 손실의 액을 한도로 손해를 배상할 의무가 있다고 규정하여, 내부자거래에 대하여 명시적인 사소권(私訴權)을 인정하고 있다.[175] 또한 미국 증권거래법은 이외에도 회사내부자에 대한 특별규제를 하고 있는데 이는 공매도금지, 단기매매차익반환의무, 소유주식변동보고 등이다.

임원 · 주요주주는 당해 회사의 지분증권을 소유하지 아니하고 매도하지 못하며, 당해 지분증권을 소유하고 있다 하더라도 매도 후 20일 이내에 인도하거나 또는 매도 후 5일 이내에 이를 우편이나 기타 통상의 수송기관에 예탁하여야 한다(1934년 증권거래법 제16조(c)).[176]

단기매매차익반환에 대하여는 회사의 임원 · 주요주주는 지분증권의 반대매매로 얻은 이익을 6개월 이내에 회사에 반환해야 한다. 이와 관련된 내부정보의 이용과 이용한 정보의 중요성 정도는 상관하지 않으며 발행회사와 주주 등의 대위청구도 가능하다. 한편 매수나 매도의 어느 때에 주요주주가 아니거나 당해 증권의 체결 후 계약이 선의로 매매된 경우 등에는 반환의무가 면제된다(1934년 증권거래법 제16조(b)).

임원 · 주요주주는 자사주식 소유상황 및 변동내역을 주요주주나 임원이 된 날로부터 10일 이내, 변동이 있는 때는 익월 10일까지 변동상황을 SEC에 보고해야 한다(1934년 증권거래법 제16조(a)).[177]

---

174) 부정이용이론에 의한 내부자는 투자자 일반에 대하여 정보공시의무를 부담하고 있지 않는 점을 이유로 내부자의 손해배상책임을 부정한 것으로서 Moss v. Morgan Stanley, Inc., 719 F. 2d 5(2d Cir. 1983)

175) 박임출, 전게논문, p.53.

176) 성희활, “공매도 규제의 개선방안에 관한 고찰”, 증권거래소, 주식 제415호, 2003.3.

177) 전용훈, 전게논문, p.32.

제 2 절 대륙법계

1. 독 일

1) 법제

독일에서는 1994년 EU지침을 국내법으로 수용할 때까지 내부자거래를 제정법으로 규제하지 않았다.[178] 그래서 1970년에 「내부자거래 가이드라인」과 「증권거래업자 및 투자자문업자 규칙」과 심사절차규정을 제정하였고 규제는 독일증권거래소들이 설치한 「특별조사위원회」가 담당하였다. 이 규정들은 전체 상장회사의 약 85%에 해당하는 회사 및 그 내부자들에 의해 자신들에게 구속력을 가지는 규칙으로 승인을 받아 이후 1976년과 1988년에 개정되어 최근까지 핵심적인 내부자거래 시스템으로 인식되고 있다.[179] 이렇게 법률규정이 아닌 자율적 규제 시스템이 활성화되었던 이유는 독일에서는 미국이나 다른 EU국가와는 달리 기업의 대다수를 차지하는 사적인 유한회사가 증권거래소에 상장되어 있지 않고 인수합병을 하는 경우가 드물어 공개매수가 거의 행해지지 않아 특별한 내부자거래 사건이 없었고, 증권산업종사자와 증권거래소들이 자율적인 규제방식을 선호하고 규제 법률의 제정을 강력히 저지하였으며, 독일 기업은 자금을 주로 은행에서 조달하며 증권시장의 주된 참여자가 기관투자자들이기 때문이라고 한다.[180]

2) 규제

EC지침 제12조에 따라 1992.6.1전까지 EU지침을 국내법으로 수용하여야 하나 독일정부는 그 기한을 준수하지 못하고, 1994년에 이르러 제2차 자본시장진흥법

178) 이와 같이 내부자거래에 대하여 방임한 주된 이유는 기업문화였다. 정부는 기업경영에 관여하지 않아야 한다는 독일인의 법감정 때문에 대부분의 기업은 개인적인 폐쇄기업 형태를 유지하였고, 자금조달방식도 증권시장이 아닌 은행차입이 주를 이루었다. Victor F. Calaba, "*The Insiders; A Look at The Comprehensive and Potentially Unnecessary Regulatory Approaches to Insider Trading in Germany and United States, Including The SEC's newly Effective Rules 10b5-1 and 10b5-2*", 23 Loy of L.A. Int'l & Comp. L. Rev. May 2001.

179) 박삼철, 전게논문, p.56.; 장정윤, 전게논문, p.33.

180) 김정덕, 전게논문, pp.79-80.,

(Zweites Finanzmarktförderungsgesetz)[181]에 의거 Wertpapier handelsgesetz(이하“WpHG"라 한다)을 제정하였는데,[182] 동법 제3장(내부자의 감시) 제12조 내지 제20조에서 내부자거래 규제에 관한 규정을 마련하였다. WpHG는 그 이외에 증권거래감독청을 설치하고 적시공시제도를 도입하여 증권거래감독청에 의한 감시 하에 내부자거래의 금지와 기업내용 공시제도를 통하여 내부정보의 부정이용을 내부정보의 부정이용을 방지하는 체제를 갖추었다.[183]

3) 규제내용

(1) 내부자

WpHG 제13조 제1항에 의하면 내부자를 「① 발행인 또는 발행인의 결합기업의 업무집행기관 또는 감독기관이 구성원 또는 무한책임사원으로서, ② 발행인 또는 발행인의 결합기업의 자본에 대한 관여에 기하여, 또는 ③ 그 직업, 업무 또는 직무에 기하여 통상적인 과정에서 내부사실을 알게 된 자」로 규정하고 있으며, 이와 같은 내부자는 제14조 제1항에 의해 내부사실을 지득을 이용하여 내부자증권을 거래하는 행위뿐만 아니라 타인에게 내부사실을 제공하거나 내부사실을 지득에 기하여 타인에게 증권거래를 권유하는 행위도 금지된다. 또한 제14조 제2항에 의하면 내부사실을 아는 제3자도 이를 이용하여 내부자증권을 거래하는 것이 금지된다.[184]

(2) 내부정보

내부정보는 내부자거래에 관한 자율규제의 적용을 받는 증권의 가치에 영향을 미치는 공표되지 아니하는 정보에 관한 지식을 말한다. 내부자 또는 이와 동일시되는 자는

---

181) 1896.6.22. 독일증권거래소법이 제정된 이후 증권거래에 관한 가장 중요한 입법이다. 특히 EU의 각종 지침을 반영하여 독일의 자본시장 발전에 기여하였다는 평가를 받고 있다. 이 법은 증권거래법의 제정을 비롯하여 20개의 조치로 이루어졌다. 동법의 자세한 내용은 Carsten Peter Claussen, Bank-und Borsenrecht(2. Auflage), C. H. Beck, 2000, S.432 이하 참조

182) 1994.8.1부터 시행되었다

183) WpHG의 제정에 따라 내부자거래에 대하여 형사처벌을 할 수 있게 되었고, 종전의 내부자거래에 관한 자율규제는 폐지되었다. James H. Freis Jr, "*An Outsider's Look into The Regulation of Insider Trading in Germany: A Guide to Securities, Banking, and Market Reform in Finanzplatz Deutscland*", 19 B.C. Int'l & Comp. L. Rev., winter 1996, p.40.

184) 박임출, 전게논문, p.82.

그 지위에 기초하여 취득한 정보를 이용해서 자기 또는 제삼자의 이익을 위하여 그 증권의 거래계약을 체결하는 것이 금지된다.[185]

WpHG 제13조 제1항은 내부사실(Insidertatsache)을 「하나 또는 복수의 내부자증권의 발행인 또는 내부자증권에 관한 미공개 사실로서 공개되는 경우 내부자증권의 시세에 중대한 영향을 미칠 수 있는 내부사실」로 정의하는 한편, 제2항에서 「공개된 사실을 근거로 작성된 평가는 내부자증권의 시세에 중대한 영향을 미칠 수 있는 경우라도 내부사실로 되지 않는다」는 예외를 인정하고 있다.[186]

WpHG 제13조 제1항은 내부사실에 해당되기 위해서는 「하나 또는 복수의 내부자증권 발행인 도는 내부자증권에 관한 사실」을 요한다. 여기에서 내부자증권은 제13조, 제14조의내부자증권거래 금지의 대상이 되는 증권으로서 기본적으로 거래소 등의 시장에서 거래되고 있는 유가증권 및 그 파생증권을 지칭한다. 즉, 내부자증권은 국내의 증권거래소 또는 장외시장에서 거래가 허용된 유가증권, 또는 다른 EU 회원국 또는 유럽경제지역협정체결국의 조직화된 시장에서 거래가 허용된 유가증권이 내부자증권이 되고, 또 이들 유가증권의 파생상품(옵션, 선물계약에 기한 권리 등)도 내부자증권이 된다(제12조).[187]

WpHG 제13조 제1항에 의하면 내부사실로 되기 위해서는 미공개의 사실인 것을 요한다. WpHG에는 공개의 기준을 정의하고 있지 않지만, 동법의 정부초안이유서는 불특정 다수인이 알 수 있는 시점에서 당해 사실은 공개된 것이 되며, 구체적으로는 거래소의 규정에 따라 정보가 공개된 경우 이외에 소외 역내에서의 공개가 확립된 경우도 불특정 다수인 사실을 알 수 있는 경우에 해당된다고 하였다. 그리고 역내에서의 공개는 시장참가자가 사실을 알 수 있게 된 시점에서 확립된 것으로 인정되며, '사실을 알 수 있게 된'이란 의미는 일반적으로 접근 가능한 정보시스템을 통한 정보의 유포가 있었던 경우를 가리킨다.[188] 또한 시장참가자가 사실을 알 수 있게 된 때에는 공

185) 박경수, "증권거래법상의 문제점에 관한 연구-실제상의 입법론을 중심으로-", 성균관대학교 박사학위논문, 1998, p.67.; 최동호, "내부자거래의 규제에 관한 연구", 건국대학교 석사학위논문, 2000, p.68.

186) 박임출, 전게논문, p.86.

187) 박임출, 전게논문, pp.86-87.

188) 시장참가자가 사실을 알게 된다면 그는 그 정보를 근거로 거래를 하고, 그 결과 정보는 시장가격에 반영된다. 내부자거래 규제의 목적은 유가증권시장의 기능을 유지하는 것이기 때문에 투자자가 정보를 알 수 있는 기회를 똑같이 가지고 있어야 하는 것은 아니다. WpHG, a. A., §13, Rz. 42.

개된 것으로 보고 매스미디어 등을 통한 정보의 공개는 하지 않아도 된다.

WpHG 제13조 제1항은 사실(Tatsache)이라는 문언을 사용하고 있는데 여기에서 사실이란 일반적으로 겉으로 보아 감지가능한 사건 또는 상황(der au beren Wahrnemung zugängliche Geschehnisss oder Zustände)을 말하고 증명할 수 있는 것이 감지가능한 것이다.

이러한 사실에는 의도(Absichten), 가치판단(Werturteile), 의견(Meinungen) 등은 포함되지 않는다. 그러나 가치판단이나 평가도 일반인이 상황에 따라 사실로 볼 수 있다고 판단되면 사실이 될 수 있으며, 애널리스트 등의 견해 표명은 그 자체가 사실이 될 수 있다. 또한 계획(Plane), 기획(Vorhaben)은 내부사실이 될 수 있으며 협의의 사실개념을 인정하는 입장에서는 높은 개연성이 있는 계획의 실현을 사실로 인정한다. 조언(Tip), 추천(Empfehlungen), 권유(Ratschlage)는 통상적으로 그 자체를 사실로 보지 않지만 어떤 종목의 주식을 매수 추천하는 기사가 게시되는 것이 예정되어 있고 이에 따라 매수가 이루어질 것이라고 예상되는 경우에는 당해 추천상황을 사실로 본다.

미공개 사실이 내부사실로 되기 위해서는 공개되는 경우 내부자증권의 시세에 중대한 영향을 미칠 수 있어야 한다(ist geeignet, den Kurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen). 이는 EU지침의 중요성 요건을 그대로 수용한 것인데, EU지침과 같이 WpHG에서도 「중대한 영향을 미칠 수 있는」의 의미가 구체적으로 어떠한 경우를 지칭하는 것인가에 대해서는 정의하고 있지 않다.[189]

여기에서 중대한 영향을 미칠 수 있는가는 객관적으로 내부자거래의 시점을 기준으로 판단하여야 한다. 또한 영향을 미치는 범위는 어느 정도가 중대한 영향이라고 볼 수 있는가 문제에서 독일의 통설은 WpHG에 관한 정부초안이유서의 기술내용을 근거로 주식에 관하여 "중대한"이란 거래시점에서 5%이상의 시세변동이 예상되는 경우를 말하는 것으로 보고 있다.

(3) 규제대상 증권 및 행위

WpHG 제14조 제1항에 의하면 제13조 제1항의 내부자(제1차 내부자)는 ① 내부사실을 알고 있는 점을 이용하여 자기 또는 타인의 계산으로 또는 타인을 위하여 내부자증권을 거래하는 행위, ② 권한 없이 내부사실을 타인에게 알려 주거나 접근 가능하게

189) 박임출, 전게논문, p.90.

하는 행위, ③ 내부사실을 알고 있는 점에 기하여 내부자증권의 거래를 타인에게 추천하는 행위가 금지되며, 제14조 제2항에 의하면 제3자(제2차 내부자)는 내부사실을 알고 있는 점을 이용하여 자기 또는 타인의 계산으로, 자기 또는 타인을 위하여 내부자증권을 거래하는 행위만이 금지된다.[190]

내부사실을 알고 있는 자가 이를 이용하여 내부자 증권거래를 하는 것은 금지되지만, 내부사실과 관련이 있더라도 단순한 내부자증권 취득 또는 매각이었거나 매매주문이 제출된 후 철회된 경우나 기타 옵션 등이 행사되지 않은 경우는 금지되지 않는다.

그리고 「내부사실을 알고 있는 점을 이용하여」란 내부자가 자기 또는 타인의 이익을 위하여 그 사실을 이용하는 것을 말하며 만약 그 사실이 공개되었다면 얻을 수 없었을 경우에 해당한다. 즉, 내부자가 내부정보에 의해 경제적 이익을 얻을 수 있다는 것을 예측하고 이를 목적으로 이용한 경우이다. 따라서 내부자는 당연히 당해 사실이 내부정보에 해당된다는 점을 알고 있어야 한다(WpHG, a. A., §14, Rz. 10.).

또한 의도적이지 않고 직업상 내부사실을 이용한 경우와 금융기관이 유가증권의 거래에 관하여 내부정보에 영향을 받지 않고 고객의 주문에 의하여 실행된 경우는 통상적인 업무로 보아 내부정보 이용에 해당하지 않는다.

제1차 내부자는 권한없이 제3자에게 내부사실과 관련된 정보를 제공하여서는 안되며 접근가능하게 하여서도 안 된다.

여기에서 「권한 없이」란 EU지침 제3조 (a)항의 직무를 이행하는 통상적인 과정에서 이루어지는 것이 아닌 행위에 대응하여 규정한 요건으로 직무상의 제공 여부에 의하여 판단한다. 예컨대 이사, 감사, 은행, 변호사, 신용평가기관 등이 그 직무를 이행하는 통상적인 과정에서 정보를 필요로 하며 그 필요를 만족시키기 위하여 정보가 제공되는 경우에는 직무상의 제공으로서 취급된다(WpHG, a. A., §14, Rz. 55.).

한편, 내부사실의 제공이 법률상 강제되어 있는 경우에 이에 따른 제공 행위는 위법이 아니다. 그러나 언론기관의 기자들에 대한 내부사실의 제공은 WpHG 제15조가 정하는 적시공시위무의 대상이 되는 사실 여부에 따라 달라진다. 제15조 제1항 및 제3항에 의하면 국내의 거래소에 상장되어 있는 유가증권의 발행인은 증권의 시장가격에 중대한 영향을 미치는 사실이 발생한 때는 그 사실을 지체 없이 거래소 공보지 또는 금융기관 등이 광범위하게 이용하고 있는 전자정보공시시스템을 통하여 공시하여야 하

190) 박임출, 전게논문, p.91.

며, 관련 공시 전에 그 외의 방법으로 공시하는 것은 허용되지 않는다. 그러므로 이와 같은 공시절차에 의하여 공시하지 않고 미디어에 내부사실을 제공하는 것은 제15조 제3항에 위반되며, 동시에 제14조 제1항의 권한 없는 제공이 된다(WpHG, a. A., §14, Rz. 59.).

EU지침 제2조 제2항은 내부자가 회사 기타 법인인 경우 내부자거래 금지규정은 당해 법인의 계산으로 거래하는 결정에 참가한 자연인에게 적용된다는 취지로 규정하고 있으나, WpHG에는 이를 규정한 명문이 없다. 그러나 기관구성원이 법인의 기관으로서 결정에 참가하는 경우에는 독일 형법학의 통설에 의하면 공동정범으로서 충분한 행위기여가 있었던 것으로 평가되기 때문에 그 자는 정범으로 처벌된다(WpHG, a. A., §14, Rz. 92.).[191] 또한 법인의 대표자 또는 대리인으로서 증권을 거래한 경우에는 타인을 위하여 거래한 것으로서 제14조 제1항 제1호 또는 제14조 제2항의 구성요건에 해당된다. 또한, 제2차 내부자가 정보를 제공하거나 거래를 추천하고, 정보나 추천을 받은 자가 내부정보를 이용하여 증권을 거래하는 경우에는, 형법의 일반원칙에 의하면 정보의 제공이나 추천을 한 것에 불과한 제2차 내부자도 교사범 또는 방조범으로 처벌될 수 있으나, 제2차 내부자는 정보제공이나 추천에 관하여 처벌되어야 하는 것은 아니라는 지적이 있다(WpHG, a. A., §14, Rz. 93ff.).[192]

WpHG 제38조 제1항에 의하면 제14조 제1항 각 호 또는 제14조 제2항에 정하는 금지에 위반하여 행위를 한 자는 5년 이하의 자유형 또는 벌금에 처해진다. 또한 동조 제2항에 의하면 외국의 법률에서 정해진 동일한 내부자거래금지는 제1항의 금지와 동일하게 간주되고,[193] 또한 내부자거래로 피해를 입은 투자자는 내부자거래 금지규정을 근거로 민법상 손해배상청구를 할 수 있다.[194]

---

191) Assmann/Schneider(Hrsg)

192) 박임출, 전게논문, p.96.

193) 川口恭弘 외 5人, 전게논문, p.528.

194) 丸山秀平 編譯, ドイツ資本市場法の諸問題(Heinz-Dieter Assmann 著), 중앙대학출판부, 2001, pp.78-80.

2. 일 본

1) 법제

일본은 1948년 미국의 1934년법을 모태로 증권거래법을 제정하였다. 제정 초기에는 미국의 34년법 제10조(b)의 사기금지관련 불공정거래의 금지규정과 제16조(b)의 회사내부자의 단기매매차익의 반환 등은 규정되어 있었으나 직접적인 내부자거래규정은 두지 않았다. 당시의 내부자거래에 대해서는 범죄보다는 반도덕적 행위로 보는 시각이 일반적이었으며 규제당국도 내부자거래를 엄격하게 규제하면 거래감소로 이어질 수 있으므로 규제강화보다는 내부자거래가 반도덕적 행위임을 인식시키는 등의 자율규제를 중심으로 규제하여 갔다. 그러던 중 1987년 다데호(タテホ)사건[195]이 계기가 되어 1988년에 증권거래법이 대폭 개정되었다.

당시 개정의 핵심내용은 내부자거래를 금지하는 두 개의 구체적인 금지규정을 신설한 것인데, 이는 제190조의2(현재 제166조)는 회사내부정보를 이용하는 내부자거래를 금지하는 규정이고, 제190조의3(현재 제167조)은 공개매수정보를 이용하는 내부자거래를 금지하는 규정이다. 이 규정들에서 투자자가 거래하는 시점에서 그 거래가 처벌의 대상이 되는지 여부를 분명히 알 수 있도록 벌칙의 내용, 내부정보의 범위, 처벌의 대상이 되는 행위자 및 행위, 대상유가증권의 범위 등을 구체적으로 정하여 구성요건을 명확히 하였다.[196]

그러나 몇 년 지나지 않아 1991년에 증권투자손실보전사건 등과 같은 대형 금융사고가 연달아 발생하여 1992년에 증권거래법을 또 다시 개정하게 되었다. 개정하면서 시장의 공정성 확보와 증권회사의 내부자거래를 감시 · 규제하기 위하여 증권거래등감시위원회를 설치하고, 이 위원회에 내부자거래에 대한 검사 · 조사 등의 강제조사권을 부여하는 등의 방법으로 규제의 실효성을 높이고자 하였다.

---

195) 1987년 9월, 다데호화학공업주식회사가 국채선물거래 도중 286억엔의 손실을 입었으나 이 사실을 발표하기 하루 전에 이 사실을 알고 있는 다데호화학공업(주)의 거래은행은 동사의 보유 주식을 대량으로 매각하여 거액의 손실을 면하였다. 한편 일반투자자들은 이 사실을 모르고 주식을 매입하여 거액의 피해를 입게된 사건이다. 이로 인해 1988년 개정 증권거래법에서는 내부자거래를 금지하는 규정을 추가하였다. 오수근, "일본의 내부자거래규제", 증권 제62호, 대한증권업협회, 1989.12, p.47.

196) 최영민, 전게논문, p.44.

2) 규제

일본의 증권거래 규제체계는 증권거래 전반에 관한 정책의 수립과 집행, 조사 · 검사 등을 하는 공적규제기관과 공적규제기관의 업무를 보충하며 과태료부과, 거래정지 등의 규제를 하는 자율규제기관으로 나누어져 있다.

공적규제기관으로는 재무성과 금융청, 증권거래등감시위원회가 있으며 재무성은 증권시장에 대한 정책을 수립 · 집행하는 최고집행기관으로 1992년 금융감독청 설립으로 권한이 일부 위임되었다. 그래도 여전히 증권거래소의 설립면허, 증권업협회의 설립인가, 관련업무규정의 승인, 관계기관의 조사 · 감독 등 여러 업무를 맡고 있다. 금융청은 증권관련기관의 조사 · 감독 외에도 증권거래 및 금융선물거래의 범칙사건 조사업무도 수행하며. 증권거래등감시위원회는 금융청 산하기관으로 금융청을 보완한다.[197]

자율규제기관은 증권거래소와 증권업협회, 증권투자신탁협회 등이 있는데 이들은 공적규제기관과 연계되어 업무를 보완하며 여러 가지 기타 규제기능을 수행한다. 증권거래소는 거래위반 회원 등에 대하여 과태료 부과와 매매거래정지 등을 하며 이외에도 주가감시 · 매매심사 등을 한다. 증권업협회는 공정거래를 위한 관습규칙을 제정 · 시행하며 이를 위반한 회원은 처분한다. 또한 장외시장의 거래관련 규제와 매매심리 등을 담당하고 있다.[198]

3) 규제내용

(1) 내부자

일본 증권거래 제166조(회사관계자등의 금지행위) 및 제167조(공개매수자등 관계자등의 금지행위)에서는 내부자의 범위를 다음과 같이 열거하고 있다.

먼저 회사내부자를 살펴보면 당해 상장회사(당해 상장회사 등의 모회사 및 자회사를 포함한다)의 임원 · 대리인 · 사용인 기타 종업원이 이에 해당한다. 임원은 이사 · 감사는 물론 임시이사 · 임시감사 · 고문 등 이에 준하는 자도 포함한다. 대리인에는 당해 회사의 업무에 관하여 일정한 대리권을 수여받은 변호사 등이 포함되며, 사용인 기타

197) 증권거래소 노동조합, 전게서, pp.90-91.

198) 증권거래소 노동조합, 전게서, pp.90-91.

종업원은 당해 회사의 업무에 종사하는 모든 사람으로서 회사와의 고용관계 유무나 지위 · 명칭여하를 불문하며 아르바이트 학생, 비상근직원, 파견사원 등도 당해 업무에 종사하는 한 해당된다. 임원 등이 자신의 직무에 관하여 중요사실을 알게 된 때에는 내부자가 되어 내부자거래가 금지되며, 법인인 경우에는 그 법인의 임원 등도 내부자에 포함된다.[199]

그리고 상법 제293조의6에 의해 발행주식총수의 100분의 3이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회계장부열람청구권을 갖는다. 이 경우에는 회사의 내부정보에 접근이 용이하므로 규제의 대상이 된다. 또한 회계장부열람청구권을 가진 주주가 법인인 경우에는 그 임원이, 법인이 아닌 경우에는 그 대리인 및 사용인이 내부자가 된다. 또한 단독지주수로는 3%에 달하지 않더라도 타인의 지주수와 합하여 3% 이상이 되어 공동으로 장부열람권을 가질 수 있는 경우에도 내부자로 본다.[200]

준내부자는 증권거래법 제166조 제1항 제3~5호, 제167조 제1항 제3~5호에 분류되어 있다.

당해 상장회사 등에 대하여 법령에 의한 권한을 가지는 자가 당해 권한의 행사에 관하여 법령에 정하는 중요한 사실을 알았을 때에 그 법령에 기하여 권한을 가지는 자, 당해 상장회사 등과 계약을 체결하고 있는 자 또는 체결의 교섭을 하고 있는 자(그자가 법인인 때에는 그 임원 등을, 그 자가 법인 이외의 자인 때에는 그 대리인 또는 사용인 포함)가 당해 계약의 체결이나 그 교섭 또는 이행에 관하여 당해 상장회사 등에 관련되는 업무 등에 관한 중요사실을 알게 된 때에는 준내부자에 해당된다. 또한 상기와 같은 회사관계자로서 회사관계자에 해당되지 아니하게 된 후 1년이 경과하지 아니한 경우에도 이에 해당한다.[201]

정보수령자는 증권거래법 제166조 제3항에 회사관계자로부터 업무 또는 지위 등과 관련하여 알게 된 법령에서 정한 중요사실을 전달받은 자로 내부자거래의 규제대상이 된다. 이때 전달받은 중요사실과 관련하여 정보제공자가 회사관계자이며 동시에 그 지위에 의해 얻어진 사실임을 알고 있어야 한다.

그러나 일본에서는 회사관계자 이외의 자로부터 정보를 전달받은 자는 규제대상이

---

199) 川村和夫, 注解證券印引法, 有斐閣, 1997, p.1199.

200) 川村和夫, 전게서, p.1201.

201) 전용훈, 전게논문, p.39.

아니다. 이 때문에 회사관계자로부터 정보를 전달받은 정보수령자(제1차 정보수령자)로부터 정보를 전달받은 자(제2차 정보수령자)는 규제대상이 아니다.[202]

그리고 규제대상 정보수령자는 정보에 대한 접근정도에 따라 제1차 정보수령자에 한하며 보통 신문 · 잡지 기자, 증권분석가 등이 여기에 해당한다. 따라서 이들의 기사나 의견 등에 의하여 중요정보를 알게 된 독자나 고객은 규제의 대상에서 제외된다.

한편 1998년 증권거래법 개정으로 종래의 제1차 정보수령자에 직무상 중요사실을 전달받은 자가 소속된 법인의 임원 등으로서 그 자의 직무에 관하여 중요사실을 알게 된 자가 추가되었다. 따라서 증권분석가나 기자가 당해 직무에 관하여 알게 된 중요사실을 상사인 임원 등에게 보고한 경우에는 그 보고를 받은 임원 등도 규제대상이 된다.[203]

(2) 내부정보

증권거래법 제166조에서는 상장회사 등과 관계되는 업무 등에 관한 중요사실을 규제대상으로 하고 있다. 여기에서 중요사실은 회사에서 발생하였거나 회사내 업무집행기관이 법령에서 정한 사항을 행하기로 결정하였거나 공표 후 실행하지 않을 것을 결정하였거나 회사의 결산정보 변경에 관한 사실이며 회사의 경영 및 재산 등과 관련된 것으로 일반투자자의 투자판단에 영향을 끼칠 수 있는 것 등이다.

또한 유가증권 일반과 관계되는 정보는 아니고 특정회사에 관한 것으로 그 발생이 당해 회사에 의한 것이 아닌 외부요인에 의한 경우, 즉 발생에 관계되는 사실에 포함된다. 제166조 제2항 제2호는 상장회사 등에 발생한 재해에 기인하는 손해 또는 업무수행과정에서 생긴 손해, 주요주주의 이동, 특정 유가증권 또는 이와 관계되는 옵션의 상장폐지 또는 등록취소의 원인이 되는 사실 등을 중요사실로 정하고 있다.[204]

한편 증권거래법 제166조 제1항에서는 정보의 공개기준에 대하여 중요사실의 공표전 매매는 금지하고 있다. 이때의 공표란 발행인으로 하여금 다수가 알 수 있도록 법령에서 정한 상태로 두는 조치이며 유가증권신고서 및 반기보고서 등에 기재되어 있어 열람이 가능한 것을 말한다. 따라서 공표되지 않은 미공개 정보는 규제의 대상이 된다.

---

202) 박임출, 전게논문, p.101.

203) 日興證券法務部編, “不公正取引規制の改正”, 「商事法務」 No.1538, 商事法務硏究會, 1999.9.25, p.25.

204) 박임출, 전게논문, p.102.

(3) 규제대상 증권 및 행위

일본 증권거래법에서는 유가증권을 규제대상으로 하며 공개회사가 발행한 것으로 시장에서 거래가 이루어지는 것으로 제한하는데 이는 일반투자자의 보호와 증권시장에 대한 신뢰확보에 그 취지가 있다.

증권거래법 제166조 제1항에서는 중요사실을 지득하고 있는 회사관계자에 대하여 당해 상장회사 등의 특정유가증권의 매매 및 기타의 거래를 하여서는 안 된다고 규정하고 있다. 구체적으로는 유가증권의 매매 기타 유상양도 및 양수, 유가증권지수등선물거래, 유가증권옵션거래, 외국시장증권선물거래 등이 규제의 대상에 포함된다.

위의 금지규정을 위반한 경우에는 증권거래법 제198조에 의거하여 3년 이하의 징역 또는 300만엔 이하의 벌금형을 받게 된다. 그러나 동법은 내부자와 거래상대방에 대하여 손해배상청구권을 구체적으로 명시하고 있지 않다. 예외로 불공정거래인 시세조정행위에 의하여 피해를 입은 거래상대방은 손해배상청구권이 인정된다.

제 5 장 내부자거래규제의 문제점과 개선방안

제 1 절 내부자거래규제의 문제점

1. 내부자 범위의 한계

우리 증권거래법은 제188조에서 내부자에 단기매매차익 반환, 공매도 금지, 소유주식의 보고 등의 회사내부자에 대한 특별규정을 두고 있다. 하지만 위의 규정만 보고는 회사내부자의 범위가 명확하지 않아 법규의 적용과 사례 적용시 판단에 어려움이 있어 논란의 여지가 있다.

증권거래법 제188조의2 제1항 1호에서는 내부자의 범위를 당해법인 및 그의 임원, 직원, 대리인과 당해 법인의 주요주주로 규정하고 있다. 먼저 주요주주와 관련하여 제188조 제1항에서는 "누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권이 있는 발행주식 총수 또는 출자총액의 100분의 10이상의 주식 또는 출자증권을 소유한 자"로 규정하고 있어 주요주주에 주식발행회사도 포함되는가가 문제될 수 있다. 명문대로 하면 발행주식 총수의 10/100 이상만 가지고 있으면 누구든 주요주주가 될 수 있지만 발행회사가 자기주식을 10% 이상 취득하고 있는 경우 주요주주로 포함시킬 수 있느냐가 문제된다.

한편 발행주식의 5/100 이상을 취득한 주주는 회계장부 열람청구권을 가지고 있는데 회계정보 및 기타 내부정보에 접근가능성이 높다는 점을 생각하면 이들도 내부자로 볼 수 있는지 의문이다. 그리고 그 외의 소수주주도 회계장부열람청구권을 가질 수 있는데 그렇다면 이들도 내부자로 보아야 하는지 문제가 있다.

준내부자의 경우도 법령에서는 "계약을 체결하고 있는 자"라고만 규정되어 있어 계약체결 전이나 등에 기타 다른 상황에서 내부정보 등에 접근 가능한 경우에 있는 자는 내부자로 볼 수 있는가도 의문이다.

또한 제1차내부자로부터 정보를 얻은 정보수령자와 이로부터 간접적으로 정보를 획득한 제2차정보수령자가 내부정보를 이용하는 거래를 하였을 경우 이에 대한 처벌의 경계가 문제될 수 있다. 이때 정보수령자는 처벌되지만 제2차정보수령자는 규제의 대

상이 아니므로 처벌대상이 아니다. 이와 같이 제2차정보수령자 및 그 이후의 정보수령자를 규제대상에서 제외하는 것이 옳은 것인지 문제될 수 있다.

2. 미공개중요정보의 한계

증권거래법 제188조의2 제1항에서는 “상장법인 또는 코스닥상장법인(6월내에 상장하는 법인을 포함한다)의 업무등과 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 하지 못한다”라고 규정하여 미공개정보의 이용행위를 금지하고 있다. 그리고 동조 제2항에서 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”를 내부정보로 정의하고 있으며 이는 동법 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것“으로 규정되어 있다. 또한 동조 제3항에서는 공개매수와 관련하여 중요한 정보를 공개매수의 실시 또는 중지와 관련한 정보로 정의하고 있다.

그러나 위의 증권거래법 제186조 제1항의 공시사항과 공시시기 등의 예시규정은 문제의 여지가 있다. 동조는 공시사항을 각 항목으로 구체적으로 열거하고 있지만 이는 기업의 공시문화가 발달하지 못한 우리 증권거래시장의 특성을 감안하여 법규의 제정시 기업들에게 단편적인 지침이 될 수 있도록 한 것이다. 하지만 갈수록 증권시장의 내부자거래가 증가하고 그 형태가 다양해지고 있는 이때에 이러한 항목들은 증권거래법 제186조의 1항의 나열된 규정들만 내부자거래 규제대상으로 보기 쉽다. 이는 실질적으로 각기 다른 내부자거래 범죄의 내부정보를 판단하는 데에 획일적인 기준에 불과하여 개별적으로 판단함에 있어 어려움을 줄 수 있다.

한편 정보의 범위와 관련하여 법규의 규정들만 내부정보로 볼 것인가가 문제될 수 있다. 우리의 증권거래법 제188조의2 제1항에서는 상장법인 등의 업무와 관련하여 얻은 정보 또는 직무와 관련하여 얻은 정보 등을 중요정보로 보고 있고, 회사외부의 사항에 대해서는 증권거래법 제186조의 1항 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 정보만을 시장정보로 보고 있다. 하지만 정부의 정책, 재해의 발생 등 증권시장에 영향을 미칠 수 있는 회사 외적인 사항들은 무수히 많다. 이러한 것들을 배제하고 예외적인 몇

가지만을 내부정보로 포함시켜 보는 것도 문제가 될 수 있다.

3. 손해배상제도의 미흡

내부자거래로 인한 피해를 구제하기 위하여 현행 증권거래법 제188조의3과 제188조의5에서는 배상책임에 대한 규정을 두고 있다. 그러나 위 조항은 단순히 위반한 자가 당해 거래에서 입은 손해를 배상할 책임을 진다고 명시되어 있을 뿐 이와 관련된 어떠한 책임의 한도, 귀책사유, 인과관계의 범위, 손해배상액의 결정기준 등은 명시되어 있지 않아 해석에 어려움을 주고 있다. 게다가 현행 증권거래법 제188조의3에서는 손해배상청구권을 행사할 수 있는 청구권자가 구체적 범위나 어떤 특정한 기준도 없이 단순히 청구권자라고만 규정되어 있어 실제 피해거래의 당사자들 중 어느 시기부터 피해로 인한 청구권자로 볼 수 있는지 그 범위가 애매하다. 또한 법 제188조의2에서는 청구권의 행사와 관련하여 위반된 행위가 있었던 사실을 안 날로부터 1년 또는 그 행위가 있었던 날부터 3년간 행사하지 않을 경우 소멸한다고 규정되어 있어 일반불법행위에 의한 손해배상청구권의 행사기간보다 상대적으로 단기임을 알 수 있다. 내부자거래의 특성상 내부자거래인지 파악하기 어려우며 설상 내부자거래로 피해를 입었다하더라도 내부자적발에 어려움이 있어 상당한 시간이 걸리는 것을 고려하여 소멸시효를 늘리는 방안도 모색해 보아야 할 것이다.

4. 규제기관의 비효율적인 감시 · 조사

우리나라에서는 내부자거래의 규제를 위하여 자율규제기관과 공적규제기관의 감시 · 조사 등의 방법으로 공조체제를 이루어 운영되고 있다.

증권거래소 등 자율규제기관이 주가감시를 통한 이상매매종목 적출과 적출종목에 대한 매매심리 및 회원사에 대한 회원감리 등을 통하여 위법혐의 사실이 발견되거나 혐의의 개연성이 높은 종목에 대하여 증권선물위원회(금융감독원)에 통보한다. 공적규제기관인 증권선물위원회(금융감독원)는 자율규제기관의 매매심리 및 회원감리결과에 대한 통보사항과 자체 인지내용 등을 중심으로 혐의계좌에 대한 거래내역과 자금이동사항 등을 조사하고 확인된 혐의내용에 대하여 자체적인 제재를 하거나 추가조사가 필요

한 경우 또는 사안이 중대한 경우에는 검찰에 고발한다. 검찰은 증권선물위원회의 고발사실에 대하여 관련자의 소환과 계좌추적 등을 통하여 혐의사실을 확인 후 관련자를 기소하게 된다.[205]

위와 같은 현행의 내부자거래 규제체계는 자율규제기관과 공적규제기관 간의 중복부분이 많아 사건을 효율적으로 처리하는데 시간이 더 많이 소요된다는 단점이 있다. 그리고 두 기관간의 조사기능이 분명하게 구분되어 있지 않아 사건에 대한 감시 · 조사가 중복되어 인력과 자원이 낭비된다. 또한 기관간의 협조체제도 미흡하여 내부자거래 범죄에 대한 대응력도 저하되는 문제점이 있다.

5. 불공정거래행위에 대한 제보제도의 불활성화

증권거래법 제188조의6(불공정거래행위의 신고)의 제1항에서는 불공정거래행위에 관하여 위반행위를 알게 되었거나 이를 강요 또는 제의받은 자는 대통령령이 정하는 바에 따라 증권선물위원회에 이를 신고 또는 제보할 수 있도록 하고 있다. 이렇게 신고한 경우에는 제3항에 의거하여 포상금도 받을 수 있다.

내부자거래의 특성상 겉으로 드러나지 않으며 기술적이다. 게다가 당사자 및 관련자는 거대자금의 유혹을 뿌리치기 힘들어 이에 따른 제보자의 확보가 어려운 실정이다. 또한 제보자가 있더라도 이에 대한 포상금의 규정은 턱없이 작아 실효성 확보를 위해서는 포상금 제도의 제고가 필요하다.

205) 전용훈, 전게논문, p.91.

제 2 절 내부자거래규제의 개선방안

1. 내부자 범위의 확대

증권거래법 제188조의2와 관련하여 내부자의 범위에 대한 개선방안을 살펴보겠다. 먼저 발행회사를 주요주주로 볼 수 있는가의 문제에 대하여 발행주식총수의 100분의 10이상을 소유하고 있으면 누구든 주요주주가 될 수 있는 규정에 의거하여 발행회사도 주요주주가 될 수 있으므로 내부자로 볼 수 있다. 이와 관련하여 발행회사와 밀접한 관계에 있는 자회사도 내부자로 볼 수 있는가에 대하여는 자회사도 내부자의 범주에 포함시켜야 옳다고 생각한다. 발행회사와 자회사는 내부경영 뿐만 아니라 회사의 중요정보 등을 서로 공유할 수 있으므로 특정유가증권에 대한 미공개중요정보를 공개되기 전에 일반투자자들보다 먼저 취득할 우려가 있다. 따라서 자회사도 내부자로 봄이 마땅하다.

한편 회계장부열람청구권을 가진 소수주주는 장부를 열람함으로써 회사의 회계정보 및 기타 내부정보에 접근하여 중요정보를 획득할 가능성이 있다.

더욱이 증권거래법의 개정에 의하여 공개회사의 경우 회계장부 열람청구권 행사의 지주요건이 0.1%(0.05%)로 대폭 완화되었기 때문에, 회계장부 열람청구권을 가지는 주주의 내부정보 접근기회가 용이해졌다. 따라서 회계장부 열람청구권을 행사하여 회사의 미공개 중요정보를 알게 된 주주에 대해서는 주요주주와 동일하게 제1차내부자의 지위를 인정하여 규제대상으로 하는 것이 바람직하다.[206]

그리고 준내부자와 관련하여 증권거래법 제188조의2 제1항에서 당해법인에 대하여 법령에 의한 허가 · 인가 · 지도 · 감독 기타의 권한을 가지는 자와 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자를 준내부자로 보고 있다. 이에 의하면 계약체결 전이나 계약의 협상과정 중, 법령 외의 상황에서 계약과 관련된 발행회사의 미공개정보를 획득하고 이를 이용하였다 하더라도 이들은 내부자로 보지 않으므로 규제대상에서 제외된다. 그러나 계약의 체결 전에도 협상과정에서 얻은 미공개중요정보는 증권시세에 중요한 영향을 미칠 수 있으므로 이에 대한 대책이 필요하다.

또한 신용평가사 직원이나 증권전문 애널리스트 등과 같이 법령 또는 계약관계에 있

206) 박임출, 전게논문, p.183.

지 아니한 경우에도 직무의 수행과정 등을 통하여 주가에 영향을 줄 수 있는 발행회사의 내부 또는 외부정보에 얼마든지 접근할 수 있다. 그럼에도 불구하고 현행 법령의 규정은 준내부자의 범위를 너무 협소하게 규정함으로써 규제의 공백이 발생되게 하여 정보의 비대칭에 따른 불공평을 시정하고자 하는 내부자거래 규제의 실효성을 저하시키고 있다.[207]

따라서 정보의 비대칭에 기한 부당한 정보이용으로부터 선의의 투자자를 보호한다는 관점에서 이러한 행위를 규제대상으로 포섭하기 위해서는 발행회사와 관련성을 가지는 법령 · 계약이라는 한정적인 표지보다는 보다 발행회사와의 관련성 요건을 폐지하고 시장지향적인 측면에서 고용 · 직업 · 업무 등의 표지에 의해 준내부자를 규정할 필요가 있다.[208]

그리고 제1차내부자로부터 정보를 얻은 정보수령자와 이로부터 간접적으로 정보를 획득한 제2차정보수령자가 내부정보를 이용하는 거래를 하였을 경우 이에 대한 처벌의 경계 문제는 선의 · 악의를 구분하여 정보수령자에게 미공개중요정보를 획득한 제2차정보수령자 및 그 이후의 자가 정보를 이용하여 부당한 이득을 취하였거나 취하게 한 경우 등 정보의 비대칭 이용사례가 명백한 경우에 한하여 규제하는 것이 바람직하다고 생각된다.

2. 미공개 중요정보의 범위확대

증권거래법 제186조 제1항의 공시사항과 공시시기 등의 예시규정은 실질적으로 사안에 접목하여 내부정보를 판단하는 데에 획일적인 기준을 제시하여 결과적으로 내부정보의 범위를 좁게 한정하고 있다.

이에 대법원[209]은 「... 법 제188조의2와 법 제186조 제1항은 각기 규정하는 대상이 다르므로 어떤 정보가 법인내부의 범죄나 비리에 관련된 것이어서 법 제186조 제1항의 규정에 의한 공시의무가 없었거나 공시의무의 이행을 기대하기 어려운 경우라 하더라도 그 정보가 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이기만 하면 그

207) 전용훈, 전게논문, pp.97~98.

208) 박임출, 전게논문, p.188.

209) 대법원 1994.4.26. 선고, 93도695 판결

정보는 법 제188조의2의 내부정보로 보아야 할 것이다」고 판시하고 있다. 또한 정보의 공개여부에 관한 기분에 의하면 증권거래법에 정한 공시절차 이외에도 신문 등 언론기관을 통한 공표도 공개된 정보로 간주하고 있어, 설령 공시하지 않은 정보라고 하더라도 공개되지 아니한 정보는 아니기 때문에 현행과 같은 표현은 적절하지 않다고 본다.[210]

따라서 내부자거래의 규제의 실효성을 높이기 위해서는 법규에 의한 한정적인 열거주의 보다는 포괄적 규정을 두어 미공개 중요정보의 범위를 파악하는데 다각적으로 접근할 수 있도록 한다.

즉, 중요정보를 열거하지 않고, 「시세에 영향을 미치는」등과 같은 중요성 표지만으로 정보의 범위를 정의하는 것이 합리적이라고 본다.[211]

한편 우리의 증권거래법 제188조의2 제1항에서는 상장법인 등의 업무와 관련하여 얻은 정보 또는 직무와 관련하여 얻은 정보 등을 중요정보로 보고 있고, 회사외부의 사항에 대해서는 증권거래법 제186조의 1항 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 정보만을 시장정보로 보고 있다. 그러므로 시정정보를 이용한 거래는 중요정보를 이용한 거래가 아니므로 규제받지 않는다. 그러나 정책관련 정보나 재해 등 회사외적인 사정으로도 투자자들은 투자판단에 영향을 받으며 이는 다시 유가증권의 가격형성에 영향을 끼치는 경우가 있다. 따라서 이러한 경우에는 시장정보를 내부정보로 볼 수도 있을 것이다.

3. 손해배상제도의 정비

현행 증권거래법 제188조의3과 제188조의5의 배상책임에 대한 규정은 단순히 위반자가 당해 거래의 손해를 배상할 책임이 있다고만 명시되어 있고 이에 대한 손해배상책임의 한도, 손해배상액의 결정기준 등 구체적인 규정이 없어 피해자의 손해구제에 어려움이 있다. 따라서 내부자거래로 인한 피해자에 대한 사적구제가 원활이 이루어지기 위해서는 손해배상청구권자의 범위와 배상책임의 한도, 손해사정에 관한 객관적 기준을 마련하는 등 손해배상청구의 발동요건을 구체적으로 규정할 필요성이 있다.[212]

---

210) 박임출, 전게논문, p.198.

211) 박임출, 전게논문, p.199.

그리고 현행 증권거래법 제188조의3에서는 손해배상청구권을 행사할 수 있는 청구권자가 구체적 범위나 어떤 특정한 기준도 없이 단순히 청구권자라고만 규정되어 있어 실제 피해거래의 당사자들 중 어느 시기부터 피해로 인한 청구권자로 볼 수 있는지 그 범위가 애매한데 이 경우에는 미국의 동시기거래자 개념의 적용을 생각해 볼 수 있다.

이러한 동시기거래자는 손해배상책임제도에서 중요한 요건인 당사자(원고적격), 인과관계, 입증책임의 문제를 동시에 해결하기 위하여 등장한 개념으로,[213] 이는 증권거래소 거래의 특성상 막연한 청구권자의 범위를 제한하는데 도움이 된다.

그러므로 배상청구권자의 지나친 확대로 인한 인과관계의 입증곤란을 해소하고 내부거래 행위자의 배상책임을 적정하게 하기 위하여 내부자거래가 개시된 시점부터 당해 정보가 공시되어 증권거래법시행규칙상의 주지기간이 경과되기 전까지 내부자와 반대방향으로 거래한 자를 배상청구권자로 한정하여 규정할 필요가 있다. 아울러 미국 연방증권거래법전 제1703조(b)[214]와 같이 "동시기"의 시기와 종기를 입법적으로 해결하여 배상청구권자를 명확하게 할 필요가 있다.[215]

한편 법 제188조의2에서는 청구권의 행사와 관련하여 위반된 행위가 있었던 사실을 안 날로부터 1년 또는 그 행위가 있었던 날부터 3년간 행사하지 않을 경우 소멸한다고 규정되어 있어 일반불법행위에 의한 손해배상청구권의 행사기간보다 상대적으로 단기임을 알 수 있다.

그러나 내부자거래로 인한 손해배상청구권은 금융감독위원회(금융감독원)의 조사 또는 검찰의 수사 등을 통하여 내부자거래를 적발하는데 오랜 시간이 소요될 뿐만 아니라, 규제당국의 협조가 없으면 피해자가 직접 손해배상청구소송에 필요한 증거자료를 확보할 수 없다는 점을 고려하여 거래의 안전보다는 피해의 구제라는 관점에서 소멸시효 기간을 일반불법행위에 의한 손해배상청구권의 행사기간과 동일하게 규정하는 것이 합리적이다.[216]

---

212) 김정덕, 전게논문, p.95.

213) 박임출, 전게논문, p.232.

214) 미국 연방증권법전 제1703조(b)는 내부자가 최초로 위법거래를 한날(매도 · 매수일의 오전 영시)로부터 중요한 사실이 일반적으로 알려진 날(공시일의 오후 영시)까지의 기간 동안에 매수 · 매도한 자에 대하여 책임을 지는 것으로 하여 동시기에 대한 시기와 종기를 입법적으로 해결하고 있다. 전용훈, 전게논문, pp.79-80.

215) 전용훈, 전게논문, p.102.

4. 규제기관의 감시 · 조사체계의 개선

현행의 내부자거래 규제체계는 자율규제기관과 공적규제기관 간의 중복부분이 많고 기능의 분담이 명확하지 않아 비효율적이다. 게다가 자율규제기관의 매매심리 후 이를 다시 공적규제기관에서 재조사를 하게 되어 조사기간이 길어지게 된다.

따라서 조사기간을 단축하여 적시적인 제재가 가능하도록 하기 위하여는 자율규제기관이 정밀하고 책임있는 조사를 수행할 수 있도록 자율규제기관의 조사기능 및 조치권한을 확대하여 매매심리기능을 제고하고 규제기관 간 조사기능에 대한 역할 분담 및 공조체제를 확립하여 자율규제와 공적규제의 장점을 최대한 활용해야 할 것이다.

5. 포상금제도의 제고

내부자거래는 기술적이며 은밀하게 이루어지는 특성에 의해 적발하기 어려워 관련자의 제보가 매우 필요한 상황이다. 그러나 내부자거래의 당사자 및 관련자들은 거대자금 및 개인 이익의 유혹을 뿌리치기 힘들어 제보자 확보에 어려움을 격고 있다. 이러한 사정으로 우리 증권거래법 제188조6의 제3항에서는 신고한 자에 대하여 포상금을 지급하도록 규정하고 있다.

그러나 포상금 지급액이 내부자거래를 통하여 위반 행위자가 얻을 이익 또는 회피할 손실액을 감안할 때 너무 적은 관계로 제보의 활성화를 기대하기가 곤란한 실정이다. 따라서 제보자에 대한 포상금을 대폭 상향조정하여 제보의 활성화를 도모할 필요가 있다. 나아가 민사제재금의 10% 이내에서 포상금을 지급할 수 있도록 하고 있는 미국의 경우와 같이 위반자에 부과되는 벌금액에 연동시켜 일정률을 한도로 지급이 가능하도록 하여 포상금에 대한 인센티브를 제공하는 것도 좋은 방안이 될 수 있을 것이다.[217]

---

216) 미국의 1934년 증권거래법 제20조A조 (b)(4)는 동시기거래자의 손해배상청구권에 대하여 최종거래시부터 5년의 제소기한을 규정하고 있다. 박임출, 전게논문, p.235.

217) 전용훈, 전게논문, pp.104-105.

제 6 장 결 론

내부자거래는 증권시장에서 내부자가 자신의 지위나 직무를 이용하여 특정 유가증권에 대한 미공개 중요정보를 지득하여 이것을 개인의 이익을 위하여 불공정하게 이용하는 불공정거래를 말한다. 거래 상대방이나 일반 투자자의 미공개정보에 대한 공평한 접근을 저해하며, 회사의 무형자산인 중요정보를 개인목적으로 이용하여 이익을 얻는 점에서 불법행위도 성립한다. 따라서 내부자거래의 규제는 내부자에 의한 기업정보의 불공정한 이용을 방지하고 나아가 일반 대중 및 주주를 보호하기 위한 제도로서 공정하고 신뢰있는 증권시장 조성과 건전한 증권거래문화 정착을 통한 국가경제발전에 취지가 있다고 하겠다.

그러나 현실적으로 우리나라에서 내부자거래는 해마다 지속적으로 발생하고 있다. 내부자거래 대하여 규제를 강화하는 추세이지만 범죄의 특성상 거액의 자금과 관련되어 내부자거래 성공시에 부당이득이 크며 사건발생에 비하여 적발가능성이 상대적으로 적고, 적발되어도 유죄입증이 어려운 점 등이 줄지 않는 이유 중의 하나가 아닌가 생각된다. 또한 내부자인 증권회사의 임원 · 직원 등의 도덕적 해이도 문제가 될 수 있다. 한편 이러한 문제점과 함께 근본적으로는 우리나라 증권거래법의 내부자거래규제 규정의 애매함과 다양한 사례에 대한 적용상의 어려움 등도 들 수 있다. 내부자거래의 범죄양상이 갈수록 지능화 · 다양화 되고 있지만 이를 규제할 법규가 공백인 점이 그것이다. 따라서 이러한 문제들을 해결하기 위해서는 선진 외국의 증권거래의 규제체계와 규제법제에 대한 비교법적 고찰을 통하여 우리나라의 법제와 증권시장과의 차이점과 문제점을 발견하여 이를 긍정적인 방향으로 시정할 수 있도록 하여야 한다.

그래서 위와 같은 문제점들을 해결하고자 우리나라 증권거래법에서는 회사내부자에 대한 규제의 방안으로 미공개정보 이용행위의 금지, 공매도행위금지, 단기매매차익반환의무, 주식소유상황변동의 보고의무 등의 규정을 두고 있다. 그러나 이러한 규정들은 규제대상인 내부자와 정보수령자의 범위를 구체적으로 열거하는 듯 보이나 정확한 의미를 찾기 어렵다. 또한 사전예방을 위해 증권거래소 등에서 자율규제를 하고 있으나 높은 실효성을 얻기 어렵고, 피해와 관련된 손해배상제도의 미흡, 보상금제도의 활용미비 등으로 내부자거래가 효율적인 규제를 기대하기 어려운 실정이다.

상술한 문제를 개선하기 위해서는 여러 가지 개선책이 있을 수 있다.

첫째, 내부자거래의 구성요건 중 내부자의 범위를 확대한다. 발행주식의 100분의 10 이상을 소유한 발행회사도 내부자로 보아 규제함이 마땅하며 소수주주들도 회계장부열람청구권을 가진 경우에는 내부자로 보아 규제하여야 한다.

둘째, 미공개 중요정보의 개념을 확대하며 그 의미를 명확히 한다. 미공개중요정보는 내부자거래시 투자판단의 전제가 되므로 현행의 한정적인 열거주의 보다는 포괄적 규정을 두어 미공개 중요정보의 범위를 확대한다. 그리고 내부정보 외에 증권거래에 중대한 영향을 미치는 외부정보도 내부정보로 적절하게 포섭할 필요가 있다.

셋째, 투자자에 대한 권리구제의 제고와 함께 이에 따른 손해배상제도를 정비한다. 이를 위해서는 불공정거래시 책임관계와 관련하여 손해배상청구권자의 범위를 명확하게 하는 등의 손해배상책임조항규정의 정비가 필요하다.

넷째, 내부자거래와 관련된 규제기관 간의 중복검사, 공조체제 미흡 등의 개선이 필요하다. 그리고 자율규제기관이 자체적으로 책임있는 조사를 수행할 수 있도록 자율규제기관의 조사기능 및 조치권한을 확대하여 매매심리기능을 제고하고 규제기관간 조사기능에 대한 역할 분담 및 공조체제를 확립한다.

다섯째, 내부자거래를 포함하여 증권관련 불공정거래 행위에 대한 제보를 활성화시킨다. 내부자거래의 특성상 거대자금의 유혹으로 제보자의 확보가 어려운 것이 사실이다. 이렇기 때문에 이에 상응할 수 있도록 외국의 경우를 모델로 하여 포상금의 한도를 높이도록 한다. 한편 적발된 내부자거래에 대하여는 감독당국과 사법기관은 엄중하고 무거운 처벌을 통하여 범죄의 재발우려가 없도록 사전에 억제하여야 할 것이다.

위와 같은 개선의 방법 외에도 증권선진국들의 제도를 집중 연구하여 그 나라의 좋은 방안을 우리나라의 실정에 맞게 적용시키고, 이를 활용함에 있어 높은 실효성을 거둘 수 있도록 노력하여야 한다.

본 논문에서는 내부자거래의 규제에 대하여 우리나라 현행법상 법규의 적용과 선진외국의 법규를 비교하여 보았다. 아울러 내부자거래규제의 현황과 문제점 등도 살펴보아 규제의 다각적인 개선방향을 모색하였다. 이러한 개선에는 제도적으로 규제를 강화하며 피해자를 위한 손해배상제도 등을 보완하는 것도 중요하겠지만 더욱 중요한 것은 도덕적이며 신뢰 있는 증권거래 문화를 정착시키기 위한 증권거래 당사자들의 인식 변화가 필요하다. 증권당국은 규제의 강화만 생각하여 지나친 시장개입으로 증권시장의

자율성을 저해하는 일이 없도록 하여야 하며 적정한 규제와 공정거래질서의 확립으로 신뢰받을 수 있는 증권시장을 조성하도록 노력하여야 한다. 기업의 기업자체의 이익만 생각하기 보다는 내부자의 불공정거래금지 등으로 건전 증권거래 문화에 악영향을 끼칠 수 있는 기업의 사회적 책임감을 느끼며 투자자를 위한 보호와 공정한 증권거래문화를 정립하기 위해 노력하여야 할 것이다. 투자자들도 개인적 이익만 추구하는 것보다는 공정한 증권거래를 위해 기업과 더불어 인식의 변화와 보다 성숙된 투자 자세 등을 가져야 할 것이다.

< 참 고 문 헌 >

1. 국내문헌

< 단행본 >

고준환, 「기업법원론」, 교서관, 2000.

김건식, 「증권거래법」, 두성사, 2002.

김정수, 「현대증권법원론」, 박영사, 2002.

석명철, 「미국증권관계법 - 미국의 시장원리와 그 운용」, 박영사, 2001.

신영무, 「증권거래법」, 서울대학교출판부, 1987.

이태로 · 이철송, 「회사법강의」, 박영사, 1999.

임재연, 「증권거래법」, 박영사, 2000.

임홍근, 「회사법」, 법문사, 2000.

증권감독원, 「증권감독원이십년사」, 1997.

증권감독원, 「증권거래법연혁집」, 1995.

증권거래소 내부자료, 「주요국 감리제도」, 2002.

증권거래소 노동조합, 「증권시장 규제체계의 선진화 방안」, 1998.

증권거래소, 「주요국의 주식시장제도」, 2002.

< 논 문 >

강대섭, “증권시장에서의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관한 연구”, 고려대학교 박사학위논문, 1992.

고창현, “증권거래법상 단기매매차익반환의무”, 인권과 정의 제277호, 1999.

곽민섭, “증권거래법상의 내부자거래에 대한 민사책임”, 증권법연구 제1권 제1호, 한국증권법학회, 2000.

김건식, “내부자거래규제의 이론적 기초”, 증권학회지 제28집, 2001.

김세진, “내부자거래규제에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위논문, 2004.

김이수, “내부자거래규제에 관한 연구 - 증권거래법을 중심으로,” 중앙대학교 법학논문집 제20권, 1995.

김정덕, “증권시장에서의 시장내부자거래규제에 관한 연구”, 경기대학교 석사학위논문, 2003.

김정수, “기업의 선택적 공시와 내부자거래”, 시민과 변호사 7월호, 서울지방변호사회, 2001.

노태악, “내부자거래 등 관련 행위의 규제”, 증권거래에 관한 제문제, 2001.

박경수, “증권거래법상의 문제점에 관한 연구 - 실제상의 입법론을 중심으로”, 성균관대학교 박사학위논문, 1998.

박삼철, “증권거래법상의 내부자거래규제에 관한 연구 - 제188조의 2를 중심으로”, 고려대학교 석사학위논문, 1998.

_____, “유가증권불공정거래에 관한 비교법적 고찰 - 내부자거래 · 시세조종행위 규제를 중심으로”, 증권조사월보, 1994.

박임출, “내부자거래규제에 관한 비교법적 연구”, 성균관대학교 박사학위논문, 2003.

박휴상, “내부자거래규제에 관한 연구”, 단국대학교 박사학위논문, 1998.

성희활, “공매도 규제의 개선방안에 관한 고찰”, 증권거래소, 주식 제415호, 2003.3.

신은영, “내부자거래 규제에 관한 연구 - 내부자와 내부정보를 중심으로”, 서울대학교 석사학위논문, 2001.

오수근, “일본의 내부자거래규제”, 증권 제62호, 대한증권업협회, 1989.

이상돈 · 임철의, “내부자거래의 시장유해성과 시장의 형법비친화성”, 형사정책연구, 제10권 제4호, 1999.

이종우, “주요국의 내부자거래규제제도”, 주식, 1988.3.

이중기, “영국의 시장남용 규제체계”, 증권법연구 제1권 제1호, 한국증권법학회, 2000.

이진성, “내부자거래 규제에 대한 연구”, 서울대학교 석사학위논문, 1997.

이형기, “증권거래법상의 민사책임에 관한 고찰”, 인권과 정의 제277호, 대한변호사협회, 1999.9.

임재연, “내부자거래 규제에 관한 연구 - 증권거래법 제188조, 제188조의 2에 관한 연구”, 법조 통권 제475호, 1996.

장정윤, “내부자거래의 법적 규제에 관한 연구”, 고려대학교 석사학위논문, 2002.

전용훈, “내부자거래 규제의 실효성 제고방안에 관한 연구”, 경희대학교 석사학위논문, 2004.

정승욱, “주식회사가 지배주주의 법적책임에 관한 연구 - 사실상 이사의 법리를 중심으로”, 서울대학교 박사학위논문, 1998.

조인호, “내부자거래 규제 여부에 관한 입법정책상의 고찰”, 상장협 제40권, 1999.

주정환, “증권거래법상의 내부자거래에 관한 연구”, 단국대학교 석사학위논문, 1999.

최동호, “내부자거래의 규제에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위논문, 2000.

최영민, “내부자거래규제에 관한 연구”, 연세대학교 석사학위논문, 2004.

하삼주, “미국법상 내부자거래 규제론”, 상사법연구 제20권 제2호, 2001.

황정원, “내부자거래의 규제에 관한 연구”, 한국외국어대학교 박사학위논문, 1990.

2. 외국문헌

Carsten Peter Claussen, *Bank-und Borsenrecht*(2. Auflage), C. H. Beck, S.432, 2000.

David L. Ratner, *Securities Regulation*, 6th ed, West Publishing Co, 1998.

Emmanuel Gaillard, *Insider Trading. The Laws of Europe, the United States and Japan*, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1992.

Frank H. Easterbrook, *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges and the Production of Information*. Sup. Ct. Rev. 309, 1981.

Gerhard Wegen and Heinz-Dieter Assmann, *Insider Trading in Western Europe: Current Status*, Graham & Trotman, 1994.

Gil Brazier, *Insider Dealing: Law & Regulation*, Cavendish Publishing Limited, 1996.

Ian B. Lee, *Fairness and Insider Trading*, Columbia Business Law Review 119, 2002.

James H. Freis Jr, "*An Outsider's Look into The Regulation of Insider Trading in Germany: A Guide to Securities, Banking, and Market Reform in Finanzplatz Deutscland*", 19 B.C. Int'l & Comp. L. Rev., winter 1996.

Nasser Arshadi & Thomas H. Eyssel, "*The Law and finance of Corporare Insider Trading*", Theory and Evidence, 1993.

Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Litttle, Brown and Company, 1986.

Saul Levmore, *In Defense of the Regulation of Insider Trading*, Harvard Journal of Law and Public Policy 101, 1988.

Stephen Mayson, Derek French and Christopher Ryan, *Company Law*, Nineteenth Edition 2002-2003, OXFORD UNIVERSITY Press.

Steven Amchen, Jessica Cordova and Paul Cicero, "*Securities Fraud*", 39 American Criminal Law Review 1037, Spring, 2002.

Thomas Lee Hazen, "O*wner of any securities of the issuer*", The Law of Securities Regulation(3rd de.), West Publishing Co, 1996.

Victor F. Calaba, "*The Insiders; A Look at The Comprehensive and Potentially Unnecessary Regulatory Approaches to Insider Trading in Germany and United States, Including The SEC's newly Effective Rules 10b5-1 and 10b5-2*", 23 Loy of L.A. Int'l & Comp. L. Rev. May 2001.

William K. S. Wang, Marc I. Steinberg, *Insider Trading*, Aspen Law & Business, 1996.

NASD Overview, NASD Press, 2002.6.

古瀨村邦夫編, 證券取引法講義, 日本評論社, 1992.

神田秀樹, 注解證券取引法, 有斐閣, 1997.

日興證券法務部編, “不公正取引規制の改正”,「商事法務」No.1538, 商事法務研究會, 1999.9.25.

川口恭弘 · 前田雅弘 · 川濱 昇 · 洲崎博史 · 山田純子 · 黑沼悅郎, “インイダ一 取引規制の比較法研究”, 民商法雜誌(第125卷 第4 · 5号), 2002.2.15.

川村和夫, 注解證券印引法, 有斐閣, 1997.

丸山秀平 編譯, ドイツ資本市場法の諸問題(Heinz-Dieter Assmann 著), 中央大學出版部, 2001.

저작물 이용 허락서

학 과	법	학 번	20057028	과 정	석 사
성 명	한글: 오 상 미 한문 : 吳 相 美 영문 : Oh Sang-mi				
주 소	광주광역시 남구 봉선동 984 모아 1차 6-310				
연락처	E-MAIL : sangmi1215@hanmail.net				
논문제목	한글 : 내부자거래규제에 관한 연구				
	영문 : A Study on the Regulation of Insider Trading				

본인이 저작한 위의 저작물에 대하여 다음과 같은 조건아래 조선대학교가 저작물을 이용할 수 있도록 허락하고 동의합니다.

- 다 음 -

1. 저작물의 DB구축 및 인터넷을 포함한 정보통신망에의 공개를 위한 저작물의 복제, 기억장치에의 저장, 전송 등을 허락함
2. 위의 목적을 위하여 필요한 범위 내에서의 편집·형식상의 변경을 허락함. 다만, 저작물의 내용변경은 금지함.
3. 배포·전송된 저작물의 영리적 목적을 위한 복제, 저장, 전송 등은 금지함.
4. 저작물에 대한 이용기간은 5년으로 하고, 기간종료 3개월 이내에 별도의 의사 표시가 없을 경우에는 저작물의 이용기간을 계속 연장함.
5. 해당 저작물의 저작권을 타인에게 양도하거나 또는 출판을 허락을 하였을 경우에는 1개월 이내에 대학에 이를 통보함.
6. 조선대학교는 저작물의 이용허락 이후 해당 저작물로 인하여 발생하는 타인에 의한 권리 침해에 대하여 일체의 법적 책임을 지지 않음
7. 소속대학의 협정기관에 저작물의 제공 및 인터넷 등 정보통신망을 이용한 저작물의 전송·출력을 허락함.

동의여부 : 동의( ) 반대( )

2007년 2월 일

저작자: 오 상 미 (서명 또는 인)

조선대학교 총장 귀하