

자본시장법상 미공개중요정보이용행위와 법적규제에 관한 고찰*

A Study on Insider trading and legal regulation in the
Financial Investment Services and Capital Markets Act

김 영 록**
Kim Younglok

목 차

- I. 서 설
- II. 미공개 중요정보이용행위
- III. 결 어

국문초록

내부자거래는 자본시장의 건전성을 훼손하고 신뢰성을 저해한다는 인식하에 이를 규제하려는 입법 활동이 구 증권거래법을 비롯하여 자본시장법에서도 계속되어 왔다. 특히 구 증권거래법 제188조의2 제목이 ‘내부자거래’의 제한에서 ‘내부자거래의 금지’ 등으로 일부 보완·수정되었다. 이는 자본시장법 제174조 ‘미공개중요정보 이용행위 금지’로 수계되어 지금까지도 규제가 강화된 내부자거래 규제체계를 갖추게 되었다. 이러한 추세는 우리나라뿐만 아니라 미국, 영국, 일본 등에서도 내부자거래를 중요범죄행위로 인식하고 형사처벌과 민사책임을 강화하여 왔다. 그러나 자본시장법이 미공개중요정보 이용행위를 방지하기 위하

논문접수일 : 2017. 09. 30.

심사완료일 : 2017. 10. 19.

게재확정일 : 2017. 10. 20.

* 본고는 필자의 개인적인 견해를 알려드립니다.

** 법학박사 · 한국거래소

여 법적 정비나 불공정거래행위의 조기차단 및 조사를 위한 규제체계의 개편(Fast-track구축)이 있었음에도 불구하고 미공개 중요정보를 생성·생산하는 주권상장법인(그 계열회사 포함)의 임직원들이 준법의식이 부족하여 내부자거래는 줄지 않고 오히려 증가하고 있는 추세이다. 또한 내부자 등의 지위에서 주권상장법인의 내부 중요정보를 타인에게 전달하는 행위와 관련해서도 그러한 행위가 범죄행위라는 죄의식이 부족하다. 그리고 중요정보를 전달 받은 정보수령자도 의도적으로 그 정보를 거래에 이용하는 경우가 많이 발생하고 있다. 더욱이 모바일 등을 이용한 정보의 전달수단의 발달로 내부자 등으로부터 전달받은 미공개 중요정보가 제1차 정보수령자, 제2차 정보수령자 등으로 전달되어 다차의 정보수령자가 많이 발생하고 있다. 그러나 다행이도 감독당국에서 자본시장법 제178조의2(시장질서교란행위)의 제정을 통하여 미약하나마 제2차 이상의 정보수령자의 지위에서 발생한 부당이득을 금융위원회에서 과징금으로 환수 조치할 수 있어 정보의 비대칭을 이용한 내부자거래를 방지할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 이는 그간 법 제174조로 규제하기가 어려웠던 내부정보를 이용한 행위뿐만 아니라 시장정보, 언론정보, 정책정보 등을 이용하는 경우에도 이제는 법 제178조의2로 규제가 가능할 수 있게 되었다. 따라서 향후에는 내부자 등이 내부정보를 이용하는 행위를 비롯하여 투자자의 시세조종 등 불공정거래행위가 줄어 들 것으로 기대하고 있다.

주제어 : 내부자거래, 미공개중요정보, Fast-track, 시장질서교란행위, 시세조종, 정보수령자, 중요정보, 시장정보, 부당이득

1. 서 설

우리나라에서 내부자거래에 대한 규제는 1976년 증권거래법 제7차 개정을 통하여 처음으로 도입되었다. 1956년 증권거래법이 제정된 이후 수차례 증권거래법이 개정되었으나 주권상장법인이 적고¹⁾ 상장회사가 사회적 책임을 부담한다는 법적 인식의 미비 등으로 내부자거래에 대한 규제의 필요성²⁾을 인식하지

못한 것으로 판단된다. 1976년 내부자거래 도입초기에는 내부자거래를 금지하는 것이 아니라 당해 법인의 ‘임직원 및 주요주주’가 내부정보를 이용하여 6월 이내에 매수 및 매도하여 이익이 발생하는 경우 그 이익을 당해 법인에 반환하는 정도에 불과하였다.³⁾ 그러나 그 이후 내부자거래에 대한 규제의 필요성이 확대되면서 규제의 범위와 수준이 계속해서 강화되는 추세를 보여 왔다. 그러다가 1988년 구 증권거래법 제188조에서 ‘내부자거래의 제한’이라는 용어를 사용하였으나 내부자의 미공개정보이용을 금지하는 것이 아닌, 단지 내부자의 단기매매를 내부자로 규정한 것에 불과하였다. 그러나 오늘날 내부자거래의 본격적인 규제체계를 갖춘 것이 1991년 제10차 증권거래법 개정에서 내부자에게 미공개정보이용을 금지하고, 이를 위반한 경우 형사 처벌이 가능한 불법행위로 규정하였던 것이다. 더욱이 이 개정에서 제188조의 제목을 ‘내부자거래의 제한’에서 ‘내부자의 단기매매차익반환’으로 변경하고, 제188조의2를 신설하여 ‘내부자거래의 금지’ 규정하면서 오늘날 내부자거래의 규제체계를 갖추게 되었다고 할 수 있다. 그 이후 내부자거래와 관련하여 주목할 만한 증권거래법의 개정은 1997년 제13차 개정으로 제188조의2의 제목을 ‘내부자거래’에서 ‘미공개이용행위’로 변경한 것과 1999년 제20차 증권거래법 개정시 내부자의 범위에 당해 법인을 추가한 것을 들 수 있다. 2009년 2월 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(이하, 자본시장법)의 시행으로 현재와 같은 내부자거래 규제체계를 갖추게 되었다. 자본시장법 제정 이후 미공개 중요정보를 이용한 내부자거래에 대한 규제의 국제적인 흐름과 시대적 배경을 바탕으로 우리나라 자본시장법도 개정을 거듭하였다. 특히 내부자 등으로부터 정보를 직접적으로 수령 받은 자가 아닌

- 1) 1976년 상장회사 수는 총 274개사, 임직원수는 303,871명으로 나타났다(한국상장회사협의회, 「상장협(춘계호)」, 1980, 126쪽)
- 2) 증권거래의 공정성과 시장의 건전성을 위하여 모든 시장참여자가 동등한 정보를 가지고 거래를 하여야 한다는 전제하에 정보에 접근하기 쉬운 자가 우월한 정보를 이용하여 상대방의 희생 하에 부당한 이익을 얻는 것을 막기 위한 것으로 볼 수 있다(변제호외 5명, 「자본시장법(제2판)」, 지원출판사, 2015년, 606쪽).
- 3) 구 증권거래법 제188조② 상장법인의 임·직원, 주요주주는 그 직무 또는 지위에 의하여 지득한 비밀을 이용하여 그 자가 그 법인의 주식을 매수 한 후 6월 이내에 매도하거나 그 법인의 주식을 매도한 후 6월 이내에 매수하여 이익을 얻는 경우에는 당해 법인은 그 이익을 그 법인에 반환할 것을 청구 할 수 있다.

2차 이상의 다차 정보수령자에 대한 규제 규정인 ①정보이용형 시장질서교란행위와 ②지속적이나 반복적인 허수호가행위 등이 아니어서 불공정거래에 이르지 않는 않지만 불건한 거래행위로 추정될 수 있는 시세조종행위를 규제하는 ‘시세조종형 시장질서교란행위’를 규제할 목적으로 도입된 자본시장법 제178조의2(시장질서교란행위)는 시장의 건전성과 투명성 제고에 일조를 할 것으로 기대가 되고 있다.

한편, 미국은 34년 증권거래법 10(b) 및 SEC Rule 10(b)-5, Rule 10(b)5-1, Rule 10(b)5-2에서 규정하는 사기적 행위의 일반적 금지행위에 근거하여 규제를 하여 왔다.⁴⁾ 그 이후 Chiarella 사건⁵⁾ 등에서 연방대법원이 내부자 범위의 축소 등 내부자거래에 대하여 소극적인 판단을 내리는 것에 대응하여 의회는 1984년 내부자거래제재법(ITSA: Insider Trading Sanction Act), 1988년 내부자거래 및 증권사기 규제법(ITSEFA: Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act)을 제정하여 내부자거래에 대한 민사제재금 부과 및 내부자의 지배자에 대한 감독책임 부과 등으로 내부자에 대한 규제를 한층 더 강화하였다. 일본도 1987년 다테호 화학공업 사건을 계기로 1988년 증권거래법 일부를 개정하여 내부자거래를 금지하게 되었다. 상장회사 등의 모회사 및 자회사의 회사관계자와 계약체결한 자 이외에 교섭중인 자를 추가로 규제하고 상장회사 등의 자회사의 중요정보를 규제대상정보로 추가하고 몰수 및 추징규정을 신설하였다. 그 이후 2006년 금융상품에 대한 포괄적인 제도정비를 통하여 내부자거래의 벌칙을 강화하면서 증권거래법을 금융상품거래법으로 변경하였다.⁶⁾

4) 미국의 내부자거래규제는 내부정보를 이용한 내부자거래와 외부정보를 이용한 내부자거래로 나누고 있다. 전자는 34년 법 10(b) 및 SEC Rule 10(b)-5 아래서 판례가 채택하고 있는 신인의무이론으로 규제하고 있다. 후자는 공개매수 관련정보를 이용한 내부자거래와 그 공개매수 정보 이외의 외부정보를 이용한 내부자거래로 나눌 수 있다. 공개매수 정보이용은 SEC Rule 14(e)-3으로 규제하고, 그 외의 정보이용은 SEC Rule 10(b)-5 아래서 판례가 채택한 부정유용이론으로 규제하고 있다(조인호, “내부자거래 규제에서의 정보수령자 책임”, 「증권법 연구」, 한국증권법학회, 2017, 102쪽).

5) 미국 연방대법원은 신인의무이론에서 피고인의 형사책임을 부정하였고 부정유용이론이 최초로 제기 되었던 사건이다(임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2017년, 878쪽).

6) 박순철, 「미공개중요정보의 이해」, 박영사, 2010년, 32쪽.

II. 미공개중요정보 이용행위

1. 내부자거래

내부자거래(insider trading)란 주권상장법인⁷⁾의 임·직원 및 주요주주, 기타 회사와 일정한 관계가 있는 자가 회사의 업무 등에 관한 미공개중요정보를 특정증권 등의 매매에 이용하거나, 타인으로 하여금 이용하게 하는 행위를 말한다. 즉 당해 법인의 중요한 미공개정보를 이용하여 해당 법인의 주권 등을 매매하는 행위뿐만 아니라 그 밖의 거래도 규제대상이다.⁸⁾ 또한 내부자(준 내부자 포함)로부터 정보를 전달받은 자가 해당 법인의 주권 등을 거래하는 것이다. 그리고 주권상장법인의 공개매수 등 기업 매수관련자들이 내부정보를 이용하여 그 매수 법인의 주권을 매매하는 행위와 경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 주식 등의 대량취득 및 처분에 관한 미공개정보를 이용하는 경우에도 내부자거래에 포함된다. 이러한 내부자거래의 보호법익은 자본시장의 공정성과 투자자 신뢰보호라는 사회적 법익이라 할 수 있다.⁹⁾

2. 중요정보

가. 개념

자본시장법상 중요정보는 “투자자의 투자판단¹⁰⁾에 중대한 영향을 미치는 정

7) 주권상장법인이란 증권시장에 주권이나 증권예탁증권(DR)이 상장된 법인을 말하며, 상장법인은 유가증권시장이나 코스닥시장에 증권이 상장된 법인을 말한다(자본시장법 제9조 제15항). 따라서 주권 등을 발행하여 증권시장에 상장한 주권상장법인과 ETN, ETF 등을 발행하여 증권시장에 상장하고 있는 상장법인은 다른 개념이다.

8) 매매거래는 매매가 이루어져야 한다. 그 밖의 거래는 증권과 현금의 거래뿐만 아니고 주식교환, 담보계약 등 다양한 유상 양·수도 행위가 포함 될 수 있다. 매매의 규제대상은 상장법인의 주식 등이고, 그 밖의 거래는 장외에서 이루어지는데 미공개 중요정보를 이용하여 이러한 거래를 하는 행위도 내부자거래의 규제에 해당된다(김정수, 「자본시장법원론(제2판)」, 서울파이낸스앤로그룹, 2014, 1182-1183쪽),

9) 박순철, 앞의 책, 18-19쪽.

보”로 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 정보로 정의하고 있다(법 제174조 제1항). 즉 내부자거래의 규제대상 정보는 자본시장법상 주요사항보고(법 제161조)나 한국거래소의 공시규정상 수시공시사항 정도라고 보고 있다. 그러나 우리 법원은 내부자거래의 사건을 다루면서 정보의 중요성이나 중요정보의 범위를 신정제지 사건¹¹⁾에서는 미국의 연방대법원이 Texas Gulf Sulphur 사건에서 제시한 것과 같이 정보의 중대성 및 개연성기준으로 인용하다가 바로 크가구 사건¹²⁾에서는 통상 투자자들의 합리적인 가격결정에 영향을 미칠 수 있는 시세영향기준으로 확대하는 경향을 보였으나, 대미실업 사건에서는 다시 중요정보의 범위를 축소하여 정보의 중대성·개연성 기준으로 판결을 함에 따라 그 범위를 직접적으로 판단하기가 어려운 점이 있다.¹³⁾

나. 정보생성시점

자본시장법에 정의되어 있는 미공개 중요정보의 생성시점을 추정할 수 정보의 시간적 연계성을 살펴보고자 한다. 중요정보는 일반적으로 주권상장법인 내부에서 갑자기 생성되는 것이 아니라 정보사항을 계획, 검토, 타당성 검증, 내부품의 등 여러 단계를 거치는 과정에서 소문수준이 구체화되는 것이다. 따라서 실무적으로는 중요정보의 생성시기는 그 정보의 종류, 내용 및 당해 법인의 주가와 거래량 변동 상황에 따라 각각 다르게 추정할 수 있다. 즉 중요정보의 생성은 그 정보의 중대성·개연성뿐만 아니라 다른 내·외부적 요인으로 주가와 거래량이 변동되었다면 그 중요정보의 발생시점과 그 정보의 시세영향을 종합적

10) 자본시장법상 ‘투자자의 투자판단’은 전문투자자, 일반투자자, 초보투자자 등 여러 단계의 투자자가 존재하지만 동법에서는 보통의 일반투자자가 내릴 수 있는 합리적인 투자판단을 의미한다.

11) 대법원 1994.4.26. 선고 93도 695 판결.

12) 대법원 1995.6.29. 선고 95도 467 판결.

13) 신정제지 사건에서 대법원은 투자자의 투자판단에 영향을 줄 수 있는 특정 정보의 중요성 판단기준을 합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성, 즉 정보의 중대성·개연성을 기준으로 판결을 하였으나, 바로크가구 사건에서는 정보의 중요성 개념을 확대하여 유가증권 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실을 언급하면서 시세영향기준을 그 중요성을 판단하는 기준으로 판결하였다.

으로 판단하여 정보생성 시점을 중첩적으로 적용할 필요가 있다. 예를 들어 외부감사인 감사의견거절의 경우 감사결과와 공시시점이 아닌 외부감사인이 현장 감사를 실시하는 시기를 중요정보의 생성시점으로 판단하거나, 매출액이나 손익 변동과 관련한 결산실적의 경우에는 결산자료가 공시되는 시점이 아닌 가결산 자료가 생성되는 결산기 전에 중요정보가 생성된 것으로 추정하고 이를 불공정 거래의 조사기간으로 설정하고 있다.¹⁴⁾

한편, 정보의 시간적 연계성과 관련한 대법원의 판결을 보면 중요정보의 생성 시기는 중요정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성된 경우를 말하는 것이 아니라 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보가 중요정보인지 또한, 그 정보가 실현 가능성이 있는지를 비교 평가하여 증권 및 파생상품의 거래에 관한 의사결정에 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것으로 보고 있다.¹⁵⁾ 따라서 대법원의 판결은 미래의 결과에 대한 개연성 보다는 현재 투자자의 투자 판단에 영향을 미치는 경우 중요정보에 해당(정보의 구체성)하는 것으로 판단하고 있다. 그러나 금융감독원 등 조사기관은 정보가 실현가능성이 있어 구체화 되지는 않았지만 타당성 있다고 검토를 하는 시점에 중요정보가 생성된 것으로 보고 있다.

다. 정보의 공개

자본시장법상 정보의 공개는 해당 법인이나 해당 법인으로부터 공개권한을 위임받은 자 또는 그 법인의 자회사나 자회사로부터 공개권한을 위임 받은 자가 법정된 방법으로 정보를 공시하고 주지기간이 경과¹⁶⁾하여야 한다(법 시행령

14) 실무적으로 내부자들의 미공개 중요정보이용과 관련하여 조사요원은 여러 가지 조사를 하는데 ①중요정보공시 전후 주가변동 상황, ②특정 계좌의 공시 전후 순매수/순매도 여부, ③당해 상장법인의 본점 주소지나 영업 점포에서 매매관여 여부, ④당해 상장법인의 IP주소와 동일한 계좌 존재여부 등을 다각도로 체크하고 있다.

15) 대법원 2008.11.27. 선고 2008도 6219 판결.

16) 자본시장법시행령 제201조 제2항은 '정보의 공개'와 관련하여 금융위원회나 한국거래소에 보고되거나 신고 된 서류는 1일, 금융위원회(Dart)나 한국거래소(Kind)가 운영하는 전자전달매체는 3시간, 신문 등은 '일간신문 등 진흥에 관한 법률'에 따라 게재된 경우 0-6시간 경과, 방송법에 따른 전국 지상파 방송은 방송 후 6시간 경과 등 법정매체와 일정기간이 경과될

제201조 제2항). 정보공개 후 일정기간이나 일정시간이 지나야하는 이유는 회사관계자는 이미 정보를 소유하고 있어 투자결정을 판단할 충분한 시간적 여유가 있지만 일반 보통의 투자자는 공개된 정보를 바탕으로 합리적 투자 판단을 하는데 있어 시간적인 여유가 필요하기 때문이다. 그러나 인터넷, SNS 등 정보통신의 발달과 통신매체의 다양화로 정보의 확산 속도가 빠르게 진화하고 있는 시점에 회사관계자 등에게 주지기간이 지나치게 길어 오히려 공개된 정보를 이용함에 있어 역차별이 발생할 수 있다는 비판에 따라 주지기간의 단축과 공개수단을 추가할 필요성이 있다.¹⁷⁾

3. 규제대상자

가. 내부자

자본시장법은 미공개정보의 접근에 있어 우월적인 지위에 있는 자를 진정한 분범으로서 내부자거래의 행위주체로 규정하고 있다. 회사의 내부자는 당해 법인 및 그 임직원·대리인, 당해 법인의 주요주주 및 그 주요주주의 대리인·사용인·종업원으로 구성되어 있다(법 제174조). 한편, 자본시장법은 상장법인 및 상장예정법인 등이 발행한 특정증권 등에 대하여 만 내부자 거래를 금지하고 있다. 미국의 경우에는 내부자 거래의 근거법인 34년 거래법 제10조(b)나 SEC Rule 10(b)-5에서 거래소 및 NASDAQ의 상장증권 이외의 증권도 내부자 거래의 규제대상이 되고 있다. 일본도 금융상품거래법에서 제한적이지만 유가증권, 점두파생상품에 대하여 내부자거래를 규제하고 있다.¹⁸⁾ 따라서 금융투자협회 중개시장인 프리보드시장이나 비상장법인의 증권에 대해서도 미공개중요정보를 이용한 거래를 금지할 필요가 있다.¹⁹⁾

것을 요구하고 있다.

17) 박순철, 앞의 책, 150쪽.

18) 김정수, 앞의 책, 1179쪽.

19) 자본시장법 제178조(부정거래)에 따라 주권상장법인의 주권뿐만 아니라 장외종목 등 모든 금융투자상품의 매매 및 그 밖의 거래와 관련하여 위계, 기획, 기교, 허위표시 등을 사용하는 경우에는 규제할 수 있는 조항이 있으나 내부자 등의 미공개중요정보이용 행위를 규제할 수

(1) 당해 법인

주권상장법인은 자본시장법 제165조의3에서 이익배당가능 범위 내에서 자기주식 취득이나 처분이 가능하므로 당해 법인이 호재성이나 악재성 미공개 정보를 사전에 입수하고, 자기주식을 취득 또는 처분시 미공개중요정보를 이용할 수 있다. 따라서 당해 법인의 임직원 등이 자기주식 취득 또는 처분과 관련한 업무에 미공개중요정보를 이용하면 규제대상이다. 즉 주권상장법인은 미공개중요정보의 이용이 금지되며 만약 당해 상장법인이 미공개정보를 보유하고 있는 경우, 당해 정보가 공개되기 전까지는 자기주식의 취득이나 처분을 금지하고 있다(법시행령 제176조의2 제2항). 한편, 당해 법인의 미공개 중요정보이용에 대한 처벌은 법 제443조 제1항으로 직접 의율 되는 것이 아니라 법 제448조의 양벌규정에 의해서 처벌된다.²⁰⁾ 또한, 6월 이내에 주권상장법인이 되는 법인이나 주권상장법인과 합병, 주식의 포괄적 교환 및 이전 등 법 시행령 제201조(정보의 공개)에 따른 기업결합 방법으로 상장의 효과가 있는 비상장법인도 주권상장법인과 동일한 규제대상이다. 그리고 당해 상장법인과 ‘독점규제 및 공정거래에 관한 법률’(이하, 공정거래법)에 따라 계열회사²¹⁾의 관계가 있는 계열회사 및 그 임직원, 주요주주 등이 규제대상이다. 그러나 주권상장법인 계열회사의 임직원·주요주주·대리인 등을 내부자거래로 처벌하기 위해서는 계열회사의 범위에 대한 명확성이 요구된다 할 것이다. 특히 형벌법규가 수반되는 내부자거래에서 그 위반자의 범위 및 내용이 구체적이고 명확해야 한다는 ‘법규내용의 명확성의 원칙’에 비추어 볼 때도 현행 법규는 지나치게 애매모호하다고 할 수 있을 것이다.

(2) 임·직원

임원은 자본시장법 제9조에 따라 이사 및 감사로 한정하고 사내이사 이외에 사외이사는 상시적인 상무에 종사하지 않는 사람으로서 금융회사의 지배구조에

있는지 여부는 이 법의 적용에 있어서 다툼이 있어 면밀한 검토가 필요하다.

20) 박순철, 앞의 책, 85쪽.

21) ‘독점규제 및 공정거래에 관한 법률’에 따른 계열회사는 2 이상이 동일한 기업집단에 속하는 경우에 계열회사에 해당 한다(제2조제 2호). 공정거래법시행령 상 기업집단은 당해 회사의 발행주식 총수의 30/100이상을 소유하는 경우로 최다출자자인 회사, 동일인이 지배하는 회사이거나, 사회통념상 경제적인 동일체로 인정되는 회사에 해당하는 경우이다.

관한 법률(이하 ‘지배구조법’) 제17조(임원후보추천위원회)에 따라 선임되는 이사를 말하고 있다. 자본시장법 및 지배구조법에 보는 이사 및 사외이사 이외에 상법은 회사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 (1)이사에게 업무집행을 지시한 자, (2)이사의 이름으로 직접 업무를 집행한 자, (3)이사가 아니면서 회장, 부회장, 부사장, 전무, 상무 등 회사의 업무를 집행할 권한이 있는 것으로 인정될 만 한 명칭을 사용하여 회사의 업무를 집행한 자 등이 이사로 포섭하고 있다.²²⁾(상법 제401조의2 제1항). 직원에 대해서는 자본시장법에 특별한 정의를 두지 않고 있다. 직원은 통상 회사의 지휘·명령 하에 실제로 그 회사의 업무에 종사하는 자로서 고용관계, 계약관계 유무를 불문한다. 즉 고용관계가 없더라도 사실상 회사의 통제나 감독을 받고 그 지위나 직무에 의하여 회사정보에 접근할 수 있는 파견직원, 용역직원, 임시고용인, 아르바이트 직원 등이 포함된다.²³⁾ 또한, 주권상장법인의 공정거래법상 계열회사²⁴⁾의 임직원도 내부자 규제대상인 임직원에 포함된다 할 것이다.

(3) 주요주주

주요주주는 누구의 명의로 하던지 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식 총수의 10% 이상의 주식을 소유한 주주 또는 이사·감사·집행임원의 임면 등의 방법으로 상장법인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 주주 및 그 배우자와 직계 존비속을 말한다(상법 제542조 제2항 제6호). 또한 자본시장법에서 지배구조법으로 수계된 주요주주는 상법의 주요주주의 개념과 유사하지만 ①누구의 명의로 하던지 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식 총수의 10% 이상의 주식(그 주식과 관련된 DR 포함)을 소유한 자. ②임원(업무집행책임자 제외)의 임면 등의 방법으로 금융회사²⁵⁾의 주요한 경영사항에 대하여 사

22) 내부자거래의 주요 규제대상인 임원에 대한 정의가 상법, 자본시장법, 지배구조법 등으로 복잡하게 명정되어 있어서 하나의 법률에서 통일된 정의가 필요하다. 예를 들면 상법은 집행 임원을 그리고 지배구조법은 업무집행책임자를 임원으로 포섭하고 있다.

23) 대법원 1993. 5. 14 선고 93도 344 판결.

24) 공정거래법 제9조 제1항, 동법 시행령 제8조에 따른 계열회사이다.

25) 지배구조법은 다른 법령에 특별한 정함이 없는 경우에는 금융회사를 법인으로 보고 동 법률을 적용하고 있다.

실상의 영향력을 행사하는 주주로서 대통령령이 정하는 자라고 정의하여 상법보다 좀 더 자세하게 정의하고 있다. 지배구조법 시행령 제4조는 (1)단독 또는 다른 주주와의 합의·계약 등으로 대표이사 또는 이사의 과반수를 선임한 주주, (2)경영전략·조직변경 등 주요 의사결정이나 업무집행에 지배적인 의사결정을 한다고 인정되는 임원인 주주로서 의결권 있는 발행주식 총수의 1%이상 소유한 자를 말한다.²⁶⁾²⁷⁾ 이때 주요주주에 해당하는 자는 개별주주 1인을 기준으로 판단한다.²⁸⁾ 그리고 주요주주의 '사실상 영향력'을 판단함에 있어 개별사건마다 그 자가 사실상 영향력을 행사하고 있는지를 입증하기 어렵기 때문에 지배구조법은 주요주주에 대하여 구체적으로 정의하고 있어 (1)과(2)의 사실만 입증하면 되며 별도로 법인의 주요경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사한다는 사실을 입증할 필요가 없다.²⁹⁾ 한편, 지배구조법은 주요주주를 발행주식 총수의 10%이상인 자로 정의하면서 전환사채(CB)나 신주인수권부사채(BW)등 향후에 주식으로 전환할 수 있는 주식관련사채 등을 보유한 주주에 대해서는 언급이 없어 이에 대한 입법적인 보완이 필요하다. 또한, 주요주주가 권리를 행사하는 과정에서 미공개 중요정보를 이용하지 않고 자신의 지위와 관련하여 미공개중요정보를 이용한 경우 처벌이 가능한지가 모호하다. 따라서 미공개중요정보를 그 권리행사 과정뿐만 아니라 자신의 지위와 관련하여 이용하는 경우에도 포함되어야 할 것이다.³⁰⁾

나. 준 내부자

(1) 인·허가권자

26) 금융회사의 지배구조에 관한 법률 제2조 제6호 나목 및 동법 시행령 제4조 참조.

27) 상법의 특례조항 인 주권상장법인에 대한 주요주주의 범위와 지배구조법에서 정의하고 있는 주요주주의 범위가 상이하여 법 적용이 모호하다 할 수 있다. 그러나 지배구조법은 금융관계 법령에 특별한 규정이 있는 경우를 제외하고는 지배구조법에 따르도록 하고 있는바 주권상장법인이나 상장법인인 금융회사는 상법과 지배구조법 중에서 어느 법을 적용하여야 하는지를 분명히 할 필요가 있다.

28) 서울고등법원 2008.6.24. 선고 2007노653 판결.

29) 박순철, 앞의 책, 91쪽.

30) 김정수, 앞의 책, 1140쪽.

당해 법인에 대하여 허가·인가·감독 등 권한을 가진 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 자연스럽게 중요정보를 습득할 수 있는 지위에 있거나 혹은 지도·감독하는 과정에서 그 지위에서 정보접근이 용이하거나 합법적으로 내부정보에 접근할 수 있는 자는 회사 내부자는 아니지만 사실상의 내부자로 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개 중요정보를 알게 된 경우로 한정된다. 즉 반드시 권한을 행사하는 내용과 이용대상이 되는 내부정보가 일치할 필요는 없다. 주요 주주의 경우와 같이 인·허가권자가 ‘자신의 지위’와 관련하여 취득·이용하였으면 충분하다고 볼 것이다.³¹⁾

(2) 계약체결자 및 계약을 교섭중인 자

당해 법인과 계약을 체결하고 있거나 계약체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 교섭·체결·이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자이다. 여기서 계약을 체결하고 있는 자에는 주거래은행, 외부감사인, 회계법인, 법률고문 등이 해당될 것이다. 당해 법인을 인수하기 위하여 실사를 하고 있는 기업의 경우, 해당 법인의 미공개중요정보를 지득할 수 있으므로 계약체결을 교섭중인 자도 내부자 범위에 포섭된다고 할 수 있다. 그리고 주요주주, 인허가권자, 계약체결자³²⁾ 또는 교섭중인 자의 대리인이 법인인 경우에는 그 임직원·대리인을 포함하며 그 자가 법인인 경우에는 그 법인의 임직원 및 대리인도 포함된다. 자본시장법상 내부자 및 준 내부자에 일단 해당되면 그 지위를 상실하더라도 1년이 경과하여야 그 신분에서 벗어날 수 있다.

다. 정보수령자

누구든지 주권상장법인의 내부자(준 내부자 포함) 및 회사관계자 등으로부터

31) 김정수, 앞의 책, 1141쪽.

32) 구두계약은 계약의 체결로 볼 수 없으며 내부자거래의 규제대상인 계약체결자에 해당되지 않는다. 구두계약은 계약의 최종계약 체결시까지 계약조건의 변경과 계약의 취소 등이 가능하기 때문에 체결행위로 볼 수 없다. 또한, 양해각서의 체결도 상호간의 구속력이 없기 때문에 계약체결이 이루어진 것으로 볼 수 없다. 그러나 구두계약이나 양해각서 등 계약체결을 교섭중인 자가 교섭과정에서 미공개중요정보를 이용하는 경우에는 규제대상으로 볼 수 있다 (김정수, 앞의 책, 1142쪽).

미공개중요정보를 전달받은 자는 진정 신분범에 해당하며 정보수령자로(tippee)로 내부자거래 규제대상이다.³³⁾ 정보수령자는 미공개중요정보를 회사관계자로부터 받아야 하므로 그 이외의 자로부터 미공개중요정보를 받은 자는 규제대상이 아니다. 따라서 제1차 정보수령자는 미공개중요정보이용행위와 관련하여 형사 처벌이 수반되는 규제대상이고 제1차 정보수령자로부터 정보를 전달 받은 제2차 이상의 정보수령자³⁴⁾³⁵⁾는 미공개중요정보를 이용하였지만 형사책임이 아닌 자본시장법 제178조의2 ‘정보이용형 시장질서교란 행위자’로 금융위원회에서 미공개중요정보 이용행위로 취득한 부당이득에 대하여 과징금을 부과하도록 하고 있다. 정보제공자는 (1)법에서 규정하는 내부자 일 것, (2)제공하는 정보가 법에서 금지하는 미공개중요정보일 것, (3)정보제공자는 정보수령자에게 미공개중요정보를 이용하게 하려는 의도(고의)가 있어야 한다.³⁶⁾ 정보수령자 입장에서는 (1)그 정보가 회사의 업무 등에 관한 미공개중요정보라는 사실, (2)정보제공자가 회사 내부자이고 그자가 그 정보를 직무와 관련하여 알게 된 사실 등을 인식하고 당해 내부자 등으로부터 정보를 수령하여야 한다.³⁷⁾ 즉, 정보수령자의 책임을 묻기 위해서는 정보제공자의 행위가 법에 금지하는 행위이어야 한다.³⁸⁾

33) 자본시장법 제174조 제1항 제1호부터 제5호까지 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지 어느 하나에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함)로부터 미공개중요정보를 받은 자는 그 정보를 특정증권 등의 매매 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다.

34) 제2차 정보수령자는 형법상 필요적 공범이론(대항범)을 적용하여 공동정범이나 정범으로 처벌할 수 없다고 판결(대법원 2002. 1.25 선고 2000도90 ‘신동방사건’ 판결)하고 있으나 최근 판결에서 제1차 정보수령자가 정보를 전달받아 수익을 분배하기로 약정하는 등 범죄행위에 적극적인 역할을 하는 경우에는 공범으로 처벌할 있다고 판결(대법원 2009.12.10 선고 2008도6953 ‘파루사건’ 판결)한 사례도 있다.

35) 대법원은 제2차 정보수령자에 대한 판결에서 (1) 미공개 내부정보는 정보의 성격상 전달과정에서 상당히 변질되어 단순한 소문 수준의 정보가 되기 때문에 미공개 내부정보에 대한 규제대상을 적절한 범위 내로 제한할 필요가 있다. (2) 처벌범위가 불명확하게 되거나 법적 안정성을 해치게 되는 경우를 막기 위해서 제2차 정보수령자 이후의 정보수령자의 미공개 내부정보 이용행위를 그의 처벌범위에 포함하지 않기로 한 것이 죄형법정주의의 원칙에 부합된다고 판시한바 있다(대법원 2002.1.25. 선고 2000도90 판결; 대법원 2009.12.10. 선고 2008도 6953 판결).

36) 김정수, 앞의 책, 1149쪽.

37) 변제호외 5명, 앞의 책, 619쪽.

38) 미공개중요정보를 가진 X회사의 내부자 A가 그 미공개중요정보를 제공하지 않고 단순히 ‘X

이는 정보수령자의 책임은 정보제공자로부터 파생되어 나오는 ‘파생적 책임’이기 때문이다. 한편, 자본시장법은 법 제174조 미공개중요정보이용행위 뿐만 아니라 동조의 ‘공개매수’ 관련 정보 및 ‘주식의 대량취득·처분’ 관련 정보, 법 제173조의2 ‘장내파생상품의 대량보유보고’, 법 제178조의2 ‘정보이용형 시장질서 교란행위’ 등에서 정보수령자에 대하여 책임을 묻고 있다.

라. 기타 시장정보 이용자

(1) 공개매수 관련자의 정보이용

공개매수예정자(그 계열사 포함), 공개매수예정자의 임직원·대리인 및 주요주주는 주식 등에 대한 공개매수의 실시 및 중지 여부에 관한 미공개정보를 그 주식 등과 관련된 특정증권³⁹⁾ 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위를 금지하고 있다(법 제174조 제2항). 이는 공개매수자가 공개매수 대상회사의 업무정보가 아닌 시장정보를 이용한 행위로 전통적인 내부자거래의 규제의 틀로는 규제가 어렵기 때문에 특칙으로 공개매수정보를 이용한 공개매수 대상기업의 주식거래를 명문으로 금지하고 있었다.⁴⁰⁾ 미국에서도 1980년 Chiarella 사건에서 공개매수정보를 이용하여 공개매수자의 직원이 공개매수 대상기업(Target company)의 주식을 거래한 Chiarella에 대하여 연방대법원이 내부자로 처벌할 수 없다고 판단⁴¹⁾하였고, 이에 따라 SEC는 공개매수 대상기

회사 주식을 사라’고 권유하여 그 말을 듣고 B가 X회사 주식을 매수한 경우에는 법 제174조 제1항에 따른 미공개중요정보를 받은 바 없으므로 정보수령자는 책임을 지지 않는다고 보고 있다(조인호, 앞의 책, 114쪽 인용).

39) 특정증권은 ‘의결권 있는 주식에 관계된 증권과 관련된’이 아니라 의결권이 있는 주식을 발행한 증권상장법인이 발행한 증권과 관련된 특정증권 등을 의미하는 것이다.(박순철, 앞의 책, 207-208쪽).

40) 구 증권거래법은 공개매수 특칙에 대하여 일반적인 미공개 중요정보이용행위 금지 조항을 준용하는 입법형식이었으나, 자본시장법은 공개매수 특칙을 별도로 규정하면서 행위주체별로 정보지득 경위를 세분화하고, 행위주체에 공개매수자에 대하여 내부자거래 규제대상처럼 법령상 인허가·지도·감독 또는 계약체결자, 계약체결을 교섭중인 자, 공개매수자로부터 정보수령자를 추가하였다. 다만, 공개매수자의 공개매수를 목적으로 하는 거래(발판매수)는 규제대상에서 제외하였다.

41) 항소법원에서는 유죄판결을 받았으나 연방대법원은 내부자거래 책임은 단지 중요한 미공개중

업의 주식도 내부자거래 규제대상으로 규정하는 SEC Rule 14(e)-3를 제정하게 되었다.⁴²⁾

한편, 공개매수관련 독립적인 법 조항에 따라 비상장법인이 상장법인을 공개매수하는 경우 법 제174조 제2항은 공개매수자가 법인인 경우 상장여부를 묻지 않기 때문에 비상장법인의 내부자가 공개매수 대상기업의 주식을 거래하는 경우 명백하게 내부자거래에 해당될 수 있다.⁴³⁾ 공개매수자의 내부자 또는 회사관계자가 공개매수 대상기업의 주식 등을 거래하는 경우 공개매수 관련 내부자거래 특칙이 적용될 것이나, 반대의 경우 공개매수 대상회사의 내부자 또는 회사관계자가 공개매수 회사의 주식 등을 거래하는 경우에는 직무와 관련한 정보수령자로서 규제대상이 될 수 있다. 공개매수와 정보이용행위를 살펴보면, 공개매수회사 내부자들이 공개매수대상회사의 주식 등을 거래하거나 공개매수 대상회사의 내부자들이 공개매수 대상회사의 주식 등을 거래하면 공개매수 특칙이 적용된다. 반면에 공개매수회사의 내부자들이 공개매수회사의 자기주식 등을 거래하거나 공개매수 대상회사의 내부자들이 공개매수회사의 주식 등을 거래하면 공개매수와 관련한 일반적인 미공개중요정보를 이용하는 행위가 될 수 있다(아래 표 참조).

〈 A 상장법인이 B 상장법인을 공개매수⁴⁴⁾ 〉

정보이용자	거래대상	규제근거	비고
A회사 내부자	B회사 특정증권 등	공개매수 특칙 적용	회사관계자
A회사 내부자	A회사 특정증권 등	미공개중요정보이용행위	회사관계자
B회사 내부자	B회사 특정증권 등	공개매수 특칙 적용	정보수령자
B회사 내부자	A회사 특정증권 등	미공개중요정보이용행위	정보수령자

공개매수와 관련하여 주식의 사전매수행위가 공개매수 목적이외의 다른 목적

요정보를 이용하였다는 사실보다는 거래 당사자 간에 신인의무가 존재하여야 한다고 주장하고 항소심 판결을 파기하였다(김정수, 「내부자거래와 시장질서교란행위」, SFL그룹, 2016, 92쪽).

42) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1160쪽.

43) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1161쪽.

44) 박순철, 앞의 책, 211쪽(도표 2) 참조.

이 있는 경우에는 규제대상이 될 수 있다. 따라서 공개매수 신고서에 공개매수 대상 회사 발행 보유주식을 신고하지 아니하면 미공개정보이용행위로 의심할 수 있지만 공개매수신고서에 보유수량을 신고하면 공개매수의 목적이 없다고 의심하기 어려울 것이다.⁴⁵⁾ 따라서 공개매수자가 공개매수를 목적으로 사전매수행위(발판매수⁴⁶⁾)는 허용되는 것으로 해석할 수 있다.⁴⁷⁾

(2) 주식의 대량취득 및 처분에 대한 정보이용

자본시장법은 주식의 대량취득·처분⁴⁸⁾의 실시 및 중지 에 관한 정보인 미공개 정보를 그 주식 등과 관련된 특정증권 등 매매 및 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위를 금지하는 규정을 신설하였다(법 제174조 제3항). 주식 등을 대량취득·처분하는 자⁴⁹⁾(그 계열회사를 포함)는 대상회사의 외부자이고, 이들이 대상회사의 주식 등을 대량취득·처분하는 것은 내부정보가 아니라 시장정보와 관련된 것이기 때문에 구 증권거래법은 동 정보를 이용하는 경우 미공개중요정보 이용행위로 규제를 할 수가 없었다. 그러나 주식 등의 대량취득·처분정보는 대부분 경영권 변동이 수반되고 당해 회사의 주가에 중대한 영향을 미치는 거래이므로 자본시장법은 공개매수정보와 마찬가지로 이를 규제 대상으로 하는 특칙을 신설하였다. 주식 등의 대량취득·처분과 관련된 사례는 상장법인의 대주주이자 대표이사(갑)와 경영권의 양수인(을)이 경영권을 양수도하기로 합의한 후, 갑은 경영권을 양도하는 과정에서 을을 유상증자에 참여시키는 것을 승낙하는 MOU를 체결하고 유상증자가 완료되는 시점에 을이 갑에게 그 인수자금을 전액 지불하고 본 계약 체결과 동시에 경영권을 양도한다는 공

45) 박순철, 앞의 책, 210쪽.

46) 자본시장법은 구 증권거래법과는 달리 2013년 개정법에서 ‘공개매수자’를 ‘공개매수 예정자’로 변경하면서 공개매수 이후에도 상당한 기간 동안 주식 등을 보유하여 미공개중요정보이용의 의도가 없는 경우 조건부로 공개매수 예정자의 발판매수를 허용하였다.

47) 변제호외의 5명, 앞의 책, 639쪽.

48) 주식 등을 대량취득이나 처분하는 자란 주식 등이 발행 주식총수 10%이상 또는 최대주주변동을 초래하는 취득이나 처분하는 경우를 말한다.

49) 주식 등의 대량취득 및 처분자의 범위에는 미공개중요정보 이용행위처럼 주권상장법인의 임직원 및 그 대리인 등 내부자를 비롯하여 준 내부자, 기타 내부자 등으로부터 정보를 제공 받은 1차 정보수령자 등이 포함되어 규제의 범위가 내부자거래의 규제와 동일하다.

시를 하는 데, 이 때 양도인과 양수인이 계약체결 전에 위 회사 주식 등을 거래하는 경우이다. 구 증권거래법 하에서는 양수인은 상장법인과 계약을 체결한 자⁵⁰⁾가 아니므로 규제를 할 수 없었으며, 또한 양도인과 함께 정보를 생산한 자이므로 정보수령자도 아니어서 그 당시에는 처벌할 수 없었다.⁵¹⁾⁵²⁾

(3) 파생상품의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정보이용

자본시장법은 시장정보를 이용한 자는 내부자거래로 처벌⁵³⁾하지는 않지만 장내파생상품에 영향을 미칠 수 있는 정보를 업무와 관련하여 알게 된 자는 그 정보를 누설하거나 동법 제1항에 따른 장내파생상품 및 그 기초자산의 매매나 그 밖의 거래에 이용하거나 타인으로 하여금 이용하게 하는 행위를 금지하고 있다(법 제173조의2 제2항). 이 조항은 시장정보에 대한 규제가 미치지 못하는 부분을 보충하기 위해서 자본시장법에 새로이 신설된 조항이다. 구 증권거래법에서 내부자거래의 규제대상 되는 것은 상장법인이 발행한 증권인바, 장내파생상품은 증권회사나 자산운용사 등 상장법인 이외의 자가 발행하여 상장하기 때문에 규제대상이 아니었다. 내부자가 자사주에 대한 내부정보를 이용하여 자사주를 기초자산으로 하는 주식선물·옵션 등 장내파생상품을 거래하는 경우 그 거래를 규제할 수 없었다. 또한, 장내파생상품의 기초자산이 상장되어 있지 않을 경우⁵⁴⁾ 기초자산에 관한 정보를 이용하여 장내파생상품을 거래하는 행위도

50) 그 이후 양수인은 상장법인과 계약체결자 뿐만 아니라 계약을 교섭중인자도 준 내부자에 포함되어 처벌할 수 있게 되었다.

51) 대법원 2003.11.14. 선고 2003도 686(회승강업) 판결.

52) 박순철, 앞의 책, 215쪽.

53) 내부자 등이 내부정보를 이용하는 행위는 자본시장법상 내부자거래로 처벌할 수 있지만 시장정보, 언론정보, 정책정보 등 내부정보가 아닌 외부정보를 이용하는 경우에는 원칙적으로 규제를 할 수 없었다. 그러나 2015년 7월부터 법 제178조의2 제2항을 제정하여 2차 이상 정보수령자나 시장정보 등 외부정보를 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 경우 이를 '정보이용형 시장질서교란행위자'로 금융위원회에서 부당이득에 대하여 과징금을 부과할 수 있도록 하였다.

54) 장내파생상품에 상장되어 거래되고 있는 돈육이나 석유 등 상품선물의 경우 그 현물이 거래되는 돈육시장, 석유시장에서 대한 현물정보는 돈육선물이나 석유선물 시장의 시세에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보이다. 따라서 자본시장법은 기초자산인 돈육이나 석유의 현물정보를 이용하여 그 선물을 거래하는 것을 법으로 규제하는 것이다.

규제할 수단이 없었다.⁵⁵⁾ 그러나 자본시장법의 규제대상자들은 장내파생상품거래와 관련하여 (1)장내파생상품에 영향을 미칠 수 있는 정책을 입안·수립·집행하는 자, (2)해당 정보를 생성·관리하는 자, (3)이들 상품의 기초자산의 증개·유통 또는 검사와 관련된 업무에 종사하는 자들이다. 그 이외에 이들로부터 정보를 제공받은 1차 정보수령자⁵⁶⁾도 규제대상이다.

4. 규제대상증권

자본시장법은 주권상장법인의 임직원·주요주주 등이 미공개중요정보를 이용하는 행위를 사전에 차단하고자 예방차원에서 이들이 ‘특정증권’ 등을 6월 이내에 매매하여 차익이 발생하는 경우 당해 법인에 그 차익을 반환하도록 규정하고 있다(법 제172조). 그리고 미공개중요정보 이용행위 금지의 대상증권도 주권상장법인 및 주권상장 예정법인이 발행한 ‘특정증권’ 등이다(법 제174조). 법 제172조(단기매매차익반환) 및 법 제174조(미공개중요정보 이용행위금지)에서 규제대상증권은 금융투자상품의 특정증권 등으로 동일하게 적용하고 있다. 구 증권거래법은 일반사채도 규제대상으로 규정하였으나 자본시장법은 이를 제외하고 특정증권으로 금융투자상품이라는 용어로 포섭하여 입법하였다. 여기서 금융투자상품은 증권과 파생상품으로 구분하고 있다(아래 표 참조).

가. 증권

금융투자상품은 증권을 지분증권, 수익증권, 채무증권, 투자계약증권, 증권에탁증권, 파생결합증권 등 6가지로 나누고 있다. 여기서 규제대상증권은 지분증권, 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW) 등 주식관련사채인 채무증권, 증권에탁증권(DR) 등이다.⁵⁷⁾

55) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1133쪽.

56) 정보수령자가 제1차 정보수령자의 지위에 있다면 규제대상자와 이들로부터 수령 받은 동 정보를 누설하거나, 장내파생상품 및 그 기초자산의 매매 및 그 밖의 거래에 이용하거나 타인으로 하여금 이용하게 해서는 안 된다. 그러나 만약 정보수령자들이 제2차 이상 정보수령자의 지위에 있다면 시장질서교란행위자로 처벌될 수도 있다.

나. 파생상품

자본시장법은 파생상품을 거래소시장에서 거래되는 장내파생상품과 거래소 시장 밖에서 기관이나 개인 간 사적계약에 따라 설정되어 거래되는 장외 파생상품으로 구분하고 있다. 장내 파생상품중에서 규제대상증권은 주권을 기초자산으로 하는 주식선물, 주식옵션, 주식선물옵션과 주식 등을 기초자산으로 하는 ELS, ELW, 돈육이나 석유 등을 기초자산으로 하는 상품선물 등 거래소에서 상장되어 거래되고 있는 파생상품과 파생결합증권이다.⁵⁸⁾ 따라서 자본시장법은 파생상품이나 파생결합증권에 관한 미공개중요정보의 이용행위를 규제대상으로 포함시키고 있다.

금융투자상품			
		증권	파생상품
주권상장법인이 발행한 증권	지분증권	채무증권 ○ 전환사채권(CB) ○ 신주인수권부사채권(BW) ○ 이익참가부사채권(PB) ○ 교환사채권(EB) (DR을 포함한 지분증권, CB, BW, PB와 교환청구가능해야 함)	장내 및 장외 파생상품 (그 법인이 발행한 증권, 증권예약증권, 교환사채권을 기초자산으로 하는 경우)
	수익증권	투자계약증권	
	파생결합증권 그 법인이 발행한 증권, 증권예약증권, 교환사채권을 기초자산으로 하는 경우	증권예약증권 (그 법인이 발행한 증권과 관련된 것)	
주권상장법인 외의 자가 발행한 증권	지분증권	채무증권 교환사채권 (그 법인이 발행한 증권, 증권예약 증권과 교환청구 가능해야 함)	장내파생상품
	수익증권	투자계약증권	장외파생상품
	파생결합증권	증권예약증권	

* 위의 표에서 음영부분이 자본시장법상 규제대상 특정증권이다.

57) 자본시장법 제172조(단기매매차익반환)와 제174조(미공개중요정보이용행위의 금지)에서 규제하는 특정증권은 (1)그 법인이 발행한 증권 (2)제1호와 관련된 증권예약증권 (3)그 법인외의 자가 발행한 것으로 제1호 및 제2호와 교환을 청구할 수 있는 교환사채권 (4)제1호부터 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품으로 규정하고 있다.

58) 내부자 및 정보수령자들이 미공개중요정보를 이용하여 매매거래를 하는 경우에는 중요정보의 내용과 공개시점에 따라 상·하한가 등으로 유동성이 부족한 현상이 일어나기 때문에 당해 상장법인의 주권보다는 상대적으로 유동성 풍부하고 이익 또는 손실회피의 레버리지 효과가 큰 당해 상장법인을 기초자산으로 하여 발행된 선물 및 옵션시장을 이용하는 행위가 일반적이다. 따라서 파생상품시장에 대한 규제는 당연한 것이라 할 수 있다.

5. 법적 구성요건

자본시장법은 내부자거래와 관련한 법적구성요건으로 내부정보에 대하여 ‘상장법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보’ 일 것을 요구하고 있다(법 제174조 제1항). 또한 내부자거래는 내부정보가 시장에 알려지기 전에 불공정한 정보격차를 이용하는 거래이다. 즉 내부자거래 규제정보는 정보가 생성된 이후 일반인에게 공개되지 아니한 미공개정보이어야 한다. 다음으로 당해 미공개 중요정보가 증권가격에 영향을 미칠 수 있을 중요한 정보로서 가치를 가져야 한다는 것이다. 그 구성 요건요소를 살펴보면 다음과 같다.

가. 직무관련성

내부자거래의 규제는 상장법인의 정보로 그 정보가 직접적이든 간접적이든 당해 상장법인의 ‘업무 등과 관련된 내부정보⁵⁹⁾’이어야 한다. 상장법인의 업무 관련 정보는 당해 상장법인의 경영·재산 등에 관한 중요정보로 보는 것이 일반적이다. 하지만 원자재 가격정보와 같이 당해 내부자가 우월적 지위에서 접근·확보할 수 있는 정보가 아닌 것은 여기에 해당한다고 보기 어려울 것이다. 그리고 당해 회사정보 이외에 외부에서 발생한 정보⁶⁰⁾로 당해 회사 주가에 영향을 줄 수 있는 시장정보의 경우도 원칙적으로 당해 법인의 업무등과 관련성이 없으므로 내부정보에 해당하지 않는다고 할 수 있다.⁶¹⁾ 여기서 직무 또는 업무와 관련하여 모두 모호한 개념으로 해석의 문제가 제기된다. 즉 내부자와 직접적으로 관련한 정보에만 국한되는지 아니면 직무와 관련하여 합법적으로 접근이 가능한 일체의 모든 정보를 포함하는지 다툼이 있을 수 있다. 내부자의 직무와 직접적이든 간접적이든 관련된 일체의 정보로 보아야 할 것이다.⁶²⁾

59) 정보수령자가 업무상 관련성은 없다고 하더라도 내부자 등으로부터 정보를 제공받고 미공개중요정보임을 인식하면서 거래를 하였다면 정보를 이용한 거래로 추정된다(임재연, 앞의 책, 899쪽).

60) EU의 경우는 2003년 Market Abuse Directive를 통해 내부자거래의 규제와 관련하여 기업의 주가에 영향을 미치는 외부정보에 대하여도 규제를 하고 있다(변제호 외 5명, 앞의 책, 623쪽).

61) 변제호 외 5명, 앞의 책, 622쪽.

나. 정보의 미공개성

내부자가 이용한 ‘미공개정보’, 또는 ‘내부정보’는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 정보를 말한다(법 제174조 제1항). 따라서 중요정보라도 일반인들에게 공개되고 공개 후 일정기간이 경과된 정보는 내부자들이 이용할 수 있는 일반화된 공개정보가 되는 것이다. 미공개정보가 공개된 정보를 되려면 그 정보를 법이 규정하는 방법에 따라 공개 절차를 거쳐야 한다. 정보의 공개방법과 경과시간은 (1)법령에 따라 금융위원회 또는 한국거래소에 신고 되거나 보고된 서류에 기재되어 있는 정보의 경우에는 그 서류가 금융위원회 또는 한국거래소에 비치된 날로부터 1일 경과, (2)금융위원회 또는 한국거래소가 운영하는 전자전달매체⁶³⁾를 통하여 그 내용이 공개된 경우에는 공개 후 3시간 경과, (3)신문 등의 진흥에 관한 법률에 따른 일간신문 또는 경제분야 특수 일간 신문중에서 전국을 보급지역으로 하는 둘 이상의 신문에 그 내용이 게재된 경우에는 게재된 날의 다음날 0시부터 6시간 경과, (4) 방송법에 따른 방송중 전국에서 시청할 수 있는 지상파방송을 통하여 그 내용이 방송된 경우 방송 후 6시간 경과시 공개된 것으로 본다. 따라서 위와 같은 방법으로 공개되지 않는 경우와 일정시간이 경과되지 않으면 정보가 공개되었다고 볼 수 없다.⁶⁴⁾ 판례도 이러한 취지에서 인수 후 개발 추진사실이 비록 일부 언론에 추측 보도된바 있다고 하더라도 관계 법령에 따라 일반인에게 공개된바 없는 이상 미공개중요정보에 해당한다고 판시한바 있다.⁶⁵⁾ 하지만 법원은 삼에인더스터리 사건에서 당해 법인이 금괴 발굴사업을 공시하지는 않았지만

62) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1153쪽.

63) 실무적으로 금융위원회의 공시업무 위탁을 수행하고 있는 금융감독원 전자전달매체(Dart시스템)로 보고하면 금융위원회에 보고한 것으로 간주하고 있다. 그리고 금융감독원이나 한국거래소(Kind시스템)의 전자전달매체를 선택하여 보고하면 양 기관의 시스템이 공시정보를 공유하고 있어 한곳에만 보고하면 된다.

64) 대법원 2000. 11.24 선고2000도 2827 판결참조: 법원은 한국주강사건에서 내부자가 부실공사에 따른 문제로 주가급락을 예상하여 자신의 보유주식을 주지기간(24시간)이 경과한 후에 처분하여야 하였으나 동 주지기간 내에 처분함에 따라 이 거래는 내부자 거래에 해당한다고 판시하였다.

65) 대법원 2006.5.12 선고 2004도491 판결참조.

거래상대방이 그러한 정보를 미리 알고 있는 경우에는 정보가 이미 거래당사자에게는 공개된 것으로 볼 수 있으므로 미공개정보에 해당되지 않는다고 판시하였다.⁶⁶⁾ 한편 정보가 투자자에게 전달되는 주지기간은 정보통신의 발달로 정보의 확산속도가 빨라지고 일반투자자들이 정보를 접촉할 수 있는 수단이 다양해지고 있다. 그러나 주지기간이 길어 정보를 생산하는 상장법인의 내부자 등에게 역차별 논란이 야기될 수 있으므로 이를 국제적인 기준에 부합하게 정보전달 매체수단의 다양화 및 기간단축이 필요하다.⁶⁷⁾⁶⁸⁾

다. 정보의 중요성

내부자거래에서 규제대상정보가 되기 위해서는 정보가 중요한 정보이어야 한다. 구 증권거래법은 부도, 합병 등 수시공시사항 중 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 중요정보로 보았다. 그리하여 중요정보가 수시공시사항으로 한정되는 결과로 내부자거래 규제의 범위가 축소되는 문제가 드러났다. 그래서 자본시장법은 ‘투자자들의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’라고 규정함으로써 ‘중요성’에 대한 일반화된 개념정의로 유연하게 접근하고 있다. 내부자거래의 규제대상이 되는 중요정보는 주요사항보고대상이나 수시공시대상 중에서 나온다고 볼 수 있다. 하지만 수시공시 대상과 중요정보가 항상 일치하는 것은 아니다. 상장법인의 주요사항에 대한 공시의무는 상장법인의 내부사정을 투자자에게 알려야 할 의무이며 그 의무주체가 상장법인인데, 미공개중요정보 이용행위에서 공시의무는 ‘거래포기 또는 공시’ 원칙에 따라 공정한 거래를 위하여 미공개정보를 공개정보로 변환하기 위한 공시이기 때문이다.⁶⁹⁾ 한편, 정보의 중요성을 판단하는 기준은 회사의 경영이나 주가에 미치는 영향이 중대함과 해당 정보가 실현가능성이 있는지의 기준이 되는 (1)중대성(magnitude)·개연

66) 서울고법 2003.2.17. 선고 2002노 2611, 1891(병합); 2003노 161(병합); 대법원 2003도 1456 판결참조.

67) 일본의 주지기간은 ① 2이상의 보도기관 보도시 12시간, ② 금융상품거래소의 전자적인 방법 또는 공시서류 열람 시 ‘즉시’라고 규정하고 있다(박순철, 앞의 책, 153쪽, 각주 101참조).

68) 변제호의 5명, 앞의 책, 628쪽.

69) 박순철, 앞의 책, 133쪽.

성(probability)기준, (2)통상의 투자자들이 일반적으로 안다고 가정할 경우 당해 증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 시세영향기준, 다음으로 (1)과(2)를 중첩적으로 고려한 기준 등으로 나누어져 있다. 실무에서는 중대성·개연성기준과 시세영향기준을 명확하게 구분하지 않고 기본적으로 발생가능성과 중대성의 기준을 고려하면서 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미쳤다고 판단할 수 있는 주가와 거래량의 동향을 기준으로 판단하고 있다. 그리고 정보공개 이후에도 중요정보의 내용에 따라 그 정보가 공개되었다고 하더라도 일시에 해소되지 않고 다시 중요정보화 될 수 있으므로 증권가격에 추가적으로 영향을 미칠 수 중요정보인지를 보고 해당 정보를 판단하고 있다.

6. 형사처벌 및 민사책임

내부자거래는 증권시장의 건전성을 흐드는 중대한 증권범죄⁷⁰⁾로 간주되어 대부분의 국가에서 내부자거래를 행한 자에 대하여 엄격한 형사처벌과 내부자거래로 손해를 입은 피해자들에게 손해배상책임을 부과하고 있다.⁷¹⁾ 자본시장법도 시세조종행위는 물론 내부자거래에 대하여 형사 처벌과 함께 민사책임을 부과하고 있으며 징역에 처하는 경우에는 자격정지도 병과 할 수 있도록 하고 있다.⁷²⁾

가. 형사처벌

(1) 자본시장법

70) 범죄수익은닉규제 및 처벌 등에 관한 법률에서도 내부자거래 및 시세조종행위 등 불공정거래행위로 인한 범죄는 중대범죄로 분류하여 범죄수익에 대하여 몰수 및 추징을 하도록 하고 있다.

71) 영국은 Criminal Justice Act 1993의 Part V에서 규율하고 있으며 약식기소는 6월 이하의 징역 또는 5천 파운드 이하의 벌금 또는 징역과 벌금을 병과하고, 정식기소의 경우는 7년 이하의 징역 또는 벌금과 징역과 벌금을 병과하고 있다. 독일은 증권거래법 제38조에 따라 형사적제재로 5년 이하의 자유형 또는 벌금형에 처하고 있다. 일본은 증권거래법 제166조 또는 제197조에 따라 3년 이하의 징역 또는 300만엔 이하의 벌금을 부과하거나 징역과 벌금을 병과하고 있다(대법원 양형위원회, “양형기준안에 대한 제5차 공청회 자료집”, 2012.3.12, 69-71쪽).

72) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1182쪽.

내부자거래에 해당하는 자에게 10년 이하의 징역 또는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 1배 이상 3배 이하에 상당하는 벌금에 처하도록 하고 있다. 다만 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억원 이하인 경우에는 벌금액의 상한을 5억원으로 한다.⁷³⁾ 미국은 1984년 내부자거래제재법(Insider Trading Sanction Act)을 제정하여 34년법 제 21A조에서 SEC가 제소하는 민사소송에서 내부자가 SEC Rule 10(b)-5 또는 14(e)-3를 위반한 경우, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배까지 민사제재금의 부과를 청구할 수 있도록 하고 있다.⁷⁴⁾

우리 법은 내부자로 인한 부당이득 금액이 형량의 구성요소의 일부가 되고 있다. 부당이득액(또는 손실회피액)이 50억원 이상인 경우에는 무기 또는 5년 이상의 징역, 50억원 이상 500억원 미만인 경우에는 3년 이상의 유기징역에 처하도록 규정하고 있다. 즉 부당이득이 일정금액 이상인 경우 그 형을 가중하는 별도의 가중처벌 구성요건으로서 결과적 가중범의 성격⁷⁵⁾을 가지고 있다. 여기서 문제점은 부당이득이나 회피 손실액은 형벌의 가중 구성요소이기 때문에 그 산정방법을 명확할 필요가 있으나 자본시장법은 그 산정방법에 대하여 아무런 규정을 두지 않고 있다. 따라서 현재 실무나 판례에서 인정하는 부당이득(또는 손실회피액) 산정방법의 타당성에 대하여 검토해 볼 필요가 있다. 그리고 내부자가 중요정보를 이용하는 행위에 대해서는 가중처벌을 하고 있지만 타인에게 중요정보를 이용하게 하는 행위에 대하여 가중처벌 규정이 적용되는지 여부도 문제가 되고 있다.⁷⁶⁾ 우리도 미국처럼 부당이득 또는 회피한 손실액의 3배까지 부과하는 제재수단을 형사적 벌금과 분리하여 행정기관인 금융위원회가 민사적 제재금 또는 과징금부과 방식으로 전환된다면 엄격한 입증책임의 부담을 회피

73) 자본시장법 제443조(벌칙) 참조.

74) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1189-1190쪽.

75) 가중처벌 구성요건으로는 ①고의에 의한 미공개중요정보 이용행위가 있어야 하고, ②그 기본 범죄로 인하여 발생한 부당이득(또는 회피한 손실액)이 일정금액 이상이어야 하며, ③미공개 중요정보 이용행위와 부당이득(또는 회피한 손실액)사이에는 상당 인과관계가 있어야 하고, ④부당이득(또는 회피한 손실액) 발생에 대하여 고의 또는 과실이 있어야 한다(박순철, 앞의 책, 191쪽).

76) 박순철, 앞의 책, 191쪽.

하면서 신속하고 효율적으로 내부자거래를 처벌할 수 있을 것으로 본다.⁷⁷⁾ 미국의 경우는 내부자거래에 대한 민사제재금을 부과하고 있는 34년법 제21A는 증권거래소시장과 NASDAQ시장에서 이루어진 거래와 그리고 브로커 딜러를 통한 거래에만 적용한다. 제21A는 내부자거래의 책임을 정보수령자와 지배자까지 확대하고 있다.⁷⁸⁾ 더욱이 관리책임자에 대하여 1백만 달러 또는 이익 또는 회피한 손실의 3배중 큰 금액을 민사제재금으로 부과 할 수 있도록 하고 있다.⁷⁹⁾

(가) 부당이득

내부자거래에서 위반행위로 얻은 이익은 순매매이익을 말하며 통상 순매매이익⁸⁰⁾은 실현이익⁸¹⁾과 미실현이익⁸²⁾ 등으로 구분하여 계산할 수 있다. 부당이득 산정과 관련한 최근 판례를 보면 실현·미실현이익은 기본적으로 실무와 동일하게 산정하고 있으나, 미실현이익의 간주 매도단가 산정시기에 대하여는 판례가 불일치하고 있다. 법원의 기본태도는 판결 선고 시까지 주식의 처분이 없는 경우 최초 형성 최고가를 기준으로 미실현이익을 산정하고, 정보공개 후 최초 최고가 형성일 이전에 처분된 주식은 실현이익으로 계산하고 있다. 다만, 최초 최고가 이후 주식의 일부나 전부 처분이 있는 경우 최초 최고가 형성 시⁸³⁾와 최

77) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1189쪽.

78) 미국은 84년 내부자거래제재법(ITSIA), 88년 내부자거래 및 증권사기규제법(ITSFEA)을 순차적으로 제정하여 내부자거래 당사자 이외에 방조범, 교사범, 지배자 또는 감독자까지 책임을 물을 수 있게 되었다. 그리고 이익 또는 회피손실액의 3배에 해당하는 금액을 민사제재금으로 부과할 수 있게 되어 강력한 처벌조항을 갖추게 되었다.

79) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1190쪽.

80) 순 매매이익이란 그와 관련된 유가증권거래의 총 매도금액에서 총 매수금액 및 그 거래비용을 공제한 것을 의미하고, 동 이익산정 시 내부자의 이익실현행위를 기준으로 그에 따른 실현이익, 미 실현이익 등을 산정하고 있다(대법원 2005도632 판결).

81) 한국거래소와 검찰은 매도한 주식의 총수입에서 매수한 주식의 매수비용을 공제한 금액을 실현이익으로 보고 있다. 그리고 2회 이상 매수(매도)한 경우 그 매수(매도)가격을 매수(매도)수량으로 가중 평균한 매수(매도) 단가를 적용한다.

* 실현이익 : (가중평균 매도단가 - 가중평균매수 단가) x 매매일치수량

82) 한국거래소와 검찰은 정보공개 후 형성된 일일 종가 중 최초 형성된 최고가를 '가중평균 매도단가'로 간주하여 산정하고 있다. 미 실현이익 산정기준시기는 일치되어 있지 아니하나 공개 후 대체로 최초 최고가 형성일을 기준으로 한하고 있다.

* 미실현이익 : (최초형성 최고가 - 가중평균매수 단가) x 매매일치수량(잔여수량)

83) 최초형성 최고가 기준은 정보공개 후 최초로 최고가가 형성된 날을 기준으로 처분주식은 실

중 처분 시⁸⁴⁾로 산정방법이 나뉘고 있다.⁸⁵⁾

(나) 회피한 손실액

회피한 손실액은 가중평균 매도단가에서 최초로 형성된 최저가를 차감한 가격에 매매일치수량을 곱한 금액으로 계산한다.⁸⁶⁾ 정보공개일 다음날의 증가≥ 정보공개일의 증가인 경우 정보공개일의 증가를 최저 증가로 보며, 정보공개 직후 매매거래가 정지된 경우는 매매거래 재개 이후 증가를 기준으로 판단하고 있다. 기존 판례는 실무와 같이 최초 형성 최저가를 회피손실 산정의 기준으로 삼아왔으나 최근에는 정보공개 후 주가가 안정화된 시점의 주가를 기준으로 한 판결이 나오고 있다.⁸⁷⁾

(2) 양별규정

자본시장법은 법인 또는 개인의 업무에 관하여 그 법인의 대표자나 법인 또는 개인의 대리인, 사용인, 그 밖의 종업원이 미공개중요정보를 이용한 경우 그 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에게도 해당 조문의 벌금형을 과한다(법 제448조 본문). 예를 들어 법인의 임원 등이 법인의 업무인 자사주 매매와 관련하여 당해 법인의 미공개중요정보를 이용한 경우에 당해 법인은 법 제174조를 적용하여 의을 할 수 있지만 그 법인에 대하여는 범죄능력이 없기 때문에

현이익, 미 처분주식은 미 실현이익을 산정하는 방법이다. 타 정보 공개 전일 기준은 정보 공개 후 타 정보의 공시로 주가가 상승한 경우 타 정보 공시 전날의 증가를 기준으로 처분 주식은 실현이익, 미 처분 주식은 미 실현이익으로 산정하고 있다(수원지방법원 성남지원 2007고단1954).

84) 대법원은 최종 처분 시 기준을 판결 선고 시까지 처분한 경우 처분가격을 기준으로 실현이익, 미 처분 주식은 동종 주식의 최종 매도시의 주가를 기준으로 계산하고 있다(대법원 2006.5.12 선고 2004도491 판결).

85) 판례가 다른 견해를 취하는 주된 이유는 피고인에게 가장 유리한 방식으로 산정하기 위함인 것으로 추정된다고 할 수 있다.

86) 회피손실액의 계산산식= (가중평균 매도단가 - 최초형성 최저가) x 매매일치수량

87) 최초 형성 최저가는 순매도금액에서 정보 공개 이후 최초 형성된 최저가에 따라 산정한 주식의 총 매도대금의 차액으로 산정하고 있다(서울중앙지법 2007노346 판결 참조). 그리고 주가 안정화 시점은: 주가가 상승 또는 하락함으로써 이익을 얻거나 손실을 회피하였는지 여부는 해당 정보가 시장에 공개된 후 주가가 안정화된 시점을 기준으로 판단하고 있다(서울고등법원 2007노653 판결 참조).

법 제443조의 처벌규정을 적용할 수 없다.⁸⁸⁾ 그리고 자본시장법은 양벌규정에 법인 또는 개인이 그 위반행위를 방지하기 위하여 해당 업무에 관하여 상당한 주의와 감독을 게을리 하지 아니한 경우에는 책임을 지지 않는다는 단서조항을 신설한바 있다(법 제448조 단서). 따라서 법인은 위반행위 방지를 위하여 적절한 임직원, 종업원, 사용인에 대한 교육 및 계도, 준법통제기준과 절차 등 내부 통제시스템을 갖추고 있는 경우에는 상당한 주의와 감독을 다했다고 볼 수 있을 것이다.⁸⁹⁾ 한편, ‘범죄수익은닉규제 및 처벌 등에 관한 법률’에서 내부자거래는 중대 범죄행위로 분류하고 있으며, 이러한 행위로 발생한 재산, 또는 그 범죄행위의 보수로서 얻는 재산 등 범죄수익과 그 범죄행위로 유래된 재산에 대하여 일정요건 하에 몰수·추징⁹⁰⁾을 할 수 있도록 하고 있어 내부자거래 책임을 엄격히 묻고 있다.

나. 민사책임

자본시장법은 제175조 제1항에서 내부자거래 규제를 위반한 자는 “해당 특정 증권 등의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.” 라고 내부자거래를 행한 자에 대한 손해배상 책임을 명시적으로 규정하고 있다.

(1) 손해배상청구권자

특정증권 등을 매도 또는 매수하거나 담보거래, 주식교환 등 그 밖의 거래의 당사자이다. 즉 어떠한 거래이든 실제로 특정증권 등을 매수 또는 매도한 자만이 청구할 수 있다. 미국의 경우도 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores 사건에서 실제로 증권을 거래 한 자만이 SEC Rule 10(b)-5의 소송을 제기할 수 있다고 판시한바 있다.⁹¹⁾

88) 박순철, 앞의 책, 193쪽.

89) 松本眞輔, 「最新イイサイク - 取引規制 - 解釋・事例・執務對應」, 商事法務, 2006. 213頁.

90) 변제호 외 5명, 앞의 책, 647쪽.

91) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1191쪽.

(2) 청구권자의 범위

내부자거래는 중요정보가 공시되기 전에 거래되고 내부자거래도 이러한 수많은 거래속에서 포함되어 거래되기 때문에 내부자거래의 상대거래자는 내부자거래에 대한 존재의 인식을 못하고 거래를 하는 것이 일반적이다. 즉 공개된 시장에서 홈트레이딩시스템(HTS), 모바일시스템(MTS) 등 온라인으로 주문이 집행되고, 그 주문이 불특정 다수인에 의해 체결되는 시장에서 누가 나의 거래상대인 지, 자신이 내부자거래로 손실을 입었는지를 인지하기가 쉽지 않다. 따라서 손해배상청구권자의 범위의 설정은 내부자거래가 발생한 정황을 참작하고, 거래시간의 간격, 거래의 규모, 내부자가 취득한 이익 또는 회피한 손실의 규모, 거래대상자의 수 등을 종합적으로 고려하여 사법부가 판단할 수 밖에 없을 것이다.⁹²⁾

(3) 손해배상책임자

내부자거래의 손해배상청구의 상대방이 되는 자는 자본시장법이 내부자로 규정(법 제174조 제1호 내지 제6호에 규정된 자)하고 있는 내부자거래를 행한 자이다. 그러나 내부자가 정보를 제공하여 정보수령자에게 정보를 이용하도록 하였지만 정보수령자가 그 정보를 이용하지 않는 경우에는 타인에게 미공개중요정보를 이용하게 하는 행위로 정보제공자는 법 제174조를 위반하여 형사처벌의 대상이 될 수 있지만 민사책임은 부정된다고 할 수 있다.⁹³⁾

(4) 인과관계

내부자거래 행위자의 거래와 상대거래자의 손해사이에 손해 인과관계(loss causation)의 존재가 요구된다. 또한, 내부자가 미공개중요정보를 보유하고 그 정보를 이용하는 시기에 그 중요정보를 인지하지 못하고 거래상대방을 신뢰하고 거래하게 되었다는 거래 인과관계(transaction causation)가 있어야 한다. 그

92) 김정수, 앞의 책(자본시장법원론), 1193쪽.

93) 제1차 정보수령자가 미공개중요정보를 전달하여 제2차 정보수령자가 그 정보를 이용하면 제2차 정보수령자는 형사 처벌이 없지만 제1차 정보수령자는 미공개중요정보 제공자로서 형사 처벌과 민사책임을 부담한다. 다만 제2차 정보수령자가 그 정보를 거래행위에 이용하지 않았다면 제1차 정보수령자인 정보제공자는 형사책임은 없고 민사책임만 부담하게 될 것이다.

러나 일반불법행위에서 요구되는 거래 인과관계와 달리 내부자거래에서는 거래 상대방을 거래당시에 인지하기가 불가능하기 때문에 입증책임을 완화하고 있다. 즉 거래 인과관계의 입증은 내부자가 거래한 동시기에 반대방향에서 거래를 하였다는 사실을 증명함으로써 그 입증은 충분하다고 할 수 있을 것이다.

III. 결 어

구 증권거래법 제188조의2(내부자거래금지)는 회사관계자들이 내부정보를 이용한 내부자거래를 금지하고 이를 위반하는 경우 위법행위로 규정하여 형사처벌이라는 기반을 마련하고 있었다. 그 이후 자본시장법에서 주권상장법인과 이해관계에 있는 내부자 및 준 내부자의 범위를 그 계열회사 등으로 확대하였다. 그러나 자본시장법도 내부자 및 1차 정보수령자 등은 규제할 있지만 2차 이상 정보수령자는 형사처벌이나 부당이익을 환수조치 할 수 없다는 문제점은 여전히 남기고 있었다. 그러나 자본시장법 제178조의2(시장질서교란행위)의 제정을 통하여 1차 정보수령자로부터 미공개중요정보를 전달받아 그 정보를 이용하여 이익을 취한 2차 이상 정보수령자에 대하여도 그 부당이익에 대하여 형사처벌은 아니지만 금융위원회에서 과징금을 부과하여 환수할 수 있도록 하였다. 또한, 동 조항에 따라 주권상장법인의 내부정보이외에 시장정보, 정책정보, 언론정보 등을 이용하여 거래하는 경우에도 그 거래자를 규제할 수 있도록 기반을 마련하게 되었다.⁹⁴⁾ 한편, 미국도 34년 10(b)와 SEC Rule 10(b)-5에 근거하여 내부자거래를 규제하였으나 새로운 유형으로 내부자거래가 발생함에 따라 규제의 공백을 보완하고 효율적으로 규제하기 위하여 내부자거래제재법(ITSA) 및 내부자거래 및 증권사기규제법(ITSFEA) 등을 제정하게 되었다. 우리나라는 내부자거래의 근절이라는 원칙아래 자본시장법의 법적정비와 감독당국의 효율적 규제체계⁹⁵⁾를 마련하고 있지만, 미공개중요정보를 초기에 적출·조사하는 과정

94) 자본시장법 제178조의2는 ①자신의 직무와 관련하여 정보를 생산하거나 알게 된 자, ②제2차 이상의 정보수령자, ③해킹, 절취, 협박 등을 통하여 정보를 취득한 자, ④이들로부터 정보를 전득한 자 등을 규제하고 있다.

에서 여러 가지 문제점을 가지고 있다. 첫째, 한국거래소의 매매심리와 금융감독원의 조사과정에서 미공개중요정보의 정보생성시점을 판단하는데 있어 현격한 차이가 발생하고 있다. 따라서 미공개중요정보 유형별로 매매심리와 조사과정에서 일반적으로 적용할 수 있는 정보생성시점의 판단기준이 필요하다. 둘째, 미공개중요정보를 생산하는 주권상장법인 임직원의 정보가 담긴 내부자명부가 필요하다. 임원이나 주요주주는 법 제173조에 따라 ‘임원 등(사실상 지배주주 포함) 특정증권 등 소유 및 변동보고’를 통하여 당해 임원 및 주요주주에 대하여 한국거래소와 금융감독원에서 조사할 수 있으나 직원에 대하여는 정보의 접근이 불가능하여 내부자거래를 조사하는데 한계가 있다. 한편, 2014년 제정된 EU시장남용규정(MBV)⁹⁶⁾ 제18조 제1항은 발행인, 발행인에 위임된 자 또는 발행인 계산으로 거래를 행한 자에게 내부자명부의 작성을 강요하고 있다. 이는 시장의 건전성을 보호하는 수단으로 이용되며, 한편으로는 내부자 명부의 작성 의무자로 하여금 내부정보의 흐름을 감시하도록 하기 위함이다.⁹⁷⁾ 셋째, 주권상장법인의 계열회사 및 그 임직원 등도 내부자거래가 금지되고 있다.⁹⁸⁾ 여기서 법 제174조 제1항에서 계열회사라 함은 공정거래법상 동일인 기업집단에 속하는 관계회사라고 규정하고 있다. 그러나 공정거래법상 동일인 기업집단에 대한 계열회사의 범위가 너무 넓고, 계열회사의 요건인 경제적인 동일체라는 개념도 너무 포괄적이고 모호하다. 따라서 주권상장법인의 계열회사에 대한 범위를 법문의 해석에 의존할 것이 아니라 상법상 모자관계 정도로 제한하여 법 해석의 논

95) 서울남부지방법검찰청 증권범죄합동수사단, 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소는 불공정거래의 신속하고 효율적이 조사와 처리를 위하여 사회적 물의 및 긴급 중대한 사건은 금융위원회와 금융감독원의 조사를 거치지 않고, 한국거래소에서 적출·매매심리 한 사건을 검찰에서 합동수사 형식으로 수사를 실시한다는 새로운 불공정거래 조사체계(Fast-Track)를 '13년 4월 구축한바 있다.

96) EU시장남용규정(Marktmisbrauchsverordnung, MBV)은 내부자거래와 시세조종행위에 대한 형법상 제재에 관한 지침으로 내부자권, 수시공시, 임원거래, 내부자 목록의 작성의무, 시세조종행위금지 등을 규정하고 있다(신성우, “자본시장법상 내부자거래규제에 관한 개선방안”, 『증권법연구(제18권 제1호)』, 한국증권법학회, 2017, 142쪽).

97) 신성우, 앞의 논문, 142쪽.

98) 구 증권거래법에서는 계열회사의 임직원이 직무상 상대 회사의 미공개중요정보를 이용하는 경우 처벌할 수 있는 근거가 없었다. 이러한 규제의 공백을 메꾸기 위하여 자본시장법은 내부자의 범위에 계열회사 및 그 임직원 등을 추가하였다.

란을 없애고 상장법인의 임직원·사용인·대리인 등이 충분히 인지할 수 있도록 명확히 할 필요가 있다.⁹⁹⁾ 더욱이 내부자거래와 관련하여 계열회사의 범위가 명확해지는 것은 불공정거래의 예방·적출 및 조사를 담당하는 한국거래소나 금융감독원의 조사요원의 조사 실효성을 위해서도 더욱 더 필요할 것으로 보인다.

참고문헌

- 김정수, 「자본시장법원론(제2판)」, 서울파이낸스앤로그룹, 2014.
- _____, 「내부자거래와 시장질서교란행위」, SFL그룹, 2016.
- 박순철, 「미공개중요정보의 이해」, 박영사, 2010.
- 박임출, “내부자거래규제에 있어서 중요정보의 실현가능성 - 일본 村上펀드 사건을 중심으로-”, 「기업법연구」 제26권 제3호, 한국기업법학회, 2010.
- 변제호 외 5명, 「자본시장법(제2판)」, 지원출판사, 2015.
- 신성우, “자본시장법상 내부자거래규제에 관한 개선방안”. 「증권법연구」 제18권 제1호, 한국증권법학회. 2017.
- 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2017.
- 조인호, “내부자거래 규제에서의 정보수령자 책임”, 「증권법연구」 제18권 제1호, 한국증권법학회. 2017.
- 한국상장회사협의회, 「상장협」, 춘계호, 1980.
- 松本眞輔, 「最新 イノサイグ - 取引規制 - 解釋・事例・執務對應」, 商事法務, 2006.

99) 상장법인의 계열회사의 임직원 등에 대한 규제는 법 해석의 논란이 있는 자본시장법 제174조를 적용하여 규제하기보다는 법 제178조의2(시장질서교란행위)에 따라 정보수령자 및 정보제공자로서 법적규제가 가능해져 굳이 법 제174조를 적용할 필요가 없다.

[Abstract]

**A Study on Insider trading and legal regulation in the
Financial Investment Services and Capital Markets Act**

Kim Younglok

Doctor of Laws·Korea Exchange

Legislative efforts to regulate insider trading have continued in the Financial Investment Services and Capital Markets Act (“Capital Markets Act”) as well as the former Securities Exchange Act, under the recognition that insider trading undermines the soundness and hinders the credibility of the capital market. In particular, the title of Article 188-2 of the former Securities Exchange Act was partially supplemented and revised from ‘restriction of insider trading’ to ‘prohibition of insider trading’. And this was succeeded by Article 174 of the Capital Markets Act, ‘Prohibition on Use of Material Nonpublic Information’, so that the regulatory framework for insider trading was strengthened as it is now. Not only in Korea but in the United States, the United Kingdom, and Japan, insider trading has been recognized as an important criminal offense, and criminal punishment and civil liability have been strengthened. However, although there has been legal restructuring in order to prevent unauthorized use of material information in the Capital Markets Act, and regulatory system restructuring(e.g. introduction of the fast-track) for early blocking and investigation of unfair trading practices, insider trading is increasing rather than decreasing due mainly to the lack of compliance awareness among the employees of listed corporations. Also, in relation to the act of providing the internal material information of listed corporations to other persons in the status of insiders

and quasi-insiders, there are a lot of cases in which the information recipients use the information for transactions because there is a lack of guilt that such an act is a criminal act. Furthermore, due to the development of means for delivering information using mobile devices, undisclosed material information received from insiders, etc. is transmitted to the first information receiver, the second information receiver, and the like, resulting in a large number of information receivers. However, it is fortunate that the regulatory authority has enacted Article 178-2(Prohibition on Market Disturbances) of the Capital Markets Act, enabling the Financial Services Commission to collect undue profits arising from the position of second or above information recipient as penalty surcharges, thereby preventing the insider trading that takes advantage of information asymmetry. As a result, it is now possible to regulate the act of using market information, press information or policy information as well as inside information which was difficult to regulate under Article 174. Therefore, in the future, it is expected that unfair transactions such as market manipulation, acts of using inside information by insiders, etc. will be reduced.

Key words : Insider Trading, Material Nonpublic Information, Fast-track, Prohibition on Market Disturbances, Market Manipulation, Information Receiver, Market Information, Undue Profits