

內部者去來 規制法制의 改善方案

2003. 4. 26.

I. 머리말

II. 내부자거래 규제의 강화

1. 내부자의 범위확대
2. 내부정보의 명확화
3. 금지행위 유형의 확충

III. 내부자거래 방지제도의 개선

1. 소유주식보고제도
2. 단기차익반환제도

IV. 손해배상책임제도의 활성화

V. 맺음말

I. 머리말

최근 사회적 물의를 야기한 여러 게이트 사건에서 보는 바와 같이 증권시장에서의 불공정거래행위가 정치·사회적 문제로 비화됨에 따라, 정부는 내부자거래 등에 대한 철저한 단속과 위반자에 대한 엄중한 문책이 필요하다는 판단 아래, 증권선물 위원회에 압수·수색 등 강제조사권을 부여하고, 내부자거래 금지규정을 위반한 자에 대하여 최고 무기징역에 처할 수 있도록 형사벌칙을 대폭 강화하는 내용의 증권거래법을 개정한 바 있다. 이에 따라 증선위 등 규제당국은 내부자거래를 적발하고 억제할 수 있는 효과적인 법규집행수단을 갖추게 되었을 뿐만 아니라, 강력한 단속 의지의 표명과 함께 내부자거래 예방을 위한 감시강화와 조사기법의 전산화 추진 등 다각적인 노력을 기울이고 있다. 그러나 이와 같은 노력에도 불구하고 내부자거래에 대한 규제의 틀을 오늘의 상황에 맞게 재검토하여 개선하지 않는다면 내부자거래 근절이라는 소기의 목적을 달성하는 데에 한계가 있을 수밖에 없을 것이다.

현행 증권거래법 제188조의2는 1991.12. 내부자거래에 대한 규제의 틀을 전면 개편하면서 미국 1934년 증권거래법의 포괄주의와 일본 증권거래법의 한정적 열거주의를 동시에 고려한 절충주의를 채용한 것으로 이해할 수 있다. 그러나 그 내용을 구성요건별로 살펴보면, 행위주체인 내부자에 대해서는 일본의 예와 같은 한정적 열거주의를 채용하면서 구체적인 범위를 좁게 규정하고, 규제대상 내부정보에 대해서는 예시적 열거주의를 채용하면서 미국의 예와 같은 추상적인 중요성 기준을 적용하도록 규정하는 한편, 금지행위의 유형에 대해서는 거래행위의 경우 미국이나 일본의 예와 같은 보유기준이 아닌 이용기준을 채용하면서 미국이나 일본의 예에서 찾아 볼 수 없는 이용하게 하는 행위를 규정하고 있다. 더군다나 내부자와 내부정보의 개념정의에 관하여 시장지향적으로 접근하고 있는 EU 회원국의 예와 달리 발행회사와의 관련성 요건을 부가함으로써 다양한 형태의 내부자거래를 효과적으로 규제할 수 없는 loophole이 나타나고 있다.¹⁾

이와 같이 현행 내부자거래 규제법제는 그 구성요건과 위반효과에 관하여 완결성을 갖추었다고 보기 어렵다. 물론 현행과 같은 법제로도 규제초기에는 내부자거래를 효과적으로 단속할 수 있었으나, 증권시장이 발전하고 범죄수법이 고도화됨에 따라 종래의 틀만으로는 한계에 이른 것으로 평가된다. 따라서 우리나라 증권시장과 기업현실에 맞게 내부자거래 규제법제를 개선하는 일이야말로 시급한 문제가 아닐 수 없다.

1) [사례 1] A가 T사를 인수하기 위하여 동사의 대주주인 B와 비밀리에 교섭한 후 A와 B가 지분인수계약을 체결할 즈음에 T사 주식을 매수하고, 동 계약체결 사실이 공시된 후 주가가 급등하자 이를 매도한 경우

[사례 2] U증권의 D는 자신의 직무에 속하는 S전자에 관한 분석자료의 주요내용을 회사가 공식적으로 공표하기 이전에 주요 고객에게 제공하여 이를 이용하게 한 경우

[사례 3] Moody's와 S&P 등의 한국에 대한 신용평가등급 조정사실을 미리 알고 있는 외국인들이 발표 2-3일 전에 KOSPI200 선물을 매도했다가 발표 후 다시 매수한 경우

그럼에도 불구하고 증권시장의 공정성과 투자자 신뢰의 확보라는 내부자거래 규제의 취지에 가장 부합하는 법제가 과연 어떠한 형태인가를 발견하는 것은 매우 어려운 일이다. 따라서 외국의 입법례를 연구·검토하는 비교법적 접근방식을 통하여 보다 명료하고 국제적 정합성이 있는 EU 회원국의 규제법제에서 그 해결의 실마리를 찾아내는 작업이 최선은 아닐지언정 차선책이 될 수 있다고 생각된다.

II. 내부자거래 규제의 강화

1. 내부자의 범위 확대

가. 문제점

1991.12. 개정 증권거래법 이전의 제105조제4항제3호는 내부자를 '누구든지 특정 유가증권에 관하여 일반적으로 공개되지 아니한 정보를 직무 또는 직위에 의하여 지득한 자'로 정의하고 있었다. 그 후 내부자의 범위가 지나치게 포괄적이라는 비판에 따라 이를 개정한 현행 증권거래법 제188조의2제1항에서는 제1차 내부자를 회사 내부자와 준내부자 외에 그의 대리인, 사용인 기타 종업원을 포함시키고, 특히 내부자의 지위를 상실한 후 1년까지는 내부자로 의제하여 그 범위를 확장시키는 한편, 직무와 관련하여 중요정보를 알아야 한다는 직무관련성 요건을 추가하여 그 범위를 제한하고 있다. 이로 인하여 내부자의 범위는 EU 회원국은 물론 미국이나 일본의 입법례와 비교하여 가장 좁다.

이와 같이 내부자의 요건을 너무 엄격하게 규정한 결과, 미공개 중요정보에 대한 접근가능성이 높은 지위에서 정보의 비대칭을 이용하여 불공정하게 유가증권을 거래하더라도 내부자거래의 규제대상에서 제외되는 자가 상대적으로 많게 되었다.

나. 입법례

EC 지침의 제1차 내부자는 정보가 생성된 정보원과의 거리와 관계없이 직무 등의 지위에 의해 정보에 대한 접근수단을 가지고 내부정보를 보유하고 있는 자이다. 미국의 판례법은 신임관계상 정보에 대한 접근수단을 가지는 자가 그 접근수단으로 취득한 정보를 증권거래에 이용하는 경우 정보의 부정유용으로 간주하기 때문에 EU 회원국의 제1차 내부자의 범위와 유사하다. 그리고 제2차 내부자의 범위 및 금지행위는 영국의 경우 제2차 내부자의 범위가 좁고 금지행위가 넓은 반면, 독일의 경우 제2차 내부자의 범위가 넓고 금지행위가 한정적이다. 미국은 제2차 내부자의 의무는 제1차 내부자의 의무에서 파생되는 것으로 이해하여 영국과 독일보다는 그 범위가 좁다. 한편, 일본에서는 제1차 정보수령자를 구체적으로 열거하고 제2차 내

부자를 최초의 정보수령자만으로 정의하여 내부자의 범위가 가장 협소하다.

다. 개선방안

내부자거래 규제의 근거를 정보의 비대칭을 이용한 증권거래의 불공정성에서 구하는 관점에서 내부자는 회사의 내부에 속하는 자가 아니라 미공개정보에 접근할 수 있는 지위에 있는 자라는 의미로 이해하여야 한다.

우선 제1차 내부자 중 유가증권 발행회사의 임직원에 대해서는 직무관련성 요건을 삭제하여 그 지위에 의해 내부정보를 가지는 자를 내부자로 간주하여야 하며, 현행 주요주주나 사실상 지배주주의 개념을 폐기하는 대신 모든 주주를 내부자에 포함시켜야 한다. 일본의 예와 같이 회계장부열람권을 가지는 주주를 특별하게 내부자로 간주하는 방안을 고려할 수 있으나, 그 권한행사를 위한 지주비율이 최소 0.05%인 점을 감안할 때 모든 주주를 규제대상으로 하는 것이 바람직하다. 이 경우 주주 또한 그 지위에 기하여 미공개 중요정보에 대한 접근수단을 가지는 자라는 요건을 부가할 필요가 있다. 그리고 준내부자의 경우 회사관련성 요건을 삭제하고 회사정보에 대한 접근가능성을 요건으로 하되, 법령 또는 계약관계 보다 넓은 의미를 가지는 고용·직업·업무 등을 그 표지로 하여야 한다. 이와 같이 제1차 내부자의 범위를 확대하는 경우 현행법의 대리인, 사용인 기타 종업원뿐만 아니라 공개매수자 등 시장정보를 가지는 자도 모두 포함될 수 있다.

다음으로 제2차 내부자는 제1차 내부자로부터 직접 정보를 수령한 자뿐만 아니라 간접적으로 정보를 수령한 자도 포함시켜야 한다. 즉, 정보의 입수경로를 불문하고, 차수령자도 모두 규제대상으로 하여야 한다. 다만, 규제대상이 지나치게 확대되는 것을 방지하기 위하여 정보원이 제1차 내부자라는 사실에 대한 인식을 요건으로 하여야 할 것이다. 이를 위해서는 제2차 내부자를 제1차 내부자로부터 직·간접적으로 내부정보를 알게 된 자로 규정하여야 한다.

2. 내부정보의 명확화

가. 문제점

내부정보의 개념정의에 대한 증권거래법의 태도를 주요국의 입법례와 비교할 때 가장 두드러진 차이는 회사외부에서 발생하는 시장정보를 규제대상으로 하고 있는 EU 회원국이나 미국의 예와 달리, 일본과 같이 공개매수정보 이외의 시장정보를 규제의 대상으로 보고 있지 않다는 점이다. 투자자의 투자판단에 영향을 미치거나 유가증권의 가격에 영향을 미칠 수 있는 정보에는 회사 내부에서 발생한 정보뿐만 아니라 순전히 외부요인에 의해 외부에서 발생한 사실도 존재한다. 예를 들면, 우리나라 증권시장에서 흔히 발생하는 대표적인 두 가지 사례로서 front-running, scalping

이 있다. 매매주문정보나 분석기사정보는 시장정보에 속하지만 그 정보를 알고 있는 자와 알지 못한 자 사이에 이루어지는 거래는 불공정한 것임에 틀림없다. 그럼에도 불구하고 이러한 유형의 거래를 규제할 수 없다면 증권시장의 공정성을 확보하기 위한 내부자거래 규제의 취지는 훼손될 수밖에 없다.

또한 '업무 등과 관련한 중요사실'의 범위에 대해서는 논의가 집중되고 있지만, 규제대상이 되는 정보의 정확성·중요성 요건, 그리고 내부정보의 이용행위를 해제하기 위한 요건인 공표의 개념에 대해서는 충분한 이론적 검토가 이루어지고 있지 않다.

나. 입법례

내부정보의 범위에 관하여 EU 회원국은 시장정보를 내부정보로 포함시키고 있으나, 유가증권발행인 일반 또는 유가증권일반에 관한 정보를 내부정보로 간주하는 입법례(독일)와 특정 유가증권발행인(들) 또는 특정 유가증권에 관한 정보를 내부정보로 간주하는 입법례(영국)로 나누어진다.

그리고 죄형법정주의의 이념에 집착하고 있는 일본에서는 ① 정보를 결정사실, 발생사실로 나누어 열거한 다음, ② 열거항목에 해당하는 경우에는 중요기준, 경미기준을 두고, ③ 엄격한 공표개념을 규정하고 있다. 이에 반하여 EU 회원국에서는 ①을 정보의 특정성, ②를 정보의 중요성 문제로 취급하고, ③의 공표개념에 대해서는 법령으로 규정하지 않고 해석에 위임하고 있다.

다. 개선방안

제188조의2제1항의 '유가증권 발행인의 업무 등과 관련한 정보'는 유가증권 발행인의 경영과 관련된 회사내부정보에 국한되는 것으로 해석된다. 그러나 제186조제1항 각 호에 열거된 사실에는 재해로 인한 손해, 최대주주의 변경 등과 같이 회사내부의 경영에서 유래하지 않는 정보, 즉 회사의 외부요인에 의한 정보를 포함하고 있다. 게다가 대법원은 내부정보의 범위에 관하여 제186조제1항 각 호의 사실을 예시적인 것으로 해석하고 있기 때문에 회사의 외부요인에 의한 정보도 포함될 수 있음을 암시하고 있다. 또한 업무 등이라는 표현의 의미가 금지규정으로서 명확하지 않은 측면도 있다. 따라서 유가증권 발행인의 업무 등과 관련한 정보라는 표현 대신에 '유가증권 발행인에 관한 정보'라는 표현을 사용하여 내부정보의 범위를 명확하게 하고 유가증권의 가격에 영향을 미치는 외부요인도 내부정보의 범위에 포함되도록 할 필요가 있다.

나아가 유가증권 발행인과 관련되지 않는 정보라도 유가증권의 가격에 영향을 미치는 정보, 예를 들면 유가증권의 수급에 관한 정보, 정부정책에 관한 정보 등도 내부정보에 포함시킬 필요가 있다. 왜냐하면 그와 같은 정보를 이용한 거래행위를 규

제하지 않으면 시장에 대한 투자자의 신뢰를 손상시킬 수 있기 때문이다. 다만, 유가증권 일반에 관한 정보 모두를 내부정보에 포함시키는 것은 너무 포괄적이고 그 인과관계의 입증도 어렵기 때문에, '특정 유가증권에 관한 정보'만을 내부정보에 포함시키는 방안이 합리적이다.

그리고 중요정보의 중요성 기준은 그 어떤 요건보다도 입증문제가 가장 심각하다는 점에서 현행보다 다소 객관화된 '시세에 영향을 미칠 수 있는 것'이라는 시세영향기준을 도입하고, 루머 등 불확실한 정보를 규제대상 정보에서 배제하기 위하여 정확성을 요건으로 부가하는 것이 바람직하다.

또한 정보의 공개기준은 법령에서 명확하게 규정하는 것이 예측가능성을 높일 수 있으므로 현행과 같은 입법형식을 유지하되, 공개의 기준을 확대하여 열거주의의 한계를 극복할 필요가 있다. 즉, 공표의 주체를 당해 법인으로 제한하지 않고, 일간신문이나 방송 이외의 다양한 매체에 의한 공표방법을 인정하여야 할 것이다.

3. 금지행위 유형의 확충

가. 문제점

증권거래법 제188조의2제1항은 내부자거래의 금지유형을 이용행위와 이용하게 하는 행위로 규정하고 있다. 이는 내부자 스스로가 미공개 중요정보를 이용하여 증권을 거래하는 행위뿐만 아니라 타인의 증권거래에 미공개 중요정보를 이용하게 하는 행위도 금지하고 있다는 점에서 비교법적으로 매우 독특하다. 즉, 미국이나 일본의 영향을 받아 내부정보의 제공이나 거래의 추천을 직접 금지행위로 규정하지 않는 대신에, '이용하게 하는 행위'를 독립적인 유형으로 규정하고 있다. 그러나 이용하게 하는 행위는 단순한 정보제공·추천행위에 필요한 단순고의를 초과하는 고의를 요건으로 하고 있다. 이에 따라 규제당국은 정보가 전달되는 과정에서 당사자의 주관적 동기 내지 고의유무를 입증하여야 하는 곤란에 직면하게 된다. 따라서 증권시장의 공정성과 건전성을 유지하기 위해서는 가능한 한 제3자에 의한 내부자거래를 방지할 수 있는 환경을 조성할 필요가 있기 때문에, 정보의 제공이나 거래의 추천 사실도 내부자거래로 규제할 수 있는 방안을 검토할 필요가 있다.

나. 입법례

EC 지침 및 영국과 독일의 예에 의하면 증권의 거래행위뿐만 아니라 정보의 제공이나 거래의 추천행위도 독립적인 금지유형으로 규정하고 있는 반면, 미국과 일본의 예에 의하면 증권의 거래행위만을 금지유형으로 하고 있다. 또한, 거래금지 요건에 관하여 영국에서는 내부정보를 보유하고 거래하는 것을 금지하는 보유기준을 적용하되 정보의 보유와 거래 사이의 인과관계가 없는 경우 등을 항변사유로 인정

하고, 독일에서는 우리나라와 마찬가지로 정보의 이용을 주관적 요건으로 하는 이용기준을 채용하고 있으며, 일본에서는 보유기준을 적용하되 일정한 경우 적용제외를 인정하고 있다. 또한 미국의 판례는 종래 보유기준과 이용기준으로 나누어져 있었으나, 최근 SEC가 10b5-1을 제정하여 보유기준을 원칙으로 하면서 비교적 엄격한 적용제외사유를 인정하고 있다(awareness test).

다. 개선방안

현행법은 내부자거래의 구성요건 중 하나인 금지행위를 이용행위와 이용하게 하는 행위로 구분하고 있다. 이용행위는 물론이고 이용하게 하는 행위 모두 행위자의 주관적 의사나 동기를 요건으로 하고 있어 입증상 곤란을 초래하고 있다. 따라서 고의 입증의 곤란을 해소하고 탈법적인 행위를 규제하기 위하여 우선 미공개정보를 이용하는 거래행위의 양태를 판단하는 근거를 이용기준에서 보유기준으로 변경하는 것이 바람직하다. 즉, 보유기준을 적용하여 내부정보를 보유하고 있는 자의 증권거래를 일반적으로 금지하고, 내부정보를 이용한 행위로 볼 수 없는 객관적 상황이 존재하는 경우에는 적용예외를 인정하여야 한다. 이러한 입법형식을 취하는 것이 정보의 비대칭을 이용한 불공정한 거래를 금지하려는 내부자거래 규제의 취지에 더 부합되기 때문이다.

또한, 이용하게 하는 행위를 금지하는 것만으로는 내부자가 직접 거래하는 대신 제3자를 이용하는 내부자거래를 효과적으로 억제할 수 없기 때문에, 단순히 내부정보만을 제공하거나 내부정보의 제공없이 거래만을 추천행위를 금지행위에 포함시켜야 한다. 다만, 제2차 내부자의 범위를 대폭 확대하여 모든 차수령자를 포함시키는 경우에 제2차 내부자가 실제로 거래하지 않고 제3자를 위하여 단순히 정보를 제공하거나 거래의 추천을 하는 때에는 이에 관한 증거를 확보하는 것이 매우 어렵기 때문에, 내부정보에 직접 접근할 수 있는 제1차 내부자에 대해서만 정보제공행위와 추천행위를 금지시켜야 할 것이다. 또한 정당한 목적을 위하여 정보를 제공하는 행위는 예외적으로 허용하여 증권시장이 위축되지 않도록 배려해야 할 것이다.

한편, 증권거래, 정보제공, 추천행위의 대상이 되는 유가증권의 범위도 현행과 같이 발행회사가 발행한 유가증권으로 제한할 것이 아니라, 유가증권발행인에 관한 정보의 경우 그와 관련된 유가증권, 유가증권에 관한 정보의 경우 그 유가증권으로 확대하는 것이 내부자 및 내부정보의 확대요청과 부합된다.

Ⅲ. 내부자거래 방지제도의 개선

1. 소유주식보고제도의 개선

(1) 주요주주·임원의 소유주식 보고제도가 미공개정보를 이용한 내부자거래를 감시하기 위한 제도라는 측면에서 미공개정보이용 금지대상 유가증권과 동일한 범위의 유가증권의 소유상황 또는 변동상황에 대하여 공시하도록 하는 것이 합리적이다. 물론 미공개정보를 이용한 내부자거래의 대부분이 주식임에는 틀림없지만, 사채권의 거래와 관련하여 내부정보를 이용할 가능성도 있기 때문에 내부정보의 이용행위에 대한 감시를 철저히 하여야 할 필요가 있다. 따라서 보고대상 유가증권을 제188조제2항과 같이 “주권 등”으로 대체하여야 한다.

(2) 주요주주 또는 임원이 수익자로서 특정금전신탁을 이용하여 자기회사 주식을 매수 또는 매도하는 경우에 그 매수 또는 매도한 주식도 보고대상 유가증권인지 여부가 문제된다. 신탁의 기본법리에 치중하여 수탁자가 위탁받은 금전으로 자기명으로 거래하는 것이기 때문에 주요주주, 임원의 계산에 의한 거래가 아니라는 이유로 보고대상 유가증권이 아니라는 견해가 있을 수 있다. 이는 일본의 예와 같이 증권거래법령에서 정한 바가 없기 때문에 그러한 주장이 있을 수 있다고 생각된다. 그러나 특정금전신탁에 대한 운용지시를 주요주주, 임원이 하는 경우에는 형식적으로는 수탁자에 의해 매수 또는 매도가 이루어지더라도 실질적으로는 당해 임원 또는 주요주주가 수탁자의 명의, 즉 차명으로 자기계산으로 거래한 것으로 볼 수 있기 때문에 당해 매수 또는 매도도 보고대상으로 하여야 할 것이다.

(3) 상법에는 이사의 개념이 존재하고 증권거래법에는 임원의 개념이 존재한다. 종래 이사는 곧 임원이라는 등식을 인정하여 구별의 실익이 없는 것으로 생각하였다. 그러나 기업지배구조의 개선 등으로 이사의 개념과 임원의 개념을 엄격히 분리하지 않으면 안되게 되었다. 왜냐하면 사외이사과 감사위원회의 도입과 더불어 이른바 등기이사의 수를 줄이고 종래 업무담당이사였던 자를 집행임원으로 바꾸어 종래 업무담당이사의 직무를 맡기고 있기 때문이다. 증권거래법에는 임원이라는 용어를 사용하고 있으면서 이에 대한 정의가 없으나, 동법시행령 제2조의4제3항 2호에서 괄호형식으로 임원을 ‘이사·감사 또는 사실상 이와 동등한 지위에 있는 자’로 정의하고 있다. 이는 상법상 이사의 개념을 초월하는 보다 넓은 개념이다. 이와 같은 임원의 개념을 일본의 예와 같이 시행령이 아닌 본법에서 정의하였다면 보고의 무자인 임원의 범위를 둘러싼 해석상 논란은 없었을 것이다. 따라서 임원의 개념을 본법에서 명확히 정의할 필요가 있다.

(4) 소유주식 보고제도는 기업경영과 관련된 사항에 대한 공시가 아니라 개인적 차원의 재산권변동에 관한 공시이기 때문에 반드시 적시에 공시할 필요는 없을 것이다. 그럼에도 불구하고 내부정보에 접근하기가 가장 용이한 집단의 미공개정보를 이용한 내부자거래를 감시하기 위한 제도라는 점에서 현행과 같이 다음달 10일까지를 보고기한으로 정하고 있는 것은 증권시장의 발달, 통신시설의 발전 등에 비추어

불합리하다. 따라서 대량주식 보고제도와 마찬가지로 소유주식의 변동이 자주 발생하는 기관투자자 등에 대하여 보고의 특례를 인정하되 보고기한은 5일 이내로 단축하는 것이 합리적이다.

(5) 미공개 중요정보를 이용한 내부자거래를 금지하는 직접적인 조항이 마련되어 있는 현행 증권거래법에서는 소유주식보고제도는 간접적으로 내부자거래를 규제하기 위한 것이다. 따라서 내부자거래를 규제해야 할 필요성이 막중하다고 하더라도 내부자거래를 직접 규제하는 조항이 마련되어 있는 한, 소유주식보고 의무위반으로 인하여 침해되는 법익의 정도는 상대적으로 경미하다고 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 소유주식보고의무를 위반한 자에 대하여 모두 형벌을 부과할 경우 자칫 전과자를 양산하는 결과를 초래하게 된다. 또한 실무상 자발적으로 소유주식보고를 하는 임원, 주요주주에 대하여 그 보고내용을 단서로 내부자거래를 적발한 사례는 없다. 이와는 반대로 내부자거래 적발사례를 보면 대부분 차명계좌를 이용하는 등 소유주식 보고의무를 해태하고 있다. 이 경우 미공개 중요정보를 이용한 내부자거래와 소유주식보고 의무위반이 상상적 경합관계에 있게 되어 형벌수준이 낮은 소유주식보고 의무위반에 대한 벌칙은 흡수된다.

따라서 임원·주요주주의 소유주식보고는 잠재적인 내부자거래의 위험을 관리하는 전형적인 행정법적 의무에 속하는 것이기 때문에 이러한 의무위반에 대해서는 과태료 부과로 갈음하는 등 비범죄화(decriminalization) 되어야 한다.

2. 단기차익반환제도

(1) 미공개 중요정보를 이용한 내부자거래를 금지하는 제188조의2의 규정과 달리 미공개 중요정보를 이용하였는지 여부를 불문하고 6월 이내의 단기매매로 얻은 이익을 무조건 회사에 반환하는 제도임을 고려할 때, 그 적용대상은 미공개 중요정보의 취득 및 그 정보의 부당이용의 위험성이 상당히 높은 임원으로 한정하는 것이 타당하다. 또한 단기차익반환제도가 소유주식보고제도의 실효성을 확보하기 위한 제도라는 점에서 제188조제6항의 규정에 의한 소유주식보고의무가 없는 직원에 대해서까지 단기차익반환의무를 부과하는 것은 불합리하다. 이 밖에 비교법적으로도 일본의 경우 직원은 반환의무자가 아니며, 미국의 경우 반환의무자인 officer는 우리의 직원보다 훨씬 좁은 개념인 집행임원으로 볼 수 있다. 따라서 직원은 본조의 적용대상에서 제외하는 것이 타당하다고 본다.

(2) 단기차익반환제도는 소유주식보고제도의 실효성 확보와 불가분의 관계에 있기 때문에 적용대상 유가증권 또한 동일하게 규정하여야 한다.

(3) 회사내부자가 미공개정보를 이용하여 거래를 한 경우에 입증곤란을 이유로 제

188조의2의 규정을 적용하는 대신에 제188조제2항의 엄격책임을 부과하는 것은 다소 지나치기 때문에 일정한 예외사유를 허용하고 있는 점에 비추어, 법령에 규정된 예외사유를 예시적 열거주의로 해석·적용할 수 있도록 제188조제2항 제1문 모두에 '내부자의 미공개정보의 이용을 방지하기 위하여'라는 특별한 목적을 명시하는 것이 합리적이다.

(4) 미공개정보를 이용한 내부자거래를 직접적으로 강력하게 규제하고 있는 법 제188조의2의 규정이 마련되어 있는 상황 하에서 소유주식보고제도와 단기차익반환제도는 내부자거래에 대한 간접적인 규제수단에 불과한 데다 위 제도들이 과연 그 실효성이 있는지 여부가 분명하지 않다. 특히 소유주식보고제도는 실무적으로 내부자거래를 감시하는 수단으로서가 아니라 공개기업의 지분관리 수단으로 변질된 면이 있고, 제200조의2의 규정에 의한 대량보유보고제도와 그 취지는 상이하지만 보고내용이 중복되는 부분이 있어 기업의 부담이 가중되고 있다는 비판이 있다. 또한 단기차익반환제도는 미국회사법의 특성인 주주에 대한 신임의무를 위반한 것으로 보아 회사에 반환한다는 점에서 사실상 기업의 적극적인 반환청구의 소를 기대할 수 없는 데다 엄격책임에 따른 당사자의 반발 등이 있다. 게다가 위 두가지 제도는 EC 지침이나 EU 회원국의 입법례에서 찾아볼 수 없는 제도라는 점에서 이를 폐지할 필요가 있다.

IV. 손해배상책임제도의 활성화

(1) 증권거래법 제188조의3의 내부자거래로 인한 손해배상책임 규정은 민법 제750조의 불법행위로 인한 손해배상책임규정에 대하여 특별규정의 성격을 가진다. 그럼에도 불구하고 민법상 손해배상책임제도보다 그 요건을 완화하는 내용은 없다. 그러나 이와 같은 손해배상책임제도는 내부자거래자의 부당이득을 박탈함으로써 내부자거래를 억제하는 기능과 피해를 입은 선의의 투자자를 구제하는 기능을 수행함과 동시에 시장참가자에 의한 내부자거래의 감시가 용이해짐으로써 규제당국의 비용을 줄이는 효과가 매우 크기 때문에 이의 활성화가 시급하다.

(2) 직접적인 대면거래가 이루어지지 않는 비개성적인 거래소거래의 경우에는 매도인과 매수인 사이의 거래가 증권회사를 통하여 이루어지고 그 대응관계는 우연하게 성립한다. 이러한 대응관계의 성립은 거래상대방을 확인한 상태에서 서로의 의사표시의 합치에 의하여 성립된 당사자관계로 보기 어렵기 때문에 대면거래의 경우와 그 성격이 다를 뿐 아니라, 우연한 사정에 의한 대응관계를 인정하더라도 내부자거래자와 우연하게 대응관계를 가지는 자에게만 배상청구권을 인정하고 기타의 자에게는 배상청구권을 부정하는 것은 극히 불공평하다.

그렇다고 하여 대응관계의 범위를 너무 넓게 인정하면 불특정다수의 투자자가 참여하는 거래소거래의 특성상 그 인과관계를 인정하기도 어렵거니와 다수의 투자자가 배상청구를 하게 되는 경우 내부자거래자가 부담하여야 할 배상액이 과다해질 수밖에 없다. 이와 같은 문제점을 해결하기 위해서는 ① 배상총액의 한도를 설정하는 방법과 ② 청구권자의 범위를 제한하는 방법을 모색할 수 있다. ①의 방법으로는 내부자거래자가 얻은 이익을 한도로 하는 방법과 내부자거래로 피해를 입은 자의 손해액을 한도로 하는 방법이 있다. 그런데 후자의 방법은 피해자의 범위를 용이하게 확정할 수 없는 한 배상총액을 확인하기도 어렵거니와 배상총액을 계산하기 위하여 피해자의 범위를 정하는 것은 곧 청구권자의 범위를 정하는 것과 마찬가지로 이기 때문에 순환론에 빠지게 되어 적절하지 못하다. 또한 ②의 방법으로는 청구권자에게 엄격한 당사자관계를 요구하는 방법과 당사자관계와 유사한 일정한 범위의 자를 청구권자로 의제하는 방법이 있다. 그런데 전자의 방법은 거래당사자가 특정되어 있는 상대거래에서는 가능하지만 거래소거래의 경우에는 전술한 바와 같이 당사자관계가 우연하게 성립되거나 설령 당사자관계가 성립되더라도 피해자의 입장에서는 이를 쉽게 확인하기 어렵다는 점에서 적절하지 못하다. 따라서 ①의 방법과 ②의 방법을 동시에 아우르는 절충적인 방법으로 ③ 배상총액을 내부자거래자가 얻은 이익을 한도로 미리 설정해 놓고 일정한 범위의 자를 청구권자로 의제하는 방법이 바람직하다.

(3) 여기에서 일정한 범위의 자를 미국의 1934년 증권거래법 제20A조의 동시기거래자의 개념으로 대체하는 방안이 합리적이라고 생각된다. 이러한 동시기거래자는 손해배상책임제도에서 중요한 요건인 당사자(원고적격), 인과관계, 입증의 문제를 동시에 해결하기 위하여 등장한 개념이다. 전술한 바와 같이 거래소거래의 특성상 청구권자의 범위를 확정하기 곤란하다는 점에서 내부자의 거래와 같은 시기에 거래한 자를 청구권자로 형식적으로 규정하는 경우, 내부자의 거래와 동시기에 거래한 사실만 입증하면 당사자관계, 인과관계의 입증 등의 요건을 충족하는 문제는 쉽게 해결될 수 있을 것이므로 손해배상책임 규정의 실효성을 확보할 수 있다.

V. 맺음말

이상에 살펴본 바와 같이 내부자거래 규제법제의 기본구조를 유가증권 발행회사가 아니라 유가증권시장 중심으로 개선하는 것이 핵심과제이다. 이는 내부자거래의 규제근거에 관하여 신임의무위반으로 보는 미국 판례법의 접근방식에서 탈피하여 증권시장의 기능저해로 보는 EU 입법례로의 전환을 의미한다. 이를 위해 제188조를 폐지하고 제188조의2를 전면적으로 개정하는 한편, 제188조의3은 동시기거래자의 개념 등을 도입하여 요건을 완화하는 개정이 없는 한 특별규정으로서의 실효성이

없으므로 이를 폐지하여 민법상 불법행위책임 영역에 맡기는 것이 바람직하다. 제188조의2의 개정은 우선 내부자와 내부정보에 대한 개념정의에서 회사관련성 요건을 삭제하는 일이다.

다음으로, EU 회원국 사이에서도 내부자거래의 구성요건을 자국의 사정에 따라 조금씩 달리 규정하고 있기 때문에, 우리나라의 현실에 맞는 바람직한 규제방식이 어떠한 것이어야 하는가에 대한 전략적 선택이 필요하다. 즉, 미공개정보를 이용한 내부자거래의 규제의 틀을 새로이 마련함에 있어서 ① 내부자의 범위(특히 제2차 내부자)를 대폭 확대하여 신분범적 요소를 제거하되, 금지행위의 유형을 증권거래행위로 제한하는 방안(독일), ② 내부자의 범위를 일부 확대하여 신분범 형태를 유지하되, 금지행위의 유형을 증권거래행위는 물론 정보제공행위, 추천행위로 확대하는 방안(영국) 중에서 하나를 선택하는 일이다. 물론 유럽위원회의 2002 proposal과 같이 내부정보를 가지고 있는 모든 자에 대하여 증권거래, 정보제공, 추천행위 모두를 금지하는 방안도 있다. 그러나 이와 같은 방안을 도입하는 경우 죄형법정주의의 명확성 원칙을 강조하는 입장에서는 과잉규제라는 비판이 예상된다.

생각건대, 위 ①과 ②의 방안 중에서 ①의 방안이 우리 현실에 부합된다고 본다. 왜냐하면 내부자의 특정 행위보다는 시장참가자 스스로가 내부자거래 규제의 대상이라는 점을 인식시켜 주는 것이 예방효과가 더 클 것으로 보이기 때문이다. 또한 누구든지 내부정보를 부정하게 유용한 자를 내부자로 보는 미국 판례법과 누구든지 내부정보를 보유하고 있는 자를 내부자로 보는 유럽위원회의 2002 proposal에서 보는 바와 같이 규제이념은 달라도 내부자의 범위확대를 통하여 내부자거래를 강화하는 방안이 세계적인 추세이기도 하다.²⁾ 다만, 금지행위의 유형을 증권거래행위로 제한함에 있어서 보유기준을 채용하되 내부정보를 이용하지 않았음을 주장·입증하는 경우에 적용제외사유를 인정할 필요가 있다.

한편, 내부자거래 규제법제를 위와 같이 개선하더라도 내부정보를 부당하게 이용하는 다양한 행위를 모두 규제하는 것(catch all)은 불가능할 뿐만 아니라, 개선된 법제 하에서도 형사처벌의 대상으로 할 수 없거나 형사처벌을 하기가 곤란한 사례도 나타날 것으로 예상된다. 따라서 이와 같은 규제의 공백을 메우기 위해서는 내부자의 부당한 정보이용행위를 포괄적으로 규제하는 제도, 예컨대 영국 FSMA의 예와 같이 FSA의 자율적 판단으로 행정제재를 할 수 있는 시장남용(market abuse) 개념을 도입하는 방안을 검토할 필요가 있다.

2) 이와 같이 내부자의 신분범적 요소를 제거하는 작업은 아이러니컬하게도 1991.12. 개정 증권거래법 이전의 내부자거래 규제조항으로 다시 회귀하는 과정으로 볼 수 있다.