부산대학교 금융법연구
제7권 제1호 (통권 제12호)
2017년 12월, pp. 1~26

정보수령자의 미공개중요정보 이용행위의 금지

강 대 섭*

目 次

Ⅰ. 서 언
Ⅱ. 정보수령자의 거래행위 규제의 이론적 근거
Ⅲ. 정보수령자의 범위
Ⅳ. 정보수령자의 미공개정보 이용행위
Ⅴ. 결 언

Ⅰ. 서 언

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다)은 증권시장에서의 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하기 위하여 정보의 격차 해소를 목적으로 하는 정보공시제도를 운영하고 있고, 자본시장의 공정성과 신뢰성을 확보하기 위하여 불공정거래의 규제를 위하여 내부자거래 등, 시세조정 등 및 부정거래행위 등을 금지하고 있다.

자본시장법은 상장법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보를 알게 된 자가 직접 그 정보를 금융투자상품 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하는 행위뿐만 아니라 이를 다른 사람에게 이용하게 하는 행위를 금지하고 있다(자본시장법 제174조 제1항). 그 이유는 내부자 또는 내부자에 준하는 자가 문제의 미공개정보를 이용하여 거래를 하는 것만을

▌투고일자 : 2017년 11월 14일, 심사일자 : 2017년 12월 19일, 게재확정일자 : 2017년 12월 22일.
* 부산대학교 법학전문대학원 교수

금지할 경우 내부자와 그에 준하는 자가 미공개정보를 제3자에게 전달하여 이용하게 하는 행위와 같은 탈법적인 행위를 막을 수 없기 때문이다.

이에 더하여 자본시장법은 공개매수예정자와 이에 준하는 자가 주식 등에 대한 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 이용하는 것을 금지할 뿐만 아니라 이들로부터 이를 받은 자가 거래에 이용하는 것을 금지하고 있다. 또한 주식 등의 대량취득처분을 하려는 자와 이에 준하는 자가 주식 등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 이용하는 것을 금지할 뿐만 아니라 이들로부터 이를 알게 된 자가 거래에 이용하는 것을 금지하고 있다(자본시장법 제174조 제2항과 제3항).

미공개정보의 제공과 수령에 관해서는 일반적인 내부자거래에서 논의되는 사항 외에 정보를 받은 자가 어떠한 근거에서 그 거래가 금지되고, 정보의 제공과 수령에 어느 정도의 주관적 귀책사유가 필요하며, 정보를 받은 자가 거래를 하지 않는 경우에도 그 정보를 제공한 자는 법적 책임을 지는지 그리고 미공개정보는 여러 단계를 거쳐 제공될 수 있는데 어느 범위까지 규제의 대상이 되는지 등의 특수한 문제가 있다. 이하에서는 먼저 미공개중요정보를 받은 자가 이를 이용하는 것을 금지하는 근거를 고찰한 다음 정보수령자의 범위 등 정보수령자 규제의 쟁점에 대해 살피기로 한다.

Ⅱ. 정보수령자의 거래행위 규제의 이론적 근거

1. 미공개정보의 이용행위를 규제하는 이론

미공개중요정보의 이용행위(이른바 내부자거래)[1]의 금지와 관련하여서 논의되는 첫 번째 문제는 미공개중요정보를 알고 있는 자는 이를 공시하거나 이를 공시하지 않으려면 이를 이용한 거래를 하지 아니할 의무를 부담한다는 점이다. 이를 공시/거래단념의무[2]라고 한다.

---

1) '내부자거래의 금지'가 일반적으로 통용되는 용어이나, 1997.1.13. 구 증권거래법을 개정하여 공개매수의 실시·중지에 관한 정보를 규제대상으로 하면서 '미공개정보의 이용행위 금지'로 그 제목을 변경하였다. 판례 또는 전통적인 사용 등과 관련하여서는 내부자거래, 내부정보 등의 개념을 사용하기로 한다.

2) 저자에 따라 공개/거래포기의무 또는 공개/거래회피의무라고도 한다.

이 의무의 근거를 어디에 두는가에 관하여 전통적인 내부자거래의 규제이론으로서 정보보유(평등)이론(possession or parity of information theory), 충실(신임)의무이론(fi !"iary !ty theory) 및 부정사용(유용)이론(misappropriation theory)이 논의되어 왔다. 초기에 논의되어 온 정보보유이론에서는 내부자 등이 거래상대방이 이용할 수 없는 미공개정보에 접근할 수 있는 지위에서 단순히 그 정보를 알게 되어 보유하고 있다는 사실만으로 그와 같은 의무가 발생한다고 보는데, 이는 시장에서의 유익한 정보의 수집을 억제하는 문제가 있다. 미공개정보를 보유한 자가 거래상대방 또는 해당 법인에 대해 충실의무를 부담하는 경우에 공시/거래단념의무가 발생한다고 보는 충실의무이론은 충실의무가 발생하지 않는 관계에서는 규제가 불가능하므로 규제의 범위를 너무 좁히는 문제가 있다. 예컨대 공개매수를 계획하고 있는 회사로부터 공개매수 관련 서류의 인쇄를 위탁받은 인쇄업자의 종업원이 그 과정에서 알게 된 정보를 이용하여 공개매수 대상회사의 주식을 매수한 사건에서와 같이 종업원과 대상회사 또는 그 주주와의 사이에서는 충실의무 관계가 발생하지 않는 것이 문제된다.[3] 이런 난점을 해소하기 위해 등장한 것이 바로 부정사용(유용)이론이다. 부정사용이론은 주로 회사의 외부자에 의한 거래행위를 규제하기 위한 것인데, 누구든지 미공개정보에 대한 권리를 가진 자, 즉 정보소스(원천)에 대한 신임의무 또는 이와 유사한 의무(a fi !"iary-#i$e !ty)에 위반하여 미공개정보를 사기적으로 부정사용하여 증권등의 거래에 이용한다면 이는 부정거래행위에 해당하는 것이라고 본다.[4]

이 부정사용이론은 규제의 근거를 거래상대방에 대한 의무 위반에 두지 않고 있는 결과 정보소스가 정보수령자의 거래를 허용하는 경우에는 부정사용자에게 책임을 지울 수 없고, 가족간에는 비밀유지에 관한 의무를 인정하기조차 어렵다.[%] 또한 정보수령자의 사기 대상이 거래상대방이 아니라 정보원이기 때문에 부정사용자에게 거래상대방에 대한 손해배상책임을 지우기 위해서는 당사자관계를 인정해야 하는 문제가 있다.[&] 내

---

3) ’hiare##a (.)nite *tates 44%).*. 222 (19+0).

4) ,ar" -. *tein.er/, *)n erstan in/ *e"!rities 0a1*, 0e2is 3e2is, 2014, p.3++.

%) 이 문제를 해소하기 위해 미국 증권거래법 규칙 제10.%-2를 제정하여 가족이나 친척과 같은 비영업적 관계에서는 명시적이든 묵시적이든 비밀유지에 대한 기대가 있는 한 신인의무를 인정하게 되었다.상세는 ,ar" -. *tein.er/, op. "it., pp. 3+94390[5] 김학석・김정수,「자본시장법상 부정거래행위」, *60그룹, 201%, 27면과 2+면 참조.

&) 이러한 문제점 비판에 대해서는 7oe# *e#i/man, 8 ,at!re *ynthesis: 9’:a/an ;eso#(es -nsi er <ra in/’s ,ost =e2in/ >ro.#ems, 23 ?@0. 7. ’9;>. 0. 121 (199+) 참조(조인호, A내부자거래규제에서의 정보제

부자의 경우에는 충실의무이론으로, 준내부자에 경우에는 부정사용이론으로 파악하는 것이 가능하다.

2. 정보수령자의 거래행위 규제의 이론적 근거

상장법인의 임직원 등 내부자 또는 법인과 관계를 맺고 있는 준내부자로부터 미공개정보를 수령한 자는 어떠한 근거에서 그 정보를 이용하여 거래를 하거나 다른 사람에게 제공하여 거래하게 하는 것이 금지되는가B 미국에서는 전통적인 내부자거래의 규제이론과 관련하여 정보수령자의 책임근거로서 다음과 같은 논의가 있다.[7)]

1) 독립위반설(independent violation theory)

독립위반설이란 정보수령자의 거래는 그 거래 자체가 미국 증권거래법 규칙 제10.-%조에 내재되어 있다고 보는 평등한 정보와 접근 정책에 위반하기 때문에 정보수령자는 독립하여 위반행위를 하는 것이 된다는 이론이다.[+)] 불공정거래로 인한 배상책임에 관한 묵시적 소권이 확대되던 시기에 널리 채택되었다.

이 이론은 미국 연방대법원이 정보수령자의 책임을 정보제공자의 위반행위에서 파생하는 것으로 보기 전까지 미국 증권거래위원회(*@')가 정보수령자의 위반행위를 규제하는 주된 이론이었는데, 정보수령자는 정보제공자의 위반 여부를 불문하고 미국의 1934년 증권거래법 규칙 제10.-%조를 위반하는 것으로 보았다. 정보수령자의 공시/거래단념의무는 단순히 미공개정보를 보유하고 있다는 사실에서 발생한다고 보는 것으로 내부자의 공시/거래단념의무와 관련하여 논의되는 정보보유이론과 그 궤를 같이한다. 이에 따르면 정보수령자는 자신이 미공개정보를 보유하고 있음을 알았거나 과실로 알지 못한 때에도 내부자처럼 다루어져 공시/거래단념의무를 부담한다.[9)]

공행위규제C, 「법학논총」 제29권 제3호(2017), 4&3면 주10에서 재인용). 당사자관계가 성립하지 않는 경우에도 얻은 이익액 또는 회피한 손실액의 범위 내에서 동시기 반대방향의 거래자에게 배상책임을 인정하는 규정이 1934년 증권거래법 제208조로 신설되었다.

7) 이 규제이론의 논의는 강대섭, A내부정보의 제공과 정보수령자의 거래의 규제C, 「증권법연구」 제2권 제2호(2001), 37면 이하의 내용을 참조하였음.

+) 8#an ;. Drom.er/ E 0e1is ?. 0o1enfe#s, *e"!rities 6ra! E 'ommo ities 6ra!* , =0#. 4 (199%), p.7:300.7.

9) 미국 1934년 증권거래법 규칙 제14e-3조는 공개매수에 관한 정보를 이용하는 것을 금지하고 있는데, 여기서 공개매수에 관한 정보인 경우 그 수령자는 제공자의 위반 여부를 불문하고 그 정보가 공개매수신청인, 공개매수 대상회사 또는 그 내부자로부터 직접 또는 간접으로 지득되었음을 알

독립위반설은 미공개정보가 회사의 목적 이외에 부당하게 이용되는 것을 방지할 필요가 있다는 점에서 지지될 수 있다, 그러나 정보를 받았다는 사실에서 공시의무가 발생한다고 보면 회사경영진과 시장분석가 사이의 유용한 정보제공관계가 악영향을 받을 수 있다.[10] 그러므로 미공개정보의 이용 규제는 정보의 보유 자체를 대상으로 하기보다는 내부자와 그 행동규제에 정책방향을 두는 것이 타당하다. 즉 정보수령자의 책임은 미공개정보가 내부자의 충실의무에 위반하여 제공되었음을 전제로 할 필요가 있다.

2) 교사방조설(aid-abetting theory)

교사방조설은 정보수령자를 정보제공자에 대한 교사방조자로 보는 이론이다. 이 이론은 정보수령자가 내부자를 위하여 거래하는 때에는 타당하나, 그 자신을 위해서만 거래를 하는 정보수령자에게 확장하여 적용하기에는 난점이 있다. 왜냐하면 교사방조자의 책임이 성립하기 위해서는 제공자의 위반행위, 위반행위에 대한 정보수령자의 일반적 인식 및 제공자의 위반행위에 대한 정보수령자의 원조행위가 필요한데, 정보수령자가 자신의 이익을 위하여 거래를 하는 때에는 정보수령자의 원조행위를 인정할 수 있는 방법이 마땅치 않다.[11] 대부분의 경우 정보제공자가 정보수령자의 위반행위를 방조하고 정보수령자가 정보제공자의 위반행위를 방조하지는 않는다.

위와 달리 미공개정보를 받아 거래행위를 한 자를 정범으로, 미공개정보를 제공하여 정보수령자로 하여금 거래에 이용하게 한 정보제공자를 정보수령자의 거래행위에 가공한 교사방조자로 보는 견해도 있다.[12] 정보수령자가 수동적으로 또는 우연히 정보를 제공받은 경우가 아니라 내부자 또는 준내부자를 적극적으로 설득·교사하여 정보를 넘겨받았다면 정보수령자는 정보제공자의 '이용하게 하는 행위'의 교사범이 될 수 있다고 보는 견해도 있다.[13]

고 있거나 과실로 알지 못한 상태에서 그 정보를 이용하여 거래하는 것만으로 위반행위가 성립한다는 점이 묵시되고 있다고 해석된다.

10) 미공개중요정보를 기관투자자 또는 증권애널리스트 등 일반투자자가 아닌 특정인 등에게 선택적으로 공시하는 것은 내부자거래의 문제 소지를 발생시킬 수 있기 때문에 이를 금지하고 있다. 이른바 공정공시의 문제이다.

11) Drom.er/ E 0o1enfe%s, op."it., p.7:300.+.

12) 조인호, 앞의 논문, 447면.

13) 김정수, 「자본시장법원론」, *60그룹, 2014, 114&면. 제2차 정보수령자를 제1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 수 없다는 대법원 2002.1.2%. 선고 2000도90 판결에 대한 비판 의견이 제시되고 있다.

교사방조설에 의하면 정보수령자가 미공개정보를 개인적 거래에 이용한다고 할지라도 그 정보가 회사의 적법한 목적을 위하여 제공되었기 때문에 정보제공자가 위법행위를 한 것이 아닌 때에는 정보수령자도 위법행위를 한 것으로 되지는 않는다는 이상한 결론에 이르게 된다.

3) 사후참가설(participating after the fact. 또는 파생설: derivative theory)

사후참가설은 정보수령자는 정보제공자의 위반행위가 이루어진 다음 이에 참가한다는 점에 책임의 근거를 구한다. 미국 *@'는 미공개정보를 이용하여 거래하는 정보수령자는 정보를 제공한 회사 임원의 신임의무 위반에 대한 사후참가자이며, 보통법 원칙에 의하면 정보수령자는 그 위반의 결과에 대하여 책임을 져야 한다는 점을 받아들이고 있다. 그런데 과연 정보수령자는 내부자인 정보제공자에 대해 어떠한 관계를 갖고 있기에 내부자에게 적용되는 금지의무에 따라야 하는가 하는 점은 분명히 규명되지 못하고 있다.

사후참가설은 미국 연방대법원이 'hiare##a (.).*. 사건에서 부수의견으로 제시하였는데, 이에 의하면 정보수령자의 공시/거래단념의무는 미공개정보임을 알고 있고 내부자로부터 유출되었음을 알고 있거나 알 수 있었던 정보를 이용하여 이득하지 아니할 내부자의 신임의무 위반에 대해 사후에 참가하는 자로서의 역할에서 발생하는 것으로 간주하였다.[14] ?ir$s (. *@' 사건에서 미국 연방대법원은 위 부수의견을 인용하여 정보수령자의 위반행위는 정보제공자의 위반행위에서 파생한다고 판시하였다.[1%]

학설도 대체로 정보수령자의 지위는 정보제공자에서 파생하는 것으로 보고 있다.[1&])nite *tates (. 'hestman 사건에서는 부정사용이론에 근거를 두고서 정보수령자의 책임이 정보제공자의 책임으로부터 파생한다고 보고 있으나,[17] 부정사용이론을 취하면서도 이를 부정하는 판례도 있다.[1+] 국내에서도 파생설의 입장을 따르는 견해가 있고,[19] 판

14) 44%).*. 222, 230 n.12 (19+0)의 방론에서 설시되고 있다(조인호, 앞의 논문, 4&3면).

1%) --)* --, 103 *.'t 32%%, 77 0.@ 2 911, 92% (19+3).

1&) 0o!is 0oss an 7oe# *e#i/man, *e"!rities ;e/!#ation*, =0#. Ⅷ (1991), p.3&04.

17) 947 6.2 %%1(2 'ir. 1991)(en .an"), "ert. enie , %03).*. 1004 (1992).

1+))nite *tates (. @(ans, 4+& 6.3 31% (7th 'ir. 2007). 조인호, 앞의 논문, 4&4면 주11 참조.

19) 김정수, 앞의 책, 114+면(정보수령자를 내부자거래로 처벌하기 위해서는 정보제공자의 행위가 법에서 금지하는 행위에 속하여야 한다. 왜냐하면 제1차 정보수령자의 책임은 정보제공자의 책임

례 중에는 제1차 정보수령자가 제2차 정보수령자에게 거래자금을 제공하고 그 이익금을 나누기로 한 사안에서 제1차 정보수령자는 제2차 정보수령자의 거래행위를 이용하여 자신의 범행의사를 실행에 옮긴 것으로 제2차 정보수령자는 제1차 정보수령자의 이러한 행위에 공동 가담한 것으로 본 예도 있다.[20]

사후참가설은 내부자의 공시/거래단념의무의 근거를 신임의무에 두는 경우 미공개정보를 이용하여 거래하는 정보수령자와 거래상대방 사이에는 신임의무관계가 존재하지 않는다는 문제를 해결해 줄 수 있다. 그러나 사후참가는 분명히 정보수령자의 거래 이상을 요구하지 않기 때문에 정보제공자가 규칙 제10.-%조를 위반하지 않는 한 제1차 정보수령자도 그 다음의 제2차 정보수령자도 위반행위를 한 것으로 되지 않는다. 즉 정보수령자는 내부자가 미공개정보를 제공함으로써 충실의무를 위반하였을 때에만 규칙 제10.-%조에 의한 책임을 지게 된다. 그러나 이 문제는 미공개정보를 보유한 자가 당해 증권 발행인의 주주 이외의 자에 대해 부담하는 의무를 위반하여 정보를 사용하는 때에도 책임을 확장하는 부정사용이론에 의하여 해결될 수 있다. 부정사용이론에 의하면 거래상대방 이외의 자, 예컨대 자신의 사용자 또는 그 고객 등에 대한 충실의무 등을 위반하여 미공개정보를 부정사용하는 자로부터 그 정보를 제공받아 거래에 이용하는 때에는 동일하게 위법행위에 대한 사후참가자로서의 책임을 진다. 그래서 미국에서는 ?ir$s (. *@' 사건 이래로 법원은 공개매수 이외의 사안에서 정보제공자의 충실의무 위반이 인정되지 않는 한 정보수령자의 위반도 일어나지 않는 것으로 보았고, 부정사용의 사안에서도 정보수령자의 위반은 정보제공자의 위반에 의존하는 것으로 처리되었다.

Ⅲ. 정보수령자의 범위

1. 제1차 정보수령자

자본시장법 제174조 제1항의 규정 문언은 내부자와 준내부자 및 이들로부터 상장법인의 업무 등에 관련된 미공개정보를 전달받은 자가 미공개중요정보를 이용하거나 이

으로부터 파생되어 나오는 파생적 책임이기 때문이다).

20) 대법원 2009.12.10. 선고 200+도 &9%3 판결.

를 타인에게 제공하여 이용하게 하는 행위를 금지한다. 법규 문언상으로 제1차 정보수령자가 미공개정보 이용행위의 금지대상이 된다는 점은 분명하다. 주식등에 대한 공개매수 또는 주식등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보와 관련하여서도 이를 직접 받은 제1차 정보수령자가 그 대상이 되고 있다.

그런데 제1차 정보수령자가 규제의 대상이 되는 것은 미공개정보를 전달받은 제2차 정보수령자가 그 정보를 직접 이용하는 경우에 한정되고, 제2차 정보수령자가 그 정보를 직접 이용하지 않고 다시 다른 사람에게 전달하여 이용하게 하는 경우에는 제2차 정보수령자뿐만 아니라 제1차 정보수령자와 정보제공자도 규제 대상이 아니라는 견해가 있다.[21] 이렇게 본다면, 내부자, 준내부자 또는 제1차 정보수령자가 제2차 및 제3차 등의 정보수령자를 매개로 하여 규제를 벗어나는 것이 언제든지 가능하여 법 규정이 무력화될 수 있다. 제1차 정보수령자만을 규제 대상으로 한다고 할 때 미공개정보를 '이용하게 하여서는 아니'되는 '타인'을 제2차 정보수령자로 제한하여 볼 필요는 없다. 이와 관련하여 일본에서는 내부자가 다른 사람을 개입시켜 정보를 전달시키는 경우 그 타인의 개입을 통하여 정보를 전달받은 사람은 내부자로부터의 제1차 정보수령자로 보아 미공개정보의 이용행위 금지의 적용을 받는 것으로 보자는 견해가 있는데,[22] 경청할 만하다.

법인 내부의 업무집행과정에서 정보가 임직원 간에 전달되어 알게 된 경우에는 직무상 미공개정보를 알게 된 것이므로 제1차 정보수령자가 아니라 내부자에 해당한다.[23]

2. 제2차 정보수령자 이후

구 증권거래법상의 판례는 내부자 또는 준내부자로부터 미공개중요정보를 전달받은 제1차 정보수령자로부터 직접 그 정보를 받은 제2차 정보수령자는 규제대상이 되는 정보수령자의 범위에 들지 않는다고 보았다.[24] 그 이유는 법 규정 문언이 그런 취지로 해

---

21) 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2017, 901면.

22) 神崎克郎·志谷匡史·川口恭弘, 「金融商品取引法」, 青林書院, 2012, 1229면. 미국의 판례로서 제2차 정보수령자가 직접 정보를 이용하지 않고 자신의 고객에게 정보를 제공하고 고객의 거래로 인한 수수료 수입을 얻은 경우에도 내부자거래의 책임을 지는 것으로 한 경우가 있다 (*hapiro (. , erri## 0yn"h >ier"e, 6enner E *mith, -n"., 49% 6.2 1%& (2 'ir. 1974)).

23) 임재연, 앞의 책, 900면.

24) 대법원 2002.1.2%. 선고 2000도90 판결. 동지: 대법원 2009. 12. 10. 선고 200+도&9%3 판결.

석될 뿐만 아니라, 정보가 전달되는 과정에서 상당히 변질된 소문 수준의 정보가 되기 마련이므로 그 적용 대상을 제한하는 것이 필요하다고 보고 있다. 이런 판례의 입장에 찬성하는 견해도 있으나,[2%] 제2차 이후의 정보수령자의 미공개정보 이용행위를 내부자, 준내부자 및 제1차 정보수령자의 그것과 구별할 이유가 없고, 정보가 전달과정에서 소문 수준이 되어 미공개 중요정보가 아닌 것이 되는지 여부는 법원이 구체적 사안에 따라 판단하면 충분하다고 보아 이를 부정하는 견해도 있다.[2&]

이처럼 규제대상이 되는 정보수령자를 내부자 또는 준내부자로부터 직접 정보를 전달받은 제1차 정보수령자로 제한하는 것에 대해서는 투자자 사이의 정보의 불균형(비대칭) 해소를 목적으로 하는 미공개정보의 이용행위 금지 취지에도 맞지 않고, 규제요건으로서 정보수령자의 정보수령 사실의 확인 · 입증이 어렵다고 해도 처음부터 제2차 정보수령자 이후의 정보이용자들에 대해 면책을 허용하는 것은 바람직하지 않다는 비판이 있다.[27]

일본의 금융상품거래법도 자본시장법과 마찬가지로 정보수령자를 제1차 정보수령자로 한정하고 있다(일본 금융상품거래법 제1&&조 제3항).[2+] 따라서 일본에서도 대주주가 회사관계자로부터 제공받아 알게 된 미공개 중요사실을 다른 사람에게 알리더라도 그 상대방은 제2차 정보수령자로서 내부자거래의 금지대상에 해당하지 않는 것으로 해석된다.[29]

미국법에서는 내부자거래를 규제하는 규칙 제10.-%조는 정보수령자의 범위를 제한하지 않고, 제2차 정보수령자 이후에 이루어지는 정보의 이용행위와 제공행위를 규제의 대상으로 하고 있다. 다만 정보가 단계를 거치면서 전달되는 과정에서 정보제공자와 수령자의 s"ienter(사기적 의도5 고의)를 인정하기 어려운 사정이 발생한다.

제2차 정보수령자 이후의 미공개정보 이용행위는 규제대상이 되지 않는다는 입장은 자본시장법 제정시에도 그대로 이어졌다. 정보는 여러 단계를 거치는 과정에서 공개되

2%) 임재연, 앞의 책, 901면5 강희주, A증권거래법 제1++조의2 제1항에 의한 내부자거래의 규제-내부자의 범위 및 정보수령자를 중심으로C, 「인권과 정의」, 3&0호(200&. +), 123면.

2&) 김정수, 앞의 책, 1147면.

27) 김정수, 앞의 책, 1143면 및 같은 면 주11+.

2+) 직무상 해당 정보를 전달받은 자가 소속된 법인의 다른 임원 등이 그 직무에 관하여 당해 정보를 지득한 경우에도 규제 대상으로 하는 점에서 우리나라의 자본시장법에 비하여 정보수령자의 범위를 다소 확대하고 있다(임재연, 앞의 책, 901면).

29) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘, 앞의 책, 1229면.

는 경향을 갖지만, 제1차 정보수령자에 국한하여 그 정보의 이용행위와 제공행위를 금지할 이유가 없다. 그래서 자본시장법은 최근 이러한 맹점을 해결하기 위해 시장질서교란행위금지 규정을 신설하여 미공개중요정보임을 알고 이용하는 행위는 전달단계를 불문하고 정보수령자로 규제하게 되었다(자본시장법 제17+조의2 제1항).

3. 제2차 정보수령자의 공범관계 적용 여부

제2차 정보수령자가 직접 규제대상이 되지 않는다고 하더라도 제2차 정보수령자를 제1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 여지는 있다. 판례는 제1차 정보수령자가 제3자에게 정보를 제공하여 이용하게 하는 행위는 당연히 제3자, 즉 제2차 정보수령자의 정보이용행위가 예상되므로 제2차 정보수령자의 관여행위를 처벌하는 규정을 두고 있지 아니한 이상 제2차 정보수령자가 제1차 정보수령자로부터 받은 정보를 이용한 행위를 처벌할 수 없다고 한다.[30] 이와 같은 판례의 입장대로라면 입법의 흠결이 발생하여, 제2차 정보수령자 이후의 정보수령자가 미공개정보를 이용하여 해당 상장법인의 증권 등을 거래하거나 타인에게 제공하여 거래하게 하는 행위는 규제 범위를 벗어나게 되어 미공개정보 이용금지 규정이 무력화될 소지가 있다. 죄형법정주의나 형벌 법규의 명확화 이념에는 어울릴지 모르나, 변화무상한 경제범죄의 현장에서는 어울리지 않는 태도이다.

이런 맹점을 해결하기 위해 판례는 제1차 정보수령자가 제1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용하는 행위에 제2차 정보수령자가 공동 가담하였다면 그 제2차 정보수령자를 제1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 수 있다고 판시하였다.[31] 이에 대해서는 제2차 정보수령자 이후의 정보수령자의 미공개정보 이용행위를 처벌하고 있지 아니한 입법의 흠결을 보완하고 제2차 정보수령자가 공범으로 인정될 수 있는 길을 열고 있다고 평가한다.[32]

일본에서도 정보수령자가 전달받은 미공개정보를 이용하여 거래를 하는 때에는 정보를 전달한 내부자 또는 준내부자의 공범으로 처벌되는 것이 아니라 자기의 거래에 관하

30) 대법원 2002.1.2%. 선고 2000도90 판결.

31) 대법원 2009.12.10. 선고 200+도&9%3 판결.

32) 김정수, 앞의 책, 114+면. 이 사안에서 제1차 정보수령자가 제1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 '막바로' 이용하였다고 하나 '막바로' 이용한 것이 무엇을 의미하는지가 분명하지 않다. 그 대신 제1차 정부수령자가 제2차 정보수령자의 거래대금을 제공하고 거래로 인한 이익금의 반 이상을 취득한 점에 착안하여 그렇게 판단한 것으로 이해한다.

여 정범으로 처벌되는 것으로 보지만, 정보수령자가 내부자거래를 하는 때에는 처벌되기 때문에 다른 사람으로 하여금 거래를 하게 한 때에는 정보수령자 자신이 정범으로 처벌됨과 동시에 이 경우 다른 사람도 경우에 따라 종범으로 처벌된다고 한다.[33]

Ⅳ. 정보수령자의 미공개정보 이용행위

1. 미공개정보 이용행위의 내용

1) 정보를 이용한 거래의 금지

미공개중요정보의 이용행위 금지는 미공개정보를 취득하거나 보유하는 행위를 금지하는 것이 아니라, 이를 이용하여 주식 등을 거래하거나 제3자에게 제공하여 이용하게 하는 행위를 금지한다. 왜냐하면 미공개정보를 이용한 거래가 이루어지는 경우 이를 알지 못하는 일반투자자는 정보의 불균형으로 거래상 불이익한 지위에 처하지 않을 수 없기 때문이다. 내부자 또는 준내부자가 일반투자자와의 정보의 불균형을 이용하여 거래를 하는 것이 불공정하다면, 미공개정보를 타인에게 제공하여 이를 이용하여 거래를 하게 하는 것도 불공정하기는 마찬가지이다. 정보수령자의 미공개정보 이용행위를 금지하는 이유를 생각해 본다면, 미공개정보 이용행위 금지는 미공개정보를 이용하여 거래를 하는 것을 금지하는 데 그 초점이 맞추어지고 있다고 본다.

내부자, 준내부자 또는 정보수령자가 미공개정보를 제공한 것만으로 자본시장법상 미공개정보를 이용한 것으로 볼 수 있는가ß 자본시장법이 미공개정보를 '거래에 이용하여서는 아니 된다'라고 규정하는 형식을 취하고 있는 점에서 미공개정보 이용행위의 범죄구성요건을 '정보를 거래에 이용하는 행위'로 보아야 하는지 아니면 '정보를 이용한 거래'로 보야 하는지에 대해 논란이 있다.[34] 미공개정보 이용행위 금지의 입법취지에서 볼 때 자본시장법은 정보를 이용한 거래행위를 금지한다고 보는 해석이 타당하다고 본다.[3%] 왜냐하면 미공개정보를 가진 자가 이를 이용하여 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거

33) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘, 앞의 책, 1229면.
34) 임재연, 앞의 책, 930면부터 933면에서 전자를 이용행위설, 후자를 거래행위설로 지칭하여 논의를 소개하고 있다.
3%) 임재연, 앞의 책, 933면.

래를 하는 경우에야 비로소 이를 알지 못하는 일반투자자가 정보의 불균형으로 인하여 거래상 손해를 입게 될 것이기 때문이다.

2) 제1차 정보수령자의 미공개정보 제공행위

미공개정보를 타인에게 이용하게 하는 행위의 금지와 관련하여 내부자, 준내부자 또는 정보수령자가 다른 사람이 그 정보를 이용하여 특정증권등을 거래할 가능성을 인식하면서 그 정보를 전달하는 것만으로 정보제공자가 미공개정보를 이용하게 하는 행위를 한 것으로 되어 처벌대상이 되는지가 다투어진다. 이에 관하여 자본시장법의 규정이 형식범3&), 추상적 위험범의 형태로 규정하고 있기 때문에 정보수령자가 실제로 그 정보를 이용하여 거래를 하지 않더라도 정보제공자는 미공개정보의 이용행위를 한 것에 해당한다고 보는 견해가 있다.37) 이 견해에 의하면, 내부자가 제1차 정보수령자에게 미공개정보를 제공하였으나 제1차 정보수령자가 거래를 하지 않고 그 정보를 다시 타인에게(제2차 정보수령자)에게 제공하여 거래하게 한 경우에 제1차 정보수령자뿐만 아니라 정보제공자도 역시 타인에게 미공개정보를 이용하게 한 책임을 진다고 한다. 왜냐하면 자본시장법 제174조 제1항은 타인을 제1차 정보수령자로 제한한다고 해석할 이유가 없고, 내부자 등은 제공한 미공개정보가 제1차 정보수령자를 통하여 제3자에게 전달된 개연성을 충분히 인식할 수 있었기 때문이다.3+) 마찬가지 논리로 제1차 정보수령자가 제2차 정보수령자에게 미공개정보를 제공하였으나 제2차 정보수령자가 거래하지 않고 제3차 정보수령자가 거래를 한 경우 제1차 정보수령자가 타인에게 이용하게 한 행위를 한 것으로 보기도 한다.39) 그렇지만 제1차 정보수령자에게 제2차 정보수령자를 통하여 미

3&) 거동범이라고도 한다. 범죄구성요건이 일정한 행위만을 필요로 하며 외부적인 결과의 발생을 요하지 않는 범죄를 말한다.

37) 김정수, 앞의 책, 1149면5 박순철, 「미공개중요정보 이용행위의 이해」, 박영사, 2010, 10+면5 조인호, 앞의 논문, 47%면에서는 자본시장법의 법문상 금지의 핵심은 '미공개정보를 타인에게 거래에 이용하게 하는 것'이지 '미공개정보를 타인이 거래에 이용한 거래'가 아니며, 정보수령자가 거래에 이용하리라는 것을 인식(인용)하면서 정보를 제공한 행위 자체가, 정보수령자의 거래행위가 없다고 하더라도 자본시장의 공정성 확보와 투자자의 신뢰보호라는 법익을 침해할 우려가 있다는 등의 이유를 든다.

3+) 김정수, 「내부자거래와 시장질서교란행위」, *60그룹, 201&, 2+3면. 대법원 199%.&.29. 선고 9%도4&7 판결에서 상장법인의 상무이사가 증권사 영업무장에게, 다시 그 고객에게 미공개정보가 제공된 사안이 그 예이다.

39) 김정수, 「내부자거래와 시장질서교란행위」, 2+4면과 2+%면. 제1차 정보수령자의 책임은 제2차 정

공개정보가 전달되어 갈 타인(제3차 정보수령자)에 대한 구체적인 인식이 없는 경우에는 타인에게 이용하게 하는 행위의 고의가 성립하지 않는다고 보는 입장도 있다.[40]

이와 달리 자본시장법은 미공개정보를 타인으로 하여금 이용하게 하는 행위를 금지하고 있기 때문에 정보를 받은 자가 실제로 특정증권 등의 거래를 하지 아니한 경우에는 결국 '이용하게' 한 것으로 볼 수 없으므로 미공개중요정보의 이용행위로 처벌할 수 없다고 하는 견해가 있다.[41] 이에 따르면 내부자 또는 준내부자가 제1차 정보수령자에게, 제1차 정보수령자가 제2차 정보수령자에게 미공개정보를 제공하였으나, 제2차 정보수령자가 전달받은 정보를 직접 이용하지 않고 다른 타인에게 제공하여 이용하게 한 경우에는 제2차 정보수령자는 물론이고 제1차 정보수령자와 내부자도 규제대상이 되지 않는다는 주장도 제기된다.[42]

하급법원의 판례로서, 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위는 다른 사람의 이용행위를 당연히 전제로 하고, 다른 사람의 이용행위가 없다면 정보를 제공하는 행위만으로는 증권시장의 공정성에 대한 사회 일반의 신뢰에 어떠한 위험을 가져오지 않는 점 등에서 정보제공행위뿐만 아니라 정보수령자의 이용행위 및 그 사이의 인과관계까지 인정되어야 한다고 하여 정보수령자의 거래행위를 요한다고 본 예도 있다.[43]

입법례를 보면, 미국에서는 정보수령자가 미공개정보를 수령한 후에 거래를 하지 않았더라도 정보제공자가 미공개정보를 이용한 제3자의 거래가능성을 인식하면서 정보를 제공한 경우에는 정보수령자의 거래행위가 없는 때에도 정보제공자에게 규칙 제10.-%조에 따른 책임을 지울 수 있다는 판례가 누적되고 있다.[44] 이에 의하면 제1차 정보수령자는 제2차 정보수령자의 거래행위가 없는 때에도 미공개중요정보의 이용행위의 금지 위반행위에 해당하게 된다. 일본의 금융상품거래법은 2013년 개정 전에는 우리의 자본시장법과 동일한 법제를 유지하고 있었다. 그러나 개정된 일본 금융상품거래법은 정보전달행위와 거래추천행위를 별도로 규제하고 있다.[4%] 이에 의하면 미공개 중요정보를

보수령자에게 미공개정보를 이용하게 할 의도로 제공함으로써 이미 발생하고 그 이후 차수의 정보수령자의 거래행위는 책임발생의 요건이 되지 않는다고 보고 있다.

40) 윤법렬, A법인의 임직원이 미공개중요정보의 수령자인 경우 개인과 법인의 책임C, 「D60」 제&9호 (201%.1), %%면.

41) 김건식・정순섭, 앞의 책, 417면5 임재연, 앞의 책, 937면.

42) 임재연, 앞의 책, 901면.

43) 서울중앙지방법원 2007.12.21. 선고 2007고합%&9, +31(병합), 12&3(병합) 판결.

44) 조인호, 앞의 논문, 4&4면과 4&%면.

전달하거나 해당 매매 등을 할 것을 권유하였으나 정보수령자가 매매 등을 하지 아니한 때에도 정보제공자는 위반행위에 대해 책임을 진다.[4&)]

생각건대, 자본시장법은 규정의 문언상 미공개정보를 제공한 자는 정보수령자가 거래행위를 하지 아니한 때에는 미공개정보 이용행위에 해당하는 책임을 지지 않는다고 본다. 미공개정보를 이용하게 하는 행위는 그 정보를 제공하는 행위를 전제로 하기 때문에 정보의 제공행위만을 문제 삼을 필요가 없고, 미공개정보가 특정증권 등의 거래에 실제로 이용되지 않는 한 투자자보호 차원에서 미공개정보의 이용가능성이라는 추상적 위험을 야기하였음을 이유로 엄격한 벌칙규정을 발동하는 것이 정당화되기는 어렵다고 본다. 이러한 해석이 미공개정보 이용행위 금지의 토대가 되는 '공시 또는 거래단념의무'와 어울린다고 할 것이다. 결국 미공개정보의 이용행위는 이를 이용하여 특정증권의 매매 그 밖의 거래를 하는 행위를 말한다. 미공개정보를 타인이 거래에 이용하도록 제공하는 것만으로는 미공개정보를 타인에게 이용하게 하는 행위에 해당하지 않는다. 이용하게 하는 행위는 결국 미공개정보를 타인에게 전달하고 그 정보를 받은 자가 이를 이용하여 거래를 하여야만 그 성립요건을 충족하게 된다고 본다. 규제대상을 제1차 정보수령자로 제한하여 해석하는 한, 실제로 미공개정보를 이용하는 자는 제1차 정보수령자로부터 직접 정보를 전달받은 자로 제한하지 않는 해석이 필요해 보인다.

2. 정보제공과 정보의 이용가능성에 대한 인식

1) 정보제공자의 인식

미공개정보의 제공에 의한 이용행위가 성립하기 위해서는 내부자 등이 타인으로 하여금 특정증권등의 매매 그 밖의 거래에 미공개정보를 이용하도록 그 타인에게 정보를 알려준다는 객관적 요건에 더하여,[47)] 주관적 요건으로서 정보제공자의 정보 제공과 수령에 대한 인식이 필요하다. 먼저 정보를 제공하는 자가 미공개정보임을 알고 있고 그 이용가능성을 인식하면서[4+)] 이를 타인에게 제공하여야 한다. 규정 문언상 '정보를 받은'

4%) 일본 금융상품거래법 제1&7조의2(미공표 중요사실의 전달 등의 금지).

4&) 다만 고의로 다른 사람에게 거래에 의해 이익을 취득하게 하거나 손실의 발생을 피하게 할 것을 목적으로 하여야 한다.

47) 임재연, 앞의 책, 93%면.

4+) 미국법에서는 s"ienter라는 주관적 사정을 그 요건으로 제시하고 있다.

이라는 표현의 해석상 고의에 의한 정보제공행위임을 요한다고 해석한다.[49]

내부자가 제3자에 의한 이용가능성을 인식하지 못하고 또한 이용시킬 의사 없이 정보를 제공하는 행위는 정보를 이용하게 하는 행위에 해당하지 않는다.[%0] 미공개정보가 내부자 또는 준내부자 이외의 제3자에게 단지 전달되었다는 사실만으로 책임을 물을 수 없다. 적어도 미공개정보를 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 이용할 가능성이 있는 제3자에게 제공한다는 점에 대한 인식이 있어야 한다. 미공개정보를 제공하는 자가 미공개정보의 이용가능성을 알면서(인식하면서) 제공하는 것으로 충분하고 그 제공에 따른 개인적 이익을 보았는지는 묻지 아니 한다.

대법원은 199%.&.29. 선고 9%도4&7 판결에서 회사의 상무이사가 회사의 1992 사업연도 추정 결산실적에 대해 친구인 증권회사의 영업부장이 확인을 요청하자 이를 확인해 주었고 이를 자기의 고객들에게 알려 주어 회사의 주식을 매매하게 한 사안에서, 내부자인 상무이사는 회사가 직접 집계한 추정 결산실적이 중요한 정보라는 사실을 인식하고 있었고[%1], 정보수령자인 친구가 회사의 추정 결산실적을 이용하여 회사의 주식을 거래하려 한다는 정을 알면서도 이를 친구에게 알려 주었기 때문에 이는 '그 정보를 다른 사람으로 하여금 이용하게 하는 행위'에 해당한다고 판시하였다. 이에 따르면 미공개정보를 타인에게 이용하게 하는 행위란 내부자가 미공개정보라는 것을 인식하고 타인이 그 정보를 받는다면 증권등의 매매 기타 거래에 이용할 것이라는 정을 알면서 타인에게 그 정보를 알려주는 행위를 말한다.[%2]

생각건대 미공개정보를 타인에게 이용하게 하는 행위가 되기 위해서는 미공개정보라는 것을 정보제공자가 인식하여야 하고, 단순히 상대방이 정보의 내용을 알게 될 것이라고 인식하며 전달하는 것만으로는 부족하고, 미공개정보를 받은 자가 이를 거래에 이용할 것임을 인식하면서 전달하는 행위를 의미한다.[%3]

---

49) 김건식・정순섭, 앞의 책, 403면. 자본시장법 제174조 제3항에서는 정보수령자를 정하면서 '알게 된'이라는 문언을 사용하고 있는데 이것은 '받은'이라는 문언과 동의어로 이해된다.

%0) 김건식・정순섭, 앞의 책, 417면. 내부자가 친지에게 비밀유지를 당부하며 내부정보를 알려주는 경우가 그 예이다.

%1) 이미 추정 결산실적이 여러 차례 언론에 보도되었다고 하더라도 그 자체로서 공개된 것이 아니어서 여전히 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보가 된다.

%2) 조인호, 앞의 논문, 474면.

%3) 박순철, A미공개중요정보 이용행위의 규제에 관한 연구C, 박사학위논문, 성균관대학교(2009), 144면(조인호, 앞의 논문, 47%면에서 재인용).

정보제공자의 입장에서 볼 때 정보의 수령자란 내부자가 미공개정보를 전달하는 상대방임을 알고 있는 자이어야 하고 내부자에게는 전달의사가 없었으나 이들이 갖는 미공개정보를 알게 된 자는 이에 포함하지 않는다.%4)

2) 정보수령자의 인식

다음으로 미공개정보를 수령한 자의 미공개정보 이용행위가 성립하기 위해서는 정보수령자가 미공개정보임을 알고 취득하였어야 한다. 또한 정보수령자는 정보를 제공하는 자가 충실의무에 위반하거나 정보원에 대한 신뢰관계를 위반하여 미공개정보를 제공한다는 점을 알았거나 과실로 알지 못하고 정보를 취득하였어야 한다.%%) 따라서 내부자와 제3자의 대화를 우연히 엿들어 알게 된 경우 또는 내부자의 컴퓨터를 해킹하여 그 정보를 알게 된 경우는 내부자로부터 정보를 받은 경우에 해당하지 않는다.%&)

3. 미공개정보의 보유와 이용

1) 정보의 이용 여부의 판단

자본시장법 제174조 제1항은 미공개중요정보를 특정증권 등의 매매 기타 거래에 '이용'하는 행위를 금지하고 있다. 따라서 미공개중요정보를 이용한 행위로 처벌하기 위하여는 단순히 미공개중요정보를 '보유'하고 있는 상태에서 특정증권 등을 거래한 것만으로는 부족하고 그것을 '이용'하여 특정증권 등의 거래를 한 것으로 인정되어야 한다.%7)

정보수령자의 미공개정보 이용행위가 성립하기 위해서도 정보수령자가 전달받은 미공개정보를 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 제공하여 이를 이용하게 하였어야 한다. 그런데 미공개정보를 거래에 이용하였음을 증명하는 것은 쉬운

%4) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘, 앞의 책, 122+면. 예컨대 내부자가 유실한 서류로부터 미공개정보를 알게 된 자, 내부자의 대화를 우연히 엿듣게 된 자는 정보수령자가 아니다.

%%) 미국에서는 주관적 요건으로서 s"ienter에는 무모함으로 인하여 그 사실을 알지 못하는 경우도 포함된다.

%&) 김건식・정순섭, 앞의 책, 403면(내부정보를 우연히 알게 된 제3자의 정보우위는 시장에 대한 투자자의 불신을 가져올 정도로 구조적이고 지속적인 것은 아니기 때문에 구태여 처벌할 필요가 없다는 주장도 가능하다).

%7) 서울남부지방법원 201%.12.3. 선고 2014고합271, 30+(병합), %33(병합) 판결5 임재연, 앞의 책, 92+면.

일이 아니다.%+) 그렇다면 미공개정보의 이용행위의 성립과 관련하여 어떤 경우에 미공개정보를 이용하였다고 볼 수 있는가B 미공개정보의 존재를 알고 있다는 사실만으로 그 정보를 이용하였다고 단정할 수는 없다. 거래의 당사자가 거래의 목적인 증권에 관련된 미공개정보에 대하여 전해 들어 이를 잘 알고 있는 상태에서 거래에 이르게 되었음이 인정되는 경우에는 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용한 것으로 볼 수 없다.%9) 그러나 적어도 미공개정보를 인식한 상태에서 그 정보가 거래를 하게 된 요인의 하나임이 인정된다면 전적으로 그 정보에 의존한 것이 아니라고 할지라도 특별한 사정이 없는 한 그 정보를 이용하여 거래를 한 것으로 볼 수 있다.&0) 미국 증권거래법 규칙 제10.%-1조는 미공개정보를 보유한 상태에서 내부자가 거래를 한 경우에는 미공개정보를 이용한 것으로 보지만, 거래에 이용하지 않았다는 증명이 있는 때에는 규칙 제10.-%조의 적용예외를 인정하고 있다.&1)

그러나 내부자가 미공개정보를 알고 있는 경우에도 내부자가 그 정보를 취득하기 전에 이미 거래를 결심하였거나 내부자가 부득이한 사정으로 거래를 할 수 밖에 없는 경우에는 미공개정보를 이용하지 않았다는 반증의 제시가 가능하다.&2) 정보수령자가 정보를 제공받고 미공개정보임을 인식하면서 거래를 하였다면 정보를 이용한 거래라고 추정된다.&3)

최근 대법원 2017.1.2%. 선고 2104도1177% 판결에서 대법원은 미공개정보를 이용하였다고 하려면 정보가 매매 등 거래 여부와 거래량, 거래가격 등 거래조건을 결정하는 데 영향을 미친 것으로 인정되어야 하고, 이는 피고인이 정보를 취득한 경위 및 정보에 대

%+) 정보의 이용에 관한 입증은 구 증권거래법상 단기매매차익의 반환에서도 문제되었다. 도입 초기에는 내부자에 의한 미공개정보의 이용을 그 반환요건으로 하여 반환청구자가 이를 입증하도록 하였으나, 그 후 내부자거래 규제의 실효성을 확보하기 위하여 내부자가 그 정보를 이용하지 않았음을 증명한 때에는 단기매매차익의 반환의무가 없는 것으로 개정하였다가, 미공개정보의 이용 여부를 불문하고 그 반환책임을 인정하되 성질상 반환책임규정이 처음부터 적용될 수 없는 예외를 인정하는 방향으로 개정이 이루어졌다.

%9) 대법원 200&.%.11. 선고 2003도4320 판결.

&0) 대법원 2017.1.2%. 선고 2014도1177% 판결5 김건식・정순섭, 앞의 책, 41%면(당사자 사이에 해당 정보를 잘 알고 있어 정보의 격차가 존재한다고 볼 수 없는 경우에는 정보를 이용하였다고 볼 수 없다)5 임재연, 앞의 책, 929면.

&1) 김학석・김정수, 앞의 책, 2&면과 27면.

&2) 김건식・정순섭, 앞의 책, 41%면과 41&면5 임재연, 앞의 책, 930면.

&3) 임재연, 앞의 책, +99면.

한 인식의 정도, 정보가 거래에 관한 판단과 결정에 미친 영향 내지 기여도, 피고인의 경제적 상황, 거래를 한 시기, 거래의 형태나 방식, 거래 대상이 된 증권 등의 가격 및 거래량의 변동 추이 등 여러 사정을 종합적으로 살펴서 판단할 것을 제안하고 있다.&4) 이 사건에서는 회사가 다른 회사를 인수하는 데 필요한 자금을 마련하기 위하여 회사의 대주주 겸 회장이 차명으로 보유하고 있는 회사 발행 워런트(신주인수권증권)를 제3자가 양수한 후 그 행사대금을 납부하여 주식을 인수하는 등으로 회사의 자금을 조달하면 회사가 이를 이용하여 다른 회사를 인수하기로 한 계획에 따라 제3자가 회사의 주식을 인수한 사안에서, 회장이 제3자에게 다른 회사의 인수라는 미공개정보를 제공하여 제3자로 하여금 회사의 주식을 인수하게 한 것이 자본시장법이 금지하고 있는 미공개정보의 이용행위에 해당하는지가 문제되었다.

이에 관하여 대법원은 내부자가 미공개정보를 인식한 상태에서 특정증권등의 거래를 하면 특별한 사정이 없는 한 미공개정보를 이용하여 거래를 한 것으로 볼 수 있지만, 미공개정보를 알기 전에 이미 거래가 예정되어 있었다거나&%) 미공개정보를 알게 된 자에게 거래를 할 수 밖에 없는 불가피한 사정이 있었다는 등 미공개정보와 관계없이 다른 동기에 의하여 거래를 하였다고 인정되는 때에는&&) 미공개정보를 이용한 것으로 볼 수 없다고 하였다. 이 사안에서 회사가 다른 회사의 지분을 인수한다는 정보는 회장과 제3자가 회사의 워런트를 행사하여 조달한 자금 등으로 다른 회사의 지분을 인수하겠다는 계획에 의하여 구체화됨으로서 중요한 정보로서 성립하였고 회장과 제3자가 회사 발행의 워런트를 행사하여 주식을 취득한 것은 이미 성립된 다른 회사 지분인수라는 정보가 생성될 당시 성립된 계약에 따라 그 이행을 한 것에 불과하기 때문에 미공개정보의 보유에는 해당하지만 이를 이용한 것으로 되지는 않았다.&7)

&4) 대법원 2017.1.2%. 선고 2104도1177% 판결.

&%) 그 예로서는 주식의 대량보유자가 일시대량매각에 의한 시장가격의 폭락을 피하기 위하여 매일 일정 수량의 주식을 시장에서 처분하던 중 미공개정보를 알게 되었으나 종전과 같이 일정수량의 주식을 처분하는 경우가 있다(임재연, 앞의 책, 930면).

&&) 그 예로서는 정보보유자가 자신의 채무변제를 위하여 유일한 재산인 주식을 매도하는 경우가 있다(김건식・정순섭, 앞의 책, 41&면).

&7) 정보의 보유와 이용에 관한 하급심 판례, 정보를 이용하지 아니한 거래로서 증권가 소문을 듣고 주식을 매수한 경우, 정보의 취득이 부인된 사례, 정보의 이용이 부인된 사례 및 주식을 매도할 합리적 이유가 있는 경우에 관한 하급심 판례는 임재연, 자본시장법과 불공정거래, 박영사, 2014, 3&2면부터 3&9면에 소개되어 있다.

2) 구체성이 없는 정보의 제공 및 거래의 추천 문제

미공개중요정보는 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것으로 보고 있다. 정보가 구체성을 갖추지 못할 경우에는 중요성의 구비 여부가 의문일 뿐만 아니라, 정보제공을 인정하기 어려울 것이다.&+)

미공개정보를 타인에게 이용하게 하는 행위가 되기 위해서는 미공개정보가 구체적으로 전달되어야 한다. 정보수령자에게 전달되는 미공개정보는 내부자가 직무상 취득하여 이용하는 정보에 비하면 더 구체적이어야 한다.&9) 정보를 보유한 자가 정보 내용을 구체적으로 전달하지 않고 단순히 미공개정보에 기초하여 타인에게 증권의 매매 그 밖의 거래를 하도록 권유하는 것은 정보의 제공에 포함되지 아니한다. 왜냐하면 거래의 권유는 내부자가 미공개정보에 기초하여 투자판단을 하고 그 투자판단을 타인에게 권유하는 것이므로 그 투자판단을 타인에게 거래에 이용하게 하는 것은 될지언정 미공개정보 자체를 타인으로 하여금 거래에 이용하게 하는 것은 아니기 때문이다.70)

정보수령자는 내부자로부터 미공개중요정보를 전달받은 자이다. 따라서 내부자가 미공개정보를 직무와 관련하여 알고 있으나 이를 알리지 않고 친구 등 제3자에게 해당 상장법인의 증권 등을 매수해 두면 가격 상승을 기대할 수 있다고 말하고 그 제3자가 그 말을 신뢰하여 해당 증권을 취득하였더라도 그 제3자는 미공개정보를 이용한 것이 되지 않는다.

이처럼 정보를 그대로 전달하지 않고 해당 정보를 기초로 하는 거래 추천행위는 정보의 불균형을 이용한 불공정거래행위라는 점에서 규제의 필요성은 있지만, 현행 자본시장법의 해석상 규제대상이 되지는 않는다.71)

&+) 강대섭, 앞의 논문, 41면.
&9) 임재연, 자본시장법, 902면.
70) 조인호, 앞의 논문, 47%면.
71) 이 점을 고려하여 자본시장법에 일본과 같이 정보전달과 거래추천행위를 각각 독자적인 금지유형으로 도입할 것을 주장하는 견해가 있다(박임출, A일본의 내부자거래 규제의 강화와 법적 시사점C, 「증권법연구」 제1%권 제3호(2014), 30+면과 309면).

3) 단체 및 그 구성원에 대한 정보제공 문제

미공개정보는 대인 접촉을 통하여 또는 개별적인 정보전달수단을 통하여 타인에게 제공되기도 하지만, 집단적인 전달수단 예컨대 메신저나 카톡방과 같은 집단*3*를 통하여 제공되기도 한다. 이 경우에는 정보를 전달받은 상대방 모두가 제1차 정보수령자로 보아야 할 것이다.

미공개정보가 최초로 법인의 임직원에게 제공되는 경우 누구를 제1차 정보수령자로 보아야 하는지가 문제된다. 정보제공자의 정보제공이 오로지 그 임직원 개인을 위한 것이고 법인을 위한 것이 아님이 분명하거나 최초로 정보를 전달받은 자가 자신의 조직내의 업무로서가 아니라 개인적 친분관계에서 조직내의 다른 사람에게 전달하는 경우 또는 최초의 정보수령자로부터 정보를 전달받은 다른 임직원이 최초의 정보수령자를 지시·감독을 하는 자가 아닌 경우에는 최초 정보수령자만을 제1차 정보수령자로 보는 것이 합당하다고 한다.[72] 그러나 정보제공자가 해당 법인을 정보의 수령자로 의도하였고 최초의 정보수령자가 자신의 업무의 하나로서 정보를 전달받았거나 업무상 지휘·감독권이 있는 경우에는 최초의 정보수령자만을 제1차 정보수령자로 본다면 법인 내부의 업무상의 긴밀한 정보전달체계를 무시하고 나머지 정보수령자를 제2차 또는 제3차 정보수령자로 보는 문제가 발생한다. 따라서 법인을 제1차 정보수령자로 보거나 직무상 해당 정보를 알게 된 법인 내부의 모든 임직원을 제1차 정보수령자로 보는 견해가 나오고 있다.[73] 법인이 내부자가 될 수 있는 자본시장법의 체계에서는 법인도 제1차 정보수령자가 될 수 있음은 당연하다.[74]

내부자가 거래당사자인 법인 조직을 상대로 정보를 제공할 의도로 담당 직원에게 미공개정보를 전달하였고 해당 직원이 법인 업무의 하나로 결제라인을 통하여 업무감독자에게 정보를 전달하여 법인 경영진이 이를 전달받았다면 해당 법인을 제1차 정보수령자로 보는 것도 가능하다.[7%]

거래당사자인 법인에 대해 정보를 제공함으로써 그 정보가 공개된 것인지에 관하여, 하급심 판결은 피고인은 어느 조직에 속하는 개인에게 정보를 제공하였으나 실제로는 그 개인이 아니라 법인 조직을 상대로 정보를 제공할 의도였던 경우에는 그 조직의 모

72) 윤법렬, 앞의 논문, %%면.
73) 윤법렬, 앞의 논문, %&면과 %7면.
74) 다만 법인의 범죄능력과 관련하여 법인과 소속 임직원에게 책임을 지우는 문제가 논의된다.
7%) 윤병렬, 앞의 논문, %7면.

든 구성원을 정보수령자로 보아야 하고 따라서 해당 법인이 알고 있었다고 주장하였으나, 법원은 이를 배척하고 피고인이 해당 개인으로 하여금 미공개정보를 이용하게 할 의도가 있었다고 보았다.[7&)] 대법원은 담당 직원이 이를 정식으로 법인의 의사결정권자에게 보고하거나 그에 관한 지시를 받지 아니한 채 내부자로부터 거래의 성사를 위한 부정한 청탁금을 받고서 법인에 대한 배임적 의사로 거래가 이루어지도록 한 경우에는 거래당사자인 법인에 대하여 미공개정보의 완전한 공개가 이루어졌다고 볼 수 없다고 판단하였다.[77)]

Ⅴ. 결 언

상장법인의 업무등과 관련된 미공개정보를 알게 된 자는 특정증권등의 매매 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 제공하여 이용하게 하지 못한다. 미공개정보를 타인에게 제공하여 이용하게 하는 것을 금지하는 이유는 내부자가 직접 정보를 이용하는 거래를 하는 것만을 금지할 경우 정보를 타인에게 제공하여 규제를 쉽게 벗어날 수 있기 때문이다. 따라서 내부자로부터 미공개정보를 받은 자, 즉 정보수령자는 그 정보를 이용하는 것뿐만 아니라 이를 타인에게 제공하는 것도 금지된다.

자본시장법은 규정 문언의 차이에도 불구하고 상장법인의 업무등과 관련된 미공개중요정보, 주식등에 대한 공개매수 또는 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 내부자 또는 준내부자로부터 받은 자가 그 정보를 거래에 이용하거나 타인에게 제공하는 것을 금지한다. 거래에 그 이용이 금지되는 미공개정보의 범위가 공개매수 및 대량취득·처분에 관한 정보로 확대됨에 따라 미공개정보의 이용행위의 규제는 시장에서의 정보의 불균형 해소를 통한 투자자보호 차원에서 이해할 수 있고, 정보수령자의 미공개정보 이용행위를 금지해야 하는 이유는 정보제공자의 이용행위 금지에서 그 정당성을 찾아야 할 것이다. 따라서 정보수령자의 이용행위가 금지되기 위해서는 정보제

7&) 서울지방법원 2003.&.2%. 선고 2002노9772 판결. 이와 반대로 그 조직의 모든 구성원을 1차 정보수령자로 보는 견해도 있으나(안수현, A불공정거래 규제법제의 현황과 과제C, 「D60」 %0호(2011), 1%면), 서울지방법원은 이와 같은 피고인의 주장을 배척하고 정보를 직접 전달받은 개인만을 정보수령자로 보고 그 조직인 회사는 해당 정보를 알지 못한 것으로 판단하였다.

77) 대법원 200&.%.11. 선고 2003도4320 판결.

공자가 미공개정보의 제공 및 정보수령자에 의한 이용가능성을 인식하고 있어야 하고 정보수령자도 미공개정보임을 알고 정보를 전달받았어야 한다. 미공개정보의 제공이 있었으나 정보수령자가 이를 이용하여 거래를 하지 않은 한 정보제공자가 타인에게 미공개정보를 이용하게 한 것으로 되지는 않는다. 미공개정보가 거래를 하게 된 하나의 요인이 되었다면 충분하고, 정보수령자가 미공개정보를 인식한 상태에서 거래를 하였다면 특별한 사정이 없는 한 미공개정보를 이용하여 거래를 한 것으로 볼 수 있다. 그렇지만 미공개정보와는 관계없이 다른 동기에 의하여 거래를 하였다고 볼 수 있는 때에는 미공개정보의 이용행위가 인정되지 않는다. 미공개정보는 그 내용이 구체적이고 그 정보 자체가 전달되어야만 정보수령자의 거래행위가 인정될 수 있다.

자본시장법은 내부자 및 준내부자로부터 직접 정보를 받은 자, 즉 제1차 정보수령자에 한하여 정보의 이용 및 그 제공을 금지하는 규정 형식을 취하고 있는데, 제2차 이후의 정보수령자는 규제의 대상도 아니고 공범관계도 성립하지 않는다는 해석론은 그 입법적 개선 또는 재검토가 필요하다. 법인이 정보수령자가 되는 경우 법인과 최초 정보수령자의 책임과 처벌 문제는 별도 검토가 필요하다.

참 고 문 헌

김건식・정순섭,「자본시장법」, 두성사, 2013.

김정수,「자본시장법원론」, *60그룹, 2014.

김정수,「내부자거래와 시장질서교란행위」, *60그룹, 201&.

김병연・권재열・양기진,「자본시장법, 박영사」, 2017.

김학석・김정수,「자본시장법상 부정거래행위」, *60그룹, 201%.

박순철,「미공개중요정보 이용행위의 이해」, 박영사, 2010.

이상복,「자본시장법상 내부자거래」, 박영사, 2010.

임재연,「자본시장법」, 박영사. 2017.

임재연,「자본시장법과 불공정거래」, 박영사, 2014.

8#an ;. Drom.er/ E 0e1is ?. 0o1enfe#s, **e"!rities 6ra! E 'ommo ities 6ra!* , =o#. 4, 199%.

0o!is 0oss an 7oe# *e#i/man, **e"!rities ;e/!#ation,* =o#. Ⅷ, 1991.

, ar" -. *tein.er/, *)n erstan in/ *e"!rities 0a1,* 0e2is 3e2is, 2014.

神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘,「金融商品取引法」, 青林書院, 2012.

강대섭, A내부정보의 제공과 정보수령자의 거래의 규제C,「증권법연구」제2권 제2호 (2001).

강희주, A증권거래법 제1++조의2 제1항에 의한 내부자거래의 규제-내부자의 범위 및 정보수령자를 중심으로C,「인권과 정의」, 3&0호(200&.+).

김병연, A내부자거래규제 관련 최근 판례의 동향-정보수령자 규제에 관한 미국 법원 판결의 시사점-C,「증권법연구」제17권 제1호(201&).

박순철, A미공개중요정보 이용행위의 규제에 관한 연구C, 박사학위논문, 성균관대학교 (2009).

박임출, A일본의 내부자거래 규제의 강화와 법적 시사점C,「증권법연구」제1%권 제3호 (2014).

안수현, A불공정거래 규제법제의 현황과 과제C,「D60」%0호(2011),

윤법렬, A법인의 임직원이 미공개중요정보의 수령자인 경우 개인과 법인의 책임C,「D60」제&9호(201%.1).

조인호, A내부자거래규제에서의 정보제공행위규제C, 「법학논총」 제29권 제3호(2017).
7oe# *e#i/man, A8 , at!re *ynthesis: 9': a/an ;eso#(es -nsi er <ra in/'s , ost =e2in/ >ro.#emsC,
23 *?@0. 7. '9;>. 0.* 121 (199+).

F국문초록G

‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’은 증권시장에서의 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하기 위하여 정보제공을 목적으로 하는 정보공시제도를 운영하고 있다. 또한 자본시장의 공정성과 신뢰성을 확보하기 위하여 불공정거래를 규제하고 있다.

자본시장법은 불공정거래행위의 규제 차원에서 상장법인의 내부자 또는 준내부자가 그 업무에 관련된 미공개중요정보를 이용하여 증권등을 거래하는 행위를 금지할 뿐만 아니라 이를 다른 사람에게 제공하여 이용하게 하는 행위를 금지하고 있다. 그 이유는 내부자 또는 준내부자가 미공개정보를 이용하여 거래를 하는 것만을 금지할 경우 내부자와 준내부자가 미공개정보를 제3자에게 전달하여 이를 이용하게 하는 행위와 같은 탈법적인 행위를 막을 수 없기 때문이다.

미공개정보로서는 상장법인의 업무에 관한 것 외에도 주식 등에 대한 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보 및 주식 등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 것이 있다. 어느 경우이든 이와 같은 미공개정보를 내부자 및 준내부자로부터 받아 이용하는 것이 금지되고 있다.

미공개정보의 제공과 수령에 관해서는 일반적인 내부자거래에서 논의되는 사항 외에 정보를 받은 자가 어떠한 근거에서 그 거래가 금지되고, 정보의 제공과 수령에 어느 정도의 주관적 귀책사유가 필요하며, 정보를 받은 자가 거래를 하지 않는 경우에도 그 정보를 제공한 자는 법적 책임을 지는지 그리고 미공개정보는 여러 단계를 거쳐 제공될 수 있는데 어느 범위까지 규제의 대상이 되는지 등의 특수한 문제가 있다. 이 논문에서는 먼저 미공개중요정보를 받은 자가 이를 이용하는 것을 금지하는 근거를 고찰한 다음 정보수령자의 범위 등 정보수령자 규제의 쟁점에 대해 살피기로 한다.

주제어 : 내부자거래, 미공개중요정보, 부정사용이론, 사후참가설, 정보수령자

금융법연구 제7권 제1호(통권 제12호)

F8.stra"tG

Prohibition of Use of Non-public Information by the Tippee

*Han/, ?ae *eo.*

<he ‘’apita# ,ar$et an 6inan"ia# -n(estment D!siness 8"t’ operates an information is"#os!re system aime at /i(in/ materia# non-p!.#i" information. 8n the 8"t re/!#ates !nfair transa"tions to ens!re the fairness an re#ia.i#ity of the "apita# mar$et.

<he 8"t prohi.its the insi er or I!asi-insi er of a #iste "orporation from en/a/in/ in transa"tions of se"!rities, et"., .y !sin/ materia# non-p!.#i" information re#ate to the affairs of the #iste "orporation, -t is prohi.ite to pro(i e the information to others. <he reason is that if an insi er or I!asi-insi er is prohi.ite from en/a/in/ in transa"tions !sin/ the !n is"#ose information, it is impossi.#e to pre(ent i##e/a# a"ts s!"h as insi er an I!asi-insi er transferrin/ the !n is"#ose information to a thir party.

-t is a#so prohi.ite to !se the non-p!.#i" information re#ate to the imp#ementation or s!spension of massi(e a"I!isition an isposa# of sto"$s, an to the imp#ementation or s!spension of the ten er offer for sto"$s. -n either "ase, a tippee is for.i en to !se s!"h !n is"#ose information.

Jith respe"t to tippin/ of non-p!.#i" information, in a ition to the matters is"!sse in /enera# insi er tra in/, it is ne"essary to re(ie1 the spe"ifi" iss!es. -n this paper, - first e2amine the reasons for prohi.itin/ the tippee of non-p!.#i" information from !sin/ it, an then #oo$ at the iss!e of the s"ope of tippee, an the e/ree of s!.ℓe"ti(e reason nee e for re/!#atin/.

Hey1or s : insi er tra in/, materia# non-p!.#i" information, misappropriation theory, parti"ipatin/ after the fa"t, tippee