

자본시장법상 외부자거래의 규제와 개선방안

장근영*

차 례

I. 머리말

II. 현행법상 외부자에 의한 미공개정보이용의 규제

1. 외부자에 의한 기업정보이용의 규제
2. 외부자에 의한 시장정보이용의 규제

III. 외부자거래 규제의 개선방안

1. 이용대상으로서의 미공개정보의 구분
2. 외부자에 의한 내부정보이용의 규제
3. 외부자에 의한 외부정보이용의 규제
4. 회사관계 중심규제에서 정보보유 중심규제로의 전환 여부

IV. 맺음말

* 한양대학교 법학전문대학원 부교수, 법학박사.

접수일자 : 2011. 10. 31 / 심사일자 : 2011. 11. 25 / 게재확정일자 : 2011. 12. 7

I. 머리말

일반적으로 내부자거래(insider trading)란 공개되지 않은 기업의 중요한 정보를 이용하여 그 기업의 증권을 거래하는 행위를 말한다. 이러한 내부자거래는 정보의 비대칭을 이용한 불공정한 행위라는 인식 하에 다수 국가에서 규제되고 있으며, 그 결과 내부자가 합법적으로 증권을 거래하려면 미공개중요정보를 공시하여야 하고 부득이 공시하지 못할 경우라면 거래를 단념해야 한다(duty to disclose or abstain).¹⁾ 우리의 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』(이하 “자본시장법”) 역시 이러한 내부자거래 규제의 기본철학을 반영하여 제4편(불공정거래의 규제) 제1장(내부자거래 등)에서 관련 조항들을 마련하고 있다.

그런데 ‘내부자거래’라는 용어는 규제대상증권을 발행한 기업을 기준으로 하여 그 행위주체에 초점을 맞춘 표현이다. 즉 증권 가격에 영향을 미치는 미공개중요정보의 이용은 해당 증권을 발행한 기업의 내부에 있는 자에 의해 이루어지는 경우가 전형적이기 때문에 ‘내부자(insider)’거래라는 용어를 사용하는 것이다. 예컨대 자본시장법 제172조에 따라 단기매매 차익을 반환할 의무가 부과되는 대상인 “주권상장법인의 임원·직원 또는 주요주주” 등이 전형적인 기업의 내부자들이다.²⁾

그렇지만 정보의 비대칭을 이용한 불공정거래는 기업의 내부자에 의해서만 발생하는 것이 아니다. 실제로 고전적인 내부자로 분류되지 아니하는 기업의 외부자(outsider)에 의하여 미공개중요정보가 이용되는 경우도 상당하다.³⁾ 이러한 외부자에 의한 거래, 즉 외부자거래(outsider trading) 역시 정보의 비대칭을 이용한 불공정한 측면이 존재한다면 규제의 필요

1) 미국의 *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 227(1980) 사건에서 연방대법원은 미공개정보 이용거래 규제의 근거가 되는 Rule 10b-5에 의하면 미공개정보 보유자에게 “정보공시 또는 거래유보(disclose or abstain)”의 의무가 부과된다고 판시하였다.

2) 이하 본 논문에서 단순히 조문만 제시되는 경우에는 자본시장법의 조문을 뜻하는 것으로 한다. 또한 본 논문에서 ‘미공개정보’라는 용어는 ‘미공개중요정보’와 동일한 의미를 가진 것으로 사용하기로 한다.

3) Terry Fleming, “Telling the Truth Slant - Defending Insider Trading Claims Against Legal and Financial Professionals,” 28 *Wm. Mitchell L. Rev.* 1421, 2002, p.1422.

성이 있다. 이 점을 고려하여 내부자거래 규제의 핵심 조항인 자본시장법 제174조는 ‘내부자거래’라는 행위주체에 기초한 용어 대신 ‘미공개중요정보이용’이라는 행위실질에 기초한 용어를 사용하면서⁴⁾ 다음과 같이 전통적인 내부자뿐만 아니라 일정 범위의 외부자를 규제대상으로 삼고 있다.

첫째, 자본시장법 제174조 제1항은 회사의 외부자라 하더라도 상장법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보에 합법적으로 접근할 수 있는 우월하고 특별한 지위를 가지고 있는 경우에는 그를 준(準)내부자로 보아 규제대상으로 삼고 있다(외부자에 의한 기업정보이용의 규제). 둘째, 자본시장법 제174조 제2항과 제3항은 회사의 외부자가 기업정보는 아니지만 일정한 시장정보를 가지고 있는 경우, 즉 공개매수정보와 주식 등의 대량처분·취득정보를 가지고 있는 경우에는 그 정보의 이용을 규제하고 있다(외부자에 의한 시장정보이용의 규제).⁵⁾

이와 같이 일정 범위의 당사자 및 일정 범위의 미공개정보만을 규제대상으로 삼고 있는 자본시장법 제174조는 형벌규정이므로 죄형법정주의의 원칙상 규제범위로 포섭되지 않는 당사자에 의한 미공개정보의 이용행위는 규율되지 않는다. 또한 규제대상자의 지위에 있더라도 규제대상이 아닌 미공개정보를 이용한 경우에도 처벌되지 않는다. 그러나 현행법상 가별적 행위에 해당하지 않는 미공개정보의 이용행위 중에는 정보 비대칭의 이용이라는 불공정한 속성을 가진 경우가 상당하며, 특히 외부자에 의한 정보이용의 경우가 그러하다. 본 논문은 이러한 외부자에 의한 미공개정보이용의 다양한 유형을 검토하여 규제의 필요성을 살펴본 뒤, 불공정한 외부자거래를 규제하기 위한 개선방안을 제시하고자 한다.

자본시장법 제4편 제1장 내부자거래 등의 규제는 (i) 내부자의 단기매매차익 반환의 규제(제172조)와 (ii) 미공개중요정보 이용행위의 금지(제174조)로 대별된다.⁶⁾ 이 가운데 제172조는 미공개정보 이용유무를 불문하

4) 김건식·정순섭, 『자본시장법』 제2판, 두성사, 2010, 303쪽.

5) 기업정보 및 시장정보의 구체적 의미에 대해서는 본 논문 III.1. 참조.

6) 구 증권거래법상 내부자거래의 한 유형으로 규제되었던 공매도는 자본시장법상 “내부자거래 등”을 규제하는 제4편 제1장이 아닌 “부정거래행위 등”을 규제하는 제4편 제3장에 위치하고 있다. 구 증권거래법은 단기매매차익반환의무의 적용대상자인 내부자의 공매도를 금지하였으나(제188조 제1항), 자본시장법은 모든 공매도를 규제대상으로

고 고전적인 내부자에 의한 단기매매차익의 반환을 규제하고 있을 뿐이므로 외부자거래의 규제를 검토하는 본 논문의 목적상 제174조를 중심으로 논의를 진행한다. 또한 내부자에 의한 거래뿐만 아니라 외부자에 의한 거래를 모두 포함하는 용어로 ‘내부자거래’라는 용어를 흔히 사용하지만, 본 논문에서는 정확한 논의를 위해 전통적 의미의 회사내부자에 의한 정보이용거래만을 ‘내부자거래’로 칭하고 그 밖에 회사의 외부자에 의한 정보이용거래에는 ‘외부자거래’라는 용어를 사용하기로 한다.

이하 본 논문의 순서는 다음과 같다. 우선 현행 자본시장법상 외부자에 의한 기업정보이용규제 및 외부자에 의한 시장정보이용규제의 내용이 구 증권거래법과 비교하여 어떻게 달라지고 확대되었는지를 살펴보고, 논란이 되는 몇 가지 해석 문제를 검토한다(II). 이어서 현행법상 규제대상으로 포섭되지 않는 외부자거래의 여러 유형들을 살펴보면서 적절한 규제 방향을 모색한다(III). 마지막으로 이상의 논의를 정리하며 글을 맺는다(IV).

II. 현행법상 외부자에 의한 미공개정보이용의 규제

1. 외부자에 의한 기업정보이용의 규제

(1) 규제대상자로서의 외부자

자본시장법은 공개되지 않은 중요한 기업정보 이용행위의 규제대상자로서 ① 상장법인과 그 계열회사 및 그의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자, ② 상장법인과 그 계열회사의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자, ③ 상장법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자, ④ 상장법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를

하여 일정한 예외적인 경우를 제외하고는 주체를 불문하고 공매도 자체를 금지하고 있다(제180조 제1항).

알게 된 자, ⑤ 위 ② 내지 ④에 해당하는 자의 대리인(이에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인을 포함)·사용인, 그 밖의 종업원(위 ② 내지 ④에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인)으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자, ⑥ 위 ① 내지 ⑤에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자, ⑦ 위 ① 내지 ⑥에 해당하는 자로부터 미공개중요정보를 받은 자 등을 열거하고 있다(제174조 제1항). 이들은 상장법인(6개월 이내에 상장하는 법인을 포함)의 업무 등과 관련된 미공개중요정보를 특정증권 등의 매매나 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다(제174조 제1항). 회사의 ‘업무 등과 관련된 정보’의 개념에 대해서는 따로 규정이 없으나, 일반적으로 회사의 자산이나 수익력에 영향을 줄 수 있는 사건이나 상황에 관한 정보인 ‘기업정보’를 뜻하는 것으로 이해된다.⁷⁾

이러한 규제대상자들 가운데 상장법인과 그 임직원·대리인 및 주요주주는 전통적인 회사의 내부자에 속하며, 그 외의 당사자들은 외부자의 범주에 포함된다고 볼 수 있다. 자본시장법은 구 증권거래법에 비하여 규제대상이 되는 외부자의 범위를 좀 더 확대하였다. 즉 계열회사 및 그 임직원·대리인이 추가되었으며, 계약체결을 교섭 중인 자도 규제대상으로 포섭되었다. 이러한 외부자들은 전형적인 회사의 내부자는 아니지만 준(準) 내부자로서 제174조상으로는 내부자와 마찬가지로 취급되는데, 이들은 내부자와 마찬가지로 상장법인의 미공개중요정보에 접근할 수 있는 특별한 지위에 있다고 볼 수 있는 까닭이다. 이 점은 아래 외부자거래 개선방안 논의에서 좀 더 자세히 살펴보기로 한다.

(2) 직무관련성 요건을 통한 규제대상자 범위의 제한

자본시장법 제174조 제1항이 열거하는 규제대상자들은 모두 일반투자자에 비해 상장법인의 기업정보에 용이하게 접근할 수 있는 우월적 지위를 보유한 자들이라고 볼 수 있다. 그리고 자신의 우월한 지위를 통하여 알게 된 미공개정보를 이용하는 행위는 정보격차의 불공정한 이용으로

7) 업무관련정보와 기업정보의 관계에 대해서는 본 논문 III.1. 참조.

보아 규제하겠다는 것이다. 여기서 우월한 지위를 통하여 정보를 지득해야 한다는 요건을 흔히 ‘직무관련성’ 요건이라 부른다. 법문상 직무관련성 요건은 규제대상자에 따라 그 표현에 차이가 있지만,⁸⁾ 이러한 직무관련성 없이 정보를 알게 된 경우에는 제174조 제1항에 따른 규제를 받지 않게 된다. 즉 일반투자자들이 앞서서 미공개기업정보를 지득할 수 있는 수많은 당사자들이 존재하지만, 자본시장법은 그 중에서 내부자로서의 지위·법령상의 권한·계약의 체결이나 교섭 등을 통해 우월적 지위를 보유한 자들이 그러한 직무와 관련하여 지득한 정보의 이용만을 규제하겠다는 것이다.

2. 외부자에 의한 시장정보이용의 규제

(1) 공개매수에 관한 정보의 이용규제

자본시장법은 원칙적으로 기업정보의 이용을 규제하면서 예외적으로 일부 ‘시장정보’의 이용을 규제하고 있는데,⁹⁾ 그 중 하나가 공개매수에 관한 정보이용의 경우이다. 즉 자본시장법은 제174조 제2항에서 공개매수자의 관련 당사자가 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 이용하여 대상회사증권을 거래하는 경우를 규제하기 위해 특칙을 두고 있다.¹⁰⁾ 기업정보의 이용을 규제하는 제174조 제1항의 경우에는 규제대상자

8) 임직원이나 대리인은 그 직무와 관련하여, 주요주주는 그 권리를 행사하는 과정에서, 법령상의 권한을 가진 자는 그 권한을 행사하는 과정에서, 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자는 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 지득할 것을 요구하고 있다(제174조 제1항 제1호~제4호).

9) 시장정보의 구체적 의미에 대해서는 본 논문 III.1. 참조.

10) 자본시장법 제174조(미공개중요정보 이용행위 금지) ② 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)는 주식 등에 대한 공개매수(제133조제1항의 공개매수를 말한다. 이하 이 항에서 같다)의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보(대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 그 주식 등과 관련된 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다. 다만, 공개매수자가 공개매수를 목적으로 거래하는 경우에는 그러하지 아니하다.

1. 공개매수자(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호 및 제2호에서 같다) 및 공개매수자의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 공개매수의 실시 또는 중지

가 ‘상장법인’에 관련된 자인 데 반하여, 제174조 제2항의 경우에는 규제 대상자가 ‘공개매수자’에 관련된 자라는 점이 다를 뿐 그 규제대상자는 동일하다.¹¹⁾ 다만 제174조 제2항 본문 단서에서 “공개매수자가 공개매수를 목적으로 거래하는 경우에는” 규제대상에서 제외된다고 규정하고 있다. 그런데 이 특칙과 관련하여 입법론적으로 검토할 부분이 있다.

첫째, 제174조 제2항의 목적은 공개매수에 관한 정보가 공개되기 이전에 이를 이용하여 대상증권을 거래하는 것을 금지하려는데 있다고 볼 수 있다. 그런데 “공개매수자”란 제134조 제2항에 의하면 “공개매수공고를 한 자”를 말하므로,¹²⁾ 제174조 제2항에서 공개매수자라는 용어를 사용하고 있다는 것은 엄밀히 보면 이미 공개매수에 관한 일정한 사항이 공고된 후라는 것을 전제한다. 그렇다면 이러한 상황에서는 ‘공개매수의 실시’에 관한 정보이용은 금지할 실익이 없으며,¹³⁾ 단지 ‘공개매수의 중지’에 관한 정보이용의 규제만이 의미를 갖게 된다. 이러한 문제를 해결하기

한 미공개정보를 알게 된 자 . . . (이하 생략)

- 11) 제174조 제2항의 규제대상은 법문 구조상 법인을 전제로 하고 있지만, 공개매수자는 법인뿐만 아니라 개인도 가능하다. 따라서 공개매수자가 개인인 경우 예컨대 그 관련자로서 주요주주는 존재할 수 없다는 문제가 있다. 결국 규제대상자를 규정함에 있어 법인과 개인을 구분할 필요가 있다. 박순철, 『미공개중요정보 이용행위의 이해』, 박영사, 2010, 203~204쪽.
- 12) 공개매수공고란 공개매수를 하고자 하는 자가 ① 공개매수를 하고자 하는 자, ② 공개매수할 주식 등의 발행인, ③ 공개매수의 목적, ④ 공개매수할 주식 등의 종류 및 수, ⑤ 공개매수기간·가격·결제일 등 공개매수조건, ⑥ 매수자금의 명세, 그 밖에 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 시행령으로 정하는 사항을, 금융위원회가 정하여 고시하는 방법에 따라 「신문 등의 진흥에 관한 법률」에 따른 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 둘 이상의 신문에 공고하는 것을 말한다(법 제134조 제1항; 시행령 제145조 제1항).
- 13) 공개매수공고가 이루어진 후라면 ‘공개매수의 실시’라는 정보의 가치는 이미 대상증권의 가격에 반영이 되었을 것이므로 그 정보를 이용하여 거래하더라도 일반투자자에 비해 더 많은 차익을 남기기 어렵다. 법상으로도 공개매수를 공고하게 되면 그 정보는 공개된 정보가 된다. 왜냐하면 정보의 공개성 여부는 공개매수자가 일정한 방법으로 정보를 공시하고 일정한 주지기간을 경과하였는가의 객관적 기준으로 판단하는데(법 제174조 제2항; 시행령 제201조 제2항), 그 기준 중 하나인 “「신문 등의 진흥에 관한 법률」에 따른 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 둘 이상의 신문에 그 정보내용을 게재하고 게재된 날의 다음 날 0시부터 6시간의 경과(다만, 해당 법률에 따른 전자간행물의 형태로 게재된 경우에는 게재된 때부터 6시간 경과)”는 공개매수공고의 방법과 같기 때문이다. 위 각주의 공개매수공고의 방법 참조.

위해서는 ‘공개매수의 실시’에 관한 정보이용의 경우는 ‘공개매수를 하려는 자(공개매수 예정자)’ 및 그 관련자를 규제대상으로 하고, ‘공개매수의 중지’에 관한 정보이용의 경우에는 ‘공개매수자’ 및 그 관련자를 규제대상으로 구분하는 개정이 필요한 것으로 판단된다.

둘째, 제174조 제2항 본문 단서는 공개매수자가 공개매수를 목적으로 거래하는 경우에는 규제대상에서 제외된다고 규정하는데, 이는 원칙적으로 대상회사증권을 거래할 수 없는 공개매수자 본인이 공개매수의 공고와 신고를 한 후에는 공개매수를 목적으로 대상회사증권을 거래할 수 있도록 허용하기 위한 것이라고 풀이하는 견해가 있다. 이러한 입장에서는 공개매수를 하려는 자가 미리 공개매수의 준비를 위하여 행하는 이른바 ‘발판매수’는 금지되지만, 일단 공개매수 공고 후에는 단서조항에 의해 증권취득이 가능하다고 본다.¹⁴⁾ 그러나 제140조에 따르면 공개매수자는 공개매수의 공고 후에는 당연히 공개매수기간 동안 공개매수의 방법으로 대상회사주식 등을 매수할 수 있기 때문에¹⁵⁾ 굳이 제174조 제2항 단서조항을 둘 필요는 없다. 물론 제140조가 규정하는 “주식 등”의¹⁶⁾ 범위보다는 제174조 제2항 본문 단서가 규정하는 “주식 등과 관련된 특정증권 등”의¹⁷⁾ 범위가 더 넓으므로 후자의 거래를 허용하기 위해 단서조항이

14) 김건식·정순섭, 앞의 책, 331쪽.

15) 자본시장법 제140조(공개매수에 의하지 아니한 매수 등의 금지)는 “공개매수자(그 특별관계자 및 공개매수사무취급자를 포함한다)는 공개매수공고일부터 그 매수기간이 종료하는 날까지 그 주식 등을 공개매수에 의하지 아니하고는 매수 등을 하지 못한다. 다만, 공개매수에 의하지 아니하고 그 주식 등의 매수 등을 하더라도 다른 주주의 권익침해가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 공개매수에 의하지 아니하고 매수 등을 할 수 있다”고 규정한다.

16) “주식 등”이란 의결권 있는 주식, 그 밖에 시행령으로 정하는 증권을 말한다(제133조 제1항). 그리고 시행령은 다음과 같이 의결권 있는 주식과 관계된 다양한 형태의 잠재적 주식을 열거하고 있다(시행령 제139조).

(i) 주권상장법인이 발행한 다음의 증권: ① 주권, ② 신주인수권이 표시된 것, ③ 전환사채권, ④ 신주인수권부사채권, ⑤ ①부터 ④까지의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권, ⑥ ①부터 ⑤까지의 증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권(권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것만 해당).

(ii) 주권상장법인 외의 자가 발행한 다음의 증권: ① 주권상장법인이 발행한 위 (i)의 증권과 관련된 증권예탁증권, ② (i)에 따른 증권이나 ①의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권, ③ (i)에 따른 증권이나 ①·②의 증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권(권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것만 해당).

필요하다고 볼 수도 있겠으나, 이러한 해석은 무리라고 생각된다.

연혁적으로 보았을 때 제174조 제2항 단서조항의 취지는 ‘공개매수자’가 아닌 ‘공개매수를 하려는 자(공개매수예정자)’가 ‘공개매수의 실시’에 관한 정보공개 이전에 미리 공개매수의 준비를 위한 매수를 할 수 있도록 허용하려는 것이었다고 짐작된다. 왜냐하면 공개매수자 본인에 의한 사전매수의 금지 외에 별다른 예외조항이 없던 구 증권거래법과는 달리, 자본시장법은 제174조 제2항 본문 단서에서 공개매수자가 공개매수를 목적으로 거래하는 경우에는 규제대상에서 제외하는 내용을 신설하였기 때문이다. 미국의 경우에도 공개매수에 관한 미공개정보이용을 규제하는 SEC Rule 14e-3에 의하면 공개매수예정자는 공개매수 관련정보의 공개 없이 대상회사증권을 공개시장에서 매수할 수 있으며, 다만 1934년 증권거래법 13조(d) 및 Rule 13d-1에 따라 5% 초과 취득시 공시의무를 부담할 뿐이다.¹⁸⁾ 공개매수예정자가 공개매수 공고 전에 대상회사증권을 취득하는 것은 공개매수를 통한 대상회사증권의 취득이라는 계획의 일환으로 이루어진 행위이지 미공개정보를 이용하여 차익을 얻으려는 행위가 아니라고 볼 수 있으며,¹⁹⁾ 또한 이러한 사전적 취득은 대량보유보고제도에 의하여 일정 수준 이상의 지분보유상황의 보고가 이루어지기 때문에(제147조)²⁰⁾ 허용될 수 있다고 생각된다.

요컨대 구 증권거래법과 달리 자본시장법은 이른바 발판매수를 허용하려 하였으나 ‘공개매수를 하려는 자’가 아닌 ‘공개매수자’라는 용어를 사용함으로써 현행 법문상으로는 공개매수 예정자의 사전매수는 금지되는

17) “주식 등과 관련된 특정증권 등”은 (i) 공개매수의 대상인 주식 등, (ii) 그 주식 등을 예탁대상으로 하는 증권예탁증권, (iii) (i)·(ii)의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권, (iv) (i)·(ii)·(iii)의 증권을 기초자산으로 하는 금융투자상품을 모두 포함하는 의미로 넓게 해석해야 할 것이다. 그리고 공개매수의 규제대상이 아닌 의결권 없는 주식도 공개매수에 관한 정보이용의 경우에는 가격에 영향을 받을 수 있으므로, 제174조 제2항의 적용대상인 주식에는 의결권 있는 주식은 물론 의결권 없는 주식도 포함된다고 해석해야 한다. 김건식·정순섭, 앞의 책, 332~333쪽.

18) Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation, Enforcement, and Prevention*, West Group, 2010, § 7:4.

19) 동지: 박순철, 앞의 책, 209쪽.

20) 동지: 임재연, 『자본시장법』 2011년판, 박영사, 2011, 826쪽.

것으로 해석되고 있다. 그러나 제도의 취지를 생각해 보면 향후 개정을 통해 ‘공개매수를 하려는 자’의 사전매수를 허용하여야 할 것이다.

(2) 주식 등의 대량취득·처분에 관한 정보의 이용규제

자본시장법은 공개매수 관련정보 이외에 제174조 제3항에서 경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 주식 등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보의 이용을 금지하고 있다.²¹⁾ 주식 등의 대량취득·처분에 관한 정보이용에 대하여 아무런 규제를 하지 않던 구 증권거래법과 달리, 자본시장법은 경영권 양도와 관련하여 주식 등의 대량취득·처분에 관한 정보가 주가에 중대한 영향을 미친다고 보아 시장정보임에도 불구하고 규제의 필요성이 있다고 판단한 것이다.

공개매수의 경우에는 규제대상자가 ‘공개매수자’에 관련된 자인 데 반하여, 대량취득·처분의 경우에는 규제대상자가 ‘대량취득·처분을 하는 자’에 관련된 자라는 점이 다를 뿐 그 규제대상자는 동일하다. 대량취득·처분을 하는 자 본인도 규제대상이지만, 제174조 제3항 본문 단서에서는 대량취득·처분을 하는 자가 대량취득·처분을 목적으로 거래하는 경우에는 규제대상에서 제외됨을 밝히고 있다. 이는 공개매수 관련정보 이용규제의 경우와 동일한 구조이지만, ‘대량취득·처분을 한 자’가 아니라 ‘대량취득·처분을 하는 자’라는 용어를 사용함으로써 앞서 공개매수 정보이용규제와 관련하여 살펴본 것과 유사한 논란은 불식되었다고 하겠다. 다만

21) 자본시장법 제174조(미공개중요정보 이용행위 금지) ③ 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)는 주식 등의 대량취득·처분(경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 대량취득·처분으로서 대통령령으로 정하는 취득·처분을 말한다. 이하 이 항에서 같다)의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보(대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 그 주식 등과 관련된 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다. 다만, 대량취득·처분을 하는 자가 대량취득·처분을 목적으로 거래하는 경우에는 그러하지 아니하다.

1. 대량취득·처분을 하는 자(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호 및 제2호에서 같다) 및 대량취득·처분을 하는 자의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 알게 된 자 . . . (이하 생략)

다양한 방식으로 이루어지는 대량취득·처분은 공개매수의 경우와 달리 그 예외의 범위를 확정하기 어려운 측면이 있는 것이 사실이다.²²⁾

규제대상이 되는 “주식 등의 대량취득·처분”이란 경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 대량취득·처분으로서 시행령이 정하는 것을 말하는데, 시행령은 (i) 보유목적이 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 취득일 것,²³⁾ (ii) 10% 또는 최대주주 변동률 초래할 비율 이상의 대량취득·처분일 것, (iii) 대량보유보고대상에 해당하는 취득·처분일 것의 세 가지 요건을 규정하고 있다(법 시행령 제201조 제3항; 자본시장조사사업규정 제54조 제1항).

Ⅲ. 외부자거래 규제의 개선방안

1. 이용대상으로서의 미공개정보의 구분

현행법상 규제되지 않는 외부자거래의 문제를 살펴보기 위하여, 우선 이용대상이 되는 미공개정보를 일정한 기준으로 구분해 보기로 한다. 증권 가격에 영향을 미치는 정보는 대개 두 가지 범주로 분류할 수 있다. 첫째, 기업의 자산(assets)이나 수익력(earning power)에 영향을 줄 수 있는 사건이나 상황에 관한 정보인 ‘기업정보(corporate information)’로서 신기술 개발, 대규모 판매계약 체결, 우량기업과의 합병 등과 같은 정보가 그 예이다. 둘째, 기업의 자산이나 수익력에 영향을 미치지 않지만 증권시장에서 해당 기업이 발행한 증권의 수급에 영향을 줄 수 있는 사건이나

22) 김진식·정순섭, 앞의 책, 334쪽.

23) ‘발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 취득’의 경우란 시행령 제201조 제3항 제1호에 따르면 시행령 제154조 제1항의 목적으로 하는 취득을 말한다. 그리고 시행령 제154조 제1항은 다음의 어느 하나에 해당하는 것을 위하여 회사나 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 것을 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것이라 규정한다. ① 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지, ② 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경, ③ 회사의 자본금의 변경, ④ 회사의 배당의 결정, ⑤ 회사의 합병, 분할과 분할합병, ⑥ 주식의 포괄적 교환과 이전, ⑦ 영업전부의 양수·양도 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 양수·양도, ⑧ 자산 전부의 처분 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 처분, ⑨ 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약, ⑩ 회사의 해산.

상황에 관한 정보인 ‘시장정보(market information)’이다. 예컨대 공개매수의 대상이 되었다는 사실, 경영권에 영향을 미칠 수 있는 주식 등의 대량 취득·처분, 기관투자자가 해당 기업의 주식에 대해서 대규모의 매수주문을 냈다는 사실 등이 시장정보에 해당한다. 환율이나 금리에 대한 정부의 결정 등과 관련한 ‘정책정보’도 넓게 보면 시장정보에 포함된다고 볼 것이다.²⁴⁾

그리고 미공개정보를 그 출처에 따라 기업내부에서 생성된 ‘내부정보(inside information)’와 기업외부에서 생성된 ‘외부정보(outside information)’로 구분했을 때, 시장정보는 외부정보임에 틀림없다. 그런데 기업정보는 대부분 내부정보이지만, 경우에 따라 해당 기업의 의사와는 무관하게 외부에서 생성되는 경우도 있다. 예컨대 증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 소송의 제기, 감사의견의 거절, 어음의 부도, 상장폐지 등과 같이 기업으로부터 직·간접적으로 기원하지는 않았지만 기업의 자산이나 수익력에 영향을 줄 수 있는 ‘외부기업정보(outside corporate information)’가 존재할 수 있다.²⁵⁾

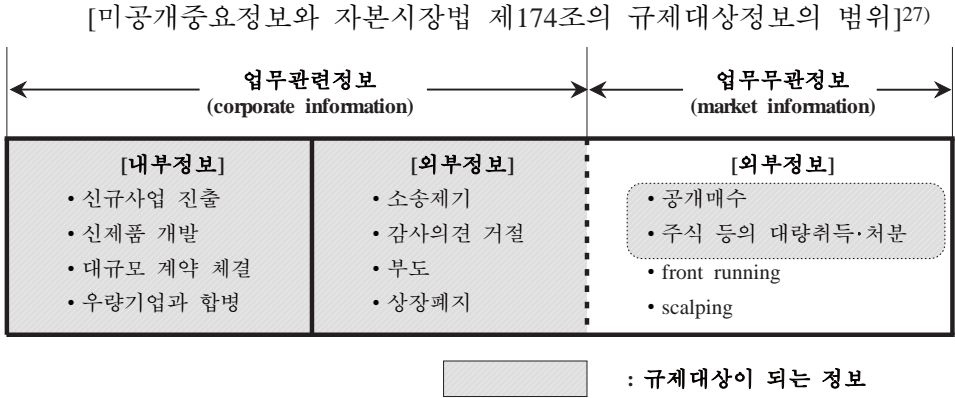
자본시장법은 제174조 제1항에서 “업무 등과 관련된” 정보의 이용을 규제함으로써 기업정보의 이용금지를 기본으로 하고, 제174조 제2항과 제3항에서 시장정보에 해당하는 공개매수정보와 주식 등의 대량처분·취득 정보를 규제대상정보로 추가하고 있음을 앞서 보았다. 견해에 따라서는 외부기업정보는 업무관련정보가 아니라거나 또는 기업의 ‘외부’에서 생성되었다는 점에서 시장정보라고 볼 수도 있을 것이다. 그러나 구 증권거래법이 업무 등과 관련한 중요정보의 예로 전형적인 외부기업정보를 들고 있었음을 볼 때,²⁶⁾ 현행법상으로도 업무관련정보는 내부기업정보와 외부

24) 김진식·정순섭, 앞의 책, 321쪽; 김정수, 『자본시장법원론』, 서울파이낸스앤로그룹, 2011, 1004~1005쪽.

25) William K.S. Wang, “Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?,” 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1981, p.1291.

26) 구 증권거래법 제188조 제2항은 “업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”라 함은 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 수 있는 것으로 규정하고 있었다. 그리고 제186조 제1항은 ① 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 거래가 정지

기업정보를 포함하는 개념으로 파악하는 것이 옳다. 이상의 내용을 그림으로 정리하면 아래와 같다.



이하 본 논문은 현행법상 규제의 범위에 포섭되지 않는 외부자거래의 다양한 유형을 그 이용대상정보가 내부정보인가 외부정보인가에 따라 구분한 뒤, 각각 규제의 필요성을 검토하고 개선안을 모색한다.

2. 외부자에 의한 내부정보이용의 규제

(1) 서설

앞서 기업의 내부에서 생성된 정보란 기업의 자산이나 수익력에 영향

또는 금지된 때, ② 영업활동의 일부 또는 전부가 정지된 때, ③ 법률의 규정에 의한 법인의 정리절차개시의 신청이 있거나 사실상 정리를 개시한 때, ④ 사업목적의 변경에 관한 결의가 있을 때, ⑤ 채해로 인하여 막대한 손해를 입은 때, ⑥ 상장유가증권 또는 코스닥상장증권에 관하여 중대한 영향을 미칠 소송이 제기된 때, ⑦ 상법 제374조, 제522조, 제527조의2, 제527조의3 및 제530조의2에서 규정한 사실이 발생한 때, ⑧ 법률에 의한 해산사유가 발생한 때, ⑨ 증자, 감자 또는 주식의 소각에 관한 이사회 결의가 있을 때, ⑩ 특별한 사유에 의하여 조업을 중단하거나 조업을 계속할 수 없는 때, ⑪ 거래은행에서 해당 법인의 관리를 개시한 때, ⑫ 자기주식의 취득 또는 처분에 관한 이사회 결의 또는 대표이사 기타 대통령령이 정하는 자의 결정이 있을 때, ⑬ 그 밖에 법인의 경영, 재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항으로서 대통령령이 정하는 사실이 발생한 때로 규정하고 있었다.

27) 하은수, “내부자거래 조사 실무와 문제점,” 『자본시장 활성화를 위한 정책토론회』 발제문, 한국기업법무협회, 2011.3, 62쪽 참조.

을 미치는 ‘기업정보’만을 포함하는 개념임을 보았다. 일반투자자들에 비하여 미공개내부정보를 우선적으로 지득할 가능성이 있는 수많은 당사자들이 존재하지만, 자본시장법 제174조 제1항은 그 중에서 (i) 내부자로서의 지위·법령상의 권한·계약의 체결이나 교섭 등을 통해 우월적 지위를 보유한 자들이(지위 요건) (ii) 그러한 직무와 관련하여 지득한 정보의 이용만을(직무관련성 요건) 규제하고 있다. (i)의 요건만을 갖추고 (ii)의 요건을 갖추지 않는 것은 가능하지만, (ii)의 요건을 갖추기 위해서는 (i)의 요건이 전제되어야 한다. 따라서 제174조 제1항의 적용 여부를 판단하는데 있어서 핵심은 정보취득이 직무와 관련하여 이루어졌는가 하는 점이다. 예컨대 회사의 전형적 ‘내부자’인 임직원이라도 그 직무와 관련 없이 미공개내부정보를 알게 되어 이를 이용하였을 경우, 그 임직원은 미공개정보이용의 규제라는 시각에서는 현행법상 규제되지 않는 회사의 ‘외부자’일 뿐이다.

이러한 내부정보이용규제에 관한 자본시장법의 입장은 미국의 미공개정보이용 규제이론 가운데 신인의무이론(fiduciary duty theory)과 그 궤를 같이 하는 것으로 보인다.²⁸⁾ 전통적인 미공개정보이용 규제이론으로 알려진 미국의 신인의무이론에 의하면 규제대상자는 해당 기업 및 그 주주에 대해 신인의무를 부담하는 자에 한정된다.²⁹⁾ 따라서 회사와 주주에게 신인의무를 부담하고 있는 회사의 임직원뿐만 아니라 계약관계나 법령 등에 의해 신인의무를 부담하는 외부자들도 준내부자(quasi-insider) 또는 임시내부자(temporary insider)나 의제적 내부자(constructive insider)로서 동일한 규제를 받지만, 신인의무를 부담하지 않는 기타 거래자들은 지득한 내부정보를 자신의 이익을 위해 이용하더라도 규제되지 않는다.³⁰⁾

요컨대 자본시장법 제174조 제1항이나 미국의 신인의무이론은 정보 비대칭

28) 신인의무이론의 일반론에 관해서는 김진식·정순섭, 앞의 책, 307~308쪽 참조.

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

30) 영미법상 신인의무는 다양한 관계에서 발생하는 것으로 보고 있으며, 신인관계를 전체를 파악하면 그 범위가 상당할 것이라고 한다. Victor Brudney, “Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law,” 38 B.C. L. Rev. 595, 1997, p.595. 영미법상 신인의무법리의 일반에 관해서는 장근영, “영미법상 신인의무 법리와 이사의 지위,” 『비교사법』 제15권 제1호, 한국비교사법학회, 2008, 272~273쪽 참조.

의 ‘모든’ 경우를 규제함으로써 미공개정보 보유자와 일반투자자에게 “동등한 기회(level playing field)”를 부여하는 역할을 하는 것은 아니라고 하겠다.³¹⁾ 즉 자본시장법 제174조 제1항은 직무관련성을 통해 내부정보를 지득한 자가 갖는 정보의 우월성만을 제거하며, 마찬가지로 신인의무이론은 회사와 그 주주에 대해 신인의무를 부담하는 자가 갖는 정보의 우월성만을 제거하게 된다. 그리고 어느 경우이건 결국 회사에 대한 ‘특정 지위’를 통해 지득한 미공개내부정보의 이용을 금지하는 것이 핵심이므로, 규제대상자가 기업의 내부자이나 외부자이나의 문제는 그리 중요하지 않다. 이처럼 규제대상증권 발행회사와 일정한 관계를 가진 자를 중심으로 미공개정보이용을 규제하는 방식을 ‘회사관계 중심규제’라고 할 수 있다.³²⁾

그런데 이러한 제한적인 규제태도에서 벗어나, 직무관련성(또는 신인관계)이 존재하지 않는 내부정보의 이용도 규제할 필요가 있는가? 이 문제는 미공개중요정보 이용규제의 목적과 범위를 어떻게 설정하느냐와 긴밀한 관계가 있다고 할 수 있다. 아래에서 기업의 외부자가 (i) 기업내부정보를 불법적으로 지득한 경우와 (ii) 기업내부정보를 합법적으로 지득한 경우로 나누어 살펴본다.

(2) 불법적으로 지득한 내부정보이용의 규제 여부

미공개내부정보를 불법적인 방법으로 지득하여 이용한 경우에는 자본시장법 제174조 제1항으로 규제가 불가능하다. 동 조항은 회사와 특별한 관계에 있는 자가 직무와 관련하여 합법적으로 지득한 기업정보를 이용한 경우만 규제대상으로 삼는 까닭이다. 그런데 최근 미국의 연방하급법원은 부정한 수단으로 얻은 미공개정보를 이용하여 증권을 거래한 행위를 내부정보이용으로 규제하려는 움직임을 보이고 있다. 예컨대 SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42(2d Cir. 2009) 사건에서 연방항소법원은 컴퓨터 해킹을 통해 지득한 기업의 내부정보를 이용한 행위를 SEC Rule 10b-5의

31) Ian Ayres & Joe Bankman, “Substitutes for Insider Trading,” 54 *Stan. L. Rev.* 235, 2001. p.235.

32) 정순섭, “불공정거래법제의 현황과 해석론적 과제,” 『BFL』 제43호, 서울대학교 금융법센터, 2010, 6쪽 각주 1.

위반으로 판단하였다.³³⁾

우리나라와 달리 미공개정보 이용금지에 관한 명문의 규정이 없는 미국에서는 1934년 증권거래법 10조(b)와 SEC의 Rule 10b-5를 통해 미공개정보이용거래를 규제하고 있다. 그런데 Rule 10b-5는 그 문언상 기망행위를 금지할 뿐이므로,³⁴⁾ 미공개정보이용거래를 Rule 10b-5의 위반행위로 포섭하기 위해서는 이를 사기나 기망으로 구성해야만 한다. 미공개정보이용거래란 당사자들 중 일방이 자신만 알고 있는 미공개정보를 상대방에게 알리지 않고 거래하는 것을 말하는데, 이 때 미공개정보를 알리지 않은 소극적 침묵이 어떻게 기망이 되는가? 우리 법상으로는 부작위에 의한 기망행위가 사기죄를 구성하려면 행위자가 상대방의 착오를 제거해야 할(즉 정보를 공시해야 할) ‘보증인 지위’에 있어야 하는데,³⁵⁾ 미국에서

33) 이 사건에서 피고인 Dorozhko는 컴퓨터를 해킹하여 IMS사의 미공개 영업실적 보고서를 내려 받은 후 동 정보를 이용한 거래를 통해 이익을 얻은 혐의로 기소되었다. 자세한 사실관계에 대해서는 문상일, “해킹정보이용행위와 내부자거래 - 최근 미국의 이론과 판례를 중심으로 -,” 『상사법연구』 제29권 제4호, 한국상사법학회, 2011, 246~247쪽 참조.

34) Rule 10b-5 (Employment of Manipulative and Deceptive Devices)

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.

증권의 매수 또는 매도와 관련하여 . . . 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다.

(a) 사기를 목적으로 수단, 계획, 또는 기교를 사용하는 것,

(b) 중요한 사실에 대하여 허위진술을 하거나, 진술이 행해진 상황에 비추어 오해가 유발되지 않도록 하기 위하여 필요한 중요한 사실을 누락하는 것, 또는

(c) 타인에게 사기 또는 기망이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 사업활동에 종사하는 것.

35) 우리 형법상 사기죄는 사람을 기망하여 재물의 교부를 받거나 재산상의 이익을 취득함으로써 성립한다(형법 제347조). 이 때 기망이란 널리 거래관계에서 지켜야 할 신의칙에 반하는 행위로서 사람으로 하여금 착오를 일으키게 하는 것을 말하는데, 작위이건 부작위이건 제한이 없다. 그리고 부작위에 의한 기망행위가 사기죄를 구성하

이와 유사한 역할을 하는 법리가 바로 연방대법원에 의해 정립된 신인의 무이론이다. 즉 통상적으로 사적 당사자들의 거래에서는 일방이 어떠한 사실을 공개하지 않고 침묵하는 것이 사기행위로 취급되지는 않지만, 당사자 사이에 신인관계가 있는 경우에는 우리 법상의 보증인적 지위가 있는 것과 마찬가지로 되어 정보를 공개하지 않으면 사기행위가 되는 것이다. 이 경우 거래 당사자들의 신인관계는 다음과 같이 인정된다. 회사와의 특별한 관계로 인해 미공개정보를 지득한 당사자는 그 회사와 신인관계를 갖게 되고, 거래 상대방은 주주로서(혹은 매수자인 경우에는 주주가 될 자로서) 회사와 신인관계에 있기 때문에 결국 회사를 중심으로 한 연결고리를 통해 거래 당사자들은 신인관계에 놓이게 된다(미공개정보 보유자 → 회사 ← 주주). 요컨대 거래대상증권을 발행한 회사 및 그 주주에 대하여 자신의 특별한 지위로 인해 신인의무를 부담하는 자는 미공개정보를 공개해야할 의무가 있으며, 이를 공개하지 않았을 때에는 사기적 행위로서 규제된다는 것이다.

이처럼 신인의무의 존재가 Rule 10b-5 위반의 전제조건이라는 기존 연방대법원 판례의 태도에 따라 Dorozhko 사건의 연방1심법원은 피고가 해당 기업과는 신인의무를 인정할 수 있는 어떠한 관계도 없는 외부인이기 때문에 그가 한 컴퓨터 해킹은 1934년 증권거래법 10조(b)를 위반한 것으로 보기 어렵다고 판단하였다.³⁶⁾ 그러나 연방1심법원과 달리 연방항소법원은 컴퓨터 시스템에 대한 접속권한이 없는 자가 컴퓨터에 저장된 정보에 접근하기 위해 자신의 신원을 허위로 표시하고 정보를 절취하는 행위는 분명 적극적 허위표시(affirmative misrepresentation)로서 ‘사기’에 해당하므로 1934년 증권거래법 10조(b)와 Rule 10b-5상 ‘사기적 수단(deceptive device or contrivance)’을 이용한 행위로 볼 수 있다고 판단하였다.³⁷⁾ 이와 관련하여 유의할 것은 연방항소법원이 Dorozhko 판결을 통해 기존의 신

기 위해서는 행위자가 상대방의 착오를 제거해야 할 보증인 지위에 있어야 하는데, 이러한 보증인 지위는 법령, 계약, 선행행위는 물론 신의칙에 의하여도 발생할 수 있다. 이재상, 『형법각론』, 박영사, 1990, 310~314쪽.

36) SEC v. Dorozhko, 606 F.Supp.2d 321(S.D.N.Y., 2008).

37) SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42(2d Cir., 2009).

인관계에 기초한 미공개정보이용 규제이론을 배제하거나 포기하였다고 볼 것은 아니라는 점이다. 연방하급법원이 연방대법원의 입장을 바꿀 수 없는 것은 당연한 까닭이다. 연방항소법원은 Dorozhko 사건이 통상적인 미공개정보이용 사건과는 행위유형이 다르다는 것에 주목하여 Rule 10b-5 상의 “사기”에 관한 폭넓은 해석을 시도한 것으로 보아야 한다. 즉 전형적인 미공개정보이용거래의 경우에 정보를 공시하지 않은 ‘부작위’를 Rule 10b-5의 사기로 구성하기 위해서는 신인의무를 요구하는 것이지만, Dorozhko 사건처럼 피고가 미공개정보를 취득하기 위해 ‘적극적인 허위 표시’를 한 경우에는 신인관계가 없더라도 부정행위 그 자체가 Rule 10b-5의 사기로 볼 수 있다는 것이다. 신인관계란 Rule 10b-5의 사기를 인정하기 위한 하나의 길이지만, 유일한 길일 필요는 없다는 취지이다.

우리도 이처럼 해킹이나 기타 위법한 방법으로 미공개내부정보를 취득한 자의 이용행위를 규제할 필요가 있는가? 이 질문은 미공개정보이용의 규제에 관한 목적과 범위를 어떻게 설정하느냐와 긴밀한 관계가 있다고 할 수 있다. 미공개정보이용의 규제근거로서 폭넓은 지지를 받고 있는 견해는 미공개정보를 이용한 거래가 증권시장의 공정성에 대한 투자자의 신뢰를 해치고 결과적으로 증권시장의 발전을 가로막는다는 것이다.³⁸⁾ 그리고 투자자들의 불신을 초래하는 핵심적인 이유는 바로 투자자들 사이에 존재하는 정보격차가 ‘불공정’하다는 점일 것이다.³⁹⁾ 즉 정보격차가 (i) 부지런한 연구나 비슷한 노력에 의한 것이 아니라 ‘부정한 방법’으로 생겨난 것이거나,⁴⁰⁾ (ii) 다른 사람보다 뛰어난 경험, 예측, 근면과 같은 경쟁적 요소에 의해서가 아니라 자신의 지위를 비롯한 ‘비경쟁적 수단’에 의한 것이라면,⁴¹⁾ 그러한 정보격차를 증권

38) Siegfried Kümpel, Bank-und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., 2000, 1783(김건식, “내부자거래 규제의 이론적 기초,” 『증권학회지』, 제28집, 2001, 166쪽에서 재인용; 이하 김건식, 앞의 논문으로 인용). 내부자거래는 ‘정직하고 공정한 증권시장에 대한 일반투자자의 정당한 기대(investing public’s legitimate expectation of honest and fair securities market)’를 무너뜨린다는 견해도 이와 같은 맥락에 속한다고 할 수 있다. 김정수, 앞의 책, 948쪽.

39) 김건식, 앞의 논문, 167쪽.

40) Roberta S. Karmel, “Outsider Trading on Confidential Information - A Breach in Search of a Duty,” 20 Cardozo L. Rev. 132, 1998(김건식, 앞의 논문, 168쪽에서 재인용).

41) 박삼철, “증권거래법상의 내부자거래규제에 관한 연구,” 고려대 법학석사학위논문,

거래에 이용하는 것은 불공정하다고 볼 수 있는 것이다. 따라서 미공개정보이용을 규제하는 목적은 불공정한 정보격차를 이용한 거래의 금지를 통해 공정한 증권거래와 증권시장의 건전성을 확립하여 투자자에게 신뢰감을 갖게 하려는 것이라 할 수 있다. 우리나라의 헌법재판소와 대법원도 관련 판례를 통해 미공개정보를 이용한 거래를 규제하는 목적은 증권거래에 있어 정보면에서의 평등성을 확보하여 거래당사자들이 동일한 가능성 위에서 공정한 증권거래를 할 수 있도록 하고, 증권시장의 건전성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 것이라고 판시하고 있다.⁴²⁾

미공개정보이용의 규제근거와 목적을 이상과 같이 보았을 때, 불법적으로 지득한 정보를 이용한 거래의 경우에는 그 거래자와 일반투자자 사이에 존재하는 정보격차에 불공정한 면이 있음은 명백하다. 따라서 정보비대칭의 불공정한 이용이라는 측면에 초점을 맞추어 미공개정보이용을 규제하고자 한다면 컴퓨터 해킹이나 기타 불법적 수단을 통해 지득한 정보를 이용한 거래도 규제대상이 될 가능성이 충분하다고 할 수 있다. 그동안 미공개정보이용의 규제는 전형적인 회사내부자에 의한 협의의 내부자거래규제로부터 시작하여 외부자에 의한 외부자거래규제로 확대되었다고 볼 수 있다. 이제 한 걸음 더 나아가 불법적 방법으로 정보를 취득한 당사자의 정보이용행위도 ‘증권거래에 있어 정보면에서의 평등성 확보’라는 미공개정보이용 규제의 근본취지를 위협하는 거래행태로 인정될 필요성이 크다고 하겠다.

우리의 경우 해킹이나 기타 위법한 방법으로 얻은 미공개정보의 이용행위를 규제하기 위해 현행 자본시장법의 개정이 필요하다는 견해도 있다.⁴³⁾ 그러나 구 증권거래법과 달리 자본시장법은 제178조 제1항 제1호에서 부정거래행위 금지에 관한 일반규정을 도입하였으므로 동 조의 적극적 활용을 통한 규제를 고려할 수 있다.⁴⁴⁾ 제178조 제1항 제1호의 내용은

1998, 44쪽(김건식, 앞의 논문, 168쪽에서 재인용).

42) 헌법재판소 전원재판부 1997.3.27. 결정 94헌바24; 대법원 1994.4.26. 선고 93도695.

43) 해커와 같이 불법적 방법에 의해 미공개정보를 지득한 자는 자본시장법 제174조의 규제대상자에 해당할 가능성이 희박하며, 또한 직무관련성 요건 역시 법적용에 있어 큰 장애로 작용하고 있기 때문에 동 조의 개정을 통한 입법적 보완작업으로 이 문제를 해결하자는 입장으로 문상일, 앞의 논문, 265쪽.

미국의 SEC Rule 10b-5와 상당히 유사하다. 그러나 “사기를 목적으로 수단, 계획, 또는 기교를 사용하는 것(to employ any device, scheme, or artifice to defraud)”을 규제함으로써 기망을 요건으로 하는 Rule 10b-5와는 달리, 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 단순히 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”를 금지함으로써 사기와는 무관한 내용으로 되어 있다. 따라서 운영 여하에 따라서는 미국의 경우보다 더 광범위한 규제가 가능할 수 있다. 흔히 일반조항의 적용에 있어서는 항상 그 구성요건의 지나친 포괄성 여부로 인해 죄형법정주의에 반할 수 있다는 벽에 부딪히지만, 제178조 제1항 제1호는 일정한 규제목적 달성을 위한 것으로 예측 가능성을 확보할 수 있을 정도의 구체성과 명확성을 갖추고 있다고 볼 수 있다.⁴⁵⁾ 일본최고재판소도 ‘부정한 수단’이란 유가증권의 거래에 한정하여, 그에 관하여 사회 통념상 부정하다고 인정되는 모든 형태의 행위를 말하는 것이고, 문리상 그 의미는 명확하며 그 자체로서 범죄의 구성요건을 명백히 하고 있다고 판시하였다.⁴⁶⁾

(3) 합법적으로 지득한 내부정보이용의 규제 여부

회사의 미공개내부정보를 그 회사의 외부자가 부정한 수단의 사용 없이 지득한 경우에 그 이용을 규제할 것인가의 문제가 있다.⁴⁷⁾ 우선 정보지득자가 회사의 내부자나 준내부자로부터 미공개정보를 받았다면 정보지득 자체는 부정한 수단을 통해 이루어진 것이 아니지만, 이렇게 수령한 정보를 거래에 이용한 경우에는 자본시장법 제174조 제1항에 따라 정보수령자의 정보이용으로서 규제된다. 정보수령자의 정보이용행위는 정보제

44) 자본시장법 제178조(부정거래행위 등의 금지) ① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위 . . . (이하 생략)

45) 정순섭, 앞의 논문, 12쪽.

46) 최고재판소 1965. 5. 25. 제3소법정결정(정순섭, 앞의 논문, 13쪽에서 재인용).

47) 여기서 말하는 회사의 외부자란 회사와 아무런 관련이 없는 당사자일 수도 있고, 앞서 언급하였듯이 회사의 내부자 또는 준내부자라 하더라도 직무와 관련 없이 내부정보를 합법적으로 지득한 당사자일 수도 있다.

공자의 간접적인 정보이용행위로 볼 수 있기 때문이다. 이 때 정보제공자인 내부자(또는 준내부자) 자신은 타인에 이용시킬 의사를 가지고 정보를 제공하였는가, 아니면 정보제공에 대한 고의는 있지만 이용시킬 의사는 없이 정보를 제공하였는가(예컨대 비밀을 당부하며 정보를 알려준 경우)에 따라 규제 여부가 달라질 수 있다. 그러나 이러한 정보제공자의 의사여부와 상관없이 정보수령자는 받은 정보를 자신이 이용하였다면 규제된다.

이와 달리 정보지득자가 불법적 수단의 매개 없이 우연히 미공개정보를 알게 되어 이를 이용한 경우에는 직무관련성이 없으므로 내부자나 준내부자로 규제되지 않으며, 또한 내부자 또는 준내부자로부터 정보를 받은 것도 아니므로 정보수령자로서 규제되지도 않는다. 이러한 쟁점이 미국의 SEC v. Switzer, 590 F.Supp. 756(D.C.Okla., 1984) 사건에서 실제로 다루어졌다. 이 사건에서 오클라호마 대학의 유명 풋볼 코치였던 Switzer는 학교에서 육상경기가 열리던 날 스탠드에서 일광욕을 하던 어느 기업의 임원과 그 아내가 회사 주가를 상승시킬 수 있는 거래에 관해 이야기 하는 것을 우연히 듣고 이를 이용한 거래를 하였다. 연방법원은 내부자인 기업 임원이 아내와 사업에 관한 이야기를 한 것은 부적절한 목적으로(improper purpose) 정보를 제공한 것이 아니므로 신인의무를 위반하지 않았으며, 내부자의 신인의무 위반이 없는 한 정보수령자(tippee)의 책임도 성립하지 않는다고 판시하였다. 아울러 연방법원은 내부자에 의해 우연히 드러난 정보에 기하여 거래하는 것까지 Rule 10b-5가 금지하는 것은 아니라고 판시하였다.⁴⁸⁾

요컨대 미공개정보이용 규제대상자가 고의적으로 제공하는 정보를 수령하여 이용하는 경우를 제외하면, 그 밖에 우연한 기회를 통해 알게 된 미공개정보를 이용하는 행위는 한국에서나 미국에서 금지되지 않는다. 그렇다면 입법론으로서 이처럼 우연히 생긴 정보격차를 이용한 행위도 금지되어야 하는가? 해당 정보를 알지 못하고 거래하는 일반투자자의 입장에서 보았을 때에는 우연하게 취득한 정보를 이용한 거래 역시 정보의 비대칭을 이용한 측면이 있다고 느낄 수 있다. 이와 달리 단지 행운에 의

48) SEC v. Switzer, 590 F.Supp. 756, 764~766(D.C.Okla., 1984).

해 얻은 정보의 이용까지 금지시키는 것은 과도한 규제라고 생각할 수도 있다. 이 문제는 미공개정보이용의 규제를 위하여 ‘회사관계 중심규제’에서 ‘정보보유 중심규제’로의 전환이 필요한가와 밀접히 연관되므로 아래 관련 부분에서 다시 논의하기로 한다.

3. 외부자에 의한 외부정보이용의 규제

(1) 현행법상 규제되지 않는 외부정보 이용행위

앞서 기업의 외부에서 생성된 외부정보는 기업의 자산과 수익력에 영향을 미치는 ‘외부기업정보’와 증권의 수급에 영향을 줄 수 있는 ‘시장정보’로 구별할 수 있음을 보았다. 이 가운데 외부기업정보는 제174조 제1항에서 말하는 “상장법인의 업무 등과 관련된” 정보이므로 규제대상정보에 포함되기는 하지만, 최종적으로 외부기업정보의 이용이 규제되는가의 여부는 누가 어떠한 방법으로 동 정보를 지득하여 이용하는가에 달려 있다. 예컨대 A기업이 생산한 물건으로 인해 피해를 입은 B가 A기업을 상대로 손해배상소송을 제기한 경우, 소송제기라는 정보는 A기업 외부에서 생성되었으면서 A기업의 자산이나 수익력에 영향을 줄 수 있는 외부기업정보이다. 이 정보를 A기업의 소송담당 직원이 법원으로부터 통지받은 후 미공개 상태에서 이용하면 ‘회사내부자가 직무와 관련하여 알게 된 외부기업정보를 이용한 행위’로서 규제될 수 있다. 또한 법원의 직원이 통지업무를 이행하면서 알게 된 동 정보를 이용하면 ‘법령에 따른 권한을 가지는 자가 그 권한을 행사하는 과정에서 알게 된 외부기업정보를 이용한 것’으로 규제 가능하다. 그러나 소송을 제기한 B나 그 대리인이 동 정보를 미공개 상태에서 이용하는 경우에는 이들이 A기업과 제174조 제1항에서 규정하는 특별한 관계에 있지 않는 이상 현행법상으로는 규제되지 않는다.

다음으로 시장정보의 경우에는 공개매수 관련정보와 주식 등의 대량취득·처분 관련정보 이외에는 증권가격에 영향을 미치더라도 제174조의 규제대상정보가 아니다. 규제대상이 아닌 시장정보 중에는 중앙은행에 의한

금리의 변경결정이나 환율에 관한 정보 등과 같이 다수의 증권에 동시에 영향을 미칠 수 있는 정보가 있는 반면, 특정 증권에만 영향을 미치는 정보도 있다. 후자의 예로 선행매매(front running)나 스캘핑(scalping)⁴⁹⁾ 등을 들 수 있는데, 자본시장법은 이러한 선행매매와 스캘핑을 제71조에서 불건전 영업행위의 하나로 원칙적으로 금지하고 있다.⁵⁰⁾ 해석론으로서 선행매매와 스캘핑이 제178조 제1항 제1호의 부정거래행위로 규제될 수 있다는 견해도 존재한다.⁵¹⁾

(2) 부정유용이론의 수정 적용을 통한 외부정보이용의 규제

앞서 언급한 자본시장법 제174조의 규제대상이 되지 않는 외부기업정보의 이용사례(소제기 당사자의 정보이용의 예) 및 시장정보의 이용사례(선행매매 등의 예) 역시 정보의 비대칭을 이용한 행위로서 규제될 필요성은 크다고 보겠다. 우리나라와 달리 미공개정보이용의 규제가 포괄적 사기금지조항인 Rule 10b-5를 통해 이루어지는 미국의 경우에는 동 규정의 해석적용을 통해 외부정보이용의 규제가 비교적 용이하다. 즉 연방대법원은 판례를 통해 신인의무이론과 더불어 부정유용이론(misappropriation theory)을 정립하여 미공개정보이용을 규제하고 있는데, 부정유용이론에

49) 선행매매란 시장에서 특정회사의 주식에 대해서 대규모매매주문이 있는 경우 그 매매주문정보를 먼저 이용하는 거래행위이며, 스캘핑이란 시장에 영향력을 미칠 수 있는 전문가가 특정증권에 관한 자신의 의견을 공표하기 전에 미리 거래하여 차익을 얻는 행위를 말한다. 김진식·정순섭, 앞의 책, 321~322쪽.

50) 자본시장법 제71조(불건전 영업행위의 금지) 투자매매업자 또는 투자중개업자는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 이를 할 수 있다.

1. 투자자로부터 금융투자상품의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 매수 또는 매도주문을 받거나 받게 될 가능성이 큰 경우 이를 체결시키기 전에 그 금융투자상품을 자기의 계산으로 매수 또는 매도하거나 제삼자에게 매수 또는 매도를 권유하는 행위

2. 특정 금융투자상품의 가치에 대한 주장이나 예측을 담고 있는 자료(이하 “조사분석자료”라 한다)를 투자자에게 공표함에 있어서 그 조사분석자료의 내용이 사실상 확정된 때부터 공표 후 24시간이 경과하기 전까지 그 조사분석자료의 대상이 된 금융투자상품을 자기의 계산으로 매매하는 행위 . . .

51) 임재연, 앞의 책, 896~897쪽.

의하면 정보의 ‘내부성’ 여부와 관계없이 그 이용을 규제할 수 있게 된다.⁵²⁾ United States v. O’Hagan, 521 U.S. 642(1997) 사례를 통해 정립된 부정유용이론에 따르면, 거래대상증권을 발행한 회사의 내부정보가 아닌 외부정보를 이용한 외부자는 회사 및 주주에 대한 신인의무가 아니라 그에게 정보를 제공한 정보원(source of information)에 대한 신인의무를 위반함으로써 Rule 10b-5를 위반하게 된다. 다시 말해 미공개정보이용거래로 손해를 입은 자에게 기망이 성립하는 것이 아니라 정보이용자에게 신뢰를 두고 있던 자, 즉 정보원의 신뢰가 손상되면서 그에게 기망이 성립하는 것이다.

우리 자본시장법도 미국의 Rule 10b-5와 유사한 제178조 제1항 제1호를 마련하였기 때문에 미국의 판례상 정립된 부정유용이론의 수용 내지 도입을 통해 외부정보이용의 규제를 도모하는 방법을 고려할 수 있다. 그런데 미국법상 부정유용이론의 적용과 관련하여 몇 가지 논란이 있다. 첫째, 정보이용자가 정보원에 대해 미공개정보를 이용하여 거래한다는 사실을 미리 알린 “솔직한(candid)” 정보이용거래의 경우에는 부정유용이론으로 규제가 불가능하다는 점이다. 그 이유는 정보유용이론에 기한 책임은 기망(deception)을 요소로 하기 때문인데, O’Hagan 판결의 연방대법원 부수의견(dicta)에서도 자신의 거래의도를 밝힌 신인의무자는 본인(principal)을 기망하지 않은 것이라고 지적하고 있다.⁵³⁾ 둘째, 정보원 자신이 미공개정보를 이용하여 타 회사의 증권을 거래하는 경우도 정보유용이론으로는 규제할 수 없다는 점이다. 이러한 거래 역시 어떠한 신인의무의 위반도 수반하지 않으므로 사기적 행위가 아니기 때문이다. 즉 자기가 자기 스스로를 기망할 수 없다는 것이다.⁵⁴⁾ 따라서 앞서 예를 들었던 소제기자 자신이 미공개 소송정보를 이용한 경우라든가, 소송제기자의 대리인이나 임직원 등이 소제기자의 허락을 받거나 또는 소제기자에게 미리 알리고 소송정보를 이용한 경우에는 부정유용이론에 의해서 규제가 불가능하다는 결론에 이른다.

그러나 미국에서 이와 같은 정보유용이론의 적용 한계가 논의되는 것은 동 이론의 근거 조항인 Rule 10b-5가 기망을 요건으로 하고 있기 때문

52) 부정유용이론의 일반론에 관해서는 김전식·정순섭, 앞의 책, 308~309쪽 참조.

53) United States v. O’Hagan, 521 U.S. 642, 643(1997).

54) Ayres & Bankman, *op. cit.*, p.259.

이다. 앞서 지적하였듯이 우리 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 단순히 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”를 금지함으로써 사기를 그 요건으로 하고 있지 않다. 따라서 정보생성자 자신 및 그 관련자에 의한 정보이용거래 등의 경우에도 부정한 수단을 사용한 것으로 볼 수 있는 여지가 충분하다. 미국에서도 부정유용이론의 적용을 제한하는 판결 결과에 대해 많은 비판이 가해지고 있다. 부정유용이론의 전제를 받아들인다면, 정보이용자가 정보원에게 자신의 거래계획을 공시하는 것도 사기적 행위를 구성한다고 봄이 정확하다는 것이다.⁵⁵⁾ 즉 정보원으로부터 신뢰를 받고 있는 정보이용자가 거래의도를 공시하여 규제를 회피하려는 것 자체가 자신의 지위를 이용한 기망이라고 보는 것이 더 합리적일 수 있다는 것이다. 요컨대 미국의 정보유용이론을 참고하되, 자본시장법의 조문 형식에 따른 해석 및 적용을 피한다면 외부정보이용의 규제가 어느 정도 만족스럽게 이루어질 가능성은 충분히 있다고 생각된다.

4. 회사관계 중심규제에서 정보보유 중심규제로의 전환 여부

현행 자본시장법의 미공개정보이용 규제조항이 불완전함을 이유로, 현재 ‘회사관계중심’으로 구성된 규제의 기본적 틀을 ‘정보보유중심’으로 전환하자는 논의가 있다. 회사관계 중심규제가 미공개정보 이용행위의 주체를 대상증권 발행회사와의 관계를 중심으로 파악하여 규제하는 방식이라면, 정보보유 중심규제는 미공개정보를 보유한 채 거래하는 행위 자체를 규제대상으로 하는 입장이라고 할 수 있다.⁵⁶⁾ 비교법적으로 보았을 때 미국과 일본은 우리와 유사한 회사관계중심의 규제 체계를 갖추고 있으며, 호주와 독일의 경우에는 정보보유중심의 규제 모델을 마련하고 있는 것으로 파악된다.⁵⁷⁾

55) Richard W. Painter, Kimberly D. Krawiec, & Cynthia A. Williams, “Don’t Ask, Just Tell: Insider Trading After *United States v. O’Hagan*,” 84 *Va. L. Rev.* 153, 1998.

56) 정순섭, 앞의 논문, 6쪽 각주 1.

57) 미공개정보 이용규제와 관련한 각국의 입법례에 관해서는 김범준, “헤지펀드와 관련된 내부자거래의 규제 법제에 관한 연구,” 『법제연구』 제37호, 한국법제연구원, 2009,

앞서 미공개정보이용을 규제하는 이유가 불공정한 정보격차를 이용한 거래의 금지를 통해 공정한 증권거래와 증권시장의 건전성을 확립함으로써 투자자에게 신뢰감을 갖게 하려는 것임을 보았다. 그렇다면 결국 ‘누가’ ‘어떠한 종류의’ 미공개정보를 이용했는가가 중요한 것이 아니라, 누구든 증권 가격에 영향을 미치는 미공개정보를 ‘이용’한 경우에는 규제되어야 하는 것이 핵심이라고 볼 수 있다.

그런데 다음과 같은 점들을 고려해 보면, 기존의 규제방식을 전면적으로 개편하여 정보보유중심의 규제로 바꿀 실익이 그리 크지는 않다고 판단된다. 첫째, 이미 언급하였듯이 부정거래행위를 금지하는 포괄조항인 현행 제178조 제1항 제1호를 적극적으로 운용한다면 규제 공백의 상당부분을 메울 수 있다. 앞서 (i) 불법적으로 지득한 내부정보를 이용한 거래, (ii) 합법적으로 우연히 지득한 내부정보를 이용한 거래, (iii) 정보생성자 및 그 관련자의 외부정보에 기한 거래 등과 같이 현행 자본시장법 제174조로 규제되지 않는 다양한 정보이용의 경우가 존재함을 살펴보았지만, 이 가운데 (i)과 (iii)의 경우는 제178조 제1항 1호를 통해 규제가 가능하다는 것이다. 남은 것은 (ii)의 경우인데, 과연 우연히 지득한 정보의 이용을 금지할 필요가 있는가는 다시 생각해 볼 문제이다. 우연히 지득한 정보로 인한 정보격차는 다른 사람보다 뛰어난 경험·예측·근면과 같은 경쟁적 요소에 의해서 생긴 것은 아니지만, 부정한 방법이나 자신의 지위를 통해 생긴 것도 아니므로 이를 ‘불공정’하다고 보기는 어렵다. 단지 행운이라는 비경쟁적 요소로 인해 발생한 정보격차일 뿐이다. 사실 자신의 노력과 지식에 의해 얻은 정보라는 것도 이미 공개된 정보를 발견하는 것이므로, 자신의 특별한 지위나 불법적 수단 등을 통해 미공개정보에 접근한 경우에만 불공정한 정보격차라고 보아야 할 것이다. 이렇게 본다면 굳이 우연한 요소에 의해 발생한 정보격차마저 규제해야 할 필요성은 적다고 생각된다.

둘째, 모든 미공개정보의 이용을 규제하겠다는 방식을 채택하게 되면 증권의 거래가 위축될 가능성이 있다. 즉 증권 투자자의 입장에서 후시

155~160쪽: 박순철, 앞의 책, 31~65쪽 참조.

자신이 상대방보다 더 많은 정보를 가지고 거래하는 것이 아닌가, 그래서 미공개정보 이용으로 인한 책임을 지는 것은 아닌가 하는 염려로 인해 거래에 나서는 것을 꺼릴 수 있다는 것이다. 게다가 미공개정보이용의 모든 유형이 규제됨으로써 정보의 확산이 저해되고 그만큼 시장의 효율성이 떨어질 가능성도 있다.

요컨대 입법정책에 따라 회사관계중심의 규제를 정보보유중심의 규제로 전환하는 것은 장기적 과제로 고려할만 하지만, 당장 미공개정보를 이용한 다양한 유형의 불공정거래를 규제하기 위해서는 현존하는 자본시장법의 규정을 충분히 활용하는 것이 급선무라 하겠다. 미국의 경우도 과거에는 정보평등이론(equal access theory)에 따라 미공개정보를 보유한 자는 누구라도 공시 없이 동 정보를 이용하지 못하도록 금지하다가⁵⁸⁾ 이를 폐지하였다는 것도⁵⁹⁾ 참고할 만하다.

IV. 맺음말

현행 자본시장법 제174조는 상장법인을 중심으로 정보접근의 우월적 지위가 있는 자들에 한정하여 미공개중요정보의 이용을 금지하고 있다. 아울러 규제대상정보의 범위도 상장법인의 업무 등에 관한 정보에 한정하며, 시장정보는 예외적으로 규제하고 있다. 그러나 현행법상 규제되지 않는 미공개정보의 이용행위 중에는 정보 비대칭의 이용이라는 불공정한 속성을 가진 경우가 상당하며, 특히 외부자에 의한 정보이용의 경우가 그러하다. 본 논문은 이와 같이 현행법상 규제의 범위에 포섭되지 않는 외부자거래의 다양한 유형을 그 이용대상정보가 내부정보인가 외부정보인가에 따라 구분한 뒤, 각각 규제의 필요성을 검토하고 개선안을 모색하였다.

현재 규제되지 않는 외부자거래의 유형으로는 (i) 불법적으로 지득한 내부정보를 이용한 거래, (ii) 합법적으로 우연히 지득한 내부정보를 이용한 거래, (iii) 정보생성자 및 그 관련자의 외부정보에 기한 거래 등을 들

58) Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907(1961).

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

수 있는데, 이 가운데 (i)과 (iii)의 경우는 자본시장법상 포괄조항인 제178조 제1항 제1호의 적극적 해석을 통해 규제가 가능할 것으로 판단된다. 우연히 지득한 정보를 이용하는 (ii)의 경우는 규제의 필요성이 그리 크지 않은 것으로 보인다.

향후 입법자가 자본시장법의 미공개정보이용 규제의 틀을 회사관계 중심규제에서 완전한 정보보유 중심규제로 바꾸게 되면 규제의 공백 없이 미공개정보를 ‘이용’한 모든 경우가 규율될 수 있을 것이다. 그렇지만 정보보유 중심규제로의 전환을 선택하기 위해서는 그로 인한 장단점을 충분히 검토해야 하며, 결국 미공개정보이용의 규제 목적이 무엇인가를 염두에 두어야 할 것이다. 그리고 이러한 규제 체계의 전환이 있을 때까지는 현행법상의 적용 가능한 조문을 적극적으로 활용할 것이 요청된다.

참 고 문 헌

- 김건식, “내부자거래 규제의 이론적 기초,” 『증권학회지』, 제28집, 2001.
- 김건식·정순섭, 『자본시장법』 제2판, 두성사, 2010.
- 김범준, “헤지펀드와 관련된 내부자거래의 규제 법제에 관한 연구,” 『법제연구』 제37호, 한국법제연구원, 2009.
- 김정수, 『자본시장법원론』, 서울파이낸스앤로그룹, 2011.
- 문상일, “해킹정보이용행위와 내부자거래 - 최근 미국의 이론과 판례를 중심으로 -,” 『상사법연구』 제29권 제4호, 한국상사법학회, 2011.
- 박삼철, “증권거래법상의 내부자거래규제에 관한 연구,” 고려대 법학석사 학위논문, 1998.
- 박순철, 『미공개중요정보 이용행위의 이해』, 박영사, 2010.
- 이재상, 『형법각론』, 박영사, 1990.
- 임재연, 『자본시장법』 2011년판, 박영사, 2011.
- 장근영, “영미법상 신인의무 법리와 이사의 지위,” 『비교사법』 제15권 제1호, 한국비교사법학회, 2008.
- 정순섭, “불공정거래법제의 현황과 해석론적 과제,” 『BFL』 제43호, 서울대학교 금융법센터, 2010.
- 하은수, “내부자거래 조사 실무와 문제점,” 『자본시장 활성화를 위한 정책토론회』 발제문, 한국기업법무협회, 2011.3.
- Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation, Enforcement, and Prevention*, West Group, 2010.
- Ian Ayres & Joe Bankman, “Substitutes for Insider Trading,” 54 *Stanford Law Review* 235, 2001.
- Richard W. Painter, Kimberly D. Krawiec, & Cynthia A. Williams, “Don’t Ask, Just Tell: Insider Trading After *United States v. O’Hagan*,” 84 *Virginia Law Review* 153, 1998.
- Roberta S. Karmel, “Outsider Trading on Confidential Information - A Breach in Search of a Duty,” 20 *Cardozo Law Review* 132, 1998.
- Terry Fleming, “Telling the Truth Slant - Defending Insider Trading Claims

Against Legal and Financial Professionals,” 28 William Mitchell Law Review 1421, 2002.

Victor Brudney, “Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law,” 38 Boston College Law Review 595, 1997.

William K.S. Wang, “Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?,” 54 Southern California Law Review 1217, 1981.

<국문초록>

현행 자본시장법 제174조는 상장법인을 중심으로 정보접근의 우월적 지위가 있는 자들에 한정하여 미공개중요정보의 이용을 금지하고 있다. 아울러 규제대상정보의 범위도 상장법인의 업무 등에 관한 정보에 한정하며, 시장정보는 예외적으로 규제하고 있다. 그러나 현행법상 규제되지 않는 미공개정보의 이용행위 중에는 정보 비대칭의 이용이라는 불공정한 속성을 가진 경우가 상당하며, 특히 외부자에 의한 정보이용의 경우가 그러하다. 본 논문은 이와 같이 현행법상 규제의 범위에 포섭되지 않는 외부자거래의 다양한 유형을 그 이용대상정보가 내부정보인가 외부정보인가에 따라 구분한 뒤, 각각 규제의 필요성을 검토하고 개선안을 모색하였다.

현재 규제되지 않는 외부자거래의 유형으로는 (i) 불법적으로 지득한 내부정보를 이용한 거래, (ii) 합법적으로 우연히 지득한 내부정보를 이용한 거래, (iii) 정보생성자 및 그 관련자의 외부정보에 기한 거래 등을 들 수 있다. 이 가운데 (i)과 (iii)의 경우는 자본시장법상 포괄조항인 제178조 제1항 제1호의 적극적 해석을 통해 규제가 가능할 것으로 판단된다. 우연히 지득한 정보를 이용하는 (ii)의 경우는 규제의 필요성이 그리 크지 않은 것으로 보인다.

향후 입법자가 자본시장법의 미공개정보이용 규제의 틀을 회사관계 중심규제에서 완전한 정보보유 중심규제로 바꾸게 되면 규제의 공백 없이 미공개정보를 ‘이용’한 모든 경우가 규율될 수 있을 것이다. 그렇지만 정보보유 중심규제로의 전환을 선택하기 위해서는 그로 인한 장단점을 충분히 검토해야 하며, 결국 미공개정보이용의 규제 목적이 무엇인가를 염두에 두어야 할 것이다. 그리고 이러한 규제 체계의 전환이 있을 때까지는 현행법상의 적용 가능한 조문을 적극적으로 활용할 것이 요청된다.

주제어 : 외부자거래, 내부자거래, 미공개중요정보, 자본시장법, 부정유통이론, 신인의무이론

Outsider Trading Regulation under the Capital Markets Act

Chang, Kun-Young*

This Article examines the regulation of outsider trading under the Financial Investment Services and Capital Markets Act (the “Capital Markets Act”). Outsider trading occurs when a market participant who is not a traditional corporate insider trades securities based on either “inside” or “outside” nonpublic information. Unlike “inside” information, “outside” information is referred to as information not derived directly or indirectly from the issuer. “Outside” information includes both “corporate” and “market” information. “Corporate information” is information about events or circumstances which affect the company’s assets or earning power. “Outside corporate information” is information about the company’s assets or earning power not derived directly or indirectly from the issuer. “Market information” is information about events or circumstances which affect the market for a company’s securities but which do not affect the company’s assets or earning power.

The Capital Markets Act prohibits both “temporary insiders” from using “corporate” information in trading securities and “outsiders” from using “market” information, such as (i) information regarding the initiation or discontinuance of a tender offer; or (ii) information regarding acquisition or disposition of stocks in bulk. However, the Act does not encompass circumstances (i) where an outsider trades securities based on confidential corporate information obtained through certain types of wrongful conduct; (ii) where an outsider trades securities based on corporate information obtained through eavesdropping; and (iii) where an outsider trades securities based on either outside corporate information or market information created by the outsider himself.

In order to plug a few of the gaps left open in the law of outsider trading under the Capital Markets Act, this Article suggests that regulators adopt a

* Associate Professor, Hanyang University School of Law, S.J.D.

relatively broad reading of the scope of § 178(1) of the Act, which is similar to SEC Rule 10b-5, to include outsiders with no relationship to the corporation that had issued the securities. Since § 178(1) of the Act does not require “deception” for liability, it would seem to evade the limitations imposed by the U.S. misappropriation theory.

Key Words : Outsider Trading, Insider Trading, Material Nonpublic Information, the Capital Markets Act, Misappropriation Theory, Fiduciary Theory