

자본시장법상 정보생성자의  
미공개 중요정보 이용행위 규제  
(Regulation of the Information Creator's Use of  
Material Nonpublic Information  
under the Capital Markets Act)

장 근 영(Chang, Kun-young)  
한양대학교 법학전문대학원 교수

## 요 지

내부자거래 규제의 핵심조항인 자본시장법 제174조는 정보의 비대칭을 이용하여 증권을 거래하는 모든 경우를 처벌대상으로 삼고 있지는 않다. 이와 관련해서 화승강업 사건이라 불리는 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결을 근거로 하여, 정보생성자의 정보이용행위가 자본시장법 제174조의 규제대상에 포함되지 않는다는 단순화된 주장이 있다. 본 논문은 정보생성의 본질은 무엇이며, 아울러 정책적으로 정보생성자의 미공개정보 이용행위를 어느 범위까지 규제해야 할 것인지를 살펴보았다.

우선 미공개정보이용을 규제하는 제도의 취지상, 정보를 생성한 자는 당연히 자본시장법 제174조 제1항에서 말하는 그 정보를 ‘알게 된’ 자에 해당한다고 보는 것이 타당하다. 이러한 관점에서 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결 및 그 상고심인 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결이 향후 정보생성과 정보지득과의 관계 및 정보생성자의 책임에 관한 리딩 케이스로서 기능하여야 한다. 보다 중요한 것은, 정보생성을 정보지득과 동일하게 취급하더라도 자본시장법 제174조 제1항의 구조상 모든 정보생성자의 정보이용행위가 규제되지는 않는다는 점이다. 정보생성자이건 정보지득자이건 이들의 최종 처벌 여부는 문제 된 정보가 규제대상정보인가의 여부, 관련 당사자가 직무 관련성을 통해 해당 정보를 생성·지득하였는가의 여부에 달려 있다.

미국의 내부자거래 규제이론을 참고한 것으로 보이는 자본시장법 제174조는 직무 관련성을 통해 지득한 기업정보와 일부 유형의 시장정보의 이용만을 금지하는 제한적 규제방식을 취하고 있다. 이 가운데 직무 관련성을 통한 정보지득을 규제의 요건으로 하는 접근법은 적절한 것으로 보인다. 왜냐하면 미공개정보를 이용하여 거래하는 모든 경우를 처벌한다면 증권거래가 위축될 가능성이 있고, 또한 정보의 확산이나 증권시장의 효율성 확보 측면에서도 바람직하지 않기 때문이다.

그러나 시장정보 이용행위의 금지와 관련하여서는 자본시장법상 그 규제범위를 확대할 필요가 있다. 시장정보가 규제대상증권을 발행한 회사의 업무내용과 직접 관련이 있는 것은 아니지만, 주가나 투자판단에 미치는 영향은 기업

정보와 다르지 않은 까닭이다. 시장정보의 이용을 규제하는 것은 세계적인 추세이기도 하다. 시장질서 교란행위 규제조항의 하나로서 조만간 시행될 자본시장법 제178조의2 제1항이 이러한 시장정보이용을 합리적인 범위 내에서 규제하는 역할을 담당하리라 기대된다.

**주제어:** 내부자거래, 정보생성, 미공개 중요정보, 자본시장법, 기업정보, 시장정보, 시장질서 교란행위

◆ 논문접수: 2015. 4. 30. ◆ 심사개시: 2015. 5. 1. ◆ 게재확정: 2015. 5. 22.



## 자본시장법상 정보생성자의 미공개 중요정보 이용행위 규제

장 근 영

### I. 머리말

다수의 국가에서는 미공개정보를<sup>1)</sup> 이용하여 증권을 거래하는 이른바 ‘내부자거래(insider trading)’를 불공정한 것으로 보고 규제하고 있다.<sup>2)</sup> 우리나라의 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’) 역시 제4편 제1장에서 ‘내부자거래 등’이라는 표제하에 제172조에서 단기매매차익을 반환하도록 하고, 제174조에서 미공개 중요정보 이용행위를 금지하고 있다. 이 가운데 자본시장법 제172조는 정보의 비대칭을 이용한 불공정행위를 직접적으로 규제하는 조항은 아니다. 동 조에 따른 단기매매차익 반환제도는 내부정보를 실제로 이용하였는가 여부를 불문하고 내부정보를 이용하였을 개연성이 큰 특정 내부자에게 단기매매로 발생한 차익을 무조건적으로 반환하도록 함으로써 내부자거래에 대한 선제적 대응조치로서의 기능을 할 뿐이다.<sup>3)</sup> 결국 미공개정보를 실제로 이용한 불공정행위를 규제하는 핵심 역할은 자본시장법 제174조가 담당하고 있다.

1) 자본시장법상으로는 ‘중요한’ 미공개정보만이 규제대상이다. 정보의 중요성이 주된 쟁점이 아닌 본 논문에서는 용어의 경제상 ‘미공개정보’를 ‘미공개 중요정보’와 동일한 의미로 사용한다.

2) ‘내부자거래(insider trading)’라는 용어는 규제대상증권을 발행한 기업을 기준으로 하여 그 행위주체에 초점을 맞춘 표현이다. 즉 증권 가격에 영향을 미치는 미공개정보의 이용은 해당 증권을 발행한 기업의 내부에 있는 자에 의해 이루어지는 경우가 전형적이기 때문에 ‘내부자(insider)거래’라는 용어를 사용하는 것이다. 그렇지만 정보의 비대칭을 이용한 불공정거래는 기업의 내부자에 의해서만 발생하는 것이 아니다. 실제로 고전적인 내부자로 분류되지 아니하는 기업의 ‘외부자(outsider)’에 의하여 미공개 중요정보가 이용되는 경우도 상당하다. 이러한 외부자에 의한 거래, 즉 ‘외부자거래(outsider trading)’ 역시 정보의 비대칭을 이용한 불공정한 측면이 존재한다면 규제의 필요성이 있다. 이 점을 고려하여 내부자거래 규제의 핵심 조항인 자본시장법 제174조는 ‘내부자거래’라는 행위주체에 기초한 용어 대신 ‘미공개 중요정보이용’이라는 행위실질에 기초한 용어를 사용하면서 전통적인 내부자뿐만 아니라 일정 범위의 외부자를 규제대상으로 삼고 있다.

3) 헌법재판소 2002. 12. 18. 선고 99헌바48 결정 참조.

형벌규정인 자본시장법 제174조는 정보의 비대칭을 이용하여 증권을 거래하는 모든 경우를 처벌대상으로 삼고 있지는 않다. 그 결과 죄형법정주의의 원칙상 규제대상자의 신분을 갖추지 않은 당사자에 의한 미공개정보의 이용은 규율되지 않으며, 또한 규제대상자의 지위에 있더라도 규제대상이 아닌 미공개정보를 이용한 경우에도 처벌되지 않는다. 이와 관련해서 화승강업 사건이라 불리는 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결을 근거로 하여, 정보생성자의 정보이용행위가 자본시장법 제174조의 규제대상에 포함되지 않는다는 단순화된 주장이 있어 왔다.

그런데 비교적 최근에, 정보생성자 역시 미공개정보 이용행위의 주체가 될 수 있다는 취지로 판시한 고등법원판결과 그 상고심 대법원판결이 등장하였다. 즉 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결은 “정보를 ‘알게 된’ 경우에는 …… 그 문언 및 입법 취지에 비추어 볼 때 이미 생성되어 존재하는 정보를 수동적으로 수령하여 알게 된 경우뿐만 아니라 그 정보의 생성 과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성하는 과정에서 알게 된 경우도 포함된다고 해석함이 상당하다.”라고 판시하였다. 그리고 상고심인 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결 역시 “원심의 위와 같은 판단은 …… 미공개정보 이용행위 금지에 관한 법리를 오해하거나 논리와 경험의 법칙에 반하여 자유심증주의의 한계를 벗어난 위법이 없다.”라고 설시함으로써 고등법원과 입장을 같이 하였다.

정보생성자의 정보이용행위와 관련하여 일견 상치되는 듯한 두 판결을 어떻게 보아야 할 것인가? 실제로 두 판결은 서로 다른 이야기를 하고 있는 것인가? 정보생성의 본질은 정보지득의 한 유형이라고 볼 수 있는가? 아울러 정책적으로 정보생성자의 미공개정보 이용행위를 어느 범위까지 규제해야 하는가? 본 논문은 이와 같은 의문에서 출발한다. 이하 글의 순서는 다음과 같다. 우선 정보생성에 관하여 언급한 두 개의 대법원판결을 사실관계와 판시 내용을 중심으로 소개한다(II). 이어서 자본시장법 제174조 제1항의 규제구조에 의할 때 정보생성행위의 본질을 어떻게 보아야 하며, 아울러 정보생성자가 규제되지 않는다는 의미가 정확히 무엇인지를 검토한다(III). 마지막으로, 직무 관련성을 통해 지득한 기업정보와 일부 유형의 시장정보의 이용만을 금지하고 있는 자본시장법 제174조의 제한적 규제방식의 변화를 모색하고, 새로 도입된 시장질서 교란행위의 규제 내용을 살펴본 뒤(IV),

이상의 논의를 정리하며 글을 맺는다(V).

## II. 정보생성자의 미공개 중요정보 이용행위에 관한 판례

### 1. 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결

#### 가. 사건 개요

주식회사 화승강업(이하 ‘화승강업’)의 주식 40%를 보유하고 있던 주식회사 화승알앤에이(R&A)(이하 ‘화승’)는 2000. 6.경 보유주식 중 290만 주에 대한 매매 및 회사인수계약을 X와 체결하였다. X는 290만 주의 주식을 주당 1,900원에 매수하였는데, 이 가운데 일부는 다른 사람의 이름으로 취득하였다. 주식매매계약을 통해 화승강업을 인수한 X는 2000. 7. 19. 이사회 결의사항으로 위 회사의 사업목적에 ‘정보통신관련 등’ 사업 내용을 추가한다는 안건을 임시주주총회에 부의하였고, 화승강업은 주주총회결의를 거쳐 회사의 사업목적에 ‘정보통신관련 등’ 사업 내용을 추가하는 정관 변경을 하였다.

이후 2000. 8. 18. 위 안건이 주주총회에서 의결됨으로써 확정되었다는 내용이 협회 전산망을 통하여 공시되었고, 그와 같은 내용이 2000. 8. 19.자 머니 투데이와 8. 20.자 한국경제신문에 기사화되었다. X는 2000. 8. 22. 및 8. 23.에 다른 사람의 이름으로 취득하였던 주식 가운데 106만 8천 주를 주당 3,940원에, 39만 2천 주를 주당 4,000원에 각각 매도하여 막대한 차익을 남겼다.

#### 나. 관련 쟁점과 판시 내용

대법원판결에서는 다양한 쟁점이 다루어졌지만, 미공개정보이용 및 정보생성자의 책임에 관련된 논의만 추리면 다음과 같다. 우선 위 사례에서 ‘화승이 화승강업 주식 290만 주를 양도하여 화승강업의 경영권을 양도한다’는 미공개정보는 화승강업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보라 할 수 있다. 이를 전제로 (i) 주요주주인 화승이 직무와 관련하여(즉 그 권리를 행사하는 과정에서) 경영권 양도라는 미공개정보를 알게 되었는지,<sup>4)</sup> (ii) X가 주요주주인 화승으로부터 미공개

4) 이는 실제 위 사안이 문제되었던 당시에 적용되던 구 증권거래법상으로는 제188조의2 제1항 제2호의 적용 여부이고, 자본시장법상으로는 제174조 제1항 제2호의 적용 여부이다. 즉 구 증권거래법상

정보를 수령한 자로 볼 수 있는지<sup>5)</sup> 여부가 문제 될 수 있다.

이에 대하여 대법원은 다음과 같이 설시하며 위 두 경우의 해당 가능성을 모두 부인하였다. 첫째, 경영권 양도라는 미공개 중요정보는 화승이 그 소유의 주식을 X에게 처분함으로써 “스스로 생산한 정보이지 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니다.” 둘째, X는 “당해 정보를 [내부자인] 화승으로부터 전달받은 자가 아니라 화승과 이 사건 주식 양수계약을 체결한 계약 당사자로서 화승과 공동으로 당해 정보를 생산한 자에 해당”하며 미공개정보를 받은 자에 해당하지 않는다.<sup>6)</sup>

2. 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결 및 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결

#### 가. 사건 개요

상장법인인 甲 회사에는 2008. 6. 30. 당시 발행주식의 약 7.78%를 보유한 최대주주 E가 대표이사로 재직하고 있었고, C는 이사로 재직하고 있었다. 경영자문 회사인 乙 유한회사의 공동대표이사였던 A와 B는 甲 회사의 주식을 2008. 6. 18. 경부터 7. 2.까지 A·B 자신들의 계좌 및 乙 회사 명의의 계좌를 이용하여 5.24%까지 매수한 뒤 2008. 7. 4. 대량보유보고 공시를 하였는데, 향후 회사경영에 영향력을 행사할 것이라는 경영참여의사도 함께 공시하였다. 이후 A와 B는 2008. 7. 22. 및 7. 24.에 甲 회사 주식을 추가로 소량 매수하였고, 2008. 8. 18.에는 乙 회사·A·A의 부친 명의로 甲 회사 주식을 추가로 매수하여 2008. 8. 20.에 “乙 회사가 추가 장내매수를 통하여 지분율이 6.30%가 되었다.”라는 취지의 대량보유보고 공시를 하였다.

으로는 화승이 ‘당해 법인의 주요주주’로서 경영권 양도라는 미공개 중요정보를 ‘직무와 관련하여 알게’ 되었는지의 문제이다. 자본시장법상으로는 화승이 ‘그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개 중요정보를 알게 된 자’인지의 문제이다. 구 증권거래법과 자본시장법의 표현이나 해당 용어의 위치가 약간 다르기는 하나, 대체로 동일한 취지라 할 것이다.

5) 이는 구 증권거래법상으로는 제188조의2 제1항 본문의 적용 여부이고, 자본시장법상으로는 제174조 제1항 제6호의 적용 여부이다. 구 증권거래법과 자본시장법의 표현이나 해당 용어의 위치가 약간 다르기는 하나, 결국 X가 화승으로부터 경영권 양도라는 미공개 중요정보를 ‘받은 자’에 해당하는지의 문제이다.

6) 이 사건에서는 화승강업과 화승이 실질상 동일한 회사라고 보고 화승의 대표이사가 화승강업을 대리하여 X와 주식인수계약을 체결하였기 때문에 X가 구 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호의 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자’에 해당한다는 주장이 있었으나 원심과 상고심 모두에서 받아들여지지 않았다.

한편 이 무렵 甲 회사의 대표이사 E는 병원치료를 받고 있었기 때문에 이사 C가 대표이사 E로부터 위임을 받아 甲 회사의 업무를 관장하면서 2008. 8. 31.경까지 수차례 A와 B를 만나 甲 회사 경영권인수와 관련된 문제를 협의하였다. 우선 A와 B는 2008. 8. 24.에 이사 C를 만나 계약체결당사자를 E와 乙 회사로 하는 ‘주주계약서’를 작성하였다. 주주계약서의 내용에는 ① 甲 회사 내에 독립적인 투자위원회의 설치, ② 乙 회사가 지정하는 2인을 투자위원회 고문으로 추천, ③ 乙 회사 측 인사를 甲 회사의 이사로 선임, ④ 사모전환사채의 조기상환을 위한 조치 강구, ⑤ 본사 공장부지 활용의 극대화 방안 마련, ⑥ 甲 회사의 성장 및 주주이익을 위한 노력 등의 사항이 포함되었다. 이러한 주주계약서 작성과 함께 2008. 8. 24.에는 아래에서 언급되는 ‘경영자문용역계약’ 체결을 통한 대가 지급을 전제로 적대적 인수합병을 중단하기로 하는 구두계약이 甲 회사를 실질적으로 대표하는 C와 乙 회사의 공동대표이사인 A·B 사이에 법적 구속력이 있을 정도로 이루어졌다.

A와 B는 주주계약서를 작성한 바로 다음 날인 2008. 8. 25.에 보유하고 있던 甲 회사 주식 중 1.75%를 매도하였고, 그 다음 날인 8. 26.에는 7주만을 제외한 나머지 주식 4.55%를 매도하였다. 이후 A와 B는 8. 27.에 C를 만나 계약당사자를 甲 회사와 乙 회사로 하는 계약서를 작성하였는데, 그 내용은 위 8. 24.자 주주계약서에다가 ‘乙 회사는 지분율을 발행주식총수 대비 5% 미만으로 함으로써 인수합병시도를 중지한다’는 조항을 추가한 것이었다. 甲 회사는 2008. 8. 27. 15시 21분경 ‘乙 회사와 기업경영 관련 계약체결, 乙 회사 측 인사를 이사로 선임, 乙 회사의 甲 회사에 대한 인수합병시도 중지’ 등을 내용으로 하는 공시를 하였고, 乙 회사는 甲 회사가 위와 같은 공시를 한 직후, ‘乙 회사가 甲 회사의 주식 장내처분으로 인하여 보유지분율이 6.30%에서 4.55%로 변경되었다’라는 내용의 대량보유보고서를 공시하였다.

2008. 8. 31.에 A·B와 C는 계약당사자를 甲 회사와 乙 회사로 하는 ‘경영자문용역계약서’를 작성하였는데, 그 주된 내용은 乙 회사가 甲 회사에게 경영자문용역을 제공하고 甲 회사는 그 대가로 19억 5천만 원의 용역비를 분기별로 나누어 제공한다는 것이었다. 甲 회사는 위 계약에 따라 2008. 9. 18.에는 2억 6,400만 원, 2009. 1. 2.에는 1억 7,600만 원, 2009. 4. 30.에는 1억 7,600만 원을 각각 지급하였다. 사실 이 경영자문용역계약은 甲 회사가 실제로 경영자문을 받아야 할 필요성

이 있어서 체결된 것이 아니라, 乙 회사가 적대적 인수합병을 중단하는 대가를 경영자문용역계약에 따른 용역대금지급이라는 형식을 빌려 甲 회사로부터 지급받기 위한 방편으로 체결된 것으로, 앞서 언급되었듯이 이미 이 계약은 2008. 8. 24.에 구두로 체결이 완료된 것이었다.

A와 B가 甲 회사 주식을 매집하기 시작한 2008. 6. 18.경 A와 B의 주식매수단가는 990원에서 1,105원 사이였다. A와 B가 주식 5.24%를 보유하여 대량보유보고 공시를 한 2008. 7. 4.자 주가는 1,020원이었으며, 위 공시 이후 주가가 급등하기 시작하여 2008. 8. 20.에는 2,125원까지 주가가 상승하였다. 그러나 적대적 인수합병 중단 시점인 2008. 8. 27.에는 주가가 1,525원으로 하락하였고, 그 이후 이들 동안 주가가 하한가까지 하락하는 등 2008. 9. 초순까지 하락을 계속하다가 1,000원대 전후에서 횡보를 거듭하였다.

#### 나. 관련 쟁점과 판시 내용

대법원판결과 원심인 고등법원판결에서는 다양한 쟁점이 다루어졌지만, 미공개 중요정보의 이용 및 정보생성자의 책임에 관련된 논의만 추리면 다음과 같다.<sup>7)</sup> 우선 법원은 A와 B가 규제대상자인가 여부와 관련하여, “2008. 8. 24.경에 경영자문용역계약 체결을 통한 대가 지급을 전제로 적대적 인수합병을 중단하기로 하는 구두계약이 甲 회사를 실질적으로 대표하는 C와 乙 회사의 대표이사인 A·B 사이에 법적 구속력이 있을 정도로 이루어졌다.”라고 판시하였다. 즉 A와 B는 구 증권거래법 제188조의2에서 말하는 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자’로서, 규제대상자로서의 지위를 갖추었다고 할 수 있다.

이어서 법원은 규제대상정보에의 해당 여부와 관련하여, “단순히 ‘적대적 인수합병을 중단한다’는 정보는 시장정보에 불과하여 구 증권거래법상 규제대상이 되는 정보가 아니다. 그러나 이 사안에서 문제 된 정보는 …… 단순히 ‘적대적 인수합병을 중단한다’는 정보가 아니라 ‘법인과의 경영자문용역계약 체결을 통하여 대가를 지급받고 적대적 인수합병을 중단한다’는 기업경영 관련 구두계약에 관한 정보로서 법인 내부에서 결정한 정보가 시장정보와 함께 결합하여 있는 것이고, 이러한 정보

7) 이하에 인용한 판시 내용은 원심인 고등법원의 판결 내용이다. 관련 쟁점에 대해서는 고등법원의 판결이 상세한 설시를 하였고, 상고심인 대법원은 이를 요약하는 차원에서 언급함으로써 고등법원의 판시 내용을 대부분 인정한 것으로 보인다.

는 비록 시장정보가 포함되어 있다고 하더라도 전체적으로 보아 당해 법인의 재산 상태나 경영 또는 영업실적 등에 직접적 또는 간접적으로 영향을 미칠 수 있는 정보로서 법인의 영향력 범위 내에 있다고 할 것이어서, 이러한 정보에 쉽게 접근할 수 있는 자가 이를 이용하는 행위를 제한하지 아니할 경우 거래의 공정성 내지 증권시장의 건전성을 해할 위험성이 많으므로 구 증권거래법 제188조의2 제1항의 입법 취지에 비추어 볼 때, 그 규제대상이 되는 법인의 '업무 등과 관련된' 정보에 포함된다 고 봄이 상당하다."라고 판시하였다. 아울러 정보의 생성 시기와 관련해서는 "甲 회사를 실질적으로 대표한 피고인 C와 乙 회사의 대표인 피고인 A, B는 2008. 7. 16. 경부터 수차례 논의한 끝에 늦어도 2008. 8. 24.경에는 적대적 인수합병을 중단하는 대신 경영자문용역계약을 체결하기로 하는 구두계약을 체결하였고, 실제로 그 중요한 일부를 서면화한 계약도 체결하였으므로, 그 무렵에는 합리적인 투자자의 입장에서 甲 회사의 증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도의 구체화된 정보가 생성되었다고 볼 수 있다."라고 판시하였다.

또한 법원은 규제대상정보에 공동생성한 정보가 해당되는지 여부와 관련하여, "구 증권거래법 제188조의2 제1항의 규제대상정보는 '직무와 관련하여' '알게 된' 정보이다. 정보를 '알게 된' 경우에는, 당해 정보를 '받은' 경우의 해석(대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결 참조)과 달리, 그 문언 및 입법 취지에 비추어 볼 때 이미 생성되어 존재하는 정보를 수동적으로 수령하여 알게 된 경우뿐만 아니라 그 정보의 생성 과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성하는 과정에서 알게 된 경우도 포함된다고 해석함이 상당하다."라고 판시하였다.

그리고 법원은 직무 관련성 요건에 대해서, "어느 법인의 주요주주가 자기 소유의 주식을 처분하면서 경영권을 양도한다는 정보와 관련하여 자기소유주식을 처분하는 것은 주주로서의 직위가 아니므로 위 정보는 당해 주주가 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니다. 그러나 이 사안의 경우는 甲 회사라는 법인을 사실상 대표한 이사 피고 C가 乙 회사와 체결한 '경영자문용역계약을 통한 대가를 지급받고 적대적 인수합병을 중단한다'는 구두계약에 관한 것이므로, 위와 같은 구두계약의 내용은 甲 회사의 업무와 관련된 정보이자 피고 C의 직무와 관련된 정보임이 분명하고, 乙 회사 측의 입장에서 보더라도 이는 위 구두계약을 체결하는 과정에서 계약당사자로서의 특수한 지위에 기하여 그 생성 과정에 관여하여 알게 된 정

보라 할 수 있어 위 직무 관련성 요건은 역시 충족된다.”라고 판시하였다.

### III. 자본시장법 제174조에 의한 정보생성자의 정보이용행위 규제

앞서 소개한 정보생성자의 책임과 관련한 두 관례에서 적용 여부가 문제 되었던 법조문은 구 증권거래법 제188조의2 제1항이며,<sup>8)</sup> 이 조문은 현행 자본시장법 제174조 제1항이 승계하였다.<sup>9)</sup> 양 조문은 그 표현이나 관련 용어의 위치 및 규제범

#### 8) 구 증권거래법 제188조의2(미공개정보 이용행위의 금지)

① 다음 각 호의 1에 해당하는 자(제1호 내지 제5호의 1에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과되지 아니한 자를 포함한다)로서 상장법인 또는 협회등록법인(6월 내에 상장 또는 협회등록하는 법인을 포함한다)의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자와 이들로부터 당해 정보를 받은 자는 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하지 못한다.

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

#### 9) 자본시장법 제174조(미공개 중요정보 이용행위 금지)

① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)는 상장법인(6개월 이내에 상장하는 법인 또는 6개월 이내에 상장법인과 합병, 주식의 포괄적 교환, 그 밖에 대통령령으로 정하는 기업결합 방법에 따라 상장되는 효과가 있는 비상장법인(이하 이 항에서 '상장예정법인 등'이라 한다)을 포함한다. 이하 이 항 및 제443조 제1항 제1호에서 같다)의 업무 등과 관련된 미공개중요정보(투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 특정증권 등(상장예정법인 등이 발행한 해당 특정증권 등을 포함한다. 이하 제443조 제1항 제1호에서 같다)의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다.

1. 그 법인(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호 및 제2호에서 같다) 및 그 법인의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개 중요정보를 알게 된 자
2. 그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개 중요정보를 알게 된 자
3. 그 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개 중요정보를 알게 된 자
4. 그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개 중요정보를 알게 된 자
5. 제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자의 대리인(이에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인을 포함한다)·사용인, 그 밖의 종업원(제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인)으로서 그 직무와 관련하여 미공개 중요정보를 알게 된 자
6. 제1호부터 제5호까지의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하

위 등에서 약간의 차이를 보이나, 대체로 동일한 취지라 할 것이다. 아래에서는 자본시장법 제174조 제1항을 기본으로 하여 정보생성자에 의한 정보이용행위의 의미를 분석하기로 하며, 관련 판례의 검토 시 필요한 경우에 한하여 구 증권거래법 제188조의2 제1항을 언급하기로 한다.

이하에서는 우선 미공개 중요정보 이용행위규제의 핵심 조항인 자본시장법 제174조의 기본구조를 전반적으로 파악하고, 관련 판례의 타당성과 의의를 평가한 뒤, 자본시장법 제174조 제1항의 규제대상정보인 기업정보의 생성과 그 이용행위를 어떠한 관점에서 보아야 하는지를 검토한다.

### 1. 자본시장법 제174조의 기본구조

기본적으로 자본시장법 제174조가 적용되려면 (i) 규제대상자가, (ii) 규제대상정보를, (iii) 규제대상증권의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 한 경우이어야 한다. 본 논문은 분석의 편의를 위해 (ii)의 요건, 즉 ‘규제대상정보’에서 논의를 시작하며, 이어서 규제대상정보의 구분에 따라 (i)의 요건인 규제대상자의 범위를 살펴본다. 본 논문의 목적상 (iii)의 규제대상증권에 대해서는 따로 검토하지 않는다.

#### 가. 규제대상정보

자본시장법 제174조는 제1항에서 ‘상장법인의 업무 등과 관련된 미공개 중요정보’를, 제2항에서 ‘주식 등에 대한 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보’를, 제3항에서 ‘주식 등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보’를 규제대상정보로 삼고 있다. 먼저 상장법인의 ‘업무 등과 관련된 정보’의 개념에 대해서는 따로 규정이 없으나, 일반적으로 기업의 자산(assets)이나 수익력(earning power)에 영향을 미침으로써 해당 기업주식의 가격을 변동시킬 수 있는 사건이나 상황에 관한 정보인 ‘기업정보(corporate information)’를 뜻하는 것으로 이해된다.<sup>10)</sup> 예컨대 해당 기업의 신규사업 진출, 신기술 개발, 대규모 판매계약 체결, 우

지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)로부터 미공개 중요정보를 받은 자  
 10) Victor Brudney, “Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws”, 93 Harv. L. Rev. 322 (1979), 329; 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), 1290-1291.

량기업과의 합병 등과 같은 정보가 이에 해당한다.

이와 달리 '주식 등에 대한 공개매수의 실시 또는 중지'에 관한 미공개정보나 '주식 등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지'에 관한 미공개정보는 기업의 자산이나 수익력에 영향을 미치지 않지만 증권시장에서 해당 기업이 발행한 증권의 수급에 영향을 주어 주가를 변동시킬 수 있는 사건이나 상황에 관한 정보인 '시장정보(market information)'에 해당하는 것들이다.<sup>11)</sup> 자본시장법 제174조의 규제대상이 아닌 시장정보의 예로는 중앙은행에 의한 금리의 변경결정이나 환율에 관한 정보 등과 같이 다수의 증권에 동시에 영향을 미칠 수 있는 정보가 있는 반면,<sup>12)</sup> 특정 증권에만 영향을 미치는 정보도 있다. 후자의 예로 선행매매(front running)나 스캘핑(scalping) 등을 들 수 있는데,<sup>13)</sup> 자본시장법은 이러한 선행매매와 스캘핑을 제71조에서 불건전 영업행위의 하나로 원칙적으로 금지하고 있다.

한편 미공개정보를 그 출처에 따라 기업 내부에서 생성된 '내부정보(inside information)'와 기업 외부에서 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.<sup>14)</sup>

요컨대 자본시장법은 제174조 제1항에서 '업무 등과 관련된' 정보의 이용을 규제함으로써 기업정보의 이용금지를 기본으로 하면서, 예외적으로 제174조 제2항과 제3항에서 시장정보에 해당하는 공개매수정보와 주식대량취득·처분정보를 규제대상정보로 추가하고 있다. 보는 관점에 따라서는 외부기업정보는 업무 관련 정보가 아니라거나, 또는 기업의 '외부'에서 생성되었다는 점에서 시장정보라고 분

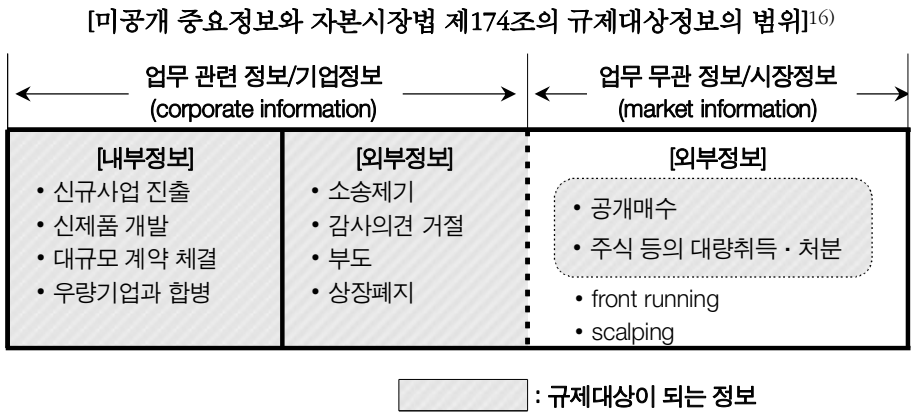
11) Stephen M. Bainbridge, "Insider Trading Inside the Beltway", 36 J. Corp. L. 281 (2011), 286; 김건식·정순섭, 자본시장법 3판, 두성사(2013), 407.

12) 김정수, 자본시장법원론 2판, 서울파이낸스앤로그룹(2014), 1156.

13) 선행매매란 시장에서 특정 회사의 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. 김건식·정순섭(주 11), 408~409.

14) Wang(주 10), 1291; 임재연, 자본시장법 2015년판, 박영사(2015), 926.

류할 수도 있을 것이다. 그러나 구 증권거래법이 업무 등과 관련한 중요정보의 예로 전형적인 외부기업정보를 들고 있었음을 볼 때,<sup>15)</sup> 현행법상으로도 업무 관련 정보는 내부기업정보와 외부기업정보를 포함하는 개념으로 파악하는 것이 옳다. 이상의 내용을 그림으로 정리하면 아래와 같다.



**나. 기업정보의 이용이 금지되는 규제대상자**

이제 위에서 구분한 규제대상정보 가운데 기업정보의 이용이 금지되는 규제대상자의 범위를 살펴본다. 자본시장법 제174조는 제1항에서 업무 관련 정보(기업정보) 이용행위의 규제대상자로서 ① 해당 상장법인과 그 계열회사 및 그의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개 중요정보를 알게 된 자, ② 해당 상

15) 구 증권거래법 제188조 제2항은 ‘업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’라 함은 제186조 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 수 있는 것으로 규정하고 있었다. 그리고 구 증권거래법 제186조 제1항은 ① 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 거래가 정지 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 재해로 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 중자, 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.

16) 하은수, “내부자거래 조사 실무와 문제점”, 자본시장 활성화를 위한 정책토론회 발제문, 한국기업법무협회(2011. 3.), 62 참조.

장법인과 그 계열회사의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개 중요 정보를 알게 된 자, ③ 해당 상장법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개 중요 정보를 알게 된 자, ④ 해당 상장법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개 중요정보를 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 미공개 중요정보를 알게 된 자, ⑥ 위 ① 내지 ⑤에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자, ⑦ 위 ① 내지 ⑥에 해당하는 자로부터 미공개 중요정보를 받은 자 등을 열거하고 있다.<sup>17)</sup> 즉 규제대상자의 범위와 관련하여 자본시장법 제174조 제1항은 ①이나 ②와 같은 회사의 전형적인 내부자에 의한 기업정보 이용행위를 규제하고 있을 뿐만 아니라, ③이나 ④와 같이 회사의 외부자라 하더라도 상장법인의 기업정보에 합법적으로 접근할 수 있는 우월하고 특별한 지위를 가지고 있는 경우에는 그를 준(準)내부자로 보아 규제대상으로 삼고 있다.

#### 다. 직무 관련성 요건을 통한 규제범위의 제한

자본시장법 제174조 제1항이 열거하는 규제대상자들은 모두 일반투자자에 비해 상장법인의 기업정보에 용이하게 접근할 수 있는 우월적 지위를 보유한 자들이라고 볼 수 있다. 그리고 자본시장법 제174조 제1항은 자신의 우월한 지위를 통하여 ‘알게 된’ 미공개정보를 이용하는 행위만을 정보격차의 불공정한 이용으로 보아 규제하겠다는 입장을 취하고 있다. 여기서 우월한 지위를 통하여 정보를 지득해야 한다는 요건을 흔히 ‘직무 관련성’ 요건이라 부른다.

법문상 직무 관련성 요건은 규제대상자에 따라 그 표현에 차이가 있지만,<sup>18)</sup> 이러한 직무 관련성 없이 정보를 알게 된 경우에는 자본시장법 제174조 제1항에 따

17) 자본시장법은 구 증권거래법에 비하여 규제대상이 되는 외부자의 범위를 좀 더 확대하였다. 즉 계열회사 및 그 임직원·대리인이 추가되었으며, 계약체결을 교섭 중인 자도 규제대상으로 포섭되었다.

18) 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 미공개정보를 지득할 것을 요구하고 있다. 자본시장법 제174조 제1항 참조.

른 처벌을 받지 않는다. 즉 일반투자자들에 앞서서 미공개정보를 지득할 수 있는 수많은 당사자들이 존재하지만, 자본시장법은 그중에서 내부자로서의 위치·법령상의 권한·계약의 체결이나 교섭 등으로 인해 우월적 지위를 보유한 자들이 그 지위를 통해 지득한 정보의 이용만을 규제하겠다는 것이다.<sup>19)</sup>

## 2. 정보생성 관련 판례의 검토

### 가. 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결의 검토

이른바 화승강업 사건으로 불리는 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결을 근거로 하여, 정보생성자의 정보이용행위는 규제되지 않는다는 단순화된 주장을 하는 경우가 종종 있다.<sup>20)</sup> 그러나 아래에서 살펴보듯이 화승강업 판결이 정보생성자의 정보이용행위 규제에 대한 일반적 원칙을 천명하였다고 보기는 어렵다.

우선 이 판결에서 주식양도계약을 체결한 화승과 X가 각각 어떠한 지위를 가지는지 살펴보자. 첫째, 화승강업의 입장에서 보았을 때 화승은 화승강업 주식의 40%를 보유하고 있던 주요주주이다.<sup>21)</sup> 그리고 주요주주인 화승은 X와 화승강업 주식매매계약을 체결하면서 ‘화승강업의 경영권 양도를 초래하는 주식처분’이라는 미공개정보를 생성하였다. 정보를 생성한 화승은 주요주주로서 직무와 관련하여 (또는 그 권리를 행사하는 과정에서) 미공개정보를 알게 된 것이라 볼 수 있는가? 이에 대하여 대법원은 해당 정보는 화승이 “스스로 생산한 정보이지 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니”라고 판시하였다. 그런데 이 설시 부분만 놓고 보면 대

19) 동지: 박순철, 미공개 중요정보 이용행위의 이해, 박영사(2010), 82~83.

20) 머니투데이 2008. 12. 22. 인터넷 기사 중 “대법원판례에서도 인수합병(M&A) 당사자를 정보의 생성자로 간주해 처벌대상에서 제외시켰기 때문에 혐의를 적용하기가 매우 어려운 실정이다.”라고 한 검찰 측의 발표문 내용 <<http://www.mt.co.kr/view/mtview.php?type=1&no=2008122213490615893&outlink=1>>; 노컷뉴스 2008. 12. 22. 인터넷 기사 중 “김찰은 M&A 상대방 등은 정보의 생성자로 처벌 대상에서 제외되는 만큼, ○○증권의 내부자 혹은 준내부자이거나 이들로부터 인수정보를 직접 얻은 경우에만 처벌이 가능하다는 게 대법원 판례라고 밝혔다.”라고 보도한 내용 <<http://www.nocutnews.co.kr/news/532245>>.

21) 자본시장법상 주요주주란 (i) 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 법인의 의결권 있는 발행주식총수의 10% 이상의 주식(그 주식과 관련된 증권예탁증권을 포함한다)을 소유한 자와, (ii) 임원의 임면 등의 방법으로 법인의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주로서 ① 단독으로 또는 다른 주주와의 합의·계약 등에 따라 대표이사 또는 이사의 과반수를 선임하거나, ② 경영전략·조직변경 등 주요 의사결정이나 업무집행에 지배적인 영향력을 행사한다고 인정되는 임원(상법 제401조의2 제1항 각 호의 자를 포함한다)인 주주로서 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 1 이상을 소유하는 자를 말한다(자본시장법 제9조 제1항 제2호; 시행령 제9조, 금융투자업규정 제1-6조).

법원이 (i) 스스로 생성한 정보는 알게 된 정보가 아니므로 법 적용에 있어 다른 취급을 받는다는 취지를 밝힌 것인지, 아니면 (ii) 스스로 생성한 정보 역시 알게 된 정보이지만, 사안의 미공개정보는 화승이 주요주주라는 우월적 지위를 통하여 알게 된 정보가 아니라는 취지를 밝힌 것인지 불분명하다. 정보의 생성자는 규제대상이 아니라는 단순화된 주장을 하는 이유는 판시 내용을 (i)과 같이 이해하였기 때문이 아닌가 추측해 본다.

둘째, 화승강업의 입장에서 보았을 때 X는 내부자도 아니고 준내부자도 아니다. 이 상황에서 X가 처벌될 수 있는 유일한 가능성은 규제대상자인 화승으로부터 미공개정보를 수령한 자가 되는 경우이다. 그렇지만 이미 대법원은 화승이 생성한 정보는 규제대상정보가 아니라고 판단했으므로, X가 이를 수령했다고 보더라도 정보수령자로 처벌될 수 없다. 게다가 실제로는 X 역시 화승과 계약을 체결하면서 '주식양도를 통한 화승강업의 경영권 양도'라는 미공개 중요정보를 생성한 자이다. 대법원판결도 X는 화승과 공동으로 당해 정보를 생산한 자에 해당하며 미공개정보를 받은 자에 해당하지 않는다고 판시하여 이 점을 확인하였다.

결국 이 사안에서는 화승과 X가 어떠한 지위에 있었는지 보다는, 문제 된 미공개정보의 성격이 어떠한지가 더 중요할 수 있다. 왜냐하면 화승강업 사건 당시 적용 법률이었던 구 증권거래법 제188조의2는 제1항에서 기업정보를, 그리고 제3항에서 시장정보의 한 유형인 공개매수정보만을 규제대상정보로 삼고 있었고, 따라서 '화승강업의 경영권 양도를 초래하는 주식처분'이라는 미공개정보가 시장정보라면 처음부터 구 증권거래법 제188조의2 적용은 불가능하였기 때문이다. 통상 주식매매정보는 증권의 수급에 영향을 주어 주가를 변동시킬 수 있는 시장정보의 하나이다. 그런데 화승강업 사건에서 문제 된 미공개정보는 기업정보로 보아야 한다는 견해가 존재한다. 이 견해에 따르면 ① 개인적 거래로서의 주식처분행위는 시장정보이지만, 그로 인한 '경영권의 양도'라는 정보는 회사지배구조의 변경을 가져오므로 기업정보라고 본다. 아울러 ② 주요주주인 화승은 화승강업의 업무에 대하여 사실상 영향력을 행사할 수 있는 지위에서 경영권 양도라는 정보를 양수인과 생성하였으므로 주요주주의 지위에서 직무와 관련하여 알게 된 경우에 해당한다고 해석하는 것이 실제에 부합한다고 본다.<sup>22)</sup>

22) 박순철(주 19), 95.

그러나 ①의 쟁점과 관련하여 구 증권거래법과 자본시장법의 변천 과정을 보면, 입법자는 ‘주식매매로 인한 경영권 양도’라는 정보를 시장정보로 파악하고 있다. 즉 주식 등의 대량취득·처분에 관한 정보이용에 대하여 아무런 규제를 하지 않던 구 증권거래법과 달리, 자본시장법은 제174조 제3항에서 ‘경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 주식대량취득·처분의 실시 또는 중지’에 관한 미공개정보’를 새로운 규제대상 시장정보로 추가하고 있다. 경영권 양도를 초래하는 주식대량취득·처분에 관한 정보가 주가에 중대한 영향을 미친다고 보아 시장정보임에도 불구하고 규제의 필요성이 있다고 판단한 것이다. 결국 ‘주식매매로 인한 경영권 양도’라는 미공개정보는 현행 자본시장법 구조상으로는 시장정보라 볼 수밖에 없다. 화승강업 판결의 관련 부분 역시 “[해당] 정보는 화승이 그 소유의 주식을 위 X에게 처분함으로써 스스로 생산한 [시장]정보이지 직무와 관련하여 알게 된 [기업]정보가 아니”라고 밑줄 부분을 추가하여 읽는 것이 자연스럽다.

그리고 ②의 쟁점과 관련하여, 설령 한 발 양보하여 ‘경영권 양도를 초래하는 주식매매’라는 정보가 기업정보라 하더라도, 판례에 따르면 주요주주가 그 정보를 직무와 관련하여 생성하거나 알게 되는 것이라고 보기 어렵다. 화승강업 사건에서 법원이 그러한 취지로 실시하였고, 또한 아래에서 검토할 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결의 원심에서 서울고등법원도 “어느 법인의 주요주주가 자기 소유의 주식을 처분하면서 경영권을 양도한다는 정보와 관련하여 자기소유주식을 처분하는 것은 주주로서의 직무가 아니므로 위 정보는 당해 주주가 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니다.”라고 판시하고 있다.

이처럼 입법자의 의도와 법원의 판례를 전제로 하였을 때, 화승강업 사건에서 문제 된 미공개정보는 애당초 구 증권거래법 제188조의2의 규제대상이 아닌 정보였다. 만약 검찰 측에서 X가 화승강업의 주요주주인 화승으로부터 미공개정보를 전달받았음을 이유로 기소하지 않았다면, 법원은 굳이 X의 정보수령자로서의 지위를 따져볼 필요조차 없었을 것이다.

결론적으로 화승강업 사건에서 대법원의 설시는 (i) 주요주주가 ‘경영권 양도를 초래하는 주식매매’라는 정보를 생성하더라도 이는 직무 관련성을 인정할 수 없다는 것과, (ii) 정보생성자는 정보수령자에 해당하지 않는다는 정도로 요약할 수 있다. 화승강업 판결에서 ‘정보생성’이 ‘정보지득’과는 다르다는 점을 주된 쟁점으

로 다루거나 이를 명확히 밝혔다고 보기는 어렵다. 따라서 정보의 생성자는 규제되지 않는다는 단순화된 주장의 근거로 화승강업 판결을 제시하는 것은 부적절하며, 그 주장 자체도 일반적 원칙으로 받아들여서는 아니 된다.

**나. 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결 및 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결의 검토**

이 사건에서 A와 B는 甲 회사를 상대방으로 하여 적대적 인수합병 시도를 중단한다는 구두계약을 체결하였으므로, 구 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호가 규정하고 있는 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자’이다. 따라서 규제대상자인 A와 B가 규제대상인 미공개정보를 이용하여 甲 회사의 주식을 거래하였다면 처벌될 수 있는 상황이다.

그렇다면 사안에서 문제 된 ‘乙 회사가 甲 회사에 대한 적대적 인수합병 시도를 중단한다’는 정보는 규제대상정보인가? 단순히 ‘적대적 인수합병을 중단한다’는 정보는 증권의 수급에 영향을 주는 시장정보에 불과하여 구 증권거래법상 규제대상 정보가 아닌 것이 원칙이다. 그러나 법원은 “이 사건 정보는 乙 회사의 적대적 인수합병 시도 중단 또는 甲 회사 주식의 대량매도만을 내용으로 하는 정보가 아니라 甲 회사와 경영자문용역계약을 체결하는 형식으로 그 적대적 인수합병 시도 중단의 대가를 지급하기로 하는 내부정보가 결합되어 있는 정보로서 …… 구 증권거래법 제188조의2 제1항이 규정한 ‘업무 등과 관련된 정보’에 해당한다.”라고 판시하였다. 이처럼 법원이 ‘내부정보가 결합되어 있는 시장정보’는 기업정보로서 규제대상이 됨을 천명한 것은 해석을 통해 규제의 사각지대를 줄이려는 노력의 일환이라고 할 수 있다.<sup>23)</sup>

또한 법원은 정보의 생성과 관련하여 중요한 설시를 하였다. 즉 앞서 살펴본 화승강업 판결에서의 불분명한 표현과는 달리, 본 판결에서는 미공개정보를 ‘알게 된’ 경우란 “그 문언 및 입법 취지에 비추어 볼 때 이미 생성되어 존재하는 정보를 수동적으로 수령하여 알게 된 경우뿐만 아니라 그 정보의 생성 과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성하는 과정에서 알게 된 경우도 포함된다고 해석함이 상

23) 동지: 조인호, “서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결에 대한 小考: 내부자거래 쟁점을 중심으로”, 한양법학 25권 1집(2014), 166.

당하다.”라고 판시하였다. 이러한 설시 역시 미공개정보 이용행위가 규제되지 않는 공백을 메꾸려는 법원의 시도가 반영된 것이라 할 수 있다.

결론적으로 이 사건에서 법원의 설시는 (i) 내부정보가 결합되어 있는 시장정보는 기업정보로서 규제대상이 된다는 것과, (ii) 정보지득의 경우에는 정보생성도 포함된다는 것으로 요약할 수 있다.

### 3. 정보지득의 한 유형으로서의 정보생성 및 정보생성자에 대한 규제의 실질

앞서 보았듯이 자본시장법 제174조 제1항은 직무 등과 관련하여 미공개정보를 알게 된 규제대상자에게 적용된다. 그런데 직무 관련성을 통해 미공개정보를 ‘알게 된’(지득한) 경우란 어떤 의미인가? 이미 생성되어 존재하는 정보를 사후적으로 수령하여 느끼거나 깨닫게 되는 상태를 ‘알게 된’ 경우라고 보는 데에는 이견이 없다. 문제는 당사자가 직무 등과 관련하여 적극적으로 정보를 생성하거나 그 생성 과정에 참여한 때에도 역시 자본시장법 제174조 제1항에서 말하는 정보를 ‘알게 된’ 경우라고 볼 수 있는가이다.

정보생성을 정보지득의 한 유형으로 볼 수 있는가의 문제를 검토하기 위해, 우리 자본시장법의 모범이라 할 수 있는 미국의 경우를 참고해 보자. 미국 연방법원은 내부자거래 규제의 일반적 기준으로서, 규제대상자가 ‘미공개정보에 기하여(on the basis of material non-public information)’ 증권을 거래하면 미공개정보를 이용한 것으로 보아 처벌 가능하다고 한다.<sup>24)</sup> 그리고 SEC의 규칙에서는 미공개정보에 ‘기하여’의 판단 기준으로서, 매매거래를 하는 자가 거래 시에 정보가 공개되지 않았음을 ‘인식(awareness)’하면 미공개정보에 기하여 거래한 것으로 인정한다.<sup>25)</sup> 즉 미국에서는 규제대상자가 미공개정보임을 알면서 증권을 거래했다면, 그가 이미 존재하는 정보를 수령하여 알게 되었건 혹은 자신이 그 정보를 생성하여 알게 되었건 여부와 상관없이 내부자거래로 처벌된다는 것이다. 다시 말해 규제대상자가 증권을 거래할 당시 미공개정보임을 알고 있었다는 것이 핵심이지, 그 정보를

24) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980), 226~227; United States v. Teicher, 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993).

25) 예컨대 SEC Rule 10b5-1은 (b)항에서 “a purchase or sale of a security of an issuer is ‘on the basis of’ material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale”이라고 규정한다.

어떠한 경로를 통해 인식하였는지는 중요하지 않다는 것이다. 이러한 해석은 자본시장법의 경우에도 마찬가지라 할 것이다. 즉 규제당사자가 정보를 ‘이용’해야 자본시장법 제174조 제1항에 따라 처벌되므로, 이용대상정보를 어떠한 경로로 보유하고 있었는지는 그리 중요하지 않다고 볼 수 있다.

정책적으로도 미공개정보 이용행위 규제제도의 취지상, 기업정보를 생성한 자나 그 정보생성에 관여한 자는 당연히 그 정보를 ‘알게 된’ 자에 해당한다고 보는 것이 타당하다고 생각된다.<sup>26)</sup> 예컨대 회사의 이사회에서 영업의 일부를 양도하기로 결정한 임원들이 해당 정보를 이용하는 경우나(회사 내부자에 의한 내부기업정보의 생성 및 이용), 특정 법인에 대하여 법령상의 권한을 가진 행정관청의 담당자가 대규모 건축허가를 내주기로 결정하고 이 정보를 이용하는 경우(준내부자에 의한 외부기업정보의 생성 및 이용) 등에 있어 해당 정보생성자의 정보이용행위를 규제할 필요성은 매우 크다 하겠다.

여기서 주의할 것은 정보생성을 정보지득과 마찬가지라 보더라도 현행 자본시장법 제174조 제1항의 구조상 기업정보를 생성한 모든 자를 정보를 ‘알게 된’ 자로서 최종적으로 처벌할 수는 없다는 점이다. 즉 자본시장법 제174조 제1항 각 호에서 열거하는 ‘규제대상자’(지위 요건)가 ‘직무 등과 관련하여’(직무 관련성 요건) 생성·지득한 규제대상정보를 이용했어야 최종적으로 처벌이 가능하다. 예컨대 A 회사가 생산한 물건으로 인해 피해를 입은 B가 A 회사를 상대로 손해배상소송을 제기한 경우, 소송제기라는 정보는 B에 의하여 A 회사 외부에서 생성되었으면서 A 회사의 자산이나 수익력에 영향을 줄 수 있는 외부기업정보이다. 이 정보를 A 회사의 소송담당 직원이 법원으로부터 통지받은 후 미공개 상태에서 이용하면 ‘회사 내부자가 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 처벌 가능하다. 그러나 소송을 제기한 B나 그 대리인이 동 정보를 미공개 상태에서 이용하는 경우에는 이들이 A 회사와 제174조 제1항 각 호상의 특별한 관계에 있지 않는 이상, 규제되지 않는다. 결국 일률적으로 정보생성자를 정보지득자라고 보더라도, 최종적으로 자본시장법 제174조 제1항의 규제대상으로

26) 동지: 박순철(주 19), 84.


삼을 수 있는가는 또 다른 문제이다. 최종 규제 여부는 해당 정보가 규제대상정보 인가의 여부, 해당 당사자가 규제대상자로서 직무 관련성을 통해 정보를 생성(지득)하였는가의 여부에 달려 있다.

요컨대 자본시장법 제174조 제1항 제1호~제5호에서 등장하는 ‘미공개 중요정보를 알게 된’ 경우란 (i) 이미 생성되어 존재하는 정보를 수동적으로 수령하여 알게 된 경우뿐만 아니라, (ii) 그 정보의 생성 과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성하는 과정에서 알게 된 경우도 포함된다고 해석함이 타당하다. 이러한 관점에서 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결과 그 상고심인 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결이 향후 정보생성과 정보지득과의 관계 및 정보생성자의 책임에 관한 리딩 케이스로 기능해야 한다.

그런데 위 (i)에서 말하는 정보를 수령하는 경우와 자본시장법 제174조 제1항 제6호에서 규정하는 ‘미공개 중요정보를 받은’ 경우는 어떻게 다른가? (i)에서 말하는 정보수령이란 직무 관련성을 통해 정보를 받은 경우를 의미하고, 자본시장법 제174조 제1항 제6호에서 규정하는 정보수령이란 직무 관련성 없이 단순히 제1호~제5호의 규제대상자로부터 정보를 받은 경우를 말한다고 하겠다. 예컨대 회사의 이사가 업무회의를 통해 신제품이 개발되었음을 보고받았다면 기업정보를 ‘알게 된’ 경우이지만, 그 이사가 업무와 상관없이 회사 밖에서 동 정보를 제품개발 직원으로부터 듣게 되었다면 이는 기업정보를 ‘받은’ 경우이다. 이상의 내용을 <표>로 정리하면 아래와 같다.

**[자본시장법 제174조 제1항의 적용을 받는 미공개정보의 수령 및 생성]**

제174조의 규제대상자가	직무 등과 관련하여	기존 정보를 수령한 경우	제174조의 ‘알게 된’ 경우에 해당
		정보를 생성한 경우	
	직무 등과 관련 없이	기존 정보를 수령한 경우	제174조의 ‘받은’ 경우에 해당
		정보를 생성한 경우	미처벌

 : 174조 제1항이 적용되는 경우

#### IV. 정보생성자의 정보이용행위에 대한 규제의 확대

앞서 보았듯이 정보생성을 정보지득과 동일하게 보더라도 정보생성자의 정보이용행위 가운데 현행 자본시장법 제174조에 의해 규제할 수 없는 유형이 존재한다. 그 이유는 자본시장법 제174조가 규제대상자와 규제대상정보를 제한적으로 열거하고, 정보지득(생성) 시 직무 관련성을 요구하고 있기 때문이다. 아래에서는 이러한 제한적 규제방식을 취하게 된 경위와 함께 규제 확대의 필요성에 대해 살펴본다.

##### 1. 자본시장법이 취하는 제한적 규제방식의 적절성 및 규제 확대의 필요성

미공개정보 이용행위의 규제와 관련하여, 자본시장법 제174조의 열거는 기본적으로 미국의 규제이론인 신인의무이론(fiduciary duty theory) 및 부정유용이론(misappropriation theory)과 그 궤를 같이 한다고 볼 수 있다. 우리나라와 달리 미공개정보 이용금지에 관한 명문규정이 없는 미국에서는 1934년 증권거래법 § 10(b)와 SEC의 Rule 10b-5를 통해 미공개정보이용거래를 규제하고 있다. 그런데 Rule 10b-5는 그 문언상 기망행위를 금지할 뿐이므로,<sup>27)</sup> 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, 이때 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,<sup>28)</sup> 미국에서 이와 유사한 역할을 하는 법리가 바로 연방대법원에 의해 정립된 신인의무이론과 부정유용이론이다. 즉 통상적으

27) Rule 10b-5는 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 (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 것은 위법이라는 취지로 규정하고 있다.

28) 우리 형법상 사기죄는 사람을 기망하여 재물의 교부를 받거나 재산상의 이익을 취득함으로써 성립한다(형법 제347조). 이때 기망이란 널리 거래관계에서 지켜야 할 신의칙에 반하는 행위로서 사람으로 하여금 착오를 일으키게 하는 것을 말하는데, 작위이건 부작위이건 제한이 없다. 그리고 부작위에 의한 기망행위가 사기죄를 구성하기 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), 310~314.

로 사적 당사자들의 거래에서는 일방이 어떠한 사실을 공개하지 않고 침묵하는 것이 사기행위로 취급되지는 않지만, 당사자 사이에 신인관계(fiduciary relation)가 있는 경우에는 우리 법상의 보증인적 지위가 있는 것과 마찬가지로 되어 정보를 공개하지 않으면 사기행위가 되는 것이다.<sup>29)</sup>

연방대법원 판례인 *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)에서 인정된 신인의무이론에서 거래 당사자들의 신인관계는 다음과 같이 인정된다. 회사와의 특별한 관계로 인해 미공개정보를 지득한 당사자는 그 회사와 직접적인 신인관계를 갖게 되고, 거래 상대방은 주주로서(혹은 매수자인 경우에는 주주가 될 자로서) 회사와 신인관계에 있기 때문에 결국 회사를 중심으로 한 연결고리를 통해 거래 당사자들은 간접적인 신인관계에 놓이게 된다(미공개정보 보유자 ⇨ 회사 ⇨ 주주). 요컨대 거래대상증권을 발행한 회사 및 그 주주에 대하여 자신의 특별한 지위로 인해 직접적·간접적 신인의무를 부담하는 자는 미공개정보를 공개해야할 의무가 있으며, 이를 공개하지 않았을 때에는 사기적 행위로서 규제된다는 것이다. 이처럼 미국의 신인의무이론에 의하면 규제대상자는 해당 기업 및 그 주주에 대해 신인의무를 부담하는 자에 한정되므로, 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 받는다. 반면, 신인의무를 부담하지 않는 기타 거래자들은 지득한 내부정보를 자신의 이익을 위해 이용하더라도 규제되지 않는다.

연방대법원 판례인 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997)에서 인정된 부정유용이론은 거래대상증권을 발행한 회사와 일정한 신인관계를 갖지 않는 자의 미공개정보 이용행위를 규제하기 위한 것이다. 즉 거래대상증권을 발행한 회사와 신인관계가 없는 자라 하더라도 증권의 가격에 영향을 미치는 미공개정보를 이용한 경우에는 회사 및 주주에 대한 신인의무가 아니라 그에게 정보를 제공한 '정보의 원천(source of information)'에 대한 신인의무를 저버림으로써 Rule 10b-5를

29) 영미법상 신인의무는 다양한 관계에서 발생하는 것으로 보고 있으며, 신인관계 전체를 파악하면 그 범위가 상당할 것이라고 한다. Victor Brudney, "Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law", 38 B.C. L. Rev. 595 (1997), 595. 영미법상 신인의무법리의 일반에 관해서는 장근영, "영미법상 신인의무 법리와 이사의 지위", 비교사법 15권 1호(2008), 272~273 참조.

위반하게 된다는 것이다. 다시 말해 부정유용이론에 따르면 미공개 정보이용으로 손해를 입은 거래상대방에 대해 기망이 성립하는 것이 아니라 정보이용자에게 신뢰를 두고 있던 자, 즉 정보원의 신뢰가 손상되면서 그에 대하여 기망이 성립하게 된다. 결국 부정유용이론의 경우도 규제대상자가 신인의무를 부담하는 대상이 다를 뿐, 신인의무위반을 규제의 전제로 삼고 있다는 점에서는 신인의무이론과 같다.

자본시장법 제174조 제1항은 미국의 신인의무이론의 구조를 법제화하여, 공개되지 않은 정보를 보유한 수많은 당사자들 가운데서 ① 내부자로서의 위치, 법령상의 권한, 계약의 체결이나 교섭 등을 통해 우월적 지위를 보유한 자들이(지위 요건), ② 실제로 그러한 지위와 관련하여 지득한 기업정보(직무 관련성 요건)의 이용만을 규제하고 있다. ①의 지위 요건만을 갖추고 ②의 직무 관련성 요건을 갖추지 않는 것은 가능하지만, ②의 직무 관련성 요건을 갖추기 위해서는 ①의 지위 요건이 항상 전제되어야 한다. 따라서 자본시장법 제174조 제1항의 적용 여부를 판단하는데 있어서 핵심은 정보취득이 직무와 관련하여 이루어졌는가 하는 점이며, 이러한 ‘직무 관련성 요건’은 미국의 신인의무이론에서 말하는 ‘신인관계’의 요건과 유사하다.<sup>30)</sup>

그리고 자본시장법 제174조 제2항과 제3항은 미국의 부정유용이론의 구조를 참고한 것이라 할 수 있지만, 그 규제범위는 차이가 있다. 미국의 부정유용이론은 그 규제대상정보에 별다른 제한이 없는 반면, 자본시장법 제174조 제2항과 제3항은 공개매수정보와 주식대량취득·처분이라는 시장정보를 선별한 뒤, 이 정보의 원천이라 할 수 있는 ‘공개매수예정자’ 및 ‘주식대량취득·처분을 하려는 자’와 특별한 관계를 가진 자들이(지위 요건) 그 지위를 통하여 지득한 정보(직무 관련성 요건)의 이용만을 규제하고 있을 뿐이다.<sup>31)</sup>

30) 자본시장법 제174조 제1항은 상장법인 자선에 의한 미공개정보 이용행위도 규제한다. 미국의 경우에도 회사 자선에 의한 미공개정보 이용행위는 규제된다. 우선 자기주식의 매도의 경우에는 1933년 증권법에 따라 공시의무를 부담하고, 자기주식의 매수의 경우에는 1934년 증권거래법 § 13(e)에 따라 공시의무를 부담하기 때문에, 회사가 미공개정보를 공시 없이 이용하여 자기주식을 거래하는 것은 금지된다. 또한 Rule 10b-5 법리가 적용되는 전통적인 신인의무이론에 따르면이라도 회사는 일반적으로 주주와 긴밀한 신인관계에 있다고 본다. Mark J. Loewenstein & William K.S. Wang, “The Corporation as Insider Trader”, 30 Del. J. Corp. L. 45 (2005).

31) 규제대상이 되는 ‘주식 등의 대량취득·처분’이란 경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 대량취득·처분으로서 시행령이 정하는 것을 말한다.

이상에서 설명한 자본시장법 제174조의 규제구조와 미국의 내부자거래 규제가론과의 관계를 <표>로 정리하면 아래와 같다.

**[우리나라와 미국의 미공개 정보이용 규제법리의 관계]**

자본시장법 제174조 제1항의 지위요건/직무 관련성 요건을 갖춘 자	≍	미국의 신인의무이론 상의 신인의무자
자본시장법 제174조 제2항·제3항의 지위요건/직무 관련성 요건을 갖춘 자	⊂	미국의 부정유용이론 상의 신인의무자

이처럼 자본시장법이 미국의 규제방식을 따르고 있는 것은 적절한가? 이는 자본시장법 제174조가 직무 관련성을 통해 지득한 기업정보와 일부 유형의 시장정보의 이용만을 금지하고 있는 것이 적절한가의 질문과도 연결된다. 이하에서는 본 논문에서 다루고 있는 정보생성의 논점과 관련하여 현행 규제방식의 타당성을 검토해 본다.

첫째, 자본시장법 제174조가 정보이용 규제 시 직무 관련성을 통한 정보지득을 요건으로 하는 것은 적절하다고 판단된다. 미공개정보를 이용하여 거래하는 모든 경우를 처벌한다면 증권거래가 위축될 가능성이 있고, 또한 정보의 확산이나 증권시장의 효율성 확보 측면에서도 바람직하지 않다. 다른 사람보다 뛰어난 경험·예측·근면과 같은 경쟁적 요소에 의하여 생긴 정보격차를 이용하는 것은 불공정하지 않으므로 허용해야 한다.<sup>32)</sup> 단지 일반투자자들보다 우월적 지위를 가진 자들이 그 지위를 통해 지득한 정보의 이용만을 규제하는 것이 바람직하다. 이러한 역할을 하는 것이 미국의 신인관계에 필적하는 ‘직무 관련성’ 요건이며, 규제요건으로서 합리적이라 할 것이다.

이러한 직무 관련성 요건, 즉 신인관계 요건과 관련하여 미국에서는 한동안 국회의원에 의한 미공개 정보이용에 대한 논란이 있었다. 국회의원은 직무를 수행하는 과정에서 회사의 주가에 영향을 미치는 미공개정보를 생성하는 경우가 많다. 관련 실증연구에 따르면 미국 상원의원이 주식투자에서 거둔 평균수익률은 일반인에 비해 월등히 높으며, 이는 국회의원에 의한 미공개 정보이용이 실제 존재함

32) 김건식·정순섭(주 11), 396.

을 간접적으로 보여준다고 할 수 있다.<sup>33)</sup> 이러한 국회의원의 미공개정보 이용행위는 기존의 규제이론으로 충분히 규제할 수 있다는 견해와 그렇지 못하다는 견해가 대립되었다. 전자의 입장에서는 국회의원이 회사 또는 투자자인 국민에 대해 공적 신인관계(public fiduciary)에 있고, 그 결과 거래상대방인 주주에 대해 정보공시의무를 부담한다고 본다.<sup>34)</sup> 이와 달리 후자의 입장에서는 국회의원이 회사의 임원으로 보수를 받고 일하는 것이 아니므로 회사에 대해 신인관계에 있지 않다고 본다.<sup>35)</sup> 논란 끝에 2012. 4. 4.에 Stop Trading on Congressional Knowledge Act of 2012(이하 'STOCK Act')가 제정되었는데, 동 법에서는 국회의원에 의한 미공개정보 이용행위를 직접 금지하는 대신, 국회의원 등이 신인관계에서 발생한 의무를 부담한다는 것을 명시하였다.<sup>36)</sup>

STOCK Act 제정 이전의 미국의 상황과 비교해 보면, 자본시장법상으로 국회의원의 기업정보 이용행위의 규제 가능성은 훨씬 높다고 할 수 있다. 왜냐하면 자본시장법 제174조 제1항 제3호의 해석을 통해 국회의원은 '그 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자'로서 '그 권한을 행사하는 과정에서' 미공개정보를 지득·생성하였다고 볼 여지가 크기 때문이다. 물론 자본시장법의 이러한 해석 가능성에 대해 미국과 마찬가지로 다양한 반론이 제기될 수 있는 것도 사실이다.

둘째, 시장정보이용의 규제와 관련하여, 자본시장법은 그 규제대상을 확대할 필

33) Alan J. Ziobrowski et al., "Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate", 39 J. Fin. & Quantitative Analysis 661 (2004), 663; Alan J. Ziobrowski et al., "Abnormal Returns From the Stock Investments of Members of the U.S. House of Representatives", 13 Bus. & Pol. 1 (2011), 5.

34) Donna M. Nagy, "Insider Trading, Congressional Officials, and Duties of Entrustment", 91 B. U. L. Rev. 1105 (2011), 1138-1141.

35) Insider Trading and Congressional Accountability: Hearing Before the Senate Committee on Homeland Security & Government Affairs, Dec. 1, 2011 (testimony of John C. Coffee, Jr., Professor of Law, Columbia Law School) (<http://www.hsgac.senate.gov/download/coffee-testimony-120111>), 4.

36) STOCK Act § 4(b)(2)는 국회의원이나 국회직원은 자신의 지위에서 파생된 중요한 미공개정보나 공무수행 과정에서 얻은 미공개정보와 관련하여 의회, 연방정부, 국민에 대해 신인관계에서 발생한 의무를 부담한다고 규정하고 있으며, § 9(b)(2)는 행정부 공무원, 법관, 법원 직원은 자신의 지위에서 파생된 중요한 미공개정보나 공무수행 과정에서 얻은 중요한 미공개정보와 관련하여 연방정부와 국민에 대해 신인관계에서 발생한 의무를 부담한다고 규정하고 있다. STOCK Act의 주요 내용에 대해서는 박준선, "국회의원에 의한 내부자거래-미국의 STOCK Act 제정과 우리나라에의 시사점", 기업법연구 27권 4호(2013), 265~267 참조.

요가 있다. 앞서 보았듯이 우리 자본시장법 제174조와 미국의 관련 법제의 규제범위가 완전히 일치하지는 않는다. 무엇보다 자본시장법 제174조 제2항과 제3항에 따른 시장정보 이용행위의 규제범위는 미국의 경우에 비하여 너무 협소하다. 시장정보는 규제대상증권을 발행한 회사의 업무내용과 직접 관련이 있는 것은 아니지만, 그 정보가 주가나 투자판단에 미치는 영향은 기업정보와 다르지 않으므로 그 이용을 규제하는 것이 세계적인 추세이다.<sup>37)</sup> 자본시장법 제174조의 전반적 구조가 미국의 규제방식을 따르고 있는 상황에서, 부정유용이론의 법리를 도입하여 시장정보이용을 보다 폭넓게 규제하는 방안을 강구할 수 있다.

부정유용이론이 도입된다면 시장정보이용의 규제범위가 넓어질 뿐만 아니라, 기업정보이용을 금지하는 자본시장법 제174조 제1항의 규제범위도 확장될 가능성이 있다. 예컨대 A 회사가 생산한 물건으로 인해 피해를 입은 B가 A 회사를 상대로 손해배상소송을 제기한 경우, 소송제기라는 정보는 B에 의하여 A 회사 외부에서 생성되었으면서 A 회사의 자산이나 수익력에 영향을 줄 수 있는 외부기업정보이다. B가 이 정보를 이용하거나 혹은 B의 대리인 C가 이 정보를 이용한 경우, 자본시장법상으로는 B가 동 정보를 제174조 제1항의 직무 등과 관련하여 생성·지득한 것이 아니므로 B는 처벌되지 않고 그 대리인 C도 처벌되지 않는다. 물론 미국의 부정유용이론에 따르더라도 B는 처벌되지 않는데, 왜냐하면 정보를 생성한 정보원 자신이 정보를 이용한 경우에는 누구에 대한 신인의무의 위반도 수반하지 않으므로 사기적 행위가 되지 않기 때문이다. 즉 자기가 자기 스스로를 기망할 수 없다는 논리이다.<sup>38)</sup> 그러나 C는 정보원 B에 대해 미공개정보를 이용하여 거래한다는 사실을 미리 알리지 않는 한, 정보의 원천인 B에 대한 기망을 근거로 처벌될 수 있다. 그리고 C로부터 정보를 수령한 자 역시 규제가 가능하다.

요컨대 미국에서 STOCK Act의 제정을 통해 국회의원 등의 미공개정보 이용행위를 규제하기 위한 토대를 마련하였고 부정유용이론을 통해 다양한 시장정보 이용행위를 규제하듯, 우리도 해석의 논란을 종식시키고 규제범위를 확대할 수 있는 별도의 법제 마련을 고려할 만하다. 그리고 이러한 역할의 일부를 담당하는 것이

37) EU는 2003년 발표한 Market Abuse Directive를 통해 기업 내부에서 발생한 정보뿐만 아니라 기업의 주가에 중대한 영향을 미치는 모든 정보, 즉 '외부정보'까지 내부자거래의 규제대상으로 규정하였다. 그리고 영국과 독일은 이러한 입법을 완료하여 현재 시장정보도 규제정보의 범위에 포함시키고 있다. 김정수(주 12), 1156; 박순철(주 19), 243~244.

38) Ian Ayres & Joe Bankman, "Substitutes for Insider Trading", 54 Stan. L. Rev. 235 (2001), 259.

바로 아래에서 살펴볼 시장질서 교란행위에 대한 규제라 하겠다.

## 2. 시장질서 교란행위의 하나로서 시장정보생성자의 정보이용행위 규제

시장질서 교란행위에 대한 규제를 신설하는 자본시장법 일부 개정법률안이 지난 2014. 12. 9. 국회를 통과한 후 국무회의를 거쳐 공포됨에 따라 2015. 7. 1.부터 시행될 예정이다. 특히 이번 자본시장법 개정안 가운데 (i) 제178조의2는 2차·3차 정보수령자의 정보이용행위, 정보생성자의 정보이용행위, 부정한 방법으로 미공개정보를 지득하는 행위, 목적성 없이 시세에 영향을 주는 행위 등 기존 불공정거래행위에 포함되지 않았던 행위를 ‘시장질서 교란행위’로 새롭게 규제하고, (ii) 제429조의2는 이러한 시장질서 교란행위에 대해서 과징금을 부과하고 있다.

본 논문의 주제와 관련하여 특별히 주목할 내용은, 개정안 제178조의2 제1항에서 시장정보 생성·지득자의 정보이용을 규제하고 있다는 것이다.<sup>39)</sup> 우선 개정안 제178조의2 제1항 제2호 (가)목에서 말하는 ‘지정 금융투자상품의 매매 등 여부 또는 매매 등의 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있는 미공개정보’란 증권의 수급에 영향을 미치는 시장정보를 의미하는 것으로 해석된다.<sup>40)</sup> 그리고 개정안 제178

39) 자본시장법 제178조의2(시장질서 교란행위의 금지)

① 제1호에 해당하는 자는 제2호에 해당하는 정보를 증권시장에 상장된 증권(제174조 제1항에 따른 상장예정법인 등이 발행한 증권을 포함한다)이나 장내파생상품 또는 이를 기초자산으로 하는 파생상품(이를 모두 포괄하여 이하 이 항에서 ‘지정 금융투자상품’이라 한다)의 매매, 그 밖의 거래(이하 이 조에서 ‘매매 등’이라 한다)에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만 투자자 보호 및 건전한 시장질서를 해할 우려가 없는 행위로서 대통령령으로 정하는 경우 및 그 행위가 제173조의2 제2항, 제174조 또는 제178조에 해당하는 경우는 제외한다.

1. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자

가. 제174조 각 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자로부터 나온 미공개 중요정보 또는 미공개정보인 정을 알면서 이를 받거나 전득(轉得)한 자

나. 자신의 직무와 관련하여 제2호에 해당하는 정보(이하 이 호에서 ‘정보’라 한다)를 생산하거나 알게 된 자

다. 해킹, 절취(竊取), 기망(欺罔), 협박, 그 밖의 부정한 방법으로 정보를 알게 된 자

라. (나)목 또는 (다)목의 어느 하나에 해당하는 자로부터 나온 정보인 정을 알면서 이를 받거나 전득한 자

2. 다음 각 목의 모두에 해당하는 정보

가. 그 정보가 지정 금융투자상품의 매매 등 여부 또는 매매 등의 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있을 것

나. 그 정보가 투자자들이 알지 못하는 사실에 관한 정보로서 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전일 것

40) 금융위원회 공정공시과/자본시장조사단, “시장질서 교란행위 규제를 위한 「자본시장법과 금융투자업에 관한 법률」 일부 개정법률안 국무회의 통과”, 금융위원회 보도자료(2014. 12. 23.), 3.

조의2 제1항 본문 및 제1호에서는 (i) 본인이 직무와 관련하여 생성하거나 알게 된 시장정보를 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 한 경우 및 (ii) 이 시장정보를 수령하여 이용하거나 타인에게 이용하게 한 경우를 규제하고 있다. 예컨대 연기금 운용을 담당하는 자가 투자대상 종목으로 특정 상장회사의 주식을 선택한 후 이러한 사실을 친구에게 전달하였는데, 해당 담당자 또는 친구가 동 정보를 활용해 주식을 거래한 경우가 동 조의 적용대상이 될 수 있다.<sup>41)</sup>

시장정보이용을 금지하는 자본시장법 개정안 제178조의2 제1항은 미국의 부정유용이론과 비교했을 때 다음과 같은 차이와 장점을 가지고 있다고 판단된다. 첫째, 개정안 제178조의2 제1항 제1호 (나)목은 시장정보의 '생성자'도 규제대상으로 삼고 있다. 앞서 언급하였듯이, 미국의 부정유용이론에서는 정보를 생성한 정보원 자신이 정보를 이용한 경우에는 누구에 대한 신인의무의 위반도 수반하지 않으므로 처벌되지 않는다. 하지만 시장정보생성자의 정보이용을 규제할 필요성은 다분하다. 예컨대, 특정 기관투자자가 특정주식을 대량으로 매도·매수하기로 한 경우, 금융통화위원회에서 금리를 인상 또는 인하하기로 한 경우 등에서 볼 수 있듯이 자신의 직무와 관련하여 시장정보를 생성한 자가 그 정보를 이용한다면 이는 불공정한 행위로 규제되어야 함이 마땅하다.

둘째, 개정안 제178조의2 제1항 제1호 (라)목은 정보생성자가 해당 정보를 이용하도록 허락했는가 여부와 상관없이 그 정보를 수령한 자의 정보이용행위를 규제할 수 있다는 취지를 밝히고 있다. 미국의 부정유용이론하에서는 정보이용자가 정보원에 대해 미공개정보를 이용하여 거래한다는 사실을 미리 알린 '솔직한(candid)' 정보이용거래의 경우에는 처벌이 불가능하다. 왜냐하면 부정유용이론에 기한 책임은 기망을 요소로 하므로 자신의 거래의도를 밝힌 신인의무자는 정보원인 본인(principal)을 기망하지 않은 것이기 때문이다.<sup>42)</sup> 하지만 이러한 결과에 대해 미국에서도 많은 비판이 있다. 부정유용이론의 전제를 받아들인다면, 정보이용자가 정보원에게 자신의 거래계획을 공시하는 것도 일종의 사기적 행위를 구성한다고 봄이 정확하다는 것이다.<sup>43)</sup> 즉 정보원으로부터 신뢰를 받고 있는 정보이용자가 거래

41) 금융위원회 공정공시과/자본시장조사단(주 40), 3.

42) United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997), 643.

43) 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).

의도를 공시하여 규제를 회피하려는 것 자체가 자신의 지위를 이용한 기망이라고 보는 쪽이 더 합리적일 수 있다는 말이다. 자본시장법 개정안 제178조의2 제1항 제1호 (라)목은 이러한 부정유통이론의 적용에 따른 규제상의 단점을 극복하였다고 볼 수 있다.

또 하나 개정안 제178조의2 제1항의 중요한 특징은, ‘직무와 관련하여’ 시장정보를 생성하거나 지득한 경우에 한하여 규제한다는 점이다. 사실 시장정보를 생성하여 이용한 모든 경우가 불공정한 것은 아니다. 앞서 예를 들었던 기관투자자가 주식매매정보를 생성한 경우에는 기관투자자라는 지위가 전제되어 있고, 금융통화위원이 금리인상정보를 생성한 경우에도 전문위원이라는 지위가 전제되어 있어서 이들이 자신의 우월한 지위를 통해 생성한 정보를 이용하는 행위는 불공정한 측면이 있다. 이와 달리 개인투자자가 자신의 노력과 연구에 의해 정보를 생성하거나 발견하여 이용하는 경우에는 특별한 지위나 불법적 수단 등이 개재되지 않았으므로 정보의 확산 측면에서는 장려해야 할 행위이다.

요컨대 자본시장법 개정안 제178조의2 제1항은 새롭게 시장정보이용을 광범위하게 규제하면서도, 다른 한편으로는 ‘직무 관련성’을 통해 그 규제범위를 합리적으로 조정하고 있다고 하겠다. 한 가지 유의할 것은, 동 조를 위반한 행위에 대한 제재수단은 형사벌이 아니라 금융당국이 부과하는 과징금이라는 점이다.

## V. 맺음말

내부자거래 규제의 핵심조항인 자본시장법 제174조는 정보의 비대칭을 이용하여 증권을 거래하는 모든 경우를 처벌대상으로 삼고 있지는 않다. 이와 관련해서 화승강업 사건이라 불리는 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결을 근거로 하여, 정보생성자의 정보이용행위가 자본시장법 제174조의 규제대상에 포함되지 않는다는 단순화된 주장이 있다. 본 논문은 정보생성의 본질은 무엇이며, 아울러 정책적으로 정보생성자의 미공개정보 이용행위를 어느 범위까지 규제해야 할 것 인지를 살펴보았다.

우선 미공개정보이용을 규제하는 제도의 취지상, 정보를 생성한 자는 당연히 자본시장법 제174조 제1항에서 말하는 그 정보를 ‘알게 된’ 자에 해당한다고 보는 것

이 타당하다. 이러한 관점에서 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결 및 그 상고심인 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결이 향후 정보생성과 정보지득과의 관계 및 정보생성자의 책임에 관한 리딩 케이스로서 기능하여야 한다. 보다 중요한 것은, 정보생성을 정보지득과 동일하게 취급하더라도 자본시장법 제174조 제1항의 구조상 모든 정보생성자의 정보이용행위가 규제되지는 않는다는 점이다. 정보생성자이건 정보지득자이건 이들의 최종 처벌 여부는 문제 된 정보가 규제대상정보인가의 여부, 관련 당사자가 직무 관련성을 통해 해당 정보를 생성·지득하였는가의 여부에 달려 있다.

미국의 내부자거래 규제이론을 참고한 것으로 보이는 자본시장법 제174조는 직무 관련성을 통해 지득한 기업정보와 일부 유형의 시장정보의 이용만을 금지하는 제한적 규제방식을 취하고 있다. 이 가운데 직무 관련성을 통한 정보지득을 규제의 요건으로 하는 접근법은 적절한 것으로 보인다. 왜냐하면 미공개정보를 이용하여 거래하는 모든 경우를 처벌한다면 증권거래가 위축될 가능성이 있고, 또한 정보의 확산이나 증권시장의 효율성 확보 측면에서도 바람직하지 않기 때문이다.

그러나 시장정보 이용행위의 금지와 관련하여서는 자본시장법상 그 규제범위를 확대할 필요가 있다. 시장정보가 규제대상증권을 발행한 회사의 업무내용과 직접 관련이 있는 것은 아니지만, 주가나 투자판단에 미치는 영향은 기업정보와 다르지 않은 까닭이다. 시장정보의 이용을 규제하는 것은 세계적인 추세이기도 하다. 시장질서 교란행위 규제조항의 하나로서 조만간 시행될 자본시장법 제178조의2 제1항이 이러한 시장정보이용을 합리적인 범위 내에서 규제하는 역할을 담당하리라 기대된다.

**<참고문헌>**

- 김건식·정순섭, 자본시장법 3판, 두성사(2013).
- 김정수, 자본시장법원론 2판, 서울파이낸스앤로그룹(2014).
- 박순철, 미공개중요정보 이용행위의 이해, 박영사(2010).
- 박준선, “국회의원에 의한 내부자거래—미국의 STOCK Act 제정과 우리나라에의 시사점”, 기업법연구 27권 4호(2013).
- 이재상, 형법각론, 박영사(1990).
- 임재연, 자본시장법 2015년판, 박영사(2015).
- 장근영, “영미법상 신인의무 법리와 이사의 지위”, 비교사법 15권 1호(2008).
- 조인호, “서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결에 대한 小考: 내부자거래 쟁점을 중심으로”, 한양법학 25권 1집(2014).
- 하은수, “내부자거래 조사 실무와 문제점,” 자본시장 활성화를 위한 정책토론회 발제문, 한국기업법무협회(2011. 3.).
- 금융위원회 공정공시과/자본시장조사단, “시장질서 교란행위 규제를 위한 「자본시장법과 금융투자업에 관한 법률」 일부 개정법률안 국무회의 통과”, 금융위원회 보도자료(2014. 12. 23.).
- Ayres, Ian & Joe Bankman, “Substitutes for Insider Trading”, 54 Stanford Law Review 235 (2001).
- Bainbridge, Stephen M., “Insider Trading Inside the Beltway”, 36 Journal of Corporation Law 281 (2011).
- Brudney, Victor, “Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law”, 38 Boston College Law Review 595 (1997).
- \_\_\_\_\_, “Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws”, 93 Harvard Law Review 322 (1979).
- Insider Trading and Congressional Accountability: Hearing Before the Senate Committee on Homeland Security & Government Affairs, Dec. 1, 2011 (testimony of John C. Coffee, Jr., Professor of Law, Columbia Law School)

〈<http://www.hsgac.senate.gov/download/coffee-testimony-120111>〉

- Loewenstein, Mark J. & William K.S. Wang, “The Corporation as Insider Trader”, 30 Delaware Journal of Corporate Law 45 (2005).
- Nagy, Donna M., “Insider Trading, Congressional Officials, and Duties of Entrustment”, 91 Boston University Law Review 1105 (2011).
- Painter, Richard W., 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).
- Wang, William K.S., “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).
- Ziobrowski, Alan J. et al., “Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate”, 39 Journal of Finance & Quantitative Analysis 661 (2004).
- Ziobrowski, Alan J. et al., “Abnormal Returns From the Stock Investments of Members of the U.S. House of Representatives”, 13 Business & Policy 1 (2011).

〈Abstract〉

**Regulation of the Information Creator's Use of  
Material Nonpublic Information  
under the Capital Markets Act**

**Chang, Kun-young**

Article 174 of the Financial Investment Services and Capital Markets Act (the “Capital Markets Act”), the key provision regulating insider trading, does not penalize all cases of securities transactions based on information asymmetry. In this vein, a simplified assertion has been raised based on Supreme Court Decision 2003Do686, November 14, 2003 (also known as the “Hwaseung Corporation Case”), that a person’s securities transaction on the basis of information created by himself is not subject to the regulation of Article 174 of the Capital Markets Act. This Article reviews: (i) the intrinsic nature of information creation; and (ii) where to draw the line to set the scope of regulation of information creator’s use of nonpublic information.

In light of the purport of regulating insider trading, it is appropriate to view a person who creates information as to constitute someone who “becomes aware of” the information under Article 174(1) of the Capital Markets Act. In this sense, Supreme Court Decision 2011Do9457, February 27, 2014 (and its lower court case of Seoul High Court Decision 2011No441, July 8, 2011) should serve as a leading case with regard to the relationship between information creation and information acquisition, as well as the responsibilities of information creators. More importantly, even when information creation and acquisition are treated equally, the structure of Article 174(1) does not lend to ultimately regulating all information creators who trade securities on the basis of

information created by themselves. Rather, their ultimate culpability hinges on whether the type of information at issue is subject to regulation, and whether the information creators created the information through their special status.

Article 174 of the Capital Markets Act, apparently taking account of the U.S. insider trading regulatory theory, takes a limited regulation approach banning only (i) the use of corporate information acquired through the trader's special status, and (ii) specific types of market information. Of these, the approach regulating the use of corporate information acquired through the trader's special status seems appropriate, as penalizing all cases of trading using nonpublic information would likely have a chilling effect on securities transactions. Nor is it desirable in terms of the spread of information or the efficiency of securities market.

However, it is necessary to expand the scope of regulation of the use of market information under the Capital Markets Act. The reason is that market information has as much influence on share prices and investment decisions as corporate information, though not directly relevant to the performance of business of the company issuing the security subject to regulation. Global trend favors the regulation of market information usage as well. It is hoped that Article 178-2(1) of the Capital Markets Act, soon to be enforced as one of the provisions regulating market-abusive actions, would serve to regulate the use of such market information within reasonable bounds.

**Keywords:** insider trading, information creation, material nonpublic information, Capital Markets Act, corporate information, market information, Market Abuse